



# DAGS ATT VÄLJA.

Kapitalmarknaderna börjar normaliseras. Värdepapper dras inte längre över en kam. Nu blir rätt val avgörande.

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

---

Hösten 2013

**Carnegie Allokering och portföljstrategi** ger en överblick över aktuellt ekonomiskt klimat samt bankens analys av detsamma i form av strategi och portföljallokering. Skriften utkommer tre gånger per år. För att prenumerera, kontakta din rådgivare.

**Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga före 20 september 2013.**

Omslagsfoto: Sung-Il Kim/Corbis/TT

*Redaktion:*

**Brian Cordischi** *Ansvarig utgivare*  
Chief Investment Officer (CIO)  
Allokeringsansvarig Carnegie Bank  
brian.cordischi@carnegie.se

**Dag Tigerstedt**  
Investeringsstrateg, redaktör  
dag.tigerstedt@carnegie.se

**Helena Haraldsson**  
Makroanalytiker  
helena.haraldsson@carnegie.se

**Magnus Gustafson**  
Investeringsstrateg svenska aktier  
magnus.gustafson@carnegie.se

**Daniel Rosfors**  
Investeringsstrateg  
daniel.rosfors@carnegie.se

**Joakim Karlsson**  
Investeringsstrateg  
joakim.karlsson@carnegie.se

**Jenny Askåker**  
Redaktör  
jenny.askaker@carnegie.se

**Joakim Braun**  
Art director  
redaktionen@carnegie.se

# ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Hösten 2013



# Innehåll

Inledning .....	5
Sammanfattning .....	6
Nulägesanalys .....	8
Framtidsutsikter och portföljstrategi .....	20

Foto: iStockphoto



<b>Tema: Selektivitet</b> .....	<b>24</b>
---------------------------------	-----------

Finansmarknaderna börjar återgå till det normala och aktier och andra värdepapper värderas på egna meriter igen. Nu blir det viktigt att göra upplysta val.

<b>Tema: Investeringar – USA:s nya tillväxtmotor</b> .....	<b>30</b>
--	-----------

Världens största ekonomi står troligtvis inför en period av omfattande investeringar. Det har potential att lyfta ekonomin.

Rekommendation kring tillgångslagen .....	35
<i>Globala aktier</i> .....	35
<i>Svenska aktier</i> .....	43
<i>Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar</i> .....	47
Kapitalförvaltning på Carnegie .....	52
Disclaimer .....	53

# Selektivitet!

**Finansmarknaderna karaktäriseras just nu av mycket olikartad utveckling inom flera områden. Det är exempelvis stor diskrepans mellan avkastningen på aktier på utvecklade marknader och tillväxtmarknader. Det kräver mer selektiva investerare.**

”*Mind the Gap!*” När jag analyserade marknaderna inför denna strategirapport gjorde sig den gamla frasen från Londons tunnelbana plötsligt påmind. I början av nittiotalet flyttade jag med Goldman Sachs från Wall Street till City of London och pendlade varje dag med tunnelbanan. På perrongen möttes jag av den monotona inspelningen från 1969 som varnade för avståndet mellan vagn och plattform – ”*Mind the Gap!*”.

På samma sätt är det på sin plats att för tillfället se upp för avstånd inom finansvärlden, marknaden uppvisar nämligen en mängd intressanta gap som behöver uppmärksammas. Det är exempelvis stor diskrepans mellan rådande aktievärdering och vinstutveckling, mellan utvecklingen för aktier på de utvecklade och tillväxtmarknaderna, mellan långa och korta obligationsräntor samt, inte minst, en 25-procentig överavkastning på såväl svenska som amerikanska aktier relativt obligationer hittills i år.

På det hela taget ser vi dock många positiva tecken. Världsekonomin normaliseras och rör sig allt längre ifrån det tillstånd som rådde efter Lehman Brothers fall för fem år sedan. Aktiemarknaderna har återhämtat sig till de nivåer som rådde före finankrisen – och i vissa fall, som i USA, till och med passerat dessa – samtidigt som de långa obligationsräntorna har börjat stiga.

Hur påverkas då vår allokeringsförvaltning av utvecklingen? Vi har under ett flertal kvartal haft en övervikt mot aktier, men efter en massiv överavkastning hittills i år, och då riskpremien normaliserats, minskar vi till en mer neutral aktievikt.

Mot bakgrund av normaliseringen *mellan* tillgångsslagen är det nu tid att fokusera på möjligheter *inom* respektive tillgångsslag. Rådande marknadsläge, med de stora gapen, gör oss mer selektiva än vanligt i vår urvalsprocess. För tillfället ser vi intressanta möjligheter i Storbritannien, Kina och Ryssland samt inom den amerikanska industri-sektorn och i svenska småbolag. Detta utvecklar vi i denna strategirapport.

Selektivitet kräver ett ökat fokus på och kunskap om enskilda länder, sektorer och företag. Det är stor skillnad att välja just exempelvis Kina jämfört med att se aktier inom tillväxtmarknader som en investering. Vi och våra rådgivare ser fram emot att diskutera dessa investeringsidéer med dig framöver.



**Brian Cordischi**  
CIO, Carnegie Bank

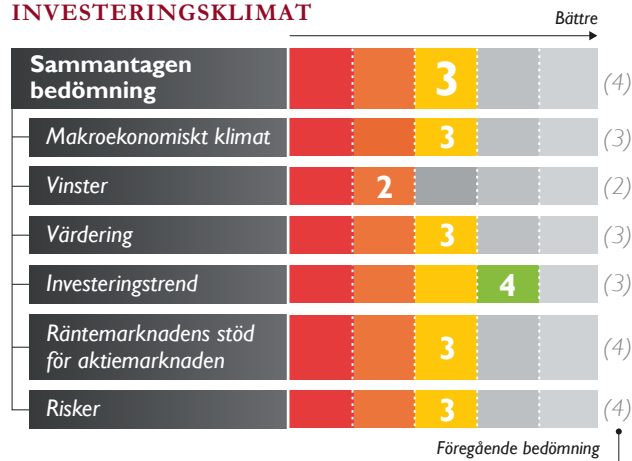
# Vår marknadssyn: Selektivitet – dags att välja

**Gapet mellan börs- och vinstutveckling är onormalt stort och ränteutvecklingen ger ett mindre stöd för risktillgångar. Aktiemarknaden är varken dyr eller billig. Världskonjunkturen normaliseras med centralbankernas stöd, men tillväxtmarknadernas utveckling är oklar.**

## HUVUDSTRATEGI

- Konjunkturen normaliseras och vi bedömer att selektivitet blir ledordet för val av såväl tillgångsslag som regioner, länder, sektorer och aktier.
- Vi tror på en förbättrad global tillväxt, men riskläget är förhöjt till följd av högre amerikanska obligationsräntor och oro på tillväxtmarknaderna.
- På dagens räntenivåer har vi alltså en viss undervikt i svenska statsobligationer samt en neutral vikt mot krediter.
- Gapet mellan börsutvecklingen och fallande vinstförväntningar talar för ökad vaksamhet. Vi rekommenderar en viss vinsthemtagnings och har därför tagit en neutral position i aktier.
- Vi har starkare rekommendationer vad gäller allokering inom regionerna än mellan dem. Vi föredrar Kina och Ryssland på tillväxtmarknader. I USA föredrar vi finanssektorn och bolag exponerade mot industriinvesteringar.
- Europa har börjat sin ekonomiska återhämtning, men står fortsatt inför utmaningar. Vi rekommenderar investeringar som gynnas av förbättringen, men väljer länder som står inför färre utmaningar. Det gäller exempelvis Storbritannien och Ryssland, vars export till 50 procent går till Europa.

## INVESTERINGSKLIMAT



# Rekommenderad portföljsammansättning

**Vi har minskat vår aktieexponering till en mer neutral vikt och har fortsatt undervikt mot långa svenska statspapper, om än något mindre. Efter en stark utveckling på svenska aktier letar vi kontinuerligt diversifieringsmöjligheter.**

## SVENSKA AKTIER

Stockholmsbörsen har utvecklats starkt och vi rekommenderar vinsthemtagning och en neutral vikt, inte minst eftersom den svenska vinstutvecklingen under en längre tid varit en besvikelse jämfört med den i andra länder. Vi föredrar konjunkturkänsliga sektorer och småbolag.

## GLOBALA AKTIER

Vi har en neutral vikt mot globala aktier och mot samtliga regioner. Men vi har en övervikt mot Kina och Ryssland, som har de mest attraktiva värderingarna bland tillväxtmarknader, och Storbritannien, som gynnas av en förbättrad europeisk konjunktur men inte har regionens utmaningar. I USA rekommenderar vi särskilt finanssektorn och bolag exponerade mot industriinvesteringar.

## KREDITER

Kreditspreadarna har återigen kommit ned och vi ser små utsikter för en fortsatt värdeökning. Då avkastningen snart kommer att komma från kuponger har vi en neutral vikt. Gott om likviditet innebär en fortsatt jakt på avkastning och vi tror på en bättre utveckling inom *high yield* relativt *investment grade*.

## RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER

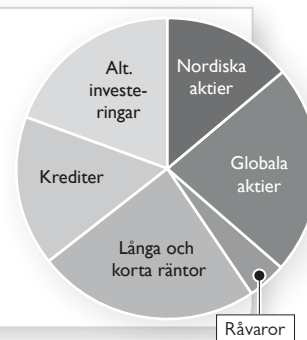
Trots räntepuppgången är ränteläget konstgjort lågt och nivåerna under sina långsiktigt normala värden. Vi har därför en undervikt mot långa räntor, men har minskat den något.

## ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Vi behåller vår neutrala exponering mot alternativa investeringar. Hedgefonder har generellt en utmanande investeringsmiljö för tillfället varför vi har en neutral exponering mot tillgångsslaget. Inom råvaror har vi en övervikt mot industrimetaller som vi bedömer kommer att få draghjälp av en bättre global konjunktur.

### AKTUELL REKOMMENDATION

Vi har en neutral syn på risk-tillgångar. Sedan föregående *Allokering och portföljstrategi* har vi minskat vår exponering mot svenska aktier men ökat mot kinesiska och ryska aktier.

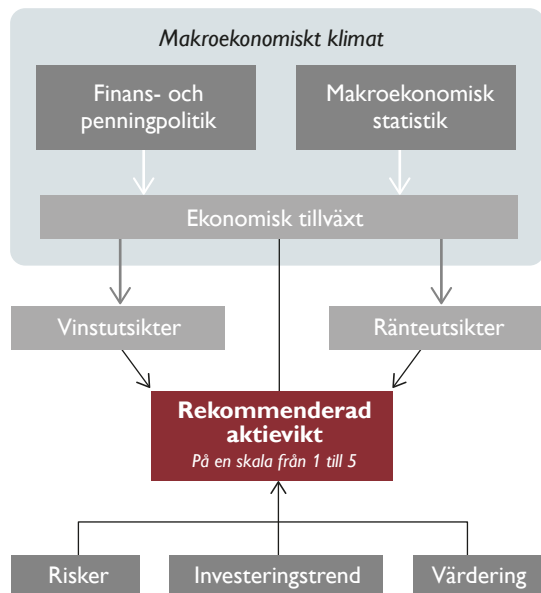


# En långsam normalisering

NULÄGESANALYS. **Medan centralbankerna fortsätter att stimulera har den ekonomiska återhämtningen i världen generellt förbättrats. Dock släpar tillväxtmarknaderna efter.**

## SÅ ARBETAR VI

När vi granskar investeringsklimatet följer vi en specifik process. Denna omfattar bedömningar av det makroekonomiska klimatet, ränte- och vinstutsikter samt risker i relation till bolagens värderingar och den allmänna investeringstrenden. På grundval av dessa bedömningar sätter vi aktuell aktievikt i portföljerna på en femgradig skala.



## MAKROEKONOMISKT KLIMAT

I senaste *Allokering och portföljstrategi*, ”Enorma flöden”, diskuterade vi den oerhört stimulansdrivna marknaden och varnade även för en ökad turbulens när väl stödåtgärderna skulle börja dras tillbaka. Och så blev det. Stora rörelser skapades på de finansiella marknaderna när den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) vid sitt räntemöte den 22 maj tillkännagav att en minskning av stimulanserna förmodligen skulle börja under året, vilket var lite tidigare än förväntat. Men vid sitt septembermöte backade Fed och signalerade åter en mycket stimulerande penningpolitik under en längre tid.

Fed var i maj tydlig med att stimulanserna (QE3) gradvis skulle börja minskas med start ”senare” under 2013 och avslutas i mitten av 2014. Det budskapet upprepades ett flertal gånger och präglade de finansiella marknaderna under sommaren. Dock förändrades kommunikationen vid septembermötet då Fed bland annat uttryckte oro för de högre räntorna, fortsatt osäker arbetsmarknad, hämmande effekter från vinterns budgetnedskärningar samt de kommande skuldtaksförhandlingarna och den påverkan detta skulle få på ekonomin. Men trots en något mer försiktig hållning från Fed är det uppenbart att vi snart får se nästa steg mot en normalisering av den omfattande och ytterst stimulerande penningpolitiken. Det mest påtagliga resultatet av detta har varit en ganska



kraftig ränteuppgång i USA, men även på andra utvecklade marknader såsom exempelvis Tyskland och Sverige. Påverkan har dock varit störst på tillväxtmarknader (se graf på sidan 11).

En annan stor skillnad jämfört med i våras är att den ekonomiska återhämtningen generellt förbättrats. Bilden är dock fortsatt fragmenterad, där den amerikanska ekonomin visar styrka och leder den globala återhämtningen. Ledande indikatorer i USA indikerar en starkare tillväxt under det andra halvåret och vidare in i 2014. Drivkrafter bakom USA:s tillväxt är sundare hushåll, allt bättre bostadssektor och industrins investeringsbehov. Till och med småföretagen ser ljusare på framtiden, vilket syns i mer expansiva anställningsplaner.

Fokus kommer dock även fortsättningsvis att vara på sysselsättningen. Den amerikanska arbetslösheten har under hösten 2013 fallit ned mot 7,3 procent efter att ha toppat kring 10 procent under 2010. Fed avser att hålla

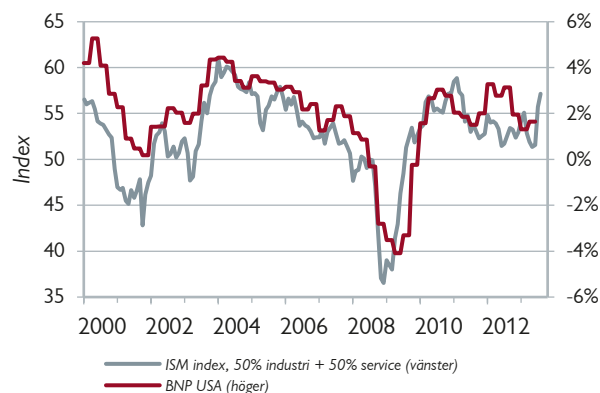
## Drivkrafter bakom USA:s tillväxt är sundare hushåll, allt bättre bostadssektor och industrins investeringsbehov. Till och med småföretagen ser ljusare på framtiden.

räntan på 0 procent åtminstone tills arbetslösheten faller ned till 6,5 procent. Således ligger räntehöjningar långt fram i tiden. Marknaden kommer framöver att lägga stor vikt vid kommande räntemöten, särskilt de med efterföljande presskonferens med frågestund (se tabell på nästa sida). Att Fed börjar minska obligationsköpen är en viktig penningpolitisk signal, men betänk att ekonomin fortsatt får omfattande stimulanser, om än i minskad omfattning.

Det finns en risk för att Feds oväntade besked vid räntemötet den 18 september, att inte minska

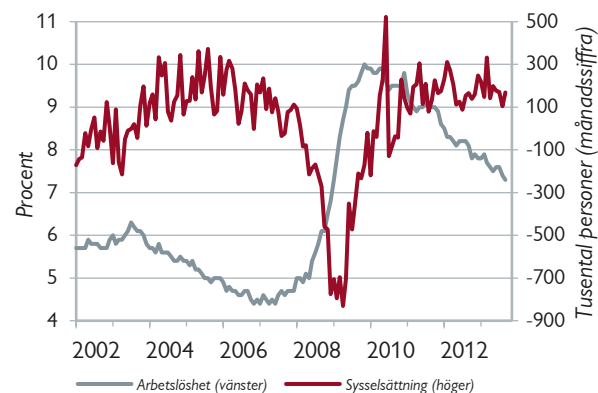
### STARK TILLVÄXT VÄNTAS I USA

Amerikanskt inköpschefsindex jämfört med BNP.



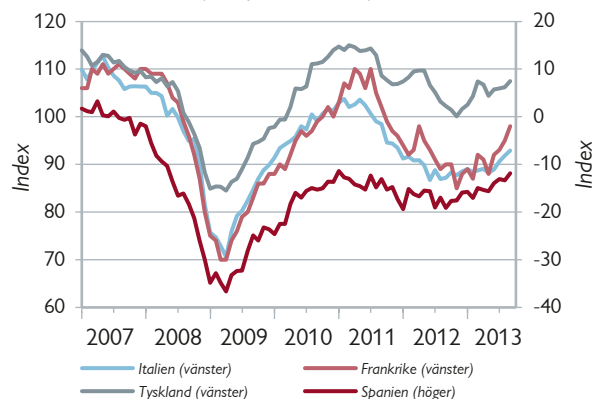
### FLER I SYSSELSÄTTNING

Arbetslöshet och sysselsättning i USA.



## MER POSITIVA FÖRVÄNTNINGAR

Industribarometrar (inköpschefsindex).



stimulanserna, kan komma att försvaga dollarn. Utbudet av dollar kommer fortsatt att öka med 85 miljarder dollar i månaden och de korta räntorna har fallit tillbaka. Fed-chefen Ben Bernanke vill även se högre inflation då ett av centralbankens mål är att kärninflationen ska

## SVAGARE DOLLAR MOT KRONAN?

USD/SEK



ligga kring 2 procent. Slutligen har det något oväntade och duvaktiga beteendet från Fed skapat en ökad oro på marknaden kring centralbankens kommunikation av penningpolitiken. Man kan undra varför Fed fortsätter med sina oortodoxa stimulanser, samtidigt som man har nollränta, när USA:s ekonomi växer med 2 procent och förväntas växa med 3 procent nästa år. Det kan finnas en risk att dollarn fortsätter att försvagas mot de europeiska valutorna och att USD/SEK faller ytterligare 10 procent och tangerar sina lägsta nivåer, kring 5,80 som rädde under 2008.

Under sommaren har även Europa visat tecken på en förbättring och eurozonen har efter sex kvartal lyckats lämna recessionen bakom sig. Regionens inköpschefsindex har varit överraskande starka, vilket pekar mot en positiv BNP-tillväxt tidigare än förväntat. Faktorer som talar för ett mer positivt scenario är att de stora budgetbesparingarna ligger bakom oss och att det finns ett uppdämt konsumtions- och investeringsbehov. Dessutom

### FEDS RÄNTEMÖTEN

\* Räntemöten med presskonferens och frågestund.

- 2013**
- 29–30 oktober
  - 17–18 december\*

- 2014**
- 28–29 januari
  - 18–19 mars\*
  - 29–30 april
  - 17–18 juni\*
  - 29–30 juli

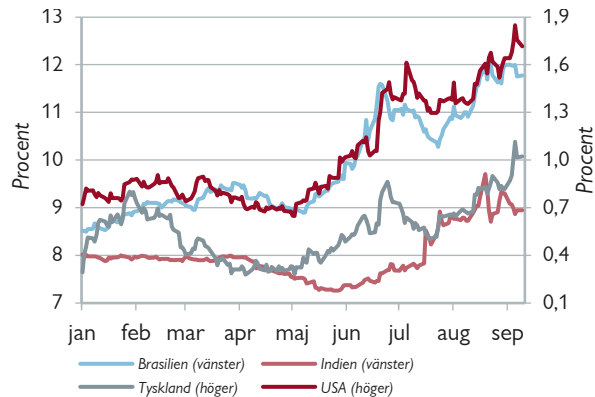
► Janet Yellen – Feds första Chairwoman?



Foto: Joshua Roberts/Getty Images/All Over Press

## STIGANDE RÄNTOR

5-åriga statsobligationer.



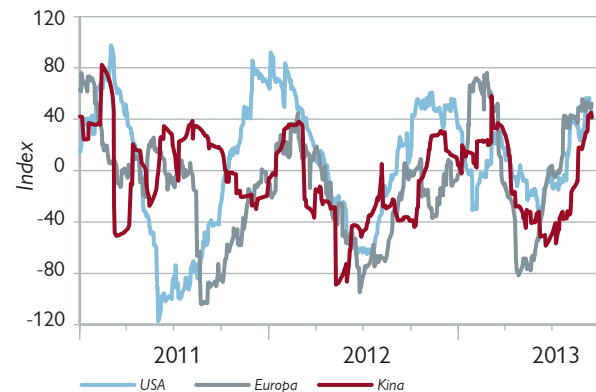
ser försämringen av arbetsmarknaden i Sydeuropa ut att plana ut och även om kreditgivningen är svag säger sig bankerna vara mer villiga att ge lån.

Samtidigt har såväl ECB som Bank of England under sommaren varit fortsatt stimulerande genom att meddela finansmarknaderna att de ska behålla sina låga räntor under lång tid framöver. Denna ”prognosgivning” till marknaden var överraskande och förbättrar framtida tillväxtutsikter.

Inom tillväxtmotorn *emerging markets*, som i nuläget utgör cirka 50 procent av global BNP (Kina utgör 14 procent), har utvecklingen varit mer blandad. Länder som Brasilien, Indien, Turkiet, Indonesien och Sydafrika har under sommaren upplevt en kraftig valutaturbulens till följd av stigande amerikanska räntor och ljummare konjunktursignaler på de stora tillväxtmarknaderna. När länderna försökt försvara sina valutor med räntehöjningar har effekten blivit att tillväxtförväntningarna fallit och därmed även aktiemarknaderna. Tillväxtmarknaderna har

## OVÄNTAT BRA GLOBAL KONJUNKTUR

Citigroups Överraskningsindex.



sedan tidigare påverkats negativt av oron inom eurozonen och den relativt svaga tillväxttakten i USA.

Samtidigt har Kinas ekonomi stabiliserats, med ett inköpschefsindex något över 50 och med en årlig tillväxttakt som prognostiseras kring 7–7,5 procent. (Vi berör de olika regionernas utveckling mer utförligt i avsnittet ”Globala aktier” på sidan 35.) Av diagrammet ovan framgår att samtliga regioner i världen under sommaren utvecklats bättre än förväntat, vilket även medfört att tillväxtförväntningarna på 2014 ökat något och nu prognostiseras en global BNP-tillväxt kring 3,5–4 procent.

Som nämndes inledningsvis har den relativt kraftiga ränteuppgången i främst USA, men även i många andra länder, präglat marknaderna under sommaren (läs mer i avsnittet ”Räntepapper och alternativa investeringar” på sidan 47.) Stigande räntor har vanligtvis en dämpande effekt på tillväxten, och är därmed negativt för aktiemarknaden, men denna gång sker uppgången från låga

## HÖGRE RÄNTA – MEN INGEN INFLATION

USA, inflationen och räntan.



räntenivåer och tillsammans med bättre tillväxtutsikter.

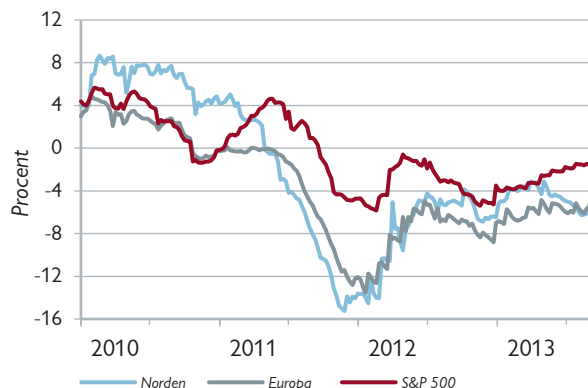
Det vore mer oroande om räntorna drevs av högre inflation, men dagens inflationsförväntningar är stabila.

Marknaden befinner sig således i en fortsatt relativt gynnsam situation. Den ekonomiska återhämtningen är inte tillräckligt stark för att centralbankerna ska börja dra tillbaka stimulanserna i snabb takt men inte heller så svag att företagsvinsterna faller. Samtidigt är inflationen låg, vilket ger stöd åt fortsatta stimulanser.

Framöver kommer marknaderna att fortsätta följa den relativa utvecklingen mellan den ekonomiska statistiken med dess tillväxtindikationer och centralbankernas hantering av de omfattande stimulanserna. I en förlängning bör det naturligtvis vara positivt om den ekonomiska tillväxten tar fart och de okonventionella och tidigare oprovade stimulanserna dras tillbaka, så att vi får en normalisering av världsekonomin.

## SÄNKTA VINSTPROGNOSE

Vinstrevideringar i USA, Europa och Norden.



## VINSTER

Företagens vinstutveckling har sedan aktiemarknaden bottnade 2009 upplevt två faser. Under den första, 2009–2012, steg vinsterna snabbare än kursuppgången på S&P500, vilket ledde till multipelkontraktion (fallande värderingar). Men under den andra fasen, från 2012, har aktiekurserna stigit betydligt snabbare än företagsvinsterna och vi har haft multipelexpansion (stigande värdering).

Vinstförväntningarna har generellt reviderats ned under 2013, men det finns geografiska skillnader. Medan vinstutvecklingen i USA varit stark och vinstförväntningarna positiva, har europeiska vinster och vinstförväntningar varit relativt oförändrade, i Sverige rent av fallande. Också inom tillväxtmarknader har trenden varit fallande för såväl rapporterade vinster som förväntade vinster. För marknadens värdering är det framför allt viktigt att få se en förbättrad försäljningstillväxt framöver och att denna tillväxt i sin tur leder till högre vinster. Företagens rapporter för det andra kvartalet var relativt

## MULTIPELEXPANSION TROTS HÖGRE RÄNTOR

P/E-tal i USA, Europa och Norden.



stabila, men gav inte stöd för att vända den överlag svaga vinstrevideringstrenden. Sedan början av juli har även USA-marknaden sänkt vinstförväntningarna för 2013 med 0,5 procentenheter till cirka 11 procent och samma trend har vi i Norden. Likväl förväntar sig marknaden fortfarande en vinsttillväxt på drygt 12 procent för S&P500 och 17 procent för Norden 2014. En fortsatt normalisering av världsekonomin och högre tillväxt under 2014 bör gynna försäljningsestimaten och det i sin tur vinstutvecklingen.

Börsbolagen ligger på historiskt höga marginaler, till följd av bland annat stora kostnadsbesparingar. Samtidigt har vi en miljö med stigande räntor. Frågan är ifall lönsamheten kan bibehållas eller kommer att falla tillbaka ned mot det historiska snittet. Och hur kommer räntepressen att slå mot vinsterna? En stigande räntemiljö bör exempelvis slå mot bolagens finansieringskostnader.

Marknaden har på sistone drivits av multipelexpansion trots ett högre ränteläge, men snart behövs vinsttillväxt och för det krävs bättre global tillväxt. Förhoppningsvis

börjar vi se en positiv vinstrevideringstrend andra halvåret i takt med att den ekonomiska tillväxten förbättras.

## VÄRDERING

Som ovan sagts har en stor del av börsuppgången under 2012 och 2013 drivits av multipelexpansion, till följd av att marknaden reviderat ned vinstestimaten samtidigt som börserna fortsatt upp. Sedan 2008 har S&P500 handlats till ett framåtblickande P/E-tal på mellan 9,3x och 15x, vilket kan jämföras med dagens 14,5x. Vi befinner oss således i den översta delen av det senaste 5-årsintervall. En historisk genomsnittsnivå är dock närmare 12–17x beroende på period. Den europeiska aktiemarknaden har ett liknande mönster som den amerikanska, men värderingen är lägre och börserna handlas till ett P/E-tal om knappt 13x. Den nordiska aktiemarknaden befinner sig mitt emellan. Vi ser ett liknande mönster avseende P/BV där S&P500 värderas kring 2,5x, medan det historiska snittet ligger mellan 2-3x beroende på vald tidsperiod. Det är viktigt att försäljningsutvecklingen tar fart framöver så att vinsterna stiger och P/E-talet därmed faller. Det är även intressant att följa ränteutvecklingen. Under den första, och den största, delen av multipelexpansionen hade vi fallande räntor, vilket var gynnsamt för P/E-talet, men nu har räntorna börjat stiga och riskerar att påverka värderingarna negativt.

Sammantaget ser således värderingen varken attraktiv eller ansträngd ut, men en ny räntepress är ett hot. Samtidigt förväntas den globala tillväxten bli högre kommande år, vilket om det resulterar i högre vinstestimater kan motivera värderingen. Snart behöver vi naturligtvis få vinsttillväxt för att börserna ska stiga ytterligare.

## INVESTERINGSTREND/TEKNISK ANALYS

Vi bedömer att börsen befinner sig i en teknisk upp-trendsfas, det gäller såväl USA som Sverige. Vi är dock vaksamma på sentimentsindikatorer och varningssignaler i form av stora dagsfall under hög omsättning.

På lång sikt följer börsen lite förenklat fyra faser:

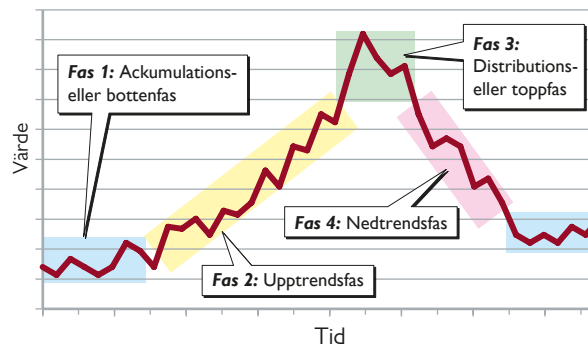
1. Ackumulationsfasen eller bottenfasen
2. Upptrendsfasen
3. Distributionsfasen eller toppfasen
4. Nedtrendsfasen

En ny börscykel startar alltid efter en nedtrendsfas med den så kallade ackumulationsfasen som kan pågå i flera månader och ibland upp till ett år. Börsen bottnar när säljintresset har ebbat ut och ibland sker detta i en lång utdragen process och ibland med en panikutförsäljning.

Efter utbrottet ur ackumulationsfasen får vi sedan en upptrendsfas som kan hålla på i många år. I slutet på den uppgångsfasen är nästan alla nyheter positiva och

## BÖRSCYKELN

Börsutvecklingen har fyra faser.

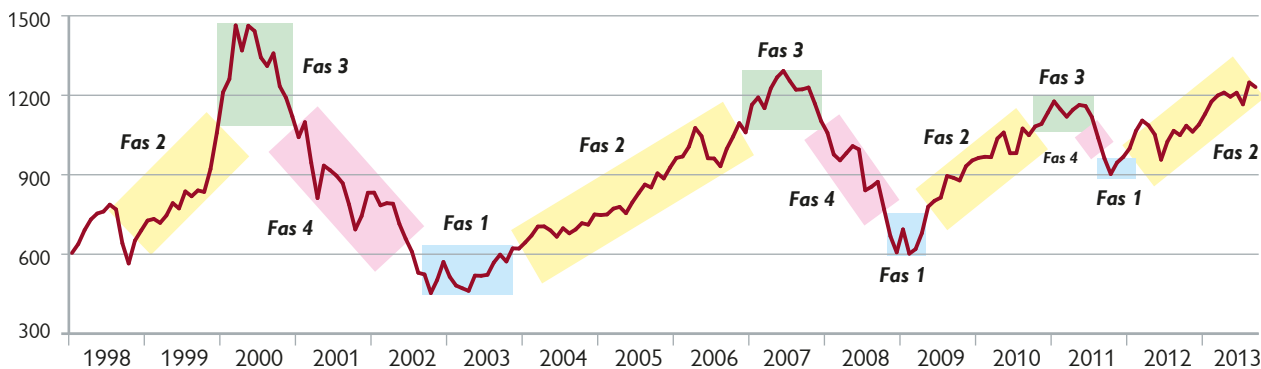


analytikerna räknar i genomsnitt med stora framtida vinster. När alla är som mest optimistiska toppar börsen men det är sällan optimism omedelbart följs av pessimism.

Mer ofta följs optimismen av en period av eftertänksamhet och oro för den höga värderingen, vilket gör att börsen går in i en distributionsfas. Den fasen kan hålla på i många månader, ibland upp till något år, och efter den

## STOCKHOLMSBÖRSENS FASER

OMX-index



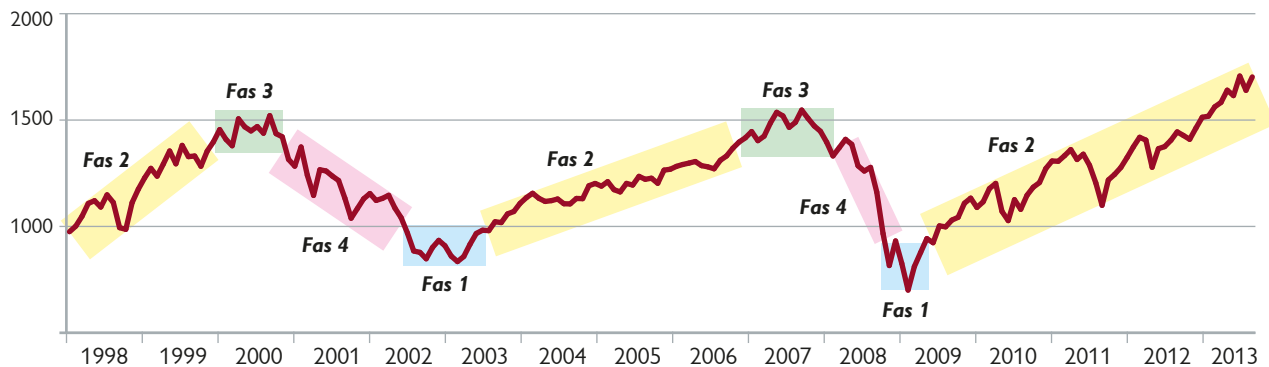
fasen följer nedtrendsfasen. I denna fas är ofta experter och analytiker positiva en bra bit in i nedgången, då man räknar med att eventuella avmattningar i ekonomin bara är tillfälliga. Efter denna nedtrendsfas följer alltså ackumulationsfasen och så följer en ny börscykel. I diagrammet på motstående sida ser vi hur det kan se ut i teorin. Låt oss nu titta på i vilken fas börserna befinner sig i.

## OMX

I senaste *Allokering och portföljstrategi* skrev vi följande: ”När detta skrivs, i slutet på maj, har vi fortfarande inga signaler på att den aggregerade psykologin har toppat och därför fortsätter vi att navigera efter scenariot att index skall vidare upp till området runt 1 300–1 320”. Efter en svag utveckling i juni har börserna fortsatt uppgången och vi ser fortfarande inga tecken på att trenden har toppat. Och så länge vi inte har några signaler på att den aggregerade psykologin har toppat navigerar vi efter scenariot att index noteras i en upptrendsfas.

## NEW YORK-BÖRSENS FASER

S&P 500



## S&P500

Det har nu förflutit 54 månader sedan botten träffades i mars 2009 och vi har än så länge inga signaler i prisanalysen på att börserna har toppat. Vi står fast vid vad vi skrev i vår senaste strategirapport: Uppgången sker exponentiellt, det vill säga går snabbare och snabbare. Men att förutspå toppar i denna typ av uppgångar är nära nog omöjligt, då uppgången ofta fortsätter mycket högre eller längre än vad man tror. Det bästa sättet att agera i denna typ av fas 2-rörelser är att hänga med så länge uppgången fortsätter och sälja först när den uppåtgående trenden punkteras eller när vi får någon annan typ av vändningssignal, till exempel en så kallad *blow-off*-dag. Än så länge har vi inga prisformationer som visar att USA-börserna har toppat och, vem vet, vi kanske inte får det på flera månader eller till och med kvartal. Så länge vi inte har det navigerar vi i den tekniska analysen efter en fortsatt uppgång. Men vi kommer naturligtvis att vara mycket uppmärksamma på eventuella varningssignaler.

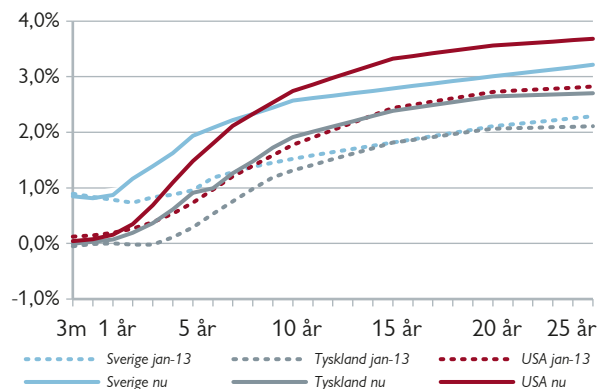
## RÄNTOR

Det har varit en händelserik sommar och höst på räntemarknaden. Dramatiken blev inte mindre efter Feds senaste räntemöte i september, då centralbanken överraskande lämnade de månatliga stödköpen på en oförändrad nivå. Den amerikanska 10-årsräntan föll efter det beskedet tillbaka ned mot 2,7 procent. Fed började redan i maj att förbereda marknaden för en eventuell reduktion av stödköpen som skulle inledas ”senare” under 2013. I juni upprepade centralbanken budskapet samt kommunicerade att stödköpen skulle avslutas kring halvårsskiftet 2014, om arbetslösheten fallit ned till 7 procent. Detta budskap förändrades dock drastiskt i samband med septembermötet. Fed uttryckte då istället oro för att de senaste budgetbesparingarna, högre bolåneräntor samt en osäkerhet kring de kommande skuldtafsförhandlingarna ska verka dämpande på den ekonomiska utvecklingen. I skrivande stund verkar det som om en inledande minskning av stimulanserna skulle kunna komma vid decembermötet. Men även om så skulle ske kommer förmodligen processen att pågå under en stor del av 2014, om inte hela. Centralbankschefen Bernankes kommunikation är i dagsläget något svårläst, men man ska ha i åtanke att hans mandat går ut i januari 2014.

Feds långsammare reduceringsplan för QE3 har dock påverkat marknadens förväntningar på de korta räntorna och det återstår att se hur de riktigt långa räntorna (30 år)

## STYRRÄNTOR SPÅS ÖKA

Räntebanor för Sverige, Tyskland och USA.



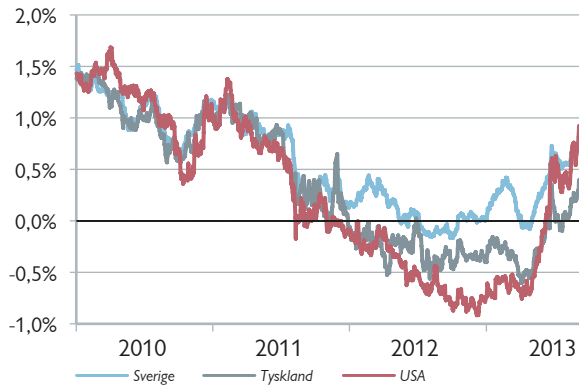
utvecklas. För tillfället har uppgången i de långa räntorna avstannat, vilket är positivt för de flesta risktillgångar globalt. Men kommer det även att leda till en signifikant nedgång i de riktigt långa räntorna från rådande nivåer? Feds egna estimat för en mer neutral styrränta är 4 procent. Ett rättvisande estimat för 10-årsräntan bör då vara kring 4–5 procent. Fed kommer dock att fortsätta sina aggressiva försök att hålla de längre räntorna under normala nivåer. Så länge ekonomin i USA fortsätter att förbättras bör räntorna fortsätta att stiga. Däremot förväntar sig marknaden inte att Fed kommer att höja styrräntan förrän vid årsskiftet 2014–2015, vilket gör att de korta räntorna fortfarande är på låga nivåer och att räntekurvan har blivit relativt brant i USA.

**För tillfället har uppgången i de långa räntorna stoppats, vilket är positivt för de flesta risktillgångar globalt. Men kommer det även att leda till en signifikant nedgång i de riktigt långa räntorna från rådande nivåer?**



## ÅTER POSITIVA REALRÄNTOR

Realräntor, 10 år.



Räntemarknader i tillväxtländerna är de som påverkats mest av stigande amerikanska räntor. Sedan början av maj, när räntorna i USA steg 100 punkter, har dessa marknader sett en ränteuppgång på 200–300 punkter. Det var Feds signaler om minskade stimulanser som ledde till stora utflöden från dessa länder. En bidragande orsak till dessa utflöden har varit ett ökat investerarfokus på ländernas inhemska obalanser. I en mer normaliserad värld kommer sannolikt denna trend, där investerare i högre grad gör skillnad på olika marknader beroende på ekonomiska förutsättningar, att hålla i sig. Man kan dock inte utesluta kortsiktiga korrigeringar.

Även de långa räntorna i Europa har stigit, om än inte lika mycket som i USA. I Tyskland handlas 10-åringen runt 2 procent efter positivare ekonomisk statistik och fastän räntorna stigit i perifera Europa (Irland, Spanien, Italien) har räntenivåskillnaderna för dessa länder minskat mot Tyskland. Detsamma kan inte sägas om Sverige. Här har räntespreaden mot tyska 10-åringen inte varit så stor

sedan augusti 1999. Svenska 10-åringen handlas i dagsläget runt 2,7 procent och bara i USA, bland de utvecklade länderna, har ränteuppgången varit kraftigare.

Eftersom inflationsförväntningarna har legat kvar på låga nivåer har även realräntorna stigit kraftigt. Realräntorna i USA och Tyskland har varit negativa sedan slutet av 2011 men är nu åter positiva. Även här har uppgången varit kraftigast i USA och den 10-åriga realräntan är i dagsläget runt 0,5 procent, vilket är samma nivå som i Sverige, medan realräntan i Tyskland är 0,3 procent.

## RISKER

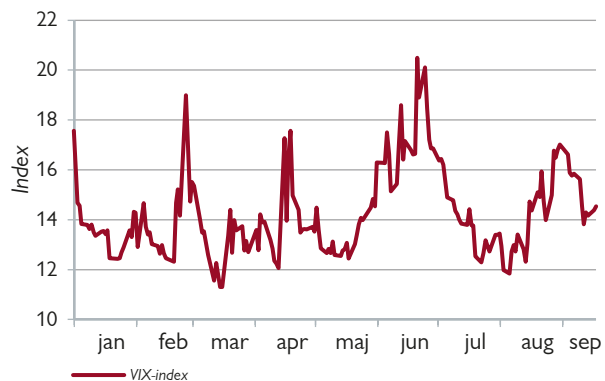
Sedan vår senaste strategirapport har riskapiten varit god, men vår bedömning är att riskläget generellt är något högre nu än i våras. Ett av de stora frågetecknen är om de utvecklade marknaderna blir draglok åt tillväxtmarknaderna, eller om turbulensen på tillväxtmarknaderna blir ett hot mot den ekonomiska aktiviteten i västvärlden. Vi bedömer att tillväxtutsikterna i väst är tillräckligt starka och så länge Kina visar en tillväxt kring 7,5 procent tror vi att global tillväxtoro uteblir.

Om amerikanska obligationsräntor fortsätter att stiga i snabb takt är detta ett hot mot tillväxten, inte främst i USA utan snarare på sårbara tillväxtmarknader och i Europa där återhämtningen är skör. Ett högre ränteläge minskar även värdet av framtida vinster och gör att börserna kan kännas dyrare. Men som tur är drivs inte räntorna upp av inflationen, som är fortsatt låg eftersom det finns gott om lediga resurser och kreditgivning är svag.

Vi ser även en risk i det faktum att börserna stigit utan att vinster eller vinstestimater ökat. Tvåsiffriga

## ÖKADE MARKNADSRÖRELSE

Volatilitetsindexet VIX.



vinstökningar under 2014 kan te sig väl optimistiska. Men som tur är förbättras de ledande konjunktursignalerna och möjligheten finns även att marknaden underskattar styrkan i den globala återhämtningen, vilket den ofta gör.

Vi såg före sommaren hur likviditetsproblem i det kinesiska banksystemet fick stora effekter på de finansiella marknaderna. I Kina ökar långivningen snabbt, särskilt oroande är den ökning som sker utanför det reglerade banksystemet och via en mindre seriös men snabbväxande sparandemarknad. Regeringen har dock goda statsfinanser och är väl medveten om dessa risker samt har kontinuerligt vidtagit åtgärder för att minska dem. Europas ekonomier går bättre, men eurozonen står fortfarande inför utmaningar. Fler länder kan behöva stöd, många regeringar är svaga och banker behöver mer kapital. Exempelvis kan trojkans utvärderingar skapa oro. Grekland och även Portugal, där regeringen är svag, kan behöva mer stöd och det finns risk för tidigt nyval i Italien. Men marknaderna bör kunna hantera dessa

stöttestenar om bara ländernas ekonomier förbättras. Lägre budgetunderskott och bättre bytesbalanser har minskat sårbarheten.

Fed är uppenbart oroad över skuldtafsförhandlingarna. Den amerikanska kongressen måste återigen under hösten besluta om budget och skuldtak. Detta politiska spel kan resultera i ytterligare budgetbesparingar. Vid ett dödsläge hotar ännu en sänkning av USA:s kreditbetyg, vilket skedde sommaren 2011. Även om det brukar ordna sig till slut, är priset för denna osäkerhet högt.

Spänningarna i Syrienkonflikten har minskat betydligt när USA och Ryssland närmat sig varandra. Ett militärt anfall är fortfarande inte uteslutet och skulle kunna öka spänningarna i regionen. Men historiskt har likande militära insatser inte skakat börserna så länge.

Feds oväntade besked att inte minska stimulanserna vid räntemötet den 18 september kan sannolikt komma att öka osäkerheten kring Feds kommunikation av penningpolitiken. Vi ser även en risk för att dollarn försvagas till följd av detta. Ett fall på cirka 10 procent skulle medföra ett test av de lägstanivåer kring 5,80 mot kronan som rådde under 2008.

**Realräntorna i USA och Tyskland har varit negativa sedan slutet av 2011 men är nu åter positiva. Även här har uppgången varit kraftigast i USA.**

## AKTUELLT INVESTERINGSKLIMAT – SAMMANFATTNING

### Makroekonomiskt klimat

Vi bedömer att det makroekonomiska klimatet ser relativt neutralt ut. Den ekonomiska tillväxten bör förbättras då den amerikanska återhämtningen fortsätter, Kina har stabiliserats och Europa lämnat recessionen. Det finns dock en risk för att turbulensen på tillväxtmarknaderna och högre räntor kan dämpa tillväxten i väst.

**Vi ger den globala ekonomin betyget 3 på en skala 1–5.**



### Vinstutveckling

Vinstutvecklingen manar till försiktighet. Vinstprognoserna har kontinuerligt sänkts samtidigt som börserna har stigit. Det är nu viktigt att vinsttrenden vänder och förhoppningsvis sker detta med en bättre konjunktur.

**Vi ger vinstutvecklingen betyget 2 på en skala 1–5.**



### Värdering

Värderingen har ökat och aktier är mindre attraktivt värderade än tidigare. De flesta aktiemarknaders P/E-tal befinner sig nära sina historiska snittnivåer. I Sverige och USA är de dock i övre delen av de senaste årens intervall. Vi bedömer att aktier generellt varken är billiga eller dyra.

**Vi ger värderingen betyget 3 på en skala 1–5.**



### Ränteutveckling

Räntorna ger nu ett mindre stöd till risktillgångar. Vi har fortsatt ett stöd från centralbankernas låga styrräntor, men långa räntor har börjat stiga.

**Vi ger den aktuella räntemiljön betyget 3 på en skala 1–5.**



### Investeringsrend

Börsen befinner sig i en teknisk upptrendsfas, vilket gäller såväl USA som Sverige. Den aggregerade psykologin har ännu inte toppat.

**Vi ger investeringstrenden betyget 4 på en skala 1–5.**



### Risker

Vi bedömer att riskerna är högre nu jämfört med i våras. Amerikanska räntor verkar ha bottnat, det finns frågetecken kring utvecklingen inom tillväxtmarknaderna och gapet mellan börs- och vinstutveckling är onormalt stort.

**Då riskläget är högre, har vi sänkt betyget från 4 till 3 på en skala 1–5.**



### Sammantagen bedömning

Vi bedömer att konjunkturen kommer förbättras och den tekniska analysen visar inga toptendenser. Men gapet mellan börs- och vinstutveckling är onormalt stort och ränteutvecklingen ger ett mindre stöd för risktillgångar. Värderingen av aktiemarknaden är neutral.

**På en skala 1–5 anser vi att aktier ska ges vikten 3.**



# Företagsvinsterna blir allt viktigare för börsutvecklingen

FRAMTIDSUTSIKTER OCH PORTFÖLJSTRATEGI. **Efter sommaren har flera större index på utvecklade marknader noterat nya årshögsta nivåer. Men företagens vinsttillväxt släpar efter. Vi har gjort vinsthemtagningar i aktier och är mer selektiva inom tillgångsslaget.**

Sedan föregående *Allokering och portföljstrategi* har de globala aktiemarknaderna överlag fortsatt sin starka utveckling och under sensommaren har flera större börsindex noterat nya årshögsta. Trenden med starka börser på de utvecklade marknaderna har fortsatt medan tillväxtmarknaderna haft en betydligt svagare utveckling. Det sammanfaller med att den ekonomiska statistiken varit bättre än förväntat under sommaren för de större utvecklade marknaderna och speciellt för Europa. Samtidigt har det

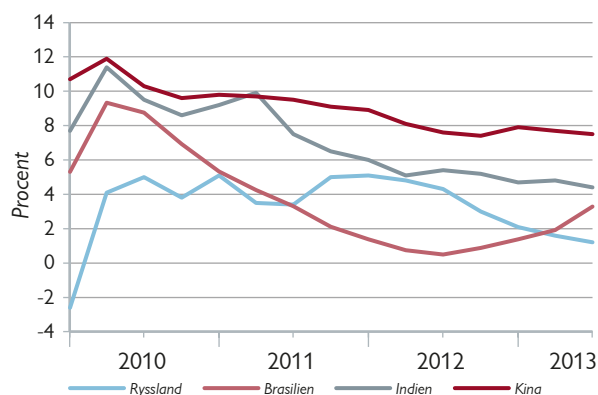
omvända gällt för tillväxtmarknader. Ett resultat av en gradvis förbättrad konjunkturbild och förväntningar om minskande stimulanser har varit stigande räntor. De långa amerikanska och europeiska räntorna har stigit till de högsta nivåerna på två år. Och det har även medfört nya svårigheter inom tillväxtmarknaderna.

Många tillväxtmarknadsländer har upplevt en turbulent utveckling på sina valuta- och obligationsmarknader och speciellt drabbade är de länder som har stora bytesbalansunderskott och som således är beroende av utländskt kapital, exempelvis Indonesien och Indien. En del av dessa länder har inte utnyttjat de senaste årens förmånliga utländska kapitalströmmar på ett förnuftigt sätt, utan konsumerat istället för investerat. En nyckelfråga framöver blir huruvida den förväntade bättre tillväxttakten inom utvecklade marknader ska hjälpa tillväxtmarknaderna ut ur krisen eller om det istället blir tvärtom.

Hur kan ränteuppgången komma att påverka risk-tillgångar såsom aktier i ett längre och bredare perspektiv? Vanligtvis får snabbt stigande räntor en dämpande inverkan på aktier, men denna gång finns det några förmildrande omständigheter. Dels kommer vi från extremt låga räntenivåer och dels har uppgången skett

## TILLVÄXTMARKNADER SAKTAR IN

BNP-tillväxt.



tillsammans med bättre tillväxtstatistik och i avsaknad av inflation. Därför är vi inte alltför oroade för tillfället, men fortsätter den amerikanska 10-årsräntan upp emot 4–4,5 procent, från dagens cirka 3 procent, bedömer vi att det kan skapa turbulens bland risktillgångar.

Samtidigt är likviditetssituationen fortsatt mycket gynnsam. De enorma flöden vi skrev om i föregående *Allokering och portföljstrategi* fortsätter. Visserligen har Fed signalerat att man ämnar minska sina stimulanser, men minskningen kommer att ske stegvis och i takt med att den ekonomiska statistiken förbättras. Den avgörande frågan är snarare när under 2014 som stimulanserna ska avslutas samt hur risktillgångar globalt kommer att påverkas när den enorma mängd likviditet som marknaden vant sig vid under de senaste åren försvinner. En annan faktor i detta sammanhang blir utnämningen av ny centralbankschef, när Ben Bernankes förordnande går ut i januari 2014. I dagsläget är Janet Yellen, nuvarande vice centralbankschef, favorit att ta över. Bland övriga centralbanker fortsätter den japanska med sina omfattande stimulanser och såväl ECB som Bank of England har lämnat långsiktiga prognoser för fortsatt låga räntenivåer.

Vi har även noterat att vinstnedrevideringarna fortsatt under ytterligare ett kvartal. Det gäller såväl USA som Europa. Efter rapporterna för det andra kvartalet har vinstförväntningarna i Europa fortsatt att falla för 2013 och i skrivande stund förväntas vinsttillväxten faktiskt falla relativt de 15 procent som marknaden förväntade sig för ett år sedan. De amerikanska bolagsvinsterna har varit starkare men även här har förväntningarna fallit från en vinsttillväxt om 12 procent till 8 procent för 2013. I stället har marknaden flyttat fram sina

## NORMALISERAD RISKPREMIE

Riskpremie på aktier.



vinstförväntningar på 2014. Denna negativa vinstförväntningstrend har hittills inte påverkat marknaden och faktum är att den starka börsuppgång som vi haft sedan 2011 har drivits av multipelexpansion (högre värdering) och inte vinsttillväxt. Detta är anmärkningsvärt då vi samtidigt fått ett högre ränteläge. Den här diskrepansen kan naturligtvis inte fortgå och i en allt mer normaliserad värld kommer företagsvinsterna att vara allt viktigare för aktiemarknaden. Ska vinstrevideringstrenden vända och bli positiv krävs det ekonomisk tillväxt.

I det perspektivet är det dock positivt att de globala tillväxtutsikterna har förbättrats under sommaren med bättre statistik från Europa än förväntat, men även från USA. Det tyder på en starkare global tillväxttakt under 2014.

## STORA GAP

Sammantaget ser utsikterna för den globala ekonomin ljusare ut jämfört med i våras, även om det är skillnad mellan utvecklade marknader och tillväxtmarknader. De globala

aktiemarknaderna har utvecklats starkt trots skillnaden mellan aktiekurserna och vinstförväntningar. De flesta centralbanker upprepar som ett mantra att räntorna ska hållas på extremt låga nivåer under lång tid, men avkastningskurvan har blivit allt brantare till följd av uppgången i långa räntor. De massiva stimulanserna och likviditetsåtgärderna har resulterat i kraftigt stigande priser för

risktillgångar snarare än ökat den ekonomiska aktiviteten. Vi skrev i föregående strategirapport att Feds policyförändringar kommer att leda till marknadsvolatilitet och det är något vi fått uppleva under sommaren. Allteftersom vi rör oss mot en mer normaliserad penningpolitik i USA under det kommande åren bedömer vi att denna volatilitet kommer att uppträda från tid till annan.

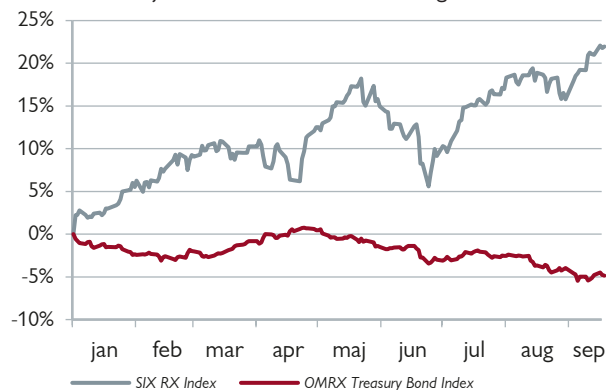
## PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR UNDER PERIODEN

I allokeringsförvaltning är det betydelsefullt att bedöma dels de viktiga fundamentala faktorerna som påverkar de finansiella marknaderna, som vi diskuterade ovan, men även de pris- och värderingsförändringar som sker. Under 2013 har vi haft en övervikt mot aktier och en undervikt mot räntor. Denna övervikt justerades i maj när vi genomförde en första vinsthemtagning i samband

med att Fed tillkännagav en kommande minskning av stimulanserna och obligationsräntorna steg. Efter sommaren har vi genomfört en andra vinsthemtagning och tagit ned vår aktievikt till en mer neutral nivå relativt vårt jämförelseindex och samtidigt minskat vår undervikt mot långa räntor. I Sverige har exempelvis aktier presterat 25 procent bättre relativt statsobligationer sedan årsskiftet. Vilken skillnad! Detta ger samtidigt ett bra tillfälle att ta en vinst och återgå till en neutral aktieexponering inför den period som väntar oss och de utmaningar som vi beskriver ovan.

### AKTIER SLÅR STATSPAPPER

Svenska aktier jämfört med svenska statsobligationer.



### Vi är selektiva inom aktier

Efter en stark utveckling för globala aktier under de senaste fyra åren, samtidigt som vi har haft vinstnedrevideringar under de senaste kvartalen, har en bredare aktieövervikt i rådande marknadsklimat med stigande räntor blivit svårare att motivera. En starkare global tillväxt som leder till ökad försäljning krävs för att motsvara de tvåsiffriga vinstförväntningar som nu råder på samtliga aktiemarknader inom de utvecklade länderna.

Statsobligationsräntorna i flera av de största ekonomierna, såsom USA och Europa, har stigit med 80–140 baspunkter och med över det dubbla i ett flertal länder inom tillväxtmarknaderna. Utmaningarna kommer att vara stora framöver för länder, sektorer och företag som lider av underskott då dessa måste hantera räntehöjningar och därmed högre finansieringskostnader i en värld med en låg nominell tillväxttakt. Inom aktier är vi överviktade i vissa aktiemarknader som är exponerade dels mot en europeisk återhämtning, såsom Storbritannien, dels mot undervärderade tillväxtmarknader som Kina och Ryssland (se avsnittet ”Globala aktier” på sidan 35).

### Vi är underviktade i statsobligationer

Med 10-årsräntor i USA och Storbritannien på cirka 3 procent, 2 procent i Europa och under 1 procent i Japan, är räntorna fortsatt under långsiktiga ”normala” jämviktslägen baserat på rådande inflations- och tillväxtförväntningar. Det motiverar en undervikt mot statsobligationer. Samtidigt är vi överviktade mot korta räntepapper.

### Vi har en neutral vikt mot krediter

I kölvattnet av Feds uttalanden kring en minskning av QE3 sålde investerare såväl aktier som krediter, men bägge tillgångsslagen har återhämtat sig sedan dess och befinner sig nu åter nära årshögsta noteringar. Givet rådande kreditspreadar på såväl *investment grade* som *high yield* ser avkastningen snarare ut att komma från kuponger än prisuppgång, vilket motiverar en neutral rekommendation. Generellt föredrar vi *high yield* framför *investment grade*.

### Diversifiera inom hedgefonder

Hedgefonder som saknat aktieexponering har haft svårt att leverera avkastning i år, medan de med högbeta-exponering presterat bra. Sämst utveckling har trendföljande strategier haft (CTA). Det är svårt att välja hedgefonder med smala strategier och erhålla en bra avkastning, därför är detta ett av de tillgångslag där vi inte rekommenderar att vara selektiv. Vi väljer hedgefonder med bred exponering.

**En starkare global tillväxt som leder till ökad försäljning krävs för att motsvara de tvåsiffriga vinstförväntningar som nu råder på samtliga aktiemarknader inom de utvecklade länderna.**

Korrelationen mellan aktierna  
i exempelvis en bransch eller  
region minskar. Därför blir det  
allt viktigare att plocka rätt.  
*Foto: Kari Surakka/stockphoto*





TEMA **När de globala finansmarknaderna börjar normaliseras blir det allt viktigare att välja rätt. Värdepapper dras nämligen inte längre över en kam, utan värderas allt mer på egna meriter. Vi föredrar bland annat Kina och Ryssland – men inte alla tillväxtmarknader.**

## Selektivitet avgör avkastningen

Vår nuvarande geografiska aktieallokering ser vid en första anblick slätstruken ut, med neutrala rekommendationer i samtliga stora regioner (USA, Europa, Japan, tillväxtmarknader samt Sverige). Men titta under ytan. Där döljer sig nämligen flera intressanta investeringsidéer inom såväl regionerna som bland sektorerna.

Sedan finanskrisen har utvecklingen på marknaderna ofta dominerats av stora makroekonomiska faktorer såsom tillväxtutsikter relativt recession, räntor och centralbankslikviditet. Till följd av detta har de finansiella marknaderna präglats av ett ensidigt riskbeteende, där det endera varit riskvilja eller riskaversion, ”risk-på eller risk-av”, som kraftigt dominerat. Det har medfört att risktillgångar, såsom exempelvis aktier och krediter, handlats upp och ned på ett likartat sätt i takt med att investerare minskat eller ökat sin riskexponering. Priserna

på risktillgångar har således varit högt korrelerade, det vill säga de har haft en tendens att röra sig i grupp tillsammans upp och ned. Men när världen nu långsamt går mot en mer stabil tillväxtmiljö och räntorna rör sig uppåt mot mer normala nivåer, bör denna korrelation minska. Och en låg korrelation på aktiemarknaden skapar god förutsättning för selektivitet. Det blir en miljö med större fokus på valet av länder, sektorer och enskilda aktier, och dess utveckling kommer troligtvis att drivas mer av sina egna fundamentala faktorer snarare än att tillsammans i grupp handlas upp och ned av makroekonomiska drivkrafter.

Tillväxtmarknadsaktier är ett bra exempel på en tillgångsklass där det i dagsläget är viktigt att vara selektiv. Man måste särskilja mellan goda investeringsmöjligheter i utvalda stabila tillväxtmarknadsländer och de stora

## AKTIEKORRELATIONEN MINSKAR

EuroStoxx 50-index.

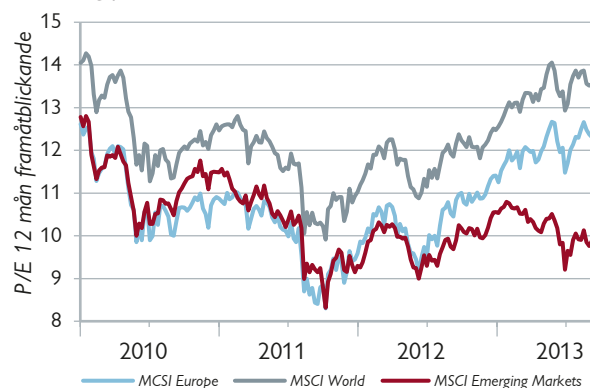


risker som finns associerade med att investera i andra länder där det krävs tydliga tecken på kraftiga politiska förändringar och reformer innan vi får se en stabilisering. Aktiemarknaderna i tillväxtländerna som helhet värderas lägst bland världens stora regioner, men det är dags att sluta behandla regionen som en enhet och en tillgångsklass. Var istället selektiv. Efter den senaste turbulensen i Indien, Indonesien och Turkiet, och det faktum att globala investerare sålt hela regionen, har goda investeringstillfällen skapats på selektiva marknader. Kina och Ryssland tillhör de mer stabila tillväxtmarknaderna. De är attraktivt värderade med modesta vinstförväntningar, varför de är våra favoritmarknader. Vi ser en betydligt högre risk i exempelvis Indien och Turkiet som har stora bytesbalansunderskott och inflationsproblem som kräver politiska åtgärder.

Efter tillväxtmarknadsaktier är europeiska aktier de lägst värderade, men det finns också goda anledningar därtill. Europa har nyligen lämnat en nästan två år lång

## AKTIER BILLIGAST I TILLVÄXTLÄNDER

Värdering på olika marknader.

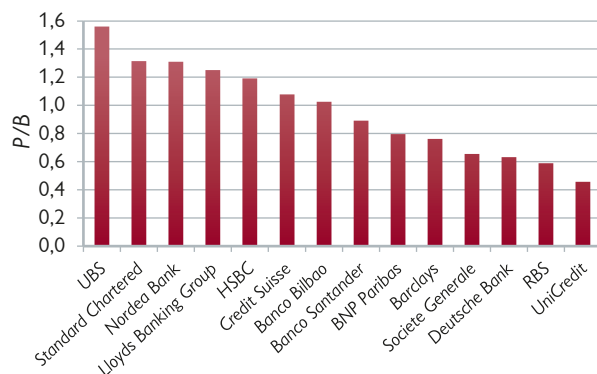


recession och en hel del utmaningar ligger framför regionen. Exempelvis råder det fortfarande väldigt hög arbetslöshet, man har svaga banker, höga statsfinansiella underskott och högt skuldsatta länder samt liten möjlighet för flera sydeuropeiska stater att finansiera sig på räntemarknaden. Givet dessa stora utmaningar kan det ännu vara för tidigt att övervikta europeiska aktier. EuroStoxx50 handlas till ett P/E-tal på 11x för 2014 baserat på konsensusförväntningar om en vinststillväxt på 12 procent. Italien och Spanien är inte billiga utan handlas till P/E-tal på 11–12x och med högre förväntningar på vinstutvecklingen för 2014 (över 15 procent).

Ytterligare ett exempel på att selektivitet är viktigt är europeiska banker. På sektornivå ser de fortsatt undervärderade ut och handlas generellt med en rabatt mot bokfört värde. Vi anser dock att större banker i Tyskland, Storbritannien och Frankrike, som har eller håller på att hantera sina långsiktiga kapitalbehov via bland annat nyemissioner och som fortsatt handlas under bokfört

## SELEKTIVITET BLAND EUROPEISKA BANKER

Aktiekurs dividerad med bokfört värde.



värde, är mer attraktiva än de sydeuropeiska bankerna där många handlas över bokfört värde. Således är det viktigt att även vara selektiv inom sektorer.

Vi ser även goda investeringsmöjligheter på vissa aktiemarknader i Europas utkanter, vilka är rimligt värderade och gynnas av en återhämtning inom eurozonen. Östeuropa är ett sådant exempel. Man är exponerad mot europeisk tillväxt och vi ser positivt på Ryssland, som även är den mest attraktivt värderade marknaden i regionen. Storbritannien är en annan marknad som bör gynnas och som vi tror på. Landets största handelspartner är eurozonen och samtidigt åtnjuter den brittiska ekonomin fördelarna av stora pågående stimulanser. Eurozonen har en hel del fundamentala ekonomiska utmaningar att ta sig igenom de kommande åren, så istället för en direkt aktieinvestering i eurozonen kan en indirekt investering, som är exponerad mot europeisk tillväxt men utan eurozonens problem, vara att föredra. (Läs mer i avsnittet ”Globala aktier” på sidan 35.)



Banker är ett exempel på hur viktigt det är att investera selektivt. I allmänhet föredrar vi tyska, brittiska och franska banker framför sydeuropeiska.

Foto: Istockphoto

**Vi ser även goda investeringsmöjligheter på vissa aktiemarknader i Europas utkanter, vilka är rimligt värderade och gynnas av en återhämtning inom eurozonen. Ryssland är ett sådant exempel.**



1 391 788 nya personbilar registrerades i Storbritannien under årets första åtta månader, uppger branschorganisationen SMMT.

Foto: Bentley

## BRITTER PÅ KONSUMTIONSHUMÖR

Nybilsregistrering januari–augusti 2013

Land	Utveckling
Storbritannien	+10,4%
Frankrike	-9,8%
Tyskland	-6,6%
Spanien	-3,6%
Italien	-9,0%
Eurozonen	-5,2%

Källa: ACEA

**Ledande indikatorer visar att vi befinner oss i en expansionsfas och därav bedömer vi att cykliska sektorer bör utvecklas relativt starkt framöver.**

Även de nordiska länderna har en stor exponering mot Europa, men de nordiska bolagens rörelsemarginaler är på rekordhög nivåer och den svenska aktiemarknaden handlas med en högre värdering än exempelvis Storbritannien. Vi har därför en neutral exponering mot Sverige, men ser mer potential inom småbolagen relativt storbolagen. (Läs mer i avsnittet ”Svenska aktier” på sidan 43.). Det är således även viktigt att vara selektiv inom marknader avseende exempelvis marknadskapitalisering.

Om USA:s tillväxt överraskar positivt nästa år bör aktiemarknader såsom Kanada och Mexico gynnas. Dessa länder är, tillsammans med Kina, USA:s tre största handelspartners.

I USA anser vi att det är viktigt att vara selektiv på sektornivå. Fram till i våras hade obligationsliknande aktier med stabila kassaflöden och attraktiva utdelningar en relativt stark utveckling på aktiemarknaden, en följd av att investerare växlat från de extremt lågavkastande statsobligationerna (nedpressade av QE3) till denna typ av aktier. Sektorer såsom dagligvaror och hälsovård hade följaktligen en stark utveckling, vilket tog värderingen av dessa sektorer till extremnivåer relativt den övriga marknaden. Ser man till värderingsmultiplar som P/E-tal eller tillväxtjusterade P/E-tal är dagligvaror och hälsovårdsaktier bland de dyraste medan finans-, energi-, IT- och industrisektorerna är mest attraktivt värderade.

## STABILT HAR GÅTT BÄST

Cykliska och defensiva bolag i USA.



Vi har nyligen sett signaler om bättre global tillväxt, då Europa lyfter sig ur recessionen och USA arbetat sig igenom den finanspolitiska åtstramningen orsakad av budgetnedskärningar. Ledande indikatorer visar att vi befinner oss i en expansionsfas och därav bedömer vi att cykliska sektorer bör utvecklas relativt starkt framöver. Samtidigt bör de kraftigt stigande räntenivåerna i USA påverka de obligationslika aktierna negativt och göra dem mindre attraktiva i relativa termer. Vi bedömer därför att en brantare räntekurva gynnar amerikanska finansaktier som dessutom handlas kring bokfört värde.

Den amerikanska återhämtningen har främst drivits av en stark husmarknad, vilket gynnat vår position mot amerikanska husbyggare som vi initierade under 2012. Under

sommaren har dock snabbt stigande räntenivåer dämpat återhämtningen på bostadsmarknaden, då bolåneräntorna stigit från 3,5 till 4,75 procent. En gynnsam demografisk trend, bra prismomentum och fortsatt attraktiva villkor bör ge fortsatt stöd åt sektorn, men vi bedömer att det är dags att skifta fokus och att det finns bättre potential i en annan cyklisk sektor, nämligen industrisektorn. När höstens skuldtagsdebatt är över, får de amerikanska bolagen möta ett betydligt säkrare och stabilare klimat än de gjort de senaste fem åren. (Läs mer om detta i temaartikeln på nästa uppslag). I sektoranalysen är det även viktigt att ta hänsyn till inhemsk relativt utländsk ekonomisk exponering. Den amerikanska industrisektorn är exponerad mot såväl en underinvesterad amerikansk ekonomi som mot en förväntad global tillväxttakt på närmare 4 än 3 procent under 2014. Vi bedömer därför att det kommer att ske ett skifte från bostadsrelaterade investeringar till företagsinvesteringar, som har varit ordentligt eftersatta till följd av såväl den amerikanska som den globala ekonomiska osäkerheten.

**En gynnsam demografisk trend, bra prismomentum och fortsatt attraktiva villkor bör ge fortsatt stöd åt bostadssektorn, men vi bedömer att det är dags att skifta fokus och att det finns bättre potential i industrisektorn.**

Efter år av underinvestering i USA  
är det troligt att vi nu får en period  
av överinvestering,  
Foto: General Electric



Den genomsnittliga investeringstakten i USA har historiskt varit kring 7 procent per år, men har de senaste fem åren legat kring 1 procent.

TEMA **USA har länge eftersatt sina investeringar. Behovet är därför uppdämt och vi bedömer att investeringarna nu kommer att ta fart. För detta talar bland annat en ökad framtidstro hos företagen.**

## USA:s nya tillväxtmotor

De amerikanska investeringarna föll kraftigt i samband med finanskrisen och minskade med mer än 7 procent av BNP, vilket motsvarar 900 miljarder dollar, från toppen 2006. Efter att ha bottnat under slutet av 2009 har investeringarna dock släpat efter den allmänna ekonomiska uppgången. Vi bedömer att detta nu förändras. Industriinvesteringar bör avlösa bostadssektorn som tillväxtmotor för USA:s ekonomi.

### AVSKRIVNINGAR STÖRRE ÄN INVESTERINGAR

USA är underinvesterat. Under de senaste åren har avskrivningarna, det vill säga förbrukningen av tidigare gjorda investeringar i maskiner, utrustning, teknologi och dylikt, inte motsvarats av nya investeringar. Det finns

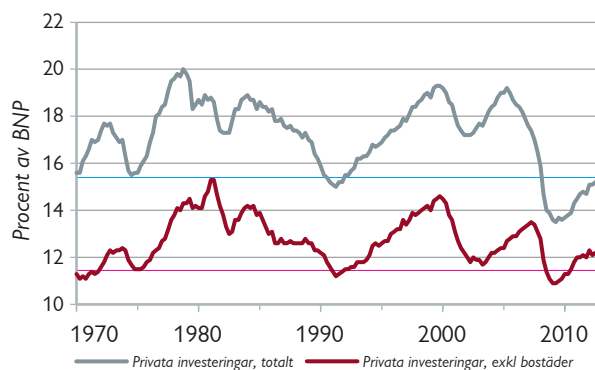
således ett uppdämt behov av att nyinvestera. Efter år av underinvestering är det troligt att vi får en period av överinvestering, det vill säga mer än bara ersättningsinvesteringar.

### LÅG ANDEL INVESTERINGAR

Ett annat sätt att se på investeringsbehovet är att mäta hur stora andel av ekonomin som utgörs av investeringar. Hur dessa mått än vrids och vänds, så är investeringsandelen av USA:s ekonomi låg. Trots en viss uppgång sedan finanskrisen är andelen endast i nivå med historiska bottnar och tidigare lägstanivåer (se graf på sidan 32). Gapet till tidigare toppnivåer är stort och det finns inga skäl för att vi inte bör kunna få se nya riktigt höga nivåer även i denna konjunkturcykel.

## LÅG INVESTERINGSANDEL I EKONOMIN

USA:s investeringsbehov.



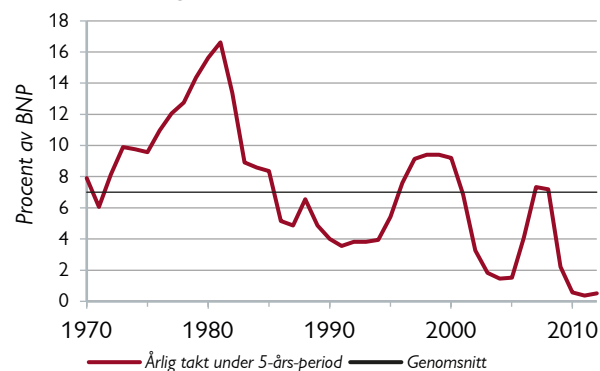
## FEM ÅR UTAN INVESTERINGSÖKNING

Även investeringstakten är rekordlåg. Investeringsökningen under de senaste fem åren är den lägsta någonsin. Det i sig talar för en längre period av hög investeringstakt.

Den genomsnittliga investeringstakten i USA har historiskt varit kring 7 procent per år men har de senaste fem åren legat kring 1 procent – ett stort gap, utan tvekan. Det finns därför ett stort investeringsbehov de kommande åren.

## FEM ÅR MED SVAGA INVESTERINGAR

Privata investeringar i USA.



## ÖKAD FRAMTIDSTRO DRIVER

Dagens situation borde vara gynnsam ur investerings-synpunkt för företagen. Osäkerheten kring de ekonomiska framtidsutsikterna har minskat. Konjunkturbarometrar såsom ISM-index för tillverkningsindustrin ligger på bra nivåer och pekar på fortsatt expansion i ekonomin med en tillväxttakt kring 3–4 procent.

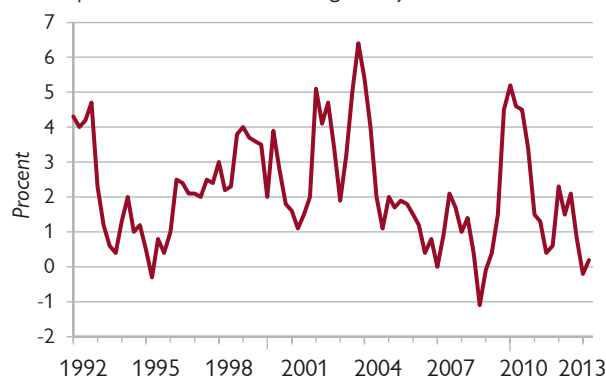
Optimismen bland USA:s företagsledare har sedan 2012 släpat efter hushållens allt mer positiva syn, men nu stiger även VD:arnas framtidstro, vilket ökar viljan att investera. Även den politiska osäkerheten kring regel- och skatteförändringar har minskat och budgetbesparingarna blir betydligt mindre 2014.

**Hur dessa mått än vrids och vänds, så är investeringsandelen i USA:s ekonomi låg. Trots en viss uppgång sedan finanskrisen är andelen endast i nivå med historiska bottnar och tidigare lägstanivåer.**



## INVESTERA FÖR ÖKAD PRODUKTIVITET

USA:s produktivitet, årsförändring exkl. jordbruk.



## PRODUKTIVITETSJAKT

Bolagsvinsterna är för tillfället goda, vilket historiskt varit den viktigaste drivkraften för investeringar. Företagen vill av konkurrensskäl ligga i framkant och förbättra sin produktivitet för att lyfta vinsterna. Effektiviseringar kräver ofta investeringar i olika former. De lägre räntekostnader som gynnat företagsvinsterna finns inte längre på samma sätt när långa räntor börjat stiga och vinstlyftet måste därför ske på annat sätt. Dessutom verkar ytterligare produktivetsförbättringarna vara allt svårare att uppnå utan ytterligare investeringar (se grafen ovan).

## BILLIGT KAPITAL

Finansieringen för olika investeringsprojekt är också gynnsammare. Trots ränteuppgången sedan midsommar är räntorna låga och bolagen har tillgång till historiskt sett billig finansiering. Ett exempel är Verizon, som gjorde världen största obligationsemission för att finansiera köpet av Vodafones amerikanska del. Företagens

Enligt branschorganisationen PCIA kommer investeringar i trådlös infrastruktur att få en tillväxteffekt på upp till 1 200 miljarder dollar och skapa 1,2 miljoner nya jobb över fem år.

Foto: Istockphoto



skuldsättning är låg och många bolag har också stor kassa som de kan använda vid förvärv. Även om realräntorna stigit är de låga ur ett historiskt perspektiv, vilket borde gynna investeringar. Efterfrågan på krediter ökar i USA och bankerna är allt mindre återhållsamma i sin utlåning.

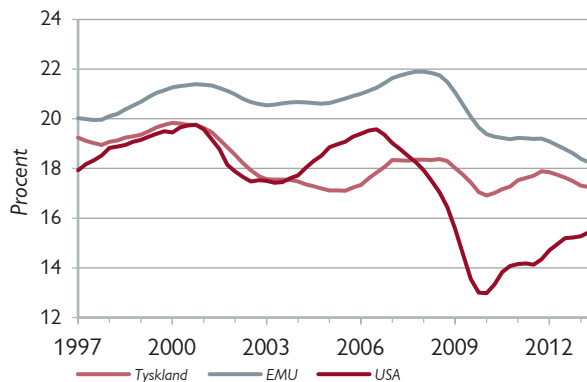


2013 förfogar USA:s större järnvägsbolag över 364 025 godsvagnar. Godstrafik bedrivs på runt 223 000 bankilometer.

Foto: Jay Lizarin/Istockphoto

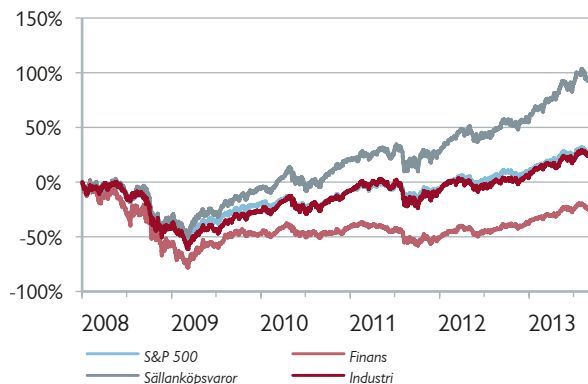
## USA PÅ EFTERKÄLKEN

Investeringarnas andel av BNP.



## DAGS FÖR INDUSTRISEKTORN?

Branschindex, S&P 500.



Vi ser redan att orderingen på investeringsvaror trendar upp, även exklusive de tyngre investeringarna som flyg och försvar, där investeringsbeslut tas mer sällan. En faktor som kan ge starkt stöd för investeringsefterfrågan är energisektorn. Dels ska olja och naturgas i de ytligare jordlagren utvinnas men också distribueras och tas tillvara. En annan effekt är att de låga energikostnaderna i USA ökar företagens investeringsutrymme.

Intressant att notera är också att USA:s investeringsandel av ekonomin sedan krisen är avsevärt lägre än i Europa (se diagram till vänster)

Under 2012 var det byggsektorn som tog fart i USA och det som tidigare varit ekonomins akilleshäla blev plötsligt en tillväxtmotor. När vi nu alltmer ser en normalisering av världsekonomin bedömer vi att även investeringarna kommer ta fart och att det kommer att bli nästa tillväxtmotor för den amerikanska ekonomin.

# Globala aktier

REKOMMENDATIONER. **Efter det branta fallet i juni på världens börser har världsindex repat sig och handlas i dag över de nivåer som rådde före nedgången. Däremot är det stora diskrepanser mellan de olika globala marknaderna.**

De utvecklade länderna har haft starkast börsuppgång i år. Bäst avkastning har Japan haft följt av USA och Europa, alla med tvåsiffriga uppgångar. På flera tillväxtmarknader har trenden varit omvänd och många länder har uppvisat tvåsiffrigt negativa avkastningar under året, exempelvis Brasilien och Turkiet. Flera länder drabbades hårt av den stora ränteuppgången i USA. Samtidigt har även valutorna i flera av tillväxtländerna försvagats kraftigt under året, vilket lett till ännu större värdefall för en svensk investerare med placeringar i dessa länder. Gapet mellan börserna på de utvecklade marknaderna och tillväxtmarknaderna började redan i mitten av 2012 och har fortsatt. Sedan finanskrisen har gapet inte varit större än i dag. Under första halvåret drev de defensiva sektorerna

## REGIONSVIKT AKTIER

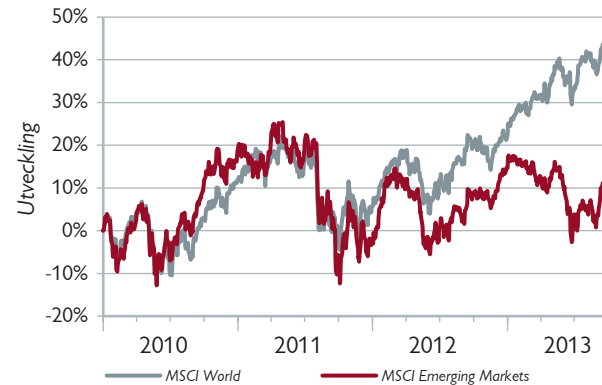
Rekommenderad geografisk tillgångsfördelning

Sverige	3	(4)
USA	3	(3)
Europa	3	(4)
Emerging Markets	3	(3)
Japan	3	(3)

Föregående bedömning

## MIND THE GAP

Världsindex mot tillväxtmarknadsindex.



börserna uppåt, konsumtionsbolag, hälsovårdsbolag och telekomoperatörer var vinnarna. Denna typ av aktier, med stabila balansräkningar, höga utdelningar och stabila vinster över en konjunkturcykel, sågs som ett substitut för statsobligationer då utbudet av dessa minskat kraftigt när centralbanker köpt upp en stor del av obligationerna för att stimulera ekonomin.

I och med ränteuppgången, främst i USA men även i andra utvecklade länder, har en viss sektorrotation kunnat skönjas. Aktier som substitut för statsobligationer säljs och mer konjunktürkänsliga aktier såsom industribolag

## AVKASTNING GLOBALA SEKTORER

MSCI World Indices	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	5 år <sup>1</sup>	10 år <sup>1</sup>	Sedan förra rapporten <sup>2</sup>
Consumer Discretionary	-41,7%	39,6%	24,6%	-4,7%	22,9%	27,5%	82,8%	130,8%	4,3%
Consumer Staples	-23,3%	21,7%	12,7%	8,6%	12,7%	14,4%	58,1%	175,7%	-2,6%
Energy	-38,1%	26,2%	11,9%	0,2%	0,5%	12,2%	16,5%	187,4%	1,2%
Financials	-54,0%	31,1%	4,6%	-18,5%	28,7%	18,5%	4,8%	34,9%	0,7%
Health Care	-21,5%	18,9%	2,4%	9,5%	16,7%	25,4%	64,8%	118,2%	3,0%
Industrials	-43,1%	26,7%	23,3%	-8,2%	15,1%	20,2%	40,6%	132,4%	3,9%
IT	-43,9%	52,4%	10,5%	-2,5%	11,4%	16,2%	47,2%	74,8%	2,4%
Materials	-50,1%	61,5%	21,3%	-19,8%	10,5%	-0,6%	6,1%	147,0%	1,7%
Telecom Services	-33,0%	13,7%	10,2%	0,8%	6,0%	17,9%	38,3%	105,6%	1,5%
Utilities	-29,4%	6,2%	-1,0%	-3,3%	1,2%	8,9%	-4,3%	116,2%	-4,5%
World Index	-42,2%	34,6%	12,7%	-7,3%	15,2%	14,5%	32,8%	108,7%	0,8%

## AVKASTNING REGIONER

Geografiska marknader	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	5 år <sup>1</sup>	10 år <sup>1</sup>	Sedan förra rapporten <sup>2</sup>
North America	-38,2%	28,4%	15,3%	-0,1%	12,9%	19,9%	43,1%	96,9%	1,8%
EM Latin America	-51,4%	103,8%	14,7%	-19,4%	8,7%	-12,2%	7,0%	381,2%	-11,2%
Europe	-46,4%	35,8%	3,9%	-11,1%	19,1%	14,2%	19,4%	118,8%	4,2%
EM Europe	-68,1%	85,4%	16,7%	-23,7%	24,7%	-4,6%	-1,2%	166,3%	-3,6%
Pacific	-36,4%	24,2%	15,9%	-13,7%	14,9%	13,9%	29,7%	99,6%	-4,0%
EM Asia	-53,0%	73,6%	19,0%	-17,4%	20,7%	-0,7%	47,6%	195,5%	-3,0%

<sup>1</sup> Avstämningsdatum: 2013-09-12. <sup>2</sup> 2013-05-20

och sällanköpsvaror köps istället. Starkast utveckling sedan föregående *Allokering och portföljstrategi* har just sektorerna industri och sällanköpsvaror haft, medan dagligvaror och kraftförsörjning (så kallade *utilities*) haft svagast utveckling. En anledning till att bolag inom kraftförsörjning haft en negativ utveckling är att de är mycket kapitalintensiva, vilket gör dem känsliga för stigande räntor.

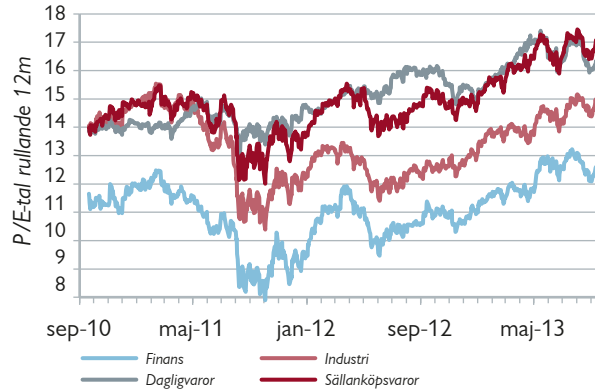
## AMERIKANSKA AKTIER

Neutral, 3

Amerikanska aktier är i fortsatt stark trend. Då ekonomin stadigt förbättras tycker vi att de är något av ett säkert val i detta läge med en generellt förhöjd risk på världens börser. Ändå bedömer vi att det är viktigt att vara selektivt avseende sektorer. Vi föredrar finans- och industrisektorn. Trots nedgången i juni handlas USA-börsen i dag kring årshögsta nivåer, vilket också innebär de högsta nivåerna någonsin. Vinsterna och vinstförväntningarna har dock

**SKA FINANS OCH INDUSTRI IKAPP?**

Sektorvärdering i USA.



inte följt den starka börstrenden, utan reviderats ned under året, vilket har drivit upp värderingen. Vi tycker inte att USA-börsen är billig, men inte heller dyr.

Gapet mellan vinster och börsnivå kan inte bestå hur länge som helst. Bra konjunktursignaler innebär att vinstutsikterna är goda, inte minst relativt vinstutsikterna i andra regioner. Framåtblickande barometrar för både industrin och servicesektorn stiger, och den sistnämnda ligger på sin högsta nivå sedan 2005. USA skulle kunna överraska 2014 med en BNP-tillväxt över 3 procent. Den amerikanska ekonomin bör också tåla en nedtrappning av Feds stimulanser och högre obligationsräntor så länge förändringen sker gradvis.

Sedan förra utgåvan av *Allokering och portföljstrategi* har vi tagit hem vinst i vår exponering mot bostadssektorn i USA och vår exponering mot amerikanska dagligvaror. Skälet till detta är att dessa sektorer gått mycket starkt.

Exempelvis har dagligvarusektorn nått extremnivåer relativt övriga marknaden och är en av de dyraste sektorerna. Bostadsbyggandet ligger fortfarande långt under normala nivåer och kommer att fortsätta att driva tillväxten, men sektorn är räntekänslig och har utvecklats bättre än marknaden under lång tid.

Vi har istället valt att ta exponering mot ökade investeringar i material och utrustning. Det är ett tema vi tror på eftersom USA underinvesterat under lång tid och vi nu ser tecken på att denna efterfrågan kommer att bli en viktig tillväxtmotor framöver. (Läs mer om detta tema i separat artikel på sidan 24.) Vi har även investerat i den amerikanska banksektorn. Sektorn bör gynnas av mer välmående hushåll, en växande bostadsmarknad och en brant avkastningskurva på räntemarknaden. Trots hög arbetslöshet är hushållens nettoförmögenhet den högsta sedan 1980 och deras räntekostnader är historiskt låga. Dessutom har finansaktier utvecklats svagare än många andra sektorer och är mer attraktivt värderade.

Sammanfattningsvis väljer vi att behålla en neutral exponering mot amerikanska aktier men ser goda möjligheter inom vissa sektorer såsom finans och industri.

**EUROPEISKA AKTIER****Neutral, 3**

Både Europa som helhet och de enskilda marknaderna har fortsatt att stiga under året. Då fler nu är mer optimistiska till den fortsatta utvecklingen, men regionen fortfarande står inför en rad utmaningar, tror vi att det är mest fördelaktigt att investera i länder som gynnas av ett starkare Europa (euroområde), men där utmaningarna är färre.

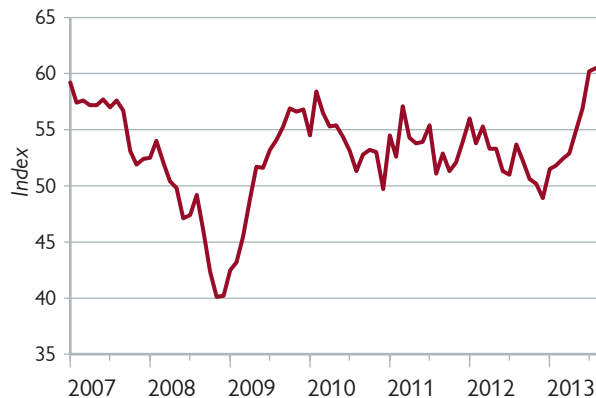
Ett brett europeiskt index har i år gett en svensk investerare en avkastning på 14 procent, inräknat en förstärkning av euro mot kronan på omkring en procent. På aggregerad nivå förväntas företagsvinster i Europa stiga cirka 13 procent nästa år, jämfört med cirka 1 procent i år, och europeiska aktier handlas i dag kring P/E 13x på 12 månaders framåtblickande vinster, vilket är på 3-årshögsta. Vinstförväntningarna för såväl 2013 som 2014 har reviderats ned kraftigt under året och trenden med sjunkande förväntningar och stigande börs har hållit i sig även de senaste månaderna. Vi anser att Europa i dagsläget inte är tillräckligt billigt med hänsyn till de risker vi ser. Inte ens Sydeuropa, där exempelvis Italien och Spanien handlas i nivå med ett bredare Europaindex, samtidigt som vinstförväntningarna ligger kring 15 procent för 2014.

Vi talade redan i våras om ett friskare Europa och nu blir det allt tydligare att euroområdet är på väg att lämna recessionen bakom sig. Men även om både de politiska och de ekonomiska riskerna i EMU har minskat står länderna inför stora utmaningar. Exempelvis kan trojkans utvärderingar skapa oro. Grekland och även Portugal, där regeringen är svag, kan behöva mer stöd och det finns risk för tidigt nyval i Italien. Det råder även väldigt hög arbetslöshet, bankerna är svaga och länderna är högt skuldsatta. Flera länder, såsom Grekland, Portugal, Irland

**Vi föredrar länder som kan komma att gynnas av ett starkare Europa men inte står inför de prövningar som delar av regionen gör. Förmodligen kommer euron att vara fortsatt svag för att hjälpa återhämtningen mot uthållig tillväxt.**

## LJUS FRAMTIDSSYN

Inköpschefsindex, Storbritannien.



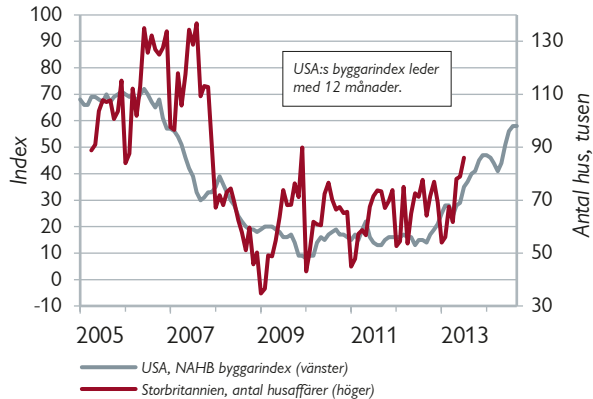
och Cypern, har fortfarande svårt att finansiera sig på räntemarknaden. En ny uppgång i amerikanska obligationsräntor som sprider sig till Europa skulle kunna bli ett problem både för staternas upplåningskostnader men också för den ekonomiska aktiviteten som fortfarande är skör. En förstärkt euro skulle inte heller vara bra.

Vi föredrar länder som kan komma att gynnas av ett starkare Europa men samtidigt inte står inför de prövningar som delar av regionen gör.

På ohedgad basis kan mycket väl en del länders valutor som är exponerade mot eurozonen, men ligger utanför denna, komma att gynnas.

## BÄTTRE BOMARKNAD

Bostadskonjunktur i USA och Storbritannien.



Ett exempel är Storbritannien som vi nyligen investerat i. Landets största handelspartner är eurozonen (över 50 procent av exporten till Europa) och samtidigt åtnjuter den brittiska ekonomin fördelarna av stora pågående stimulanser. Vi har sett mycket starka inköpschefsindex-siffror från såväl servicesektorn som tillverkningssektorn, vilket tyder på att företagen ser mycket positivt på framtiden. Samtidigt finns det tecken på ljusning på bostadsmarknaden, precis det vi såg i USA för 18 månader sedan.

Landets centralbank har fortsatt att skicka tydliga signaler om en fortsatt mycket stimulerande penningpolitik under lång tid, samtidigt som den ekonomiska statistiken förbättrats.

Storbritannien med Londonbörsen är en av världens största aktiemarknader och det tredje största landet i världsindex och har således en naturlig plats i en väldiversifierad global portfölj. Brittiska aktieindexet FTSE 100

har liknande, eller till och med lägre, värderingsmultiplar än eurozonen och en vinststillväxtförväntan på endast 10 procent för 2014.

Sammanfattningsvis har vi valt att sänka vår rekommenderade exponering mot europeiska aktier till neutral jämfört med tidigare övervikt. Samtidigt väljer vi att inom Europa föredra brittiska aktier.

## JAPANSKA AKTIER

Neutral, 3

Den japanska börsen Nikkei rivstartade året och steg över 50 procent fram till slutet av maj, dock bara hälften i svenska kronor. Efter den toppen har det varit mer turbulent på aktiemarknaden, men samtidigt har den kraftiga försvagning av yenen klingat av och reverserats något. För en svensk investerare är Japan fortsatt en av de absolut bäst presterande marknaderna med en avkastning på över 20 procent i år.

Vi bedömer att många investerare är underviktade mot Japan. Ur ett rent diversifieringsperspektiv bör därför de flesta förmodligen öka sin Japan-exponering, inte minst då regering och centralbank nu storsatsar för att få fart på ekonomin och har goda chanser att lyckas. Vad som krävs är att man snart kommer igång med strukturella reformer. (Se vidare vår temaartikel i föregående *Allokering och portföljstrategi*, ”Enorma Flöden”).

En positiv signal under sommaren var att det styrande partiet LDP fick majoritet i båda parlamentets kamrar. Då nästa val ligger tre år bort blir det lättare att driva igenom tuffa reformer. Men premiärminister Abe har ännu inte presenterat några detaljer kring reformerna. Det ska ske senare i höst. En annan viktig faktor är om en

eventuell momshöjning kommer att balanseras av andra stimulanser, såsom skattelättnader för bolagen.

Sammanfattningsvis väljer vi att behålla en neutral exponering mot japanska aktier. De strukturella reformerna är avgörande och här saknas tydliga besked och samtidigt pekar konjunktursignalerna ännu inte entydigt uppåt.

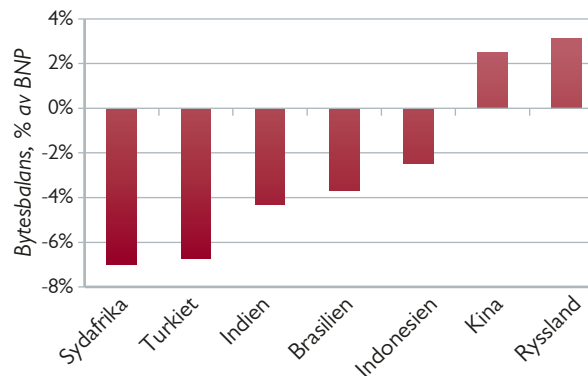
### AKTIER PÅ TILLVÄXTMARKNADER *Neutral, 3*

Många tillväxtmarknader är sårbara för högre amerikanska obligationsräntor samt utflöden av kapital och ljummare konjunktursignaler. Andra, såsom Kina och Ryssland, står bättre rustade.

Den negativa trenden som tillväxtmarknaderna som helhet haft sedan årsskiftet spädades på ytterligare när oron slog till för Feds tillbakadragande av stimulanser och påföljande kraftigt stigande långa räntor i USA. Det skapade ett stort utflöde av kapital från tillväxtmarknadsländerna tillbaka till de utvecklade länderna, vilket presade tillväxtmarknadernas börser. Värst drabbades de länder som har stora bytesbalansunderskott och således behöver importera kapital, såsom Turkiet, Sydafrika, Brasilien, Indien och Indonesien. Det var inte bara börserna utan även valutorna som föll kraftigt. Brasilianska realen var ned på nivåerna kring Lehman-kraschen för fem år sedan och var som värst ned 16 procent mot den amerikanska dollarn jämfört med årets början. Av alla

### UNDERSKOTT KRÄVER KAPITALINFLÖDE

Bytesbalans i tillväxtländer.



marknader är det tillväxtmarknaderna som har fått den största nedrevideringen av vinstförväntningarna, både för innevarande och nästa år.

Vi anser att det finns attraktiva investeringstillfällen i länder som karaktäriseras av relativt stabila valutor, rimliga realräntenivåer och som inte har några signifikativa makroekonomiska obalanser såsom större bytesbalansunderskott eller hög och stigande inflation som kräver åtstramningar. Kina och Ryssland tillhör den gruppen. Kina och Ryssland handlas till P/E-tal på 8 respektive 5, vilket är bland de lägsta och mest attraktiva inom tillväxtmarknaderna samtidigt som vinstförväntningarna inför 2014 är modesta.

**Vi tror också att Ryssland, precis som Storbritannien, kan komma att gynnas av en starkare tillväxt i Europa då Ryssland är en stor handelspartner till regionen (över 50 procent av exporten), speciellt efter inträdet i WTO.**

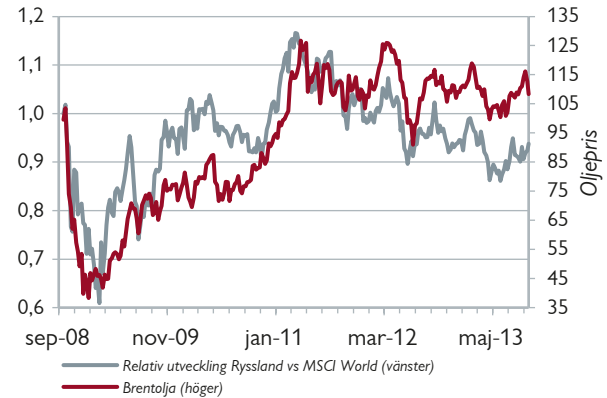


Ryssland har ett bytesbalansöverskott och sunda statsfinanser. Den ständiga värderingsrabatten brukar förklaras med de stora politiska riskerna som finns i Ryssland. Nu har vi sett en viss politisk ljusning, eller i alla fall ett steg i rätt riktning. Ett exempel är behandlingen av aktivisten Aleksej Navalnyj som tidigare starkt kritiserat president Putin och den utbredda korrruptionen i landet. Regimen har tidigare försökt döma honom efter ett påstått bedrägeri mot ett statligt bolag. Trots stor kritikstorm dömdes han också till fängelse men släpptes dagen därpå efter ett överklagande och han har nyligen tillåtits ställa upp i borgmästarvalet. Ett annat exempel är Putins hantering av Syrienkrisen.

Vi tror också att Ryssland, precis som Storbritannien, kan komma att gynnas av en starkare tillväxt i Europa då Ryssland är en stor handelspartner till regionen (över 50 procent av exporten), speciellt efter inträdet i Världshandelsorganisationen (WTO) 2012. Andra positiva faktorer är ett högt oljepris och att regeringen nyligen beordrat höjda utdelningar från de börsnoterade statliga bolagen.

## DYRARE OLJA GYNNAR RYSSLAND

Brent-olja mot världsindex.



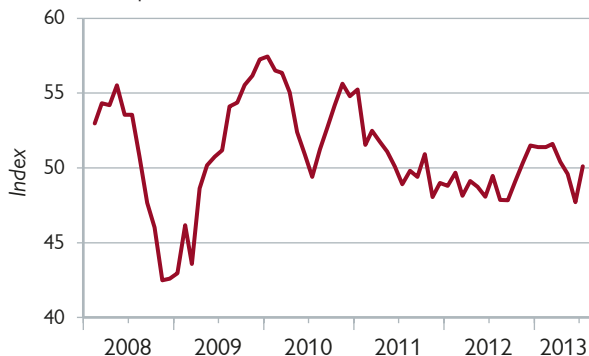
Givetvis finns det fortfarande stora risker med att investera i Ryssland. En nedgång i oljepriserna eller en kraftig sänkning av styrrentan för att stimulera ekonomin skulle sannolikt sätta press på rubeln.

Även Kina anser vi vara en intressant exponering. Landet är, precis som Ryssland, inte så sårbart och regeringen ser ut att agera om tillväxten sjunker under tillväxtmålet 7,5 procent. I somras, då ekonomin bromsade in, såg vi hur regeringen snabbt lanserade finanspolitiska stimulanser riktade mot småbolag, exportsektorn och järnväg. Vi ser också att konjunktursignalerna stabiliseras. Vinsterna inom vissa sektorer har överraskat starkt under sommaren,

**Även Kina anser vi vara en intressant exponering. Landet är, precis som Ryssland, inte så sårbart och regeringen ser ut att agera om tillväxten sjunker under målet 7,5 procent. Vi ser också att konjunktursignalerna stabiliseras.**

**OPTIMISMEN LYFTER I KINA**

Kinesiskt inköpschefsindex.



En varning som även IMF lyft fram är obalanserna och riskerna i Kinas banksystem. Men många bedömer att Kina med sina starka statsfinanser kan hantera dessa problem utan att det utvecklas till en bankkras.

Sammanfattningsvis behåller vi vår neutrala syn på aktier på tillväxtmarknaderna som helhet. Inom tillväxtmarknaderna föredrar vi ryska och kinesiska aktier.

bland annat var rapportperioden för det andra kvartalet den bästa på två år. Kreditgivningen är fortsatt stark och centralbanken har också givit likviditetsstöd då den såg den marknadsoro som följde på problem i skuggbanksektorn. Dessutom har centralbanken förmått banker att öka sin kreditgivning till större projekt, exempelvis frihandelszonen i Shanghai.

Till skillnad från andra tillväxtmarknader har Kina en stabil valutapolitik genom att man i praktiken knutit landets valuta mot USA-dollar, vilket har skapat ett stabilare investeringsklimat.

Det är viktigt för global tillväxt att Kinas regering får till en smidig övergång till en lägre och mer stabil tillväxttakt i ekonomin.

Konjunktursignaler från export och elproduktion samt konjunkturbarometrar har överraskat den senaste tiden. Kinas export utgör nu 35 procent av BNP vilket innebär att en bättre efterfrågan från USA och Europa kommer att kunna ge draghjälp åt Kinas export.

# Svenska aktier

REKOMMENDATIONER. **Stockholmsbörsen har presterat starkt hittills i år. En tydlig trend är att småbolag gått bättre än större bolag, vilket är ett tecken på riskaptit.**

Den svenska börsen har sedan årsskiftet gått starkt både absolut och jämfört med andra börser. Vi kommunicerade i början av året en positiv syn på börsåret, vilket verkar infria sig. I skrivande stund är vi upp cirka 20 procent hittills i år. I föregående *Allokering och portföljstrategi* koncentrerade vi oss på bolag med en hög direktavkastning vilket tidigare varit en stark investeringstrend. Nu lyfter vi istället fram cykliska bolag och argumenterar för att det är ett bra läge att successivt öka exponeringen för att ta del av en allt bättre konjunktur. Vi argumenterar även för en småbolagsexponering i ett läge där vi ser allt fler uppköp och bolagsaffärer på marknaden.

## RIMLIG VÄRDERING

12 månader framåtblickande P/E-tal.

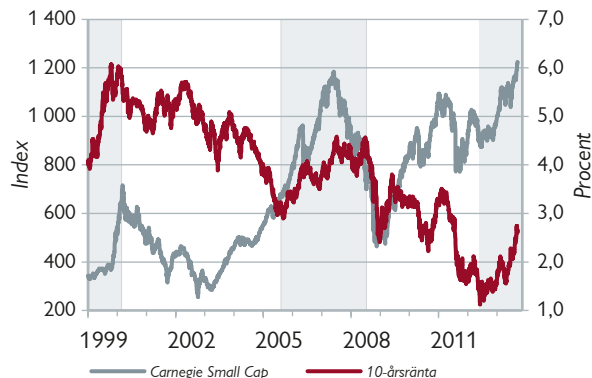


En stor del av uppgången under året förklaras av en multipelexpansion som ägt rum med stöd från makrostatistiken. Viktigt att lyfta fram är att mycket av börsuppgången skett utan stöd från företagsvinster. Svenska börsen är rimligt värderad om man beaktar ett nuvarande P/E-tal på cirka 15x (se diagram till vänster). Vi ser inte värderingen som alarmerande eller något hinder för ytterligare uppgång, även om uppgångspotentialen minskat. Enligt aktieanalytikerna förväntas de svenska företagsvinsterna minska med 0,7 procent under 2013 och öka med 15 procent nästa år. Frågan är om marknaden diskonterar för mycket för snabbt i detta läge? Risken har naturligtvis ökat i takt med multipelexpansionen. Det är normalt att börsen diskonterar framtida vinster, men troligtvis behöver vi inom en snar framtid få en bekräftelse på att den förväntade vinsttillväxten infrias. Sedan början av året har vinstestimaten fallit med cirka 14 procent för innevarande

**Kostnaderna för många av de svenska företagen har kommit ner. En omsättningsökning kommer i rådande läge att leda till en kraftig ökning av vinsterna.**

**RÄNTEUPPGÅNG INGET HINDER**

Småbolag jämfört med tioåriga statsobligationer.

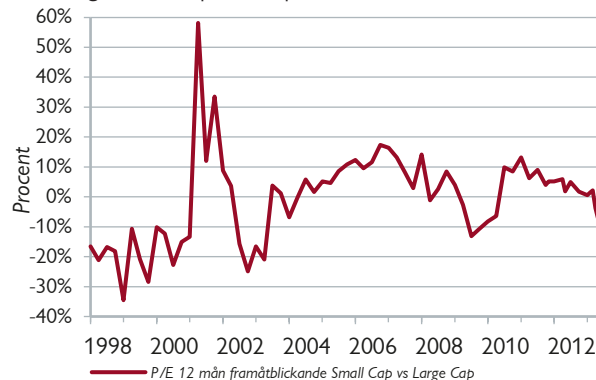


år och cirka 9 procent för 2014. Förhoppningsvis ser vi nu slutet på denna nedrevideringstrend.

Även om sannolikheten är ganska stor att vi kommer in i ett läge där vi kommer att uppleva en mer volatil börs på grund av den långa uppgångsfas vi haft, finns naturligtvis även möjligheten att börsen fortsätter sin starka trend under ytterligare en period. En trend kan hålla i sig längre än vad man vanligtvis tror och förklaringen kan ibland tillskrivas stöd från volym, exempelvis allokering från andra tillgångsslag. Räntan är fortfarande låg i ett historiskt perspektiv även efter den senaste uppgången i de långa räntorna. I ett relativt perspektiv är därmed aktier som tillgångsslag fortfarande attraktivt.

**SMÅBOLAG BILLIGA JÄMFÖRT MED STORA**

Småbolagsrabatt respektive -premium.



Osäkerheten när det gäller återhämtningen i framför allt Kina, men även Europa, har under en längre tid bidragit till en viss försiktighet bland placerare. Fed kommer successivt framöver att dra ner på takten i stödköpen i långa obligationer, men det som talar mot ytterligare stora ränteuppgångar på kort sikt är att det trots allt inte finns något inflationstryck, vilket är en positiv faktor som talar för aktiemarknaden.

Det som överraskat oss är vilka sektorer och aktier som överavkastat börsen som helhet. Vi har sett en stark uppgång i det vi kallar för värdeaktier, det vill säga stabila bolag som vanligtvis även ger en hög direktavkastning. Denna trend har varit ännu mer tydlig i USA. I Sverige

**Vi har sett en stark uppgång i det vi kallar för värdeaktier, stabila bolag som vanligtvis även ger en hög direktavkastning. I Sverige har exempelvis banksektorn åter varit en vinnare, precis som förra året.**

## TILLVÄXTBOLAG HAR GÅTT SÄMST

Utveckling för svenska tillväxt- och värdebolag.



har exempelvis banksektorn varit en vinnare, precis som förra året. Dock ser vi nu tendenser på en sektorrotation från lågbeta-aktier till mer cykliska högbeta-aktier, som i många fall inte hängt med i årets uppgång. I en fortsatt stark börstrend borde cykliska aktier leda uppgången.

En annan faktor som har bäring på många av de svenska verkstadsbolagen är utvecklingen i Europa. Det finns positiva makrosignaler som indikerar att det vänder runt i Europa. Många av de svenska verkstadsbolagen har en stor exponering mot den europeiska marknaden och bör därför kunna gynnas.

Riskpremien på den svenska marknaden har fallit från 6 procent i början av året till 4 procent (se diagram på sidan 21). Riskpremien är den kompensation, utöver den riskfria räntan, som en investerare kräver vid placeringar i svenska aktier. Den kan mycket väl falla ytterligare om obligationsräntorna fortsätter att stiga, eller som en effekt av ännu högre vinstmultiplar.

Om vi skulle se en klar förbättring i omsättningstillväxten i kombination med att bolagen samtidigt lyckas behålla sina historiskt höga marginaler kommer vinsterna att kunna överraska.

Vi föredrar bolag som Sandvik, Volvo, Scania och Trelleborg. Det är bolag som borde gynnas av en allt bättre konjunktur och är tidigt cykliska. Om riskapiten i marknaden håller i sig borde aktier med ett högt beta gynnas.

Om vi skulle se en klart förbättrad omsättningstillväxt samtidigt som bolagen lyckas behålla sina historiskt höga marginaler kommer vinsterna att kunna överraska. De svenska företagen har över lag starka balansräkningar och har genomfört flera stora kostnadsbesparingsprogram. Det innebär att kostnaderna för många av de svenska företagen har kommit ner och detta bidrar till en hög DOL, *degree of operating leverage* (det vill säga hur känslig ett bolags vinster är relativt en förändring i omsättningen). En omsättningsökning kommer i rådande läge att leda till en kraftig ökning av vinsterna.

## SMÅBOLAG

Vi har under året sett en tydlig trend där små och medelstora bolag har gått betydligt bättre än större bolag, vilket är ett tecken på riskaptit. Vi bedömer att denna trend kommer att hålla i sig och har ökat vår exponering mot småbolag successivt under året i våra svenska fondportföljer. I en allt bättre börsmiljö borde den sämre likviditeten i dessa småbolag minska i betydelse och fokus på värdering och framtida vinster bli dominerande.

Historiskt kan vi identifiera flera perioder med stigande ränta då småbolag har haft en bättre avkastning, både absolut och jämfört med större bolag. Detta kanske strider mot den gängse uppfattningen att stigande räntor innebär ”motvind” för aktieinvestorer. Stigande räntor innebär att avkastningskravet stiger, vilket även kan uttryckas som en mer ”kostsam” tillväxt för företagen.

Givet en bättre vinsttillväxt under nästa år och det faktum att de mindre och medelstora bolagen visat bättre vinsttillväxt över tid borde småbolagen handlas till en premie och inte till en rabatt (se diagram på sidan 44). De svenska småbolagen tenderar att vara mer beroende av den inhemska konjunkturen än de större internationella företagen. Den svenska ekonomin står sig väl i jämförelse med många andra europeiska länder. Vi bedömer att småbolagen kommer att kunna prestera väl på en positiv börs. Vi ser även en ökning av M&A-aktiviteter, vilket också borde öka intresset ytterligare för en småbolags-exponering bland investerare.

**Givet en bättre vinsttillväxt under nästa år och att de mindre och medelstora bolagen visat bättre vinsttillväxt över tid borde småbolagen handlas till en premie och inte till en rabatt.**

# Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar

REKOMMENDATIONER. **Vi ser utvalda möjligheter på räntemarknaderna i tillväxtländer, där Ryssland är vårt fokus. För hedgefonder är resultaten blandade. Råvaror har haft ett svagt år.**

Marknaden präglades i början av året av centralbankernas kvantitativa lättnader och den resulterande ökningen av likvida medel. Investeringarna drevs av jakten på avkastning och fortsatte att trycka ner både kreditspreadar och underliggande statsräntor, vilket gjorde att avkastningen blev bra. Under maj, då europeiska företagsobligationsmarknaden nådde sin topp, var exempelvis kreditspreadarna inom high yieldsegmentet (mätt som Bloomberg EUR High Yield Corporate Bond Index) 380 räntepunkter och avkastningen under året uppgick till 4,3 procent.

Därefter blev företagsobligationsmarknaden mer volatil och det hela kulminerade då Fed signalerade att man skulle börja dra ner på stödköpen av amerikanska stats- och bostadsobligationer. Kreditspreadarna inom high yieldsegmentet steg till som högst 470 räntepunkter mot slutet av juni och den totala avkastningen under året krympte till 0,9 procent. Till skillnad från räntemarknaden, där statsräntorna har fortsatt att stiga efter sommaren, återhämtade sig dock företagsobligationsmarknaden relativt snabbt. Kreditspreadarna var redan under slutet av juli nere runt 400 räntepunkter igen vilket är den nivå de fortsatt att handla kring sedan dess.

## TOPP, TURBULENS OCH ÅTERHÄMTNING

Bloomberg EUR High Yield Corporate Bond Index.



Andra räntemarknader som påverkats negativt av stigande amerikanska räntor är de i tillväxtländerna. Vi tycker att detta har skapat utvalda möjligheter på grund av svagare valutor och svaga lokala räntemarknader. Tillväxtländer med starka balansräkningar och inflationen under kontroll tror vi det är bäst att fokusera på. Ryssland har bland de lägsta statsskulderna i G-20 och den senaste tidens uppgång i oljepriset har ytterligare stärkt ett redan stort bytesbalansöverskott. Det som hållit tillbaka rubeln under de senaste åren är betydande kapitalflykt till stor

del beroende på den politiska risken. Vi tycker dock att investerare i dagsläget väl kompenseras för denna risk med en billig valuta och mycket höga nominella räntor. Vi har därför tagit en mindre position mot ryska krediter.

Efter Feds septembermöte lär jakten på avkastning fortsätta att generera flöden till företagsobligationsmarknaden vilket skulle ge stöd åt dagens nivåer på kreditspreadarna. Centralbankerna fortsätter att stimulera, underliggande makroekonomiska faktorer förbättras, inflationsförväntningarna är låga och konkursfrekvensen är under historiskt snitt, vilket borde gynna tillgångsslaget. I ett längre perspektiv är dock kreditspreadarna relativt låga vilket gör att avkastningen framöver kommer vara lägre än under det senaste året och att huvuddelen av avkastningen kommer att komma från kupongerna. Vi har därför en neutral vikt i krediter och föredrar *high yield*-segmentet över *investment grade* eftersom avkastningen där är bättre.

### HÖGA RÄNTOR, BILLIG RUBEL

Avkastning till förfall på företagsobligationer samt rubelkurs.



**Efter Feds septembermöte lär jakten på avkastning fortsätta att generera flöden till företagsobligationsmarknaden vilket skulle ge stöd åt dagens nivåer på kreditspreadarna.**

### FORTSÄTT UNDERVIKTA LÅNGA RÄNTOR

Vi har haft en kraftig uppgång på räntemarknaden under året. Vår rekommendation har under lång tid varit att helt undvika långa räntor i sin ränteportfölj och ha en kort duration, vilket så här i efterhand har visat sig vara korrekt. Vid senaste mötet behöll Riksbanken styrräntan oförändrad på 1 procent och höll fast vid sin plan på att höja räntan i slutet av 2014, medan marknaden förväntar sig en tidigare höjning än så. Vidare förväntar sig Riksbanken en inflation, exklusive räntekostnader, på 1 procent för 2013 och 1,4 procent för 2014 vilket gör att det fortfarande finns utrymme för än högre räntor om ekonomin fortsätter att förbättras och inflationen stiger fortare än förväntat.

Vi fortsätter därför att rekommendera en kort duration i ränteportföljerna men anser att man, ur ett portföljperspektiv, kan börja fundera på att minska denna position och ta in en mindre del i längre räntor, så länge man total sett fortfarande har en kort duration i sin ränteportfölj.

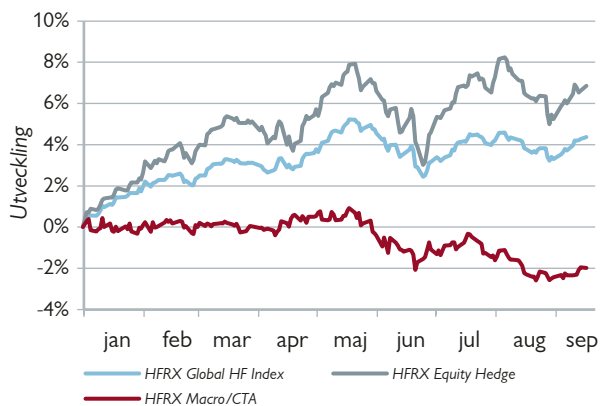


## HEDGEFONDER

De senaste åren har gett ett mycket blandat resultat för hedgefonder. Strategier som tenderar att ha långa positioner i riskfyllda tillgångar, gärna illikvida, har gått bra drivet av god utveckling för dessa tillgångar (se graf nedan). Det är samma strategier som hade det extremt svårt 2008/2009 då motsvarande tillgångar hade det tufft. Samtidigt har strategier utan aktiekorrelation haft det svårt och över de senaste åren uppvisat ett negativt resultat. En bidragande orsak till svårigheterna för dessa lågkorrelerande strategier har varit den politiska inblandningen som ändrat vissa historiska samband. Börsens utveckling har exempelvis inte alls följt makroekonomins signaler utan uppgången kan till största del förklaras med multiplexpansion driven av ökad riskaptit och kvantitativa lättnader.

## DIFFERENTIERAD UTVECKLING

Hedgefondindex.



När vi investerar i aktiv absolutavkastande förvaltning försöker vi identifiera och rekommendera fonder som över tid har en låg relativ korrelation med aktier så att de effektiviserar (kompletterar) hela värdepappersportföljen. Med låg aktiekorrelation blir de även ett tydligare substitut till räntebärande investeringar. Som vi nämnde har de lågkorrelerande strategierna haft svårt att leverera på senare år.

Två andra viktiga aspekter i val av hedgefonder är riskspridning och valutarisk. På samma sätt som med aktier är det viktigt att ha en allokering med god riskspridning.

Förutsättningarna för 2013/2014 bedömer vi som normalgoda och vi konstaterar att det inte går att förut säga vilken strategi som kommer att gå bäst från år till år. Något vi sett historiskt är att strategier som gått bra brukar få det svårare under nästa period och att strategier som haft det svårt får goda efterföljande år. Om sambandet upprepas kommer lågkorrelerande strategier att ha goda år framöver. Vi tror dock inte att man ska försöka tajma denna tillgångsklass utan den bör ägas som en komponent i portföljen och utvärderas långsiktigt efter dess avkastnings- och riskbidrag till helheten.

Vi fortsätter att rekommendera en neutral andel hedgefonder och alternativa investeringar jämfört med vad vi långsiktigt anser är en lämplig allokering i en förvaltningsportfölj.

## RÅVAROR

Råvarumarknaden har haft ett svagt år och underavkastat många andra tillgångsslag. Bland råvarorna är det enbart energisektorn (olja, bensin et cetera) som avkastat positivt i år. Jordbruksprodukter, ädelmetaller, industrimetaller och boskap har utvecklats negativt under året (se graf nedan till vänster). Största fallet står ädelmetaller för som är ner 24 procent och där silver utvecklats svagast med en nedgång på cirka 28 procent.

När man försöker förklara råvarupriser och deras rörelser är det svårt att bortse från dollarn som en viktig nyckelfaktor. En svagare dollar ger ett generellt stöd åt råvarupriser och vice versa (se graf nedan till höger). Under året har dollarn stärkts med cirka 3,5 procent mot andra valutor och råvaruindex har fallit med cirka 6 procent i skrivande stund. Under sommaren har vi dock sett en viss återhämtning för ett flertal råvaror. Att aktier och

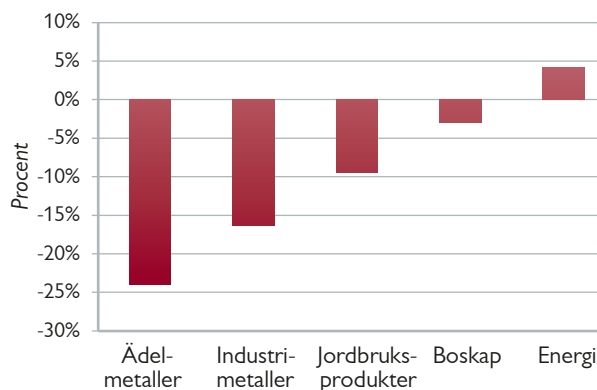
råvaror utvecklas i motsatt riktning, som vi ser just nu, är dock något av ett normaltillstånd.

Oljan är en av få råvaror som stigit i pris under året, delvis som en följd av händelseutvecklingen i Mellanöstern. En relativt lägre efterfrågan från tillväxtmarknaderna ger en dämpande effekt på oljepriset medan återhämtningen i väst och stabiliseringen i Kina påverkar positivt. Naturligtvis kan eventuella störningar i Mellanöstern och dess oljeproduktion få priset att röra sig kraftigt upp på kort sikt.

OPEC:s reservkapacitet är dessutom begränsad, vilket skulle kunna innebära kraftiga prisökningar i samband med utbudsbrist. Anledningen till att oljepriset handlas på höga nivåer kan kanske inte tillskrivas OPEC, men de har heller inte någon anledning att motsätta sig dagens prinsnivå. De är troligen bekväma med prisspannet 100–110 dollar på WTI, vilket motsvarar 105–115 på Brent.

### SVAG UTVECKLING FÖR RÅVAROR

Avkastningen på råvaror 2013.



### RÅVAROR STÖDS AV SVAG DOLLAR

Råvaruindex jämfört med USA-dollarn.



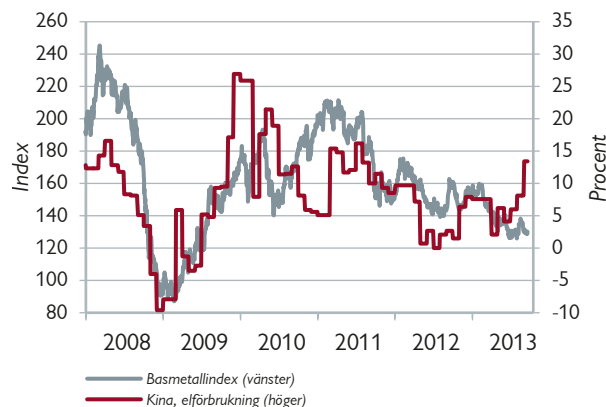
Kina har haft stora lager av metaller som nu börjar minska och därmed finns förutsättningar för en ökad efterfrågan på framför allt industrimetaller. Denna bild bekräftas bland annat av Glencore, världens största börsnoterade råvaruhandlare, som i samband med den senaste kvartalsrapporten kommunicerade ett kraftigt fall i de kinesiska kopparlagren. Vi ser även en kraftig ökning i energiproduktionen vilket brukar vara en positiv indikator för industrimetaller (se graf nedan). Det borde kunna finnas utrymme för positiva överraskningar från Kinas infrastruktursatsningar framöver. Vi behåller därför vår övervikt i industrimetaller i vår portfölj i rådande läge.

En stabilare konjunktur och en minskad oro för den kinesiska tillväxten borde kunna ge stöd åt råvarumarknaden. Vi anser dock att den främsta fördelen med råvaror som tillgångsslag är ur ett portföljperspektiv för att minska den totala risken i en väldiversifierad portfölj.

**Kina har haft stora lager av metaller som nu börjar komma ner och därmed finns förutsättningar för en ökad efterfrågan på framför allt industrimetaller. Denna bild bekräftas bland annat av Glencore, världens största börsnoterade råvaruhandlare.**

### ELFÖRBRUKNING STÖDER BASMETALLER

Elektricitet jämfört med basmetaller, Kina.



# Kapitalförvaltning på Carnegie

**Oavsett om du vill låta din rådgivare ansvara för den dagliga förvaltningen eller fatta besluten själv har Carnegie lösningar som passar dig.**

Carnegie har ett mycket omfattande diskretionärt kapitalförvaltningserbjudande. Med diskretionär kapitalförvaltning avses att du tillsammans med din rådgivare sätter samman ett ramverk för hur förvaltningen skall bedrivas för just dig. Förvaltningen hanteras därefter löpande av Carnegie. Du som kund kan därefter följa utvecklingen av din portfölj så som du själv önskar, via Internet, månadsrapporter eller vid enskilda möten med din rådgivare. Strategin för hur din värdepappersportfölj hanteras kan du också följa via våra olika strategidokument som exempelvis det du just nu håller i handen. Förvaltningserbjudandet via Carnegie beskrivs mer i detalj nedan. Vi börjar med en kort beskrivning av vår idag mest efterfrågade förvaltningstjänst, Aktiv allokeringförvaltning.

## AKTIV ALLOKERINGSFÖRVALTNING – ASSET ALLOCATION

Allokeringförvaltningen, vilket är vår primära förmögenhetsförvaltningstjänst, skulle på finanssvenska kunna ges namnet ”top-down baserad tematisk asset allocation”. ”Top-down” innebär att vi utifrån en global (makroekonomisk) syn på de finansiella marknaderna bildar oss en uppfattning om hur vi bedömer att olika tillgångsslag kommer att utvecklas framåt. ”Tematisk” innebär att vi inom respektive tillgångsslag försöker identifiera trender och teman vi bedömer kommer vara särskilt drivande

för utvecklingen inom respektive tillgångsslag. ”Asset allocation” innebär att vi därefter antingen rådgör våra kunder kring hur de skall fördela sitt kapital mellan olika tillgångsslag (eller också sköter vi det åt våra kunder via diskretionära förvaltningsuppdrag) för att på så vis eftersträva bästa möjliga avkastning med hänsyn till risknivån. De tillgångsslag vi arbetar med och erbjuder förvaltning inom är svenska och nordiska aktier, globala aktier, räntebärande värdepapper och alternativa investeringar. Carnegie har en möjlighet att anpassa risknivån helt efter kundens preferenser. I detta dokument kan du följa hur vi hanterar diskretionära allokeringportföljer mer i detalj.

Om du tycker att allokeringförvaltning är intressant men vill ha en låg riskprofil i din förmögenhetsförvaltning har vi ett alternativ vi benämner Carnegie Global Macro. Det är en portfölj där vi uteslutande investerar i våra kärnpositioner som utgörs av globala börshandlade produkter, s.k. ETP:er.

## SVENSKA OCH NORDISKA AKTIER

Carnegie har en mycket omfattande och stark analys av svenska och nordiska aktier. Detta medför att vi också har en möjlighet att erbjuda ett brett utbud av svenska och nordiska diskretionära placeringsalternativ. Dels har vi en bredare portfölj, Carnegie Sverigeportfölj, som erbjuder en diversifierad exponering via ca 16–20 aktier

mot den svenska börsen. För den som har behov av en hög utdelningsnivå erbjuder vi också en portfölj med detta fokus. I bilagan kan du se hur vi för närvarande sätter samman en svensk aktieportfölj. För den som inte vill ha så många transaktioner som det kan medföra att vara direktinvesterad i en portfölj bestående av enskilda aktier erbjuder vi också ett fondalternativ där vi kombinerar ett urval av svenska aktivt förvaltade värdepappersfonder.

Vad gäller nordiska aktier har vi även här två portföljalternativ. Vi har dels den bredare portföljen Carnegie Nordenportfölj (som funnits i drift sedan 1994) och den smalare portföljen Carnegie Active Case där vi investerar fokuserat i cirka 10 aktier i Norden som vi bedömer har bäst avkastningspotential.

## GLOBALA AKTIER

I denna skrift beskriver vi i detalj hur vi arbetar med den globala aktieförvaltningen. Fokus ligger på att identifiera tematiska positioner som vi kan investera i via ETF:er och olika former av aktivt förvaltade värdepappersfonder. Vi erbjuder även här ett antal alternativa lösningar. Vi har såväl alternativet där vi investerar i enskilda fonder och ETF:er som ett alternativ där vi erbjuder en för Carnegies kunder exklusiv globalfond, Carnegie Fund of Funds International. Är du intresserad av att investera i denna tar du kontakt med din rådgivare.

## RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER

När det kommer till räntebärande värdepapper arbetar vi främst med aktivt förvaltade fonder i en öppen arkitektur (vilket innebär att vi väljer ut de fonder vi anser är bäst) och allokering därefter utifrån duration, dvs att vi anpassar

löptiden i ränteförvaltningen utifrån vår marknadssyn. Carnegie kan också för större kunder erbjuda ränteförvaltning via enskilda räntepapper.

## ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Alternativa investeringar är en naturlig och integrerad del av bland annat vår allokeringförvaltning. Vi erbjuder också möjlighet till diskretionär förvaltning av hedgefonder.

## ENSKILDA AFFÄRSFÖRSLAG

I bland annat denna skrift visar vi på en mängd olika investeringsalternativ inom allt ifrån svenska och nordiska aktier, globala tematiska placeringar till alternativa investeringar med förslag på investeringar i bland annat valutor. De i vårt tycke starkaste idéerna presenterar vi också som enskilda affärsförslag. När förslagen gäller enskilda aktier kallar vi dem för Affärsförslag, när förslagen istället avser globala tematiska affärsförslag eller alternativa investeringar benämner vi dem istället TrendCase. Dessa förslag går att prenumerera på via sms eller mejl. Kontakta din rådgivare om du är intresserad av detta.

## RÅDGIVANDE FÖRVALTNING

För dig som själv vill ta en aktiv roll i dina förvaltningsbeslut erbjuder vi rådgivande förvaltning. Där är du själv aktiv i omplaceringsbeslut, i samråd med rådgivare och mäklare. Vi arbetar med korta beslutsvägar och enkla processer, både i arbetet med dig som kund och i vår förvaltning. Du kan alltid stämna av dina idéer och få tips eller råd, men tar själv det slutgiltiga beslutet. Genom internettjänsten Carnegie Online har du tillgång

till Carnegies samlade analys som vid ett flertal tillfällen rankats som bäst i Sverige.

Internettjänstens prenumerationsprodukter gör det möjligt för dig att ta del av analysen i samma stund som den skickas till våra institutionella kunder.

## AKTIEMÄKLERI

Är du intresserad av aktiv aktiehandel har vi en tjänst där en av våra duktiga mäklare blir din diskussionspartner. Utöver din mäklarkontakt får du tillgång till Carnegies samlade analys genom internettjänsten Carnegie Online. Vår analys har vid ett flertal tillfällen rankats som bäst i Sverige. Vi kan även erbjuda dig en mängd intressanta lunchmöten och seminarier med analytiker och företagsledare. Strategiteamet på Carnegie Privatbank tar regelbundet fram affärsförslag som du kan följa både via mail och sms. Den fundamentala analysen kompletteras med kvalitativ teknisk analys av såväl marknader som enskilda aktier.

# Disclaimer

## VIKTIG INFORMATION

Carnegie Investment Bank AB (Carnegie) är en oberoende nordisk investmentbank med verksamhet inom områdena Securities, Investment Banking, Fonder & Private Banking. Carnegies verksamheter står under kontinuerlig tillsyn av Finansinspektionen i Sverige och av dess motsvarigheter i andra länder där Carnegie bedriver verksamhet.

## INTRESSEKONFLIKTER

Carnegie strävar efter att, genom att tillämpa fasta rutiner, undvika intressekonflikter såväl mellan Carnegie och dess kunder som inom Carnegie. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att uppnå en rättvis hantering av kunderna. Trots detta finns det anledning att informera om att Carnegie, vid sitt erbjudande av olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat kan komma att:

- vara ekonomisk rådgivare till bolag i vars aktier (eller andra finansiella instrument) en kund uppdrar åt Carnegie att utföra värdepapperstransaktioner. Rådgivningen kan vara knuten till uppdrag åt Carnegie att bistå bolaget vid kapitalanskaffning, uppköpserbjudanden eller liknande. Carnegie kan även ha andra affärsrelationer med bolaget.
- handla för egen räkning (inkluderande åtaganden som *market maker*) i de finansiella instrument i vilka en kund uppdrar åt Carnegie att utföra värdepapperstransaktioner. Detta innebär bland annat att Carnegie kan komma att ha positioner i instrumentet ifråga samt inträda som motpart till kunden vid affärsavslut.

Om en intressekonflikt skulle uppstå, hanteras den enligt de fastställda rutinerna och det interna regelverket.

Carnegies avdelning för Investment Banking arbetar aktivt för att erhålla uppdrag eller affärsmöjligheter av emittenter på marknaden. Därför bör kunden vara medveten om att Carnegie kan komma att erhålla ekonomisk compensation av en emittent omnämnd i detta dokument. Carnegies analytiker eller till analytikern närstående personer, med undantag för en övergångsperiod, är inte tillåtna att inneha värdepapper i en emittent för vilken en affärsrekommendation utarbetats.

## KÄLLOR

Data i detta dokument har bland annat hämtats från Bloomberg, Moody's, Macrobond och Carnegie Analys. Detta dokument baseras på analys från ett antal olika analyshus, dock främst Carnegies egen. Åsikten i detta dokument kan skilja sig från andra rekommendationer framställda av bolaget. Trots att Carnegie nedlagt tillbörlig omsorg för att innehållet i detta dokument skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Carnegie att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Kunden skall vidare vara införstådd med att de framtidsutsikter avseende värdepappersmarknaden som framförs i detta dokument inte alltid kommer att infrias. Carnegie friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett världsloshet, gentemot kunden eller tredje man, för förlust, av vad slag det vara må, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av eller kan anses härröra från innehållet i detta dokument.

## DERIVAT OCH STRUKTURERADE PRODUKTER

*Rådgivning:* Om de aktuella optionerna och strukturerade produkterna är lämpliga respektive passande investeringar måste alltid bedömas utifrån varje enskild investerarens egna förhållanden. Detta dokument utgör inte investeringsrådgivning, finansiell rådgivning eller annan rådgivning till investerare. Investeraren måste därför själv bedöma lämpligheten i att investera i optioner och strukturerade produkter ur hans eller hennes eget perspektiv alternativt rådgöra med sina professionella rådgivare. Optioner och strukturerade produkter lämpar sig endast för investerare som har finansiell styrka att bära de risker som är förenade med investeringen, som har tillräcklig erfarenhet och kunskap för att själva bedöma riskerna hänförliga till investeringen och vars investeringsmål stämmer överens med de aktuella instrumentens exponering, löptid och andra egenskaper.

*Branschkod strukturerade produkter:* Carnegie är medlem av Svenska Fondhandlareföreningen, som antagit en branschkod för vissa strukturerade placeringsprodukter. Den anger riktlinjer för innehåll i marknadsföringsmaterial.

## ANSVAR

Detta dokument tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, vare sig att köpa eller sälja aktier eller andra finansiella instrument. Detta dokument tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller annars kundspecifika behov. Kund bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende

lämpligheten av tilltänkta värdepappersinvesteringar och handel med aktier eller andra finansiella instrument som omtalas eller åsyftas i detta dokument. Kunden bör därför endast beakta detta dokument som en av flera källor för sitt investeringsbeslut. Andra källor att beakta bör bli vara marknadsnyheter samt fundamental analys.

Carnegie påminner kunden om att handel med värdepapper är förknippad med risker. Kunden måste vara införstådd med att:

- Placering och andra positioner i finansiella instrument sker på kundens egen risk;
- Kunden noga måste sätta sig in i de regler som gäller för handel med finansiella instrument, särskilt de finansiella instrument som kunden avser att handla i;
- Vid handel med finansiella instrument måste kund kontrollera avräkningsnota samt omgående reklamera eventuella fel till Carnegie;
- Kunden fortlöpande måste bevaka värdförändringar på innehav av och positioner i finansiella instrument;
- Kunden själv skall initiera de åtgärder som erfordras för att minska risken för förluster på egna placeringar och andra positioner.

Innehållet i detta dokument är sammanställt av Investment Strategy, Carnegie Private Banking. Ansvarig utgivare är Brian Cordischi.

Innehållet i detta dokument är skyddat av upphovsrätt och får inte utan Carnegies tillstånd kopieras, distribueras eller publiceras.









# CARNEGIE

---

## **STOCKHOLM**

Regeringsgatan 56  
103 38 Stockholm  
Tel: +46 8 588 686 86

## **GÖTEBORG**

Sankt Eriksgatan 6  
411 05 Göteborg  
Tel: +46 31 743 08 80

## **MALMÖ**

Stortorget 9  
211 22 Malmö  
Tel: +46 40 665 52 00

## **INTERNET**

[www.carnegie.se](http://www.carnegie.se)