



ENORMA FLÖDEN.

Centralbankerna stimulerar som aldrig förr. Börserna stiger.
Men när stödåtgärderna minskas – vad händer då?

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

Rapportens innehåll bygger på uppgifter och analyser tillgängliga före 24 maj 2013.

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

Sommaren 2013



Innehåll

Inledning	5
Sammanfattning	6
Nulägesanalys	8
Framtidsutsikter och portföljstrategi	19

Foto: Istockphoto



Tema: Stimulanser – Japan 24

Det nylanserade stimulansprogrammet i Japan är en riktig kraftsamling som har potential att lyfta landet ur mångårig deflation. Sannolikt kommer man att lyckas. Hittills i år har börsen rusat med 41 procent i yen.

Tema: Stimulanser – Lågvolatilitet 30

Till följd av omfattande stimulanser är marknadsvolatiliteten på historiskt låg nivå. Det ger investeraren möjlighet att skapa en attraktiv riskprofil för sin portfölj med hjälp av optioner.

Rekommendation kring tillgångsslagen	36
<i>Globala aktier</i>	36
<i>Svenska aktier</i>	40
<i>Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar</i>	44
Kapitalförvaltning på Carnegie	50
Disclaimer	53

Stimulerat till tusen

Till följd av omfattande centralbanksstimulanser har världens aktiemarknader utvecklats mycket starkt i år. Vi tror på en fortsatt positiv trend för risk-tillgångar – men var uppmärksam på förändrade drivkrafter.

Situationen vi befinner oss i är unik. Jag har arbetat 25 år i finanssektorn, men aldrig tidigare upplevt ett läge då stimulanserna från de stora centralbankerna spelat en så avgörande roll för utvecklingen på de globala aktiemarknaderna. Men så är omfattningen också långt utöver det normala. Till exempel trycker amerikanska Federal Reserve och japanska Bank of Japan månatligen nya pengar till ett värde av cirka 1 biljon (1 000 000 000 000) kronor genom värdepappersköp.

I denna utgåva av *Allokering och portföljstrategi* diskuterar vi dessa tidigare oprövade stimulanser och deras effekter på finansmarknaderna. En sådan effekt är kraftigt nedpressade räntenivåer. En annan är mycket låg marknadsvolatilitet, vilket medfört att priset på optioner, som delvis prissätts med hjälp av den förväntade volatiliteten, är det lägsta på många år. Detta kan vi utnyttja för att skydda våra portföljer alternativt justera potentialen på uppsidan – läs mer på sidan 30.

Det omfattande stimulansprogrammet i Japan har varit en betydande positiv händelse under inledningen av året. Landets nytilträdde premiärminister Abe och centralbankschef Kuroda har infört en ny ekonomisk politik, ”Abenomics”, som går ut på att via enorma stimulanser ta landet ur mångårig deflation. Detta behandlar vi på sidan 24.

I föregående *Allokering och portföljstrategi* rekommenderade vi övervikt av risktillgångar, såsom aktier och företagsobligationer. Sedan dess har marknaderna stigit kraftigt, i linje med vår rekommendation. Men med kraftiga uppgångar i bagaget på många stora aktiemarknader och signifikant lägre kreditspreadar är det viktigt att identifiera marknadens drivkrafter och vara extra uppmärksam på förändringar, eftersom dessa kan leda till rejäla marknads-korrekationer. En sådan drivkraft är ett tillbakadragande av de nu pågående stimulanserna.

Samtidigt fortskrider återhämtningen i USA. Kina anpassar sin ekonomi till en mer uthållig tillväxttakt. Europas recession består, men fokus skiftar nu från besparingar till tillväxt.

Den låga inflationen i många delar av världen har resulterat i räntesänkningar i exempelvis Europa, Australien och Indien. Tillsammans med fortsatta omfattande stimulanser bör den globala tillväxttakten åter kunna nå 4 procent under 2014, vilket ger stöd för risktillgångar.



Brian Cordischi
CIO, Carnegie Bank

Vår marknadssyn: Positivt läge för risktillgångar

De positiva fundamentala faktorerna är på plats. Marknaderna är i en mycket gynnsam situation, där tillväxten förhoppningsvis förbättras, inflationen är låg eller fallande och centralbankerna fortsätter att stimulera. Då utvecklas risktillgångar vanligtvis starkt.

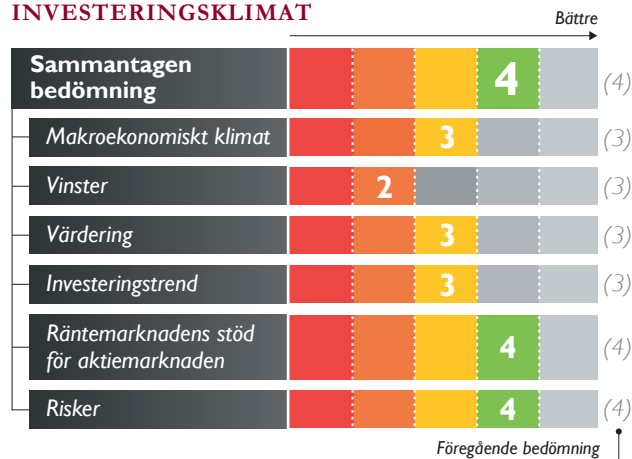
HUVUDSTRATEGI

- Vi bedömer att de pågående omfattande globala stimulanserna från centralbankerna fortsätter att gynna risktillgångar.
- Stimulanserna förbättrar de framtida tillväxtutsikterna och den globala ekonomin bör kunna nå en tillväxttakt kring 4 procent under 2014.
- USA:s centralbank Federal Reserve har nu givit en första signal om att en minskning av de okonventionella stimulanserna (QE3) kan komma att ske någon gång i höst. Detta kan skapa ett osäkrare marknadsläge.
- Den starka börsutvecklingen har hittills skett utan stöd från vinstupprevideringar. Vi har således haft multipel-expansion, det vill säga värderingen av börserna har ökat. En fortsatt börsuppgång kräver dock att vinstrevideringarna blir positiva.
- Vi har fortsatt en positiv syn på risktillgångar och en övervikt mot aktier (4) på en skala 1–5 för en global portfölj. Men vi har blivit mer defensiva och minskat

övervikten något efter den starka börsuppgången under våren.

- Vi har fortsatt en övervikt mot Europa och Sverige relativt USA, Japan och tillväxtmarknaderna. Vi rekommenderar dock en neutral exponering mot Japan, att jämföra med tidigare undervikt.

INVESTERINGSKLIMAT



Rekommenderad portföljsammansättning

Vi har ökat exponeringen mot europeiska aktier till övervikt och ökar japanska aktier till en neutral vikt.

SVENSKA AKTIER

Vi har en liten övervikt mot svenska aktier relativt vad vi brukar ha över en konjunkturcykel.

GLOBALA AKTIER

Vi har en övervikt mot globala aktier relativt vad vi brukar ha över en konjunkturcykel. Vi har ökat exponeringen mot Europa och Japan under våren och minskat exponeringen mot USA något. Europa har en övervikt medan Japan har en neutral vikt, relativt vad vi brukar ha över en konjunkturcykel.

KREDITER

Hitills under 2013 har kreditspreadarna fortsatt att krympa i de flesta segmenten av företagsobligationer. Långsiktigt har vi dock fortsatt en generellt positiv syn på kreditmarknaden, men vi har en högre vak-samhet mot de mer riskfyllda segmenten (*high yield*).

RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER

I kategorin räntebärande värdepapper allokering vi främst mellan olika långa statspapper. Vi har en tydlig under-vikt mot tillgångsslaget. Vi har tidigare dragit ned vår

exponering mot statspapper med längre duration och bibehåller vår tidigare exponering som uteslutande består av räntepapper med kort duration.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Vi bibehåller vår neutrala exponering mot alternativa investeringar mot bakgrund av att vi förväntar oss en mer positiv avkastning från svenska och globala aktier.

I kategorin *råvaror* har vi en svag undervikt, sam-tidigt som vi har en övervikt mot industrimetaller inom denna kategori.

AKTUELL REKOMMENDATION

Vi behåller vår positiva syn på risktillgångar. Sedan föregående Allokering och portföljstrategi har vi ökat vår exponering mot euro-peiska aktier och ser mer positivt på Japan.

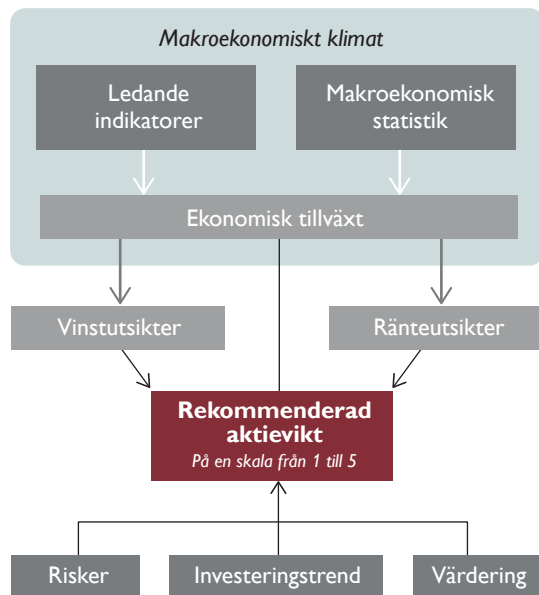


En stimulansdriven marknad

NULÄGESANALYS. Återhämtningen är varken så stark att centralbankerna drar tillbaka sina stimulanser, eller så svag att företagsvinsterna faller. Det ger ett gynnsamt marknadsläge.

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

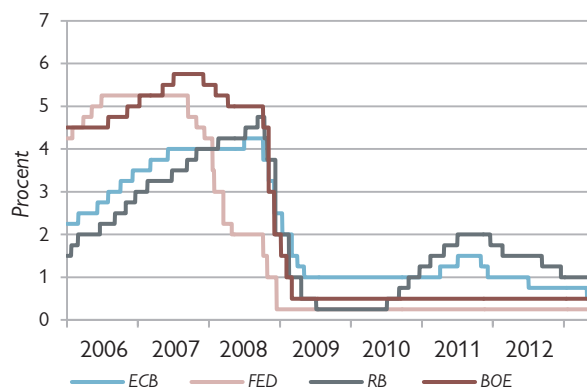
Aktiemarknaderna har hittills under 2013 haft en mycket stark utveckling. Vid inledningen av året var fokus främst riktat mot den globala ekonomiska tillväxten och förhoppningar om att denna skulle börja ta fart. Men efter ett par månader fanns det tydliga makroekonomiska indikationer på att tillväxtförhoppningarna troligtvis var för höga. Visserligen fortsatte den amerikanska återhämtningen, med en fortsatt stark bostadssektor som drivkraft, men nya budgetåttstramningar förväntades få en dämpande effekt på tillväxten och sysselsättningsstatistiken började plötsligt försvagas. I Europa fortsatte den svaga makroekonomiska trenden och regionen bedömdes inte kunna lyfta sig ur recessionen. Kina fortsatte att anpassa sin ekonomi till en mera uthållig, men lägre, tillväxttakt.

Men samtidigt agerade ett flertal centralbanker. Bank of Japan (BoJ) lanserade omfattande stimulanser, ECB sänkte sin styrränta och förlängde de likviditetsstödjande åtgärderna (LTRO) till åtminstone sommaren 2014, och en rad länder runt om i världen följde efter med räntesänkningar, exempelvis Australien, Indien, Turkiet, Sydkorea och Israel.

Även Federal Reserve (Fed) var snabbt ute och hade en "mjukare" ton i sin retorik som var klart mer stimulansvänlig, bland annat kunde centralbanken tänka sig

CENTRALBANKERNA STIMULERAR

Styrräntor



att ytterligare öka sina stimulanser. Det omfattande stimulansstödet fick risktillgångar, såsom aktier, att ta ny fart.

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

Framöver kommer marknaderna att fortsätta följa den relativa utvecklingen mellan å ena sidan den ekonomiska statistiken och dess tillväxtindikationer och å andra sidan centralbankernas hantering av de omfattande stimulanserna. Starkare statistik kommer att öka oron för

ett tidigt tillbakadragande av stimulanser medan svagare statistik ger stöd för fortsatta stimulanser och gynnar risktillgångar. I förlängningen bör det naturligtvis vara positivt om den ekonomiska tillväxten tar fart och stimulanserna dras tillbaka, så att världsekonomin normaliseras.

USA: Fokus på sysselsättningen

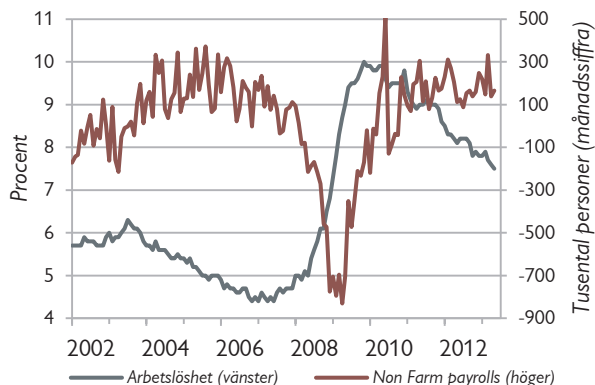
Fokus kommer att riktas mot USA, dels eftersom landet är det viktigaste av de stora ekonomierna och dels eftersom Fed förmodligen kommer att bli den första av de stora centralbankerna att dra tillbaka sina stimulanser. Marknaden kommer främst att följa sysselsättningsstatistiken men även detaljhandelsstatistiken, som speglar hur konsumenten agerar, och sentimentet inom tillverkningsindustrin via ISM. Därutöver kommer även den hittills starka utvecklingen på bostadsmarknaden att vara av intresse.

Den amerikanska arbetslösheten har under 2013 fallit ned mot 7,5 procent efter att toppat kring 10 procent under 2010. Fed har meddelat marknaden att man ämnar hålla räntan kring 0 procent åtminstone tills arbetslösheten fallit till 6,5 procent. Det kommer att ta tid innan det händer. En nivå på 6,5 procent nås tidigast om 12 månader, men om färre jobb skulle skapas, eller fler skulle börja söka jobb, kommer arbetslösheten att förbli över 7 procent under lång tid. Således ligger räntehöjningar långt fram i tiden.

Fokus kommer att riktas mot USA, dels eftersom landet är det viktigaste av de stora ekonomierna och dels eftersom Fed förmodligen kommer att bli den första av de stora centralbankerna att dra tillbaka sina stimulanser.

ALLTJÄMT HÖG ARBETSLÖSHET

Arbetslöshet och sysselsättning i USA

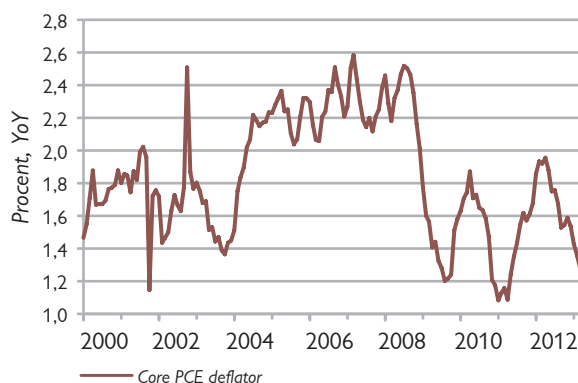


Men innan dess bör Fed ha dragit tillbaka sina stimulanter. Centralbankschefen Ben Bernanke har indikerat att en första neddragning kan ske någon gång under hösten 2013 beroende på den ekonomiska utvecklingen. Troligtvis behöver den amerikanska ekonomiska tillväxten komma upp till 2,5–3 procent i årstakt, vilket kan jämföras med rådande marknadsförväntningar på omkring 2,0–2,5 procent för 2013. I det sammanhanget är det viktigt att komma ihåg att nuvarande månatliga värdepappersköp uppgår till 85 miljarder dollar och att det i ett första skede förmodligen enbart kommer att röra sig om en minskning av tillväxttakten i stimulanter, det vill säga stimulanserna kommer även efter en neddragning att fortsätta öka i total omfattning, men i en långsammare takt.

Men vad kan vi förvänta oss för börsreaktion om Fed inleder ett avslutande av sina stimulanter? Det är svårt att veta eftersom dagens omfattande stimulanter, i form av centralbankernas värdepappersköp, saknar tidigare

FORTSATT LÅG INFLATION

Kärninflation i USA



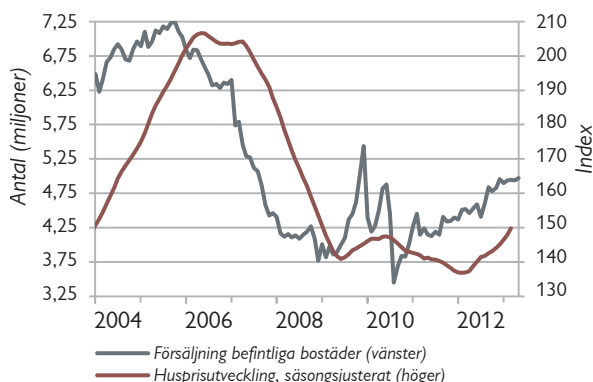
motsvarighet. Men om vi jämför ett borttagande av stimulanter med en räntehöjning finns det ett visst mönster att ta fasta på. Det har varit tre räntehöjningsperioder under de senaste 20 åren (1993, 1999 och 2004). Erfarenheten från dessa är att börsen går ganska svagt inför och efter första höjningen. När väl en räntehöjningsperiod har inletts försvinner dramatiken kring höjningarna. Marknaden vänjer sig och andra faktorer blir viktigare. Med andra ord bör det vara trendskiftet från stimulanter till åtstramningar som är negativt.

En annan viktig parameter är inflationen. Hittills har den varit i en fallande trend och det finns inga tecken på ett stigande inflationstryck i närtid. Så länge inflationen är låg finns det inget hinder för fortsatta stimulanter.

En av de främsta drivkrafterna i den amerikanska ekonomin är bostadsmarknadens återhämtning med prisuppgångar på 7–10 procent hittills under 2013. Det är en trend som förmodligen kommer att fortsätta även in i nästa år.

MOTOR FÖR USA:S EKONOMI

Bostadsförsäljning och prisutveckling



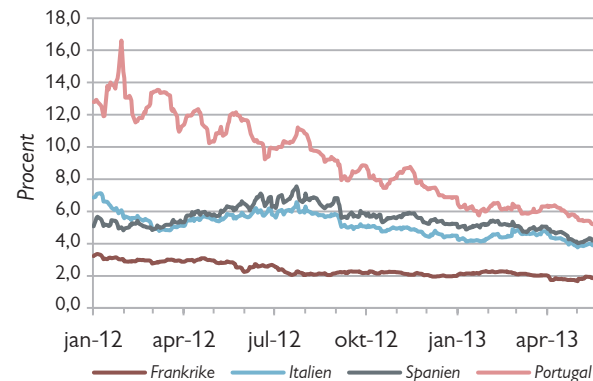
Europa: Mjukare finanspolitik

Den ekonomiska aktiviteten inom eurozonen har varit fortsatt svag och regionen har ännu inte lyckats ta sig ur recessionen. Eurozonen brottas även fortsatt med betydande utmaningar som gör att framtiden för eurosamarbetet är fortsatt osäkert. Samtidigt har ECB:s policy och krisfonden ESM (European Stability Mechanism) kraftigt minskat såväl staters som bankers likviditetsrisker. ECB sänkte nyligen sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,50 procent och förlängde de likviditetsstödjande åtgärderna (LTRO) till åtminstone sommaren 2014. Visserligen uteblev mer okonventionella

En rad länder har fått längre tid på sig att uppnå statsfinansiella mål, vilket är politiskt och ekonomiskt stabiliserande.

LÅGA LÅNGRÄNTOR

Statsobligationer, 10 år



åtgärder vid senaste räntemötet, men ECB är öppet för nya ”kreativa åtgärder” och har fokus på små och medelstora bolag. ECB upprepade även att man är redo att agera ytterligare om det skulle behövas.

Samtidigt har de politiska strömningarna inom eurozonen svängt från att förespråka stram budgetkontroll till att bli lite mer tillväxtvänliga. Uppmjukningen av åtstramningspolitiken innebär att en rad länder fått längre tid på sig att uppnå statsfinansiella mål, vilket är politiskt och ekonomiskt stabiliserande. Marknaden har reagerat positivt på den fallande systemrisken och de långa obligationsräntorna har fallit tillbaka.

Tillväxtmarknaderna: Svagare tillväxt

Tillväxtmarknaderna svarar för cirka 50 procent av global BNP och det är även här som tillväxten i världen i stort sker. Dessa marknader har fortsatt att påverkas negativt av oron inom eurozonen och den relativt svaga tillväxttakten i USA. Spridningseffekten från eurozonen slår

hårdast mot Kina och andra länder i Asien. Detta eftersom regionen är kraftigt exponerad mot tillverkning och handel. Tillväxttakten inom *emerging markets* var således svag under 2012 och trenden har fortsatt under 2013.

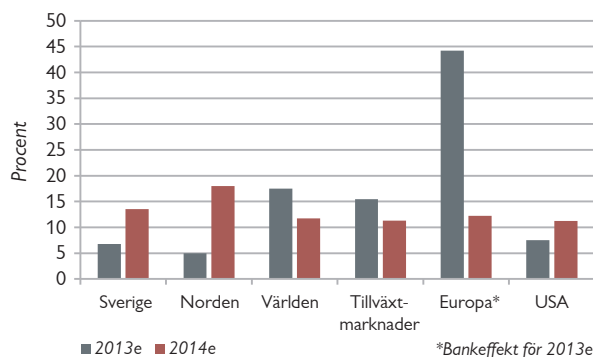
Sammantaget ser den makroekonomiska bilden relativt neutral ut. Den ekonomiska tillväxten bör så sakteliga förbättras då återhämtningen i USA fortsätter och tillväxtmarknaderna och Kina anpassar sig till en uthålligt lägre tillväxttakt. Den relativt svaga tillväxten balanseras av en låg eller fallande inflation som möjliggör fortsatta massiva stimulanser från de stora centralbankerna.

VINSTER

Under 2012 och inledningen av 2013 reviderades vinstförväntningarna ned. Denna negativa trend har till viss del stabiliserats och efter rapporterna för det första kvartalet har vi sett en marginell uppjustering av vinstestimaten för 2013 och 2014 i USA. För 2013 förväntas vinststillväxten bli 7 procent för bolagen på S&P500.

FALLANDE VINSTTREND

Vinststillväxt



Även i eurozonen har den negativa vinstrevideringstrenden bland de större bolagen avstannat, medan trenden i Norden är fortsatt fallande. Sedan årsskiftet har vinstförväntningarna för nordiska bolag för 2013 och 2014 justerats ned med 9 respektive 5,5 procent och i dagsläget förväntas vinststillväxten bli 5 respektive 18 procent. Förhoppningsvis kan vi börja se en positiv vinstrevideringstrend under det andra halvåret i takt med att den ekonomiska tillväxten förbättras.

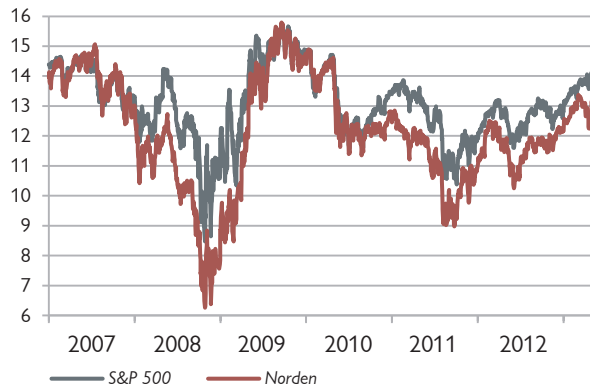
VÄRDERING

En stor del av börsuppgången under 2012 och 2013 har drivits av multiplexpansion (stigande värdering), till följd av att marknaden reviderat ned vinstestimaten samtidigt som börserna fortsatt upp. Den svaga återhämtningen, politisk osäkerhet, upprepade recessioner och en ihärdig finanskris har tyngt aktiekurserna i mer än tre års tid. Sedan 2008 har S&P500 handlats till ett framåtblickande P/E-tal på mellan 9,3× och 15×, vilket kan jämföras med dagens 14,7×. En historisk genomsnittsnivå är närmare 17–18× beroende på tidsperiod.

Den nordiska aktiemarknaden är i linje med den amerikanska, men dyrare än den europeiska, och handlas till ett P/E-tal om 13,3×, vilket är kring historiska genomsnittsnivåer men betydligt lägre än tidigare toppar. Samtidigt förväntas den globala tillväxten vara lägre kommande år än tidigare och vinstmarginalerna är redan på historiskt höga nivåer, vilket har en hämmande verkan på värderingsmultiplarna. Dessutom är försäljningstillväxten svag. För eller senare behöver vi naturligtvis även vinststillväxt för att motivera börsuppgång och för att företagsvinster ska stiga behövs en ökande global tillväxttakt.

NORDENS BÖRSE SKUGGAR USA

P/E-tal



Förr eller senare behöver vi naturligtvis även vinsttillväxt för att motivera fortsatt börsuppgång och för att företagsvinsterna ska stiga behövs en ökande global tillväxttakt.

INVESTERINGSTREND/TEKNISK ANALYS

Den tekniska analysen ger inga indikationer på att Stockholmsbörsen eller S&P500 toppat ännu.

Stockholmsbörsen

I senaste utgåvan av *Allokering och portföljstrategi* som utkom i februari skrev vi följande:

Efter den starka kursuppgången i januari kan vi konstatera att OMX-index har brutit upp ur de två mindre trianglarna. Nästa tunga motståndsområde möter vid 1 150 och följs av nästa vid drygt 1 180. Passeras 1 180-området är det fritt fram för en uppgång mot 2007 års topp som möter vid drygt 1 300, alltså cirka 9 procent upp från genombrottet efter 1 180-motståndet. Index befinner sig således vid ett extremt spännande läge, där vi antingen kommer att få ett genombrott eller en vändning.

Vi vet nu vad som har hänt då index i början av året passerade 1 180 med kraft och sedan dess har fortsatt

sin positiva utveckling. 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 ska vidare upp till området runt 1 300–1 320.

TRIANGELUTBRYTNING

OMX-index

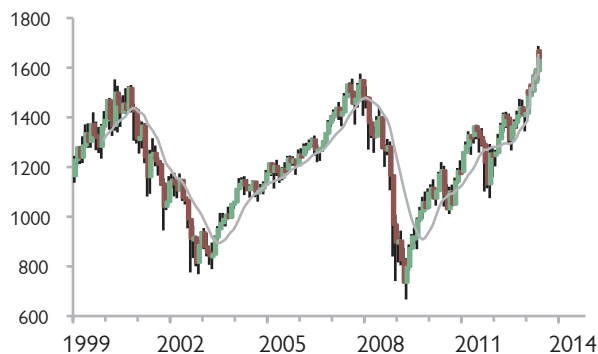


S&P500

Det har nu förflutit 50 månader sedan botten träffades i mars 2009 och vi har än så länge inga tekniska signaler i prisanalysen på att börsen har toppat. Den aggregerade psykologin är mycket positiv och enligt de sentimentsundersökningar som görs är optimismen på nivåer som brukar förknippas med långsiktiga toppar. Granskar vi diagrammet över S&P500 nedan ser vi dock att uppgången sker exponentiellt, det vill säga den går snabbare och snabbare. En prisbubbla, eller en kraftig prisrörelse över ett fundamentalt motiverat värde, kan antingen ske på börsen i stort eller inom specifika sektorer, enskilda aktier, obligationer, fastigheter eller råvaror. Rör det sig om en tillgång som en stor grupp människor kan handla

INGA TECKEN PÅ NEDGÅNG

S&P500



kan det alltid inträffa en prisrörelse som är långt över vad som är fundamentalt försvarbart. Men att förutspå toppar i uppgångar är nära nog omöjligt då uppgången ofta fortsätter mycket högre och längre än vad man tror.

Det bästa sättet att agera i denna typ av rörelser är att hänga med så länge uppgången fortsätter och sälja först då vi får en vändningssignal, till exempel en så kallad *blow-off*-dag. Än så länge har vi inga prisformationer som visar att USA-börsen har toppat och, vem vet, det kanske dröjer flera månader eller till och med kvartal till dess. Så länge navigerar vi i den tekniska analysen efter en fortsatt uppgång. Men vi kommer naturligtvis att vara mycket uppmärksamma på eventuella varningssignaler.

RÄNTOR

Svenska statsobligationer har fallit i värde hittills i år, om än marginellt. Räntan har stigit och värdet på statsobligationer med 5–10 års löptid har fallit. Avkastningen på bostadsobligationer har utvecklats bättre, upp 0,9 procent mätt som OMRX Mortgage Bond Index. Detta eftersom skillnaden (spreaden) mellan stats- och bostadsobligationer har fortsatt att minska i likhet med andra kreditspreadar. Räntan på en 5-årig bostadsobligation ligger i dagsläget under 2 procent.

Inflationssiffran för april visade att konsumentprisindex (KPI) fallit med 0,5 procent jämfört med nivån för ett år sedan. Sverige har alltså deflation just nu. Men en

Försäkringsbolag och bankers investeringsaptit kanaliseras mot lågrisk-tillgångar som statsobligationer eftersom dessa gynnas av de regelverk som håller på att tas i bruk (Solvency II respektive Basel III).

normalisering av inflationstakten mot Riksbankens mål om 2 procent skulle medföra att avkastningen på främst statsobligationer, men även bostadsobligationer, kan bli negativ i reala termer.

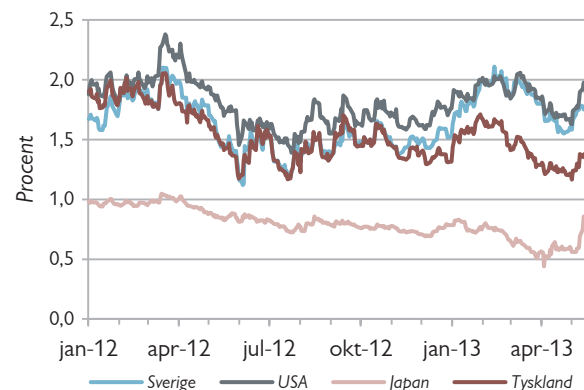
Svenska långräntor styrs fortsatt i hög grad av den relativa efterfrågan på ”säkra” respektive ”riskfyllda” tillgångar. Försäkringsbolag och bankers investeringsaptit kanaliseras mot lågriskstillgångar som statsobligationer eftersom dessa gynnas av de regelverk som håller på att tas i bruk (Solvency II respektive Basel III). Denna ökade efterfrågan har fått priserna på statsobligationer att stiga och marknadsräntor att sjunka. En annan faktor som påverkar statsobligationer är centralbankernas kvantitativa lättnader.

I början av året mildrades regleringskraven på den likviditetsbuffert som banker måste hålla mot eventuella bankrusningar genom att andelen statsobligationer som krävs sänktes. Detta minskade efterfrågan på tillgångar som svenska statsobligationer och räntan steg något. Implementeringen av dessa regelverk kommer att fortsätta att påverka prisbilden framöver.

Den ovannämnda KPI-siffran har ökat förväntningarna på att Riksbanken ska sänka reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter vid nästa penningpolitiska möte i början på juli. Enligt RIBA-terminer, terminer på reporäntan, är sannolikheten cirka 50 procent för en sådan sänkning.

MARGINELLT STIGANDE LÅNGRÄNTOR

10-åriga statsobligationer



RISKER

Det finns fortsatt ett flertal globala risker att beakta. Riskerna är, som vi tidigare nämnt, svåra att kvantifiera och förutsäga vad gäller hur de kan komma att påverka utvecklingen i olika tillgångsslag. Ibland ser vi att små negativa faktorer kan få stort negativt genomslag samtidigt som liknande data vid ett annat tillfälle kan tas emot utan någon större reaktion alls. Dessa risker är svåra att kvantifiera och modellera.

Det är dock viktigt att se vad som eventuellt skulle kunna bryta den hittills starka marknadstrenden.

Eurozonen har haft de största problemen avseende ekonomisk tillväxt och överraskat mest negativt.

Ovannämnda KPI-siffran har ökat förväntningarna på att Riksbanken ska sänka reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter vid nästa penningpolitiska möte i början på juli. Enligt RIBA-terminer är sannolikheten cirka 50 procent.

Eurozonen har nyligen sänkt sina tillväxtprognoser från en minimal tillväxt till fortsatt recession. Skulle recessionen sprida sig och fördjupas kan det naturligtvis komma förnyade spänningar kring regionens finanspolitik.

Exempelvis har eurozonen nyligen sänkt sina tillväxtprognoser från en minimal tillväxt till fortsatt recession. Skulle recessionen sprida sig och fördjupas kan det naturligtvis komma förnyade spänningar kring regionens finanspolitik. Det kan även leda till att fler länder inom eurozonen får problem (såsom Cypern) och som kan drabba det landets banksektor. Det skulle kunna få till följd att det uppstår bankrusningar och/eller att ett mindre land på eget bevåg lämnar EMU. I det sammanhanget ska man dock komma ihåg att den senaste insättningsdatan från Cypern inte visar på några större kapitalutflöden. Även det tyska valet i höst kan komma att tildra sig osäkerhet beroende på den politiska retoriken och hur väl det går för förbundskansler Angela Merkel.

VOLATILITET PÅ LÅGA NIVÅER

Volatilitetsindexet VIX



Vi bedömer även att det finns risker förknippade med de pågående regulativa ansträngningarna mot bland annat bankernas utlåningsaktivitet, kapitalkrav och finansieringskostnader från politiskt håll.

Under det andra och det tredje kvartalet kommer USA:s budgettätstramningar att börja få genomslag på den underliggande ekonomin. Ifall det genomslaget blir kraftigare och den pågående återhämtningen på arbetsmarknaden kommer av sig kan det börja oroa marknaderna. Å andra sidan skulle det förmodligen medföra ytterligare stimulanser.

Det finns även en viss risk för att den kinesiska ekonomin tappar ytterligare i tillväxttakt, vilket skulle skapa global tillväxtoro, vinstnedrevideringar och fortsatta råvarufall. Ett fortsatt snabbt fall av den japanska valutan, yenen, skulle kunna medföra negativa spridningseffekter och valutaturbulens.

Sedan finns det även geopolitiska risker att följa såsom Irans möjliga nukleära anriktningsprogram, den kinesisk-japanska dispyten över Senkakuöarna och det tyska valet i höst och den effekt det kan få på politiken inom eurozonen.

Sammantaget är dock riskläget betydligt bättre nu än vad vi varit vana med under de senaste åren.

AKTUELLT INVESTERINGSKLIMAT – SAMMANFATTNING

Makroekonomiskt klimat

Vi bedömer att det makroekonomiska klimatet ser relativt neutralt ut. Den ekonomiska tillväxten bör så sakteliga förbättras, då den amerikanska återhämtningen fortsätter, tillväxtmarknaderna (Kina) långsamt accelererar och eurozonen i bästa fall stabiliseras. Den relativt svaga tillväxten balanseras av en låg eller fallande inflation som möjliggör fortsatta massiva stimulanser från de stora centralbankerna.

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



Vinstutveckling

Vinstutvecklingen får i absoluta tal bedömas som god och företagen har hittills hållit vinsterna väl uppe. Vi har dock haft en fortsatt negativ vinstrevideringstrenden som förhoppningsvis nu bottnat. Det behövs dock snart tydliga vinstupprevideringar för att driva börsen vidare.

I dagsläget bedöms vinstutvecklingen få betyget 2 på en skala 1–5.



Ränteutveckling

Räntorna befinner sig på låga nivåer, vilket gynnar den ekonomiska tillväxten samt ökar aptiten på risktillgångar i jakt på avkastning.

Vi bedömer att den aktuella räntemiljön får ges betyget 4 på en skala 1–5.



Värdering

Det finns i dag ett visst värderingsstöd för aktier, framför allt i ett relativt perspektiv. S&P500 är i skrivande stund värderat till ett 12-månaders framtidsblickande P/E-tal om 14,7×. En historisk genomsnittsnivå är närmare 17–18× sedan 1990. Vi ser även ett liknande scenario på de europeiska börserna och för Stockholmsbörsens OMX-index. Vår bedömning är således att värderingsstödet finns i både absoluta och relativa termer.

Vi bedömer att värderingen kan ges betyget 3 på en skala 1–5.



Investeringstrend/teknisk analys

Vi bedömer att investeringstrenden för aktier är relativt neutral. Vi har en stark teknisk köpsignal i ryggen. Emellertid visar de sentimentsundersökningar som görs att optimismen är på nivåer som ibland förknippas med toppar.

Vi bedömer att investeringstrenden kan ges betyget 3 på en skala 1–5.



Fortsättning på nästa sida >>

Risker

Mot bakgrund av de omfattande centralbanksstimulanserna är riskläget betydligt bättre nu än vad vi varit vana vid under de senaste åren.

Vi bedömer att vi har ett relativt bättre riskläge och ger det betyget 4 på en skala 1–5.



Sammantagen bedömning

Vi bedömer att de omfattande stimulansåtgärderna och den enorma mängd likviditet som tillförts de finansiella marknaderna, tillsammans med förhoppningar om en förbättrad tillväxt under det andra halvåret 2013 och 2014, kommer ge stöd åt aktiemarknaden framöver. Aktiemarknaderna kommer fortsatt att vara väldigt flödesstyrda, och tillgångslaget aktier ser attraktivt ut i relativt perspektiv.

På en skala 1–5 anser vi att aktier ska ges vikten 4, det vill säga något högre än vad vi i genomsnitt har under en konjunkturcykel.



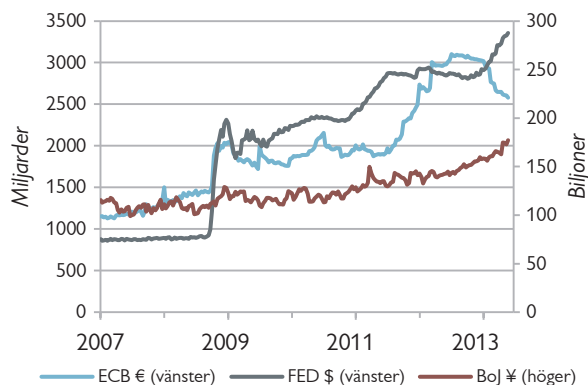
Osäkra marknadsutsikter när stödåtgärderna minskar

FRAMTIDSUTSIKTER OCH PORTFÖLJSTRATEGI. **Centralbanksstimulanserna har varit helt avgörande för börsuppgången de senaste åren. Vi tror på fortsatta stimulanser som gynnar risktillgångar. Men ett avslutande är oundvikligt och Fed blir först ut. Hur påverkas börsen?**

För tillfället drivs de globala finansmarknaderna av aggressiva och mycket omfattande monetära stimulanser från alla de större centralbankerna i världen, bland annat i USA, Europa och Japan. De massiva stimulanserna är främst en respons på svag ekonomisk tillväxt och har sitt ursprung i finanskrisen 2008. Stimulanserna har riktats mot skilda makroekonomiska variabler, där USA försöker öka sysselsättningen, eurozonen förbättra tillväxten, Japan öka inflationen och Schweiz stabilisera sin valuta.

GIGANTISKA VÄRDEPAPPERSKÖP

Centralbankernas balansomslutningar



Omfattningen av dessa stimulanser kan exemplifieras med att Federal Reserve (Fed) och Bank of Japan (BoJ) tillsammans trycker nya pengar om cirka 1 000 miljarder kronor i månaden genom värdepappersköp.

STIMULANSERNAS EFFEKTER

Dessa okonventionella stimulanser har fått effekt. De har bland annat sänkt diskonteringsräntan, minskat utbudet av statsobligationer, gjort marknaderna mindre volatila och orsakat stora rörelser på valutamarknaden. Feds egna beräkningar visar att dess stimulanser pressat ned de långa obligationsräntorna i USA med 1–2 procentenheter, vilket ger en enorm effekt. Betänk ett teoretiskt resonemang där du sänker diskonteringsräntan för olika tillgångars långsiktiga kassaflöden med 2 procentenheter vid en nuvärdesberäkning. Det teoretiska nuvärdet för långsiktiga tillgångar såsom aktier, fastigheter och långa obligationer med en duration på 10 år eller mer blir då drygt 20 procent högre!

En annan konsekvens är att Feds och BoJ:s köp minskat det tillgängliga utbudet av långa statsobligationer. Tillsammans absorberar de båda centralbankerna så stora mängder statsobligationer att det motsvarar båda

ländernas årliga upplåningsbehov, vilket i dagsläget är historiskt stort. Det i sin tur tvingar exempelvis pensionsfonder och försäkringsbolag, som behöver matcha sin duration avseende tillgångar och åtaganden, att söka andra tillgångar med lång duration såsom obligationer, aktier och fastighetsrelaterade tillgångar.

Stimulanserna har också bidragit till en signifikant reduktion av volatiliteten inom de flesta tillgångsslag. Denna historiskt låga volatilitet skapar i sin tur bra tillfällen för investerare att köpa såväl billigt portföljskydd som upsidepotential genom optionsstrategier och strukturerande produkter. Detta beskriver vi mer ingående i rapportens temaavsnitt om den rådande lågvolatilitetsmarknaden – se sidan 30.

Även valutamarknaden är påverkad av stimulanserna. Före Fed-chefen Alan Greenspan menar att stimulanser i form av kvantitativa lättnader (QE), det vill säga värdepappersköp, främst fungerat genom att de försvagat dollarn. Detsamma gäller i Japan, där den japanska yenen försvagats betydligt sedan BoJ startade sina omfattande stimulanser. Försvagningen av dessa två världsvalutor har i sin tur pressat upp värdet på en rad andra valutor, vilket lett till räntesänkningar i dessa länder. Exempelvis har Sydkorea, som konkurrerar med Japan på exportmarknaderna, nyligen sänkt sin ränta.

RESA IN I DET OKÄNDA

Den extremt aggressiva expansionen av centralbankernas balansräkningar har beskrivits som en resa in i det okända. Kvantitativa lättnader användes av Fed på 1930-talet och av BoJ det senaste decenniet, men dagens omfattning är så mycket större. Dessutom sker det samtidigt i flera länder. Risker är att denna omfattning kommer att vara starkt inflationsdrivande framöver. Troligtvis vet ingen centralbank hur den ska lyckas avsluta dessa stimulanser utan att få stora effekter på de finansiella marknaderna. Dessa så kallade *exit*-risker kommer således att vara viktiga att följa framöver, men som vi skriver nedan bör de ännu ligga minst några kvartal bort.

På de globala finansmarknaderna har man hittills under 2013 kunnat se spår av stimulansernas effekter överallt. Aktiemarknaderna i USA och Japan har varit bland de starkaste i världen och de utvecklade ländernas börser har utvecklats bättre än tillväxtmarknadernas, eftersom stimulanserna enbart varit ett fenomen hos de förstnämnda. Samtidigt har obligationslika aktier, såsom hälsovårds- och konsumtionsaktier, utvecklats betydligt bättre än aktier med mindre stabila kassaflöden såsom en del cykliska aktier. Stimulanserna har även drivit upp värdena på företagskrediter och fastighetsrelaterade tillgångar. Stimulanserna kommer att fortsätta vara ett stöd för risktillgångar.

Troligtvis vet ingen centralbank hur den ska lyckas avsluta dessa stimulanser utan att få stora effekter på de finansiella marknaderna. Dessa så kallade exit-risker kommer således att vara viktiga att följa framöver, men bör ännu ligga minst några kvartal bort.

Även om man kan debattera huruvida aktievärderingen ur ett absolutperspektiv är hög eller låg är det svårt att hävda att aktier inte är attraktiva relativt traditionella ränteplaceringar.

På den negativa sidan finns konjunktursignaler som inte är entydigt starka och företagsvinster som revideras ned. Den europeiska aktiviteten imponerar inte och Kinas tillväxt ser ut att stabiliseras på en lägre nivå. I USA har dock stimulanserna börjat få effekt och vi ser en återhämtning i ekonomin drivet av att bostadssektorn och hushållen mår allt bättre. Dock riskerar USA:s budgetåstramningar att få en tydligt dämpande effekt under det andra och tredje kvartalet. Detta blir viktigt att följa.

Amerikanska vinstmarginaler är fortsatt nära sina historiska toppnivåer med stöd från svag löneutveckling, men försäljningstillväxten är svag. Divergensen mellan företagsvinsternas utveckling och den starka kursutvecklingen på världens börser visar på tydlig multipelexpansion. Denna kan förklara nästan hela uppgången på cirka 35 procent i globala aktier från oktober 2011. För en fortsatt börsuppgång måste vinstestimaten stabiliseras och vända upp. Således blir nästa rapportperiod viktig att följa.

Det är tydligt att de finansiella marknaderna är känsliga för minsta indikation på en minskning av de amerikanska stimulanserna. En betydande korrektion skulle kunna inträffa ifall minskningen inträffar tidigare än förväntat. Det kommer att bli en nyckelfråga för marknaderna under 2013 och 2014. Det idealiska för aktiemarknaden vore om Fed drog ned på värdepappersköpen i takt med att ekonomin stärktes och att förbättrade vinstutsikter för företagen kunde motverka högre räntor och lägre

likviditetsstöd. Många av de idéer som vi diskuterar i vårt avsnitt om volatilitet i denna rapport passar väl i den rådande positiva aktiemarknadstrenden. Just nu är det gynnsamt att köpa portföljskydd för att volatiliteten är låg, men det kan komma att förändras när vi får en förändring av Feds stimulanstakt.

Även om man kan debattera huruvida aktievärderingen ur ett absolutperspektiv är hög eller låg är det svårt att hävda att aktier inte är attraktiva relativt traditionella ränteplaceringar. Estimat av den rådande riskpremien för aktier ligger kring 5–6 procent i USA och 6–7 procent globalt, vilket är väsentligt över de historiska nivåerna kring 3–4 procent.

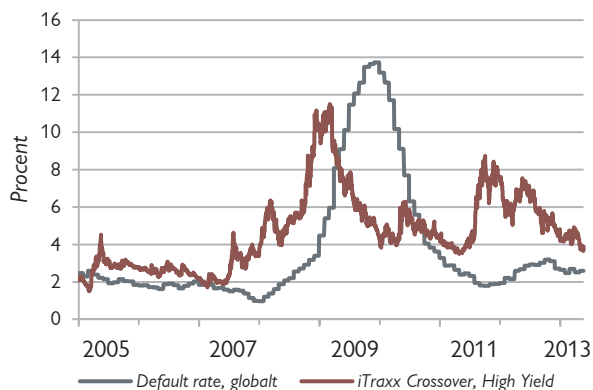
I USA har ett flertal företag utnyttjat den stora skillnaden i relativvärdering och utfärdat skuldåtaganden för att finansiera förvärv, aktieåterköp och höjda utdelningar. Detta är en tydlig signal om att lågräntemiljön ökat riskaptiten. Hittills i år har vi sett tre storaffärer på över 20 miljarder dollar som finansierats på detta sätt. Det handlar bland annat om Warren Buffetts Berkshire Hathaways köp av Heinz och Apple som ökade sin skuld om 17 miljarder dollar för att dela ut mer kapital till sina aktieägare. Vi har ännu inte sett en liknande trend i Europa, men det blir intressant att följa utvecklingen.

I spåren av stimulanserna har även intresset för tillgångsslaget företagskrediter ökat, inte minst som ett alternativ till traditionella ränteplaceringar, men med

högre risk. Intresset ökar även därför att antalet konkurser är på fortsatt låga nivåer, cirka 3 procent i USA mot det historiska spannet på 1–11 procent under de senaste 15 åren. I dag är utrymmet för fel dock litet, speciellt efter den omfattande reduktion av likviditet på andrahandsmarknaden för företagskrediter som inträffat efter att bankerna drabbats av nya kapitalkrav. Det medför att värderingen av tillgångsklassen ser ansträngd ut och då speciellt för företagskrediter i de högre riskklasserna (*high yield*). Därför kan det vara klokt med en högre grad av försiktighet inom tillgångslaget.

LÅG KONKURSNIVÅ

Konkursfrekvens och *high yield*-kreditspread



Sammanfattningsvis kan det rådande marknadsklimatet beskrivas i två vågskålar. I den ena skålen har vi fortsatt omfattande stimulanser och potential för att den globala tillväxten åter ska nå 4 procent 2014. Det balanseras av att risktillgångar hittills gått väldigt starkt och att vinstrevideringstrenden är negativ. Det känns dock som om vi befinner oss i ett gynnsamt klimat för aktier, där tillväxten

inte är tillräckligt stark för att hota centralbankernas stimulanser, men inte heller så svag att den hotar företagens vinstutveckling. Därför har vi fortsatt övervikt mot risktillgångar såsom aktier och krediter i våra portföljer.

PORTFÖLJSTRATEGI

Oavsett marknadsläge är det viktigt att tydliggöra att förmögenhetsförvaltning handlar om en fortlöpande anpassning till marknadssituationen, där riskhantering av portföljen är en mycket viktig aspekt. Det innebär bland annat stresstester, scenarionalyser, derivatstrategier och justeringar av portföljrisk vid större marknadshändelser.

Det är viktigt att kunna möjliggöra en investering i risktillgångar när det exempelvis sker större aktiemarknadskorrekationer som gör aktier billiga. Även det motsatta gäller, det vill säga ta hem vinster efter större kursuppgångar. Alltför ofta har såväl privatkunder som institutioner sålt aktier och andra risktillgångar då nedgången i huvudsak varit avklarad, eftersom deras initiala exponering varit för stor och därmed blivit obekväm.

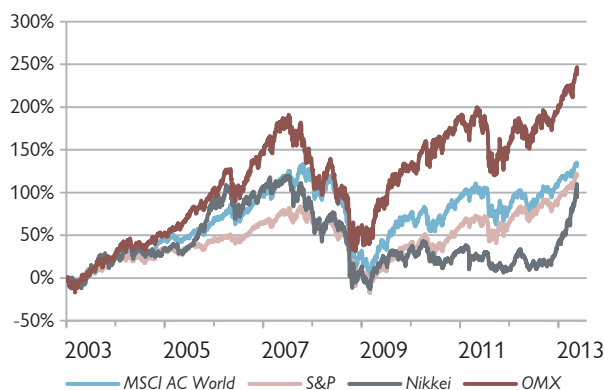
Privatkunder har en unik situation eftersom de har en längre placeringshorisont än de flesta övriga aktörerna på dagens finansmarknader. Många kortsiktiga handlare, hedgefonder och institutionella investerare kräver likvida tillgångar vilket kan resultera i en reducerad avkastning till följd av en så kallad likviditetspremie. Detta behöver privatkunder inte beakta på samma sätt. För privatkunder är det viktigt att ta till vara den mer långsiktiga placeringshorisonten och utnyttja hela utbudet av investeringsmöjligheter såsom exempelvis krediter, fastigheter och *private equity* och utnyttja de diversifieringsmöjligheter som det innebär.

PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR UNDER PERIODEN

Sedan slutet av 2012 när USA:s senaste stimulansprogram, QE3, startade och Japan började diskutera sina stimulanser, har aktier på utvecklade marknader (MSCI World) stigit med drygt 17 procent och 11 procent hittills i år. Det innebär att aktier haft en eller kanske två årsavkastningar på några få kvartal och många index befinner sig på överköpta och ansträngda kursnivåer. Därför skulle det inte vara förvånande med mindre starka kursreaktioner eller korrekationer framöver.

ÖVERKÖPTA KURSNIVÅER

Indexuppgångar



Mot bakgrund av den starka utvecklingen har vi successivt under året tagit hem vinster och minskat risken i de diskretionära portföljerna. Vi är dock fortsatt överviktade mot aktier och krediter, men ligger närmare normala *benchmark*-vikter. Eftersom vi inte anser att den fundamentala bilden i stort förändrats, utan endast ser en risk

i en tidigare lagd reducering av QE3, har vi en fortsatt positiv syn på risktillgångar.

Vi har tagit hem vinst i amerikanska och globala dagligvaror samt globala hälsovårdaktier då dessa sektorer tillhört vinnarna under året.

Vi har även köpt exponering. Vi har ökat vikten i Japan då landet genomför enorma stimulanser för att få fart på ekonomin. Exponeringen är såväl mot aktier som mot stigande obligationsräntor. I linje med vår förra allokerings- och strategirapport, "Friskare Europa", har vi ökat exponeringen mot Europa, genom en bred aktieposition. ECB har stimulerat mer via räntesänkning och öppnat dörren för mer kreativa åtgärder och samtidigt har de politiska tongångarna kring budgetbesparingar mildrats. Därutöver har vi genomfört en förändring inom området tillväxtmarknader. Vi har tagit en exponering mot Indien, där en svag valuta och räntesänkningar kan hjälpa ekonomin. Handelsbalansunderskottet ser ut att kunna minska på grund av lägre olje- och guldpriser. Vi har samtidigt minskat vår exponering mot småbolag i tillväxtländer som till skillnad från de större bolagen haft en mycket stark utveckling under året.

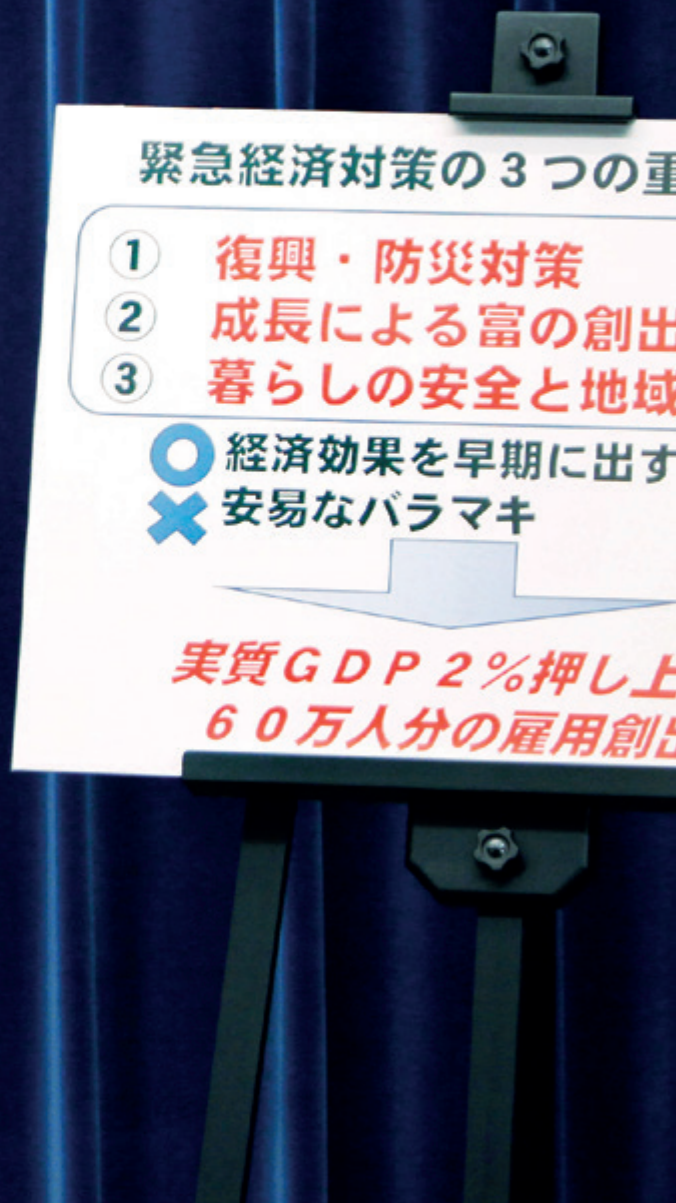
Vi har tagit hem vinst i amerikanska och globala dagligvaror samt globala hälsovårdaktier då dessa sektorer tillhört vinnarna under året.

Japans premiärminister Shinzo Abe
vid en presskonferens om stimulans-
paketet i början av januari.

Foto: H. Yamaguchi/Getty/All Over Press



Satsningarna består
av tre huvuddelar;
penningpolitik, finanspolitik
och strukturella reformer,
vilka ska ske samtidigt.



TEMA **Det nylanserade stimulansprogrammet i Japan är en riktig kraftsamling som har potential att lyfta landet ur sin långa deflationsperiod. Sannolikt kommer man att lyckas – och börsen rusar.**

Spännande skifte i Japan

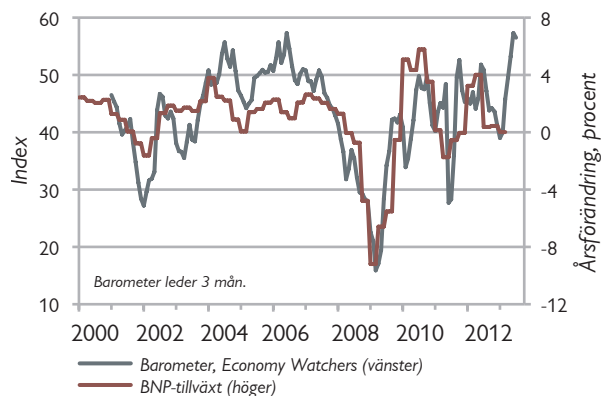
Under inledningen av året lanserade Japan ett omfattande ekonomiskt reformprogram för att lyfta sig ur sin långa deflationsperiod. Vi bedömer att landet kommer att lyckas denna gång och ökar vår regionsexponering från undervikt till en mer neutral position.

Den nya regeringen ledd av premiärminister Abe och den nytilträdde centralbankschefen Kuroda har lanserat ett enormt stimulansprogram som brukar kallas ”Abenomics”. Satsningarna består av tre huvuddelar, penningpolitik, finanspolitik och strukturella reformer, vilka ska ske samtidigt och just denna samverkan ökar utsikterna för framgång. Som ett resultat av dessa planer har börsen skjutit i höjden, yenen försvagats, deflationsförväntningarna försvunnit och obligationsräntorna börjat stiga trots att centralbanken är en stor köpare. Vi bedömer att dessa trender kommer att fortsätta och att Japan kommer att se

en förbättrad tillväxt under de kommande åren, åtminstone över genomsnittet om 1 procent sedan 1995.

LJUSARE FRAMTIDSSYN

Konfidensindikator och BNP-tillväxt



ABENOMICS TRE DELAR

Syftet med premiärminister Abes ekonomiska politik är att stoppa deflationen och skapa 2 procents inflation. Abe vill få fart på tillväxten, minska det stora inhemska sparandet, få företagen att investera mer, förbättra produktiviteten och öka sysselsättningen.

Japans ekonomiska plan vilar på tre pelare:

1. *Penningpolitiken.* Abe har utsett den nye centralbankschefen Kuroda som anses vara en "superduva", det vill säga han är tydligt för stimulanser. Centralbanken är nu helt enig i denna policy och den nya regeringen ger helhjärtat stöd till penningpolitiken. Inflationsmålet har fördubblats till 2 procent – en stor skillnad då Japan haft deflation, fallande priser, sedan slutet av 90-talet. Den monetära basen, det vill säga mängden pengar i ekonomin, ska också fördubblas de närmaste två åren – en helt unikt stor penningpress! Monetära basen kommer uppgå till över 50 procent av BNP, att jämföra med Feds och ECB:s nivåer som i dag är mindre än 20 procent av BNP, men kommer att öka uppemot 30 procent 2015.

Centralbanken kommer främst att köpa statsobligationer, men också aktier och fastighetsfonder. Kontanter och sparande ska vara ogynnsamt att inneha. Denna penningpress syftar till att skapa förväntningar om högre inflation och göra det dyrare att skjuta upp konsumtionen till i morgon. Högre inflation urholkar

valutans köpkraft som därmed faller, och då gynnas exporten (bättre tillväxt) men medför även att importen blir dyrare (högre inflation).

2. *Aggressiva finanspolitiska stimulanser.* Abe lanserade i januari ett stimulanspaket om 20 000 miljarder yen, omkring 4 procent av BNP, varav hälften är ökade utgifter från regeringen och 5 000 miljarder yen är infrastruktursatsningar. För det kommande decenniet finns också en mer långsiktig nationell plan att satsa stort på infrastruktur med fokus på att förhindra katastrofer och återuppbyggnad.
3. *Strukturella reformer.* Det handlar bland annat om att öka företagens investeringar, vilket inte bara påverkar efterfrågan utan även utbudssidan. Deflationen beror inte bara på den låga tillväxten utan även på hur marknaderna fungerar, vilket man måste ta itu med. Reformerna ska också göra statsfinanserna mer hanterbara med en åldrande befolkning.

En officiell plan för reformpolitiken ska presenteras under första halvan av juni. Avsikten är att företagets konkurrenskraft ska förbättras, arbetsmarknaden ska bli mer flexibel, ekonomin ska avregleras och bolags-skatteerna ska sänkas. Avregleringar och en mer flexibel arbetsmarknad kanske ökar intresset för att bygga nya fabriker i Japan. Högre produktivitet innebär att lönerna kan stiga och därmed minska sparandet.

Centralbanken kommer främst att köpa statsobligationer, men också aktier och fastighetsfonder. Kontanter och sparande ska vara ogynnsamt att inneha.

ABES NIO STORVERK?

Premiärminister Shinzo Abe har redan tillsatt en rad olika kommittéer och institutioner, och är personligen engagerad i ett flertal av dessa, för att genomföra förändringar inom nio huvudområden:

1. **Jordbruk** (skalfördelar)
2. **Hälsovård** (äldre befolkning)
3. **Energi** (sviter efter Fukushima)
4. **Sysselsättning** (löner, fler kvinnor i arbete)
5. **Valsystem** (äldre politiker oproportionerlig makt)
6. **Utbildning** (engelska, utlandsstudier)
7. **Skattesystem** (bolagsskatten i Japan är 38 procent medan genomsnittet i OECD är 25 procent)
8. **Regeringsadministration** (IT-effektivisering, personnummer)
9. **Immigration** (kompetens, innovation)

Shinzo Abe.



Foto: Getty Images/All Over Press

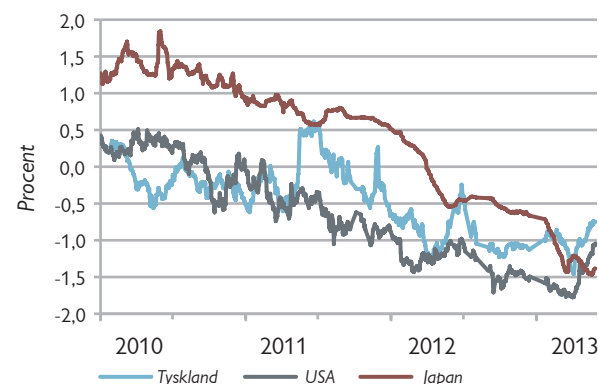
NEGATIVA REALRÄNTOR OCH LÅGT AKTIEINNEHAV

Vi bedömer att det japanska initiativet, inte minst centralbankens Bank of Japans stora stimulanser under de kommande två åren, kommer fortsätta att gynna riskaptiten globalt. Japanerna måste sannolikt söka sig till andra tillgångar, även utländska, då centralbankens agerande markant minskar utbudet av statsobligationer. Både japanska hushåll och institutioner har i dag lågt aktieinnehav.

Japan har nu negativa realräntor – obligationsräntorna har börjat stiga men inflationsförväntningarna har ökat än mer. Detta visar att centralbankens ansträngningar bedöms som trovärdiga av marknaderna. Negativa realräntor bör resultera i högre tillväxt. Det är också intressant att Japan nu har lägre realräntor än både USA och Tyskland.

FALLANDE REALRÄNTOR

Femåriga inflationsskyddade obligationer





Japanske centralbankschefen Haruhiko Kuroda vid Internationella valutafondens och Världsbankens gemensamma vårmöte i april. Tidigare har han varit ordförande för Asian Development Bank. Foto: Andrew Harrer/Getty/All Over Press

ÖKAD JAPANEXPONERING

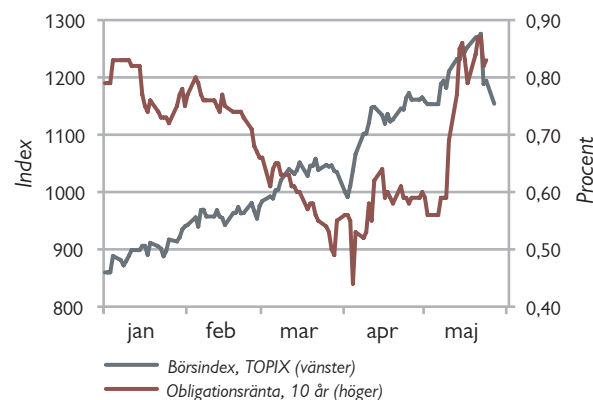
Vi har under flera år haft en avvaktande inställning till den japanska börsen till följd av den låga tillväxttakten och de ihållande deflationsproblemen. Regeringarna har avlöst varandra och de halvhjärtade försök som gjorts för att lösa problemen har i stort sett alltid misslyckats. Denna dystra utveckling har synts tydligt på aktiemarknaden. Den japanska börsens vikt i världsindexet har legat på ensiffriga nivåer under lång tid, vilket kan jämföras med omkring 25 procent i slutet av 90-talet och hela 45 procent i slutet

av 80-talet. Sist men inte minst har vi erfarenheten att en uppgång i japanska aktier ofta ätit upp av en samtidig försvagning av yenen mot svenska kronan.

Men denna gång bedömer vi att viljan och omfattningen är så stark att landet har goda förutsättningar att lyckas få fart på ekonomin, bli av med deflationen och det höga inhemska sparandet. Vi har redan sett hoppgivande signaler i form av överraskande stark BNP-statistik under första kvartalet, drivet av export och konsumtion hos hushållen, medan företagens investeringar är fortsatt svaga. Med de bättre tillväxtutsikterna har vi ökat vår aktieexponering mot Japan och har nu en mer neutral position i portföljerna. Vi har även tagit en kort position mot japanska statspapper, vilken gynnas av att inflationsförväntningarna stiger. Det är dock få perioder då yenen varit svagare än den är nu relativt svenska kronan, varför vi tagit dessa positioner utan valutasäkring, det vill säga vi tror avkastningen bör bli större än valutarörelsen.

KRAFTIG BÖRSUPPGÅNG

Börsindex och långräntor



REFORMSIGNALER VIKTIGA

Skälet till att vi inte tar en ännu större exponering mot Japan är att börsen redan stigit med mer än 65 procent i yen sedan november och över 45 procent sedan Abe tillträdde. Vi är snart i ett skede då optimismen stadigt måste bekräftas av bättre konjunktursignaler. Abe måste också visa konkreta bevis på att reformer genomförs, annars får de andra stimulansåtgärderna inte full effekt.

Det kommande reformprogrammet ska presenteras före G8-mötet i England den 17 juni. Nya LDP-regeringen är populär och kan i valet den 11 juli få majoritet i överhuset. Med kontroll över båda kamrarna i parlamentet, Dieten, blir det betydligt lättare att driva igenom reformer, särskilt när det är hela 3 år till nästa val.

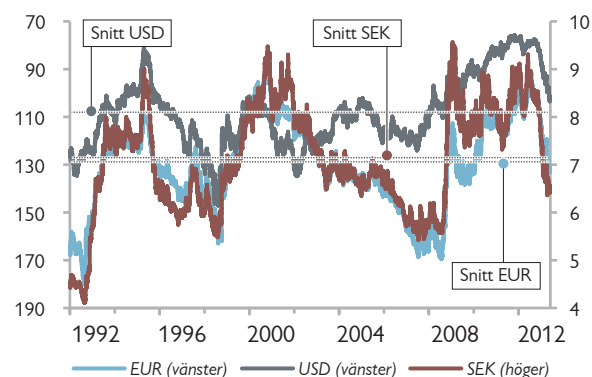
BÖRSEN UPP OCH YENEN NER

Vi bedömer att japanska börsen har potential att fortsätta stiga, om än i betydligt måttligare takt. Samtidigt bör yenen fortsätta att försvagas. Yenen har handlats kring 110 mot dollarn sedan 1992, så fallet ned till 100 från de senaste årens höga nivåer kan ses som en normalisering. Större delen av tiden har yenen varit svagare än 110 mot dollarn. Vi bedömer att Japan behöver en svagare yen

under lång tid för att få fart på ekonomin och få upp inflationen. Än så länge är det inte många kritiska röster som höjts mot yenens fall. I Europa har reaktionerna varit lugna och IMF har gett sitt stöd till ”Abenomics”.

SVAGARE YEN BEHÖVS

Valutakurser



Visst finns det en smärtgräns där exempelvis Europa kommer anse att konkurrensen på exportmarknaderna blir för ojämn. Dock är motåtgärderna få, antingen lätta mer på sin egen penningpolitik eller sänka produktionskostnaderna.

Premiärminister Shinzo Abe, som tillträdde i december 2012, tillkännager *budgetstimulanser* om 4 procent av BNP, varav 1–2 procent mot infrastruktur.

Bank of Japans nye chef Haruhiko Kuroda och en enig centralbank avser att *fördubbla den monetära basen på 2 år*, och att *fördubbla inflationen till 2 procent*.

Abe ska offentliggöra en reformplan för strukturella förändringar i nio nyckelområden före 17 juni 2013.

Val till överhuset 11 juli 2013.

JANUARI

FEBRUARI

MARS

APRIL

MAJ

JUNI

LÅGVOLATILITET. **I spåren av centralbankernas omfattande stimulanser har volatiliteten fallit till historiskt låga nivåer. Det har gjort klimatet gynnsamt för att köpa optioner. Passa på att billigt och effektivt skydda din portfölj eller säkra exponering på uppsidan.**

Optionsstrategierna som lyfter portföljen

Aggressiva centralbanksstimulanser har reducerat en rad ekonomiska och finansiella risker under de senaste åren. Som ett resultat av detta har volatiliteten, prISRörligheten, inom en mängd tillgångspriser fallit kraftigt sedan finans-krisen startade 2008 och är nu nere på de lägsta nivåerna på över ett decennium. Exempelvis är den 1-åriga histo-riska volatiliteten på S&P500 under 13 procent, vilket kan jämföras med 10-årslägst kring 10 procent år 2006 och 46 procent som högst under 2009. För svenska OMX30 är samma volatilitet i dagsläget 16 procent, jämfört med 11–44 procent historiskt.

På aktiemarknaden prissätts vanliga köp- och sälj-optioner för aktier eller index främst utifrån förväntad volatilitet. Ju högre volatilitet desto dyrare optioner och vice versa. Dessa förväntningar bygger i stor utsträckning

på ovan beskrivna historiska volatilitet. Dagens ”implicita” volatilitet, beräknad utifrån 1-åriga optioner på OMX, är 16 procent, att jämföra med den historiska volatiliteten de senaste tio åren om 12–55 procent.

Att köpa en köp- eller säljoption innebär att du i dag betalar en optionspremie för rätten att köpa eller sälja den underliggande aktien eller aktieindexet vid en fram-tida tidpunkt till ett fastställt pris. Säljoptioner kan ses som ett nedsideskydd, det vill säga en försäkring.

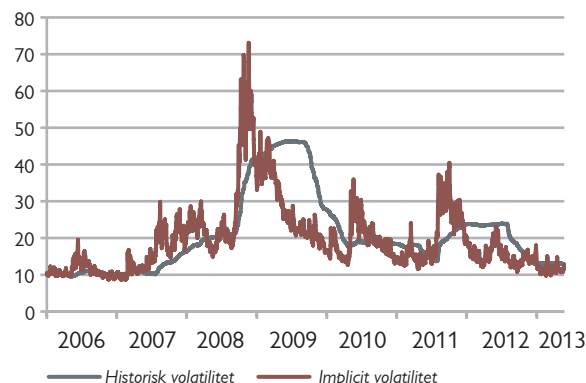
En investerare har tre enkla strategier när det gäller att köpa optioner: köpa säljoptioner för skydd på ned-sidan, eller köpa köpoptioner för exponering på uppsidan eller göra en ersättningsstrategi med köpoptioner som begränsar nedsidan men samtidigt behåller potentialen på uppsidan. Här följer några exempel:

- *Köpa skydd – köpa sälloption:* En investerare som äger Ericssonaktier köper exempelvis en 1-årig sälloption till lösenpris 5 procent under värdet i Ericssonaktien och har därmed rätten att sälja Ericsson om förlusten överstiger 5 procent under den 1-åriga perioden.
- *Position för uppgång – köpa köpoption:* En investerare som inte äger Ericssons aktie men som tror på en stigande aktiekurs det kommande året, kan köpa en köpoption som ger rätt att köpa Ericssons aktie till ett givet pris det kommande året. Om Ericssonaktien stiger mer än det givna priset samt det pris investeraren betalade för köpoptionen medför det en vinst i positionen.
- *Låsa in vinst:* Slutligen kan en investerare som äger aktier i Ericsson, men tycker att aktien redan haft en stark utveckling och vill låsa in en vinst, sälja aktierna och ersätta dem med köpoptioner på samma antal aktier. Denna ”ersättningsstrategi” ger en betydligt lägre risk vid en större marknadskorrektion eller rekyl i Ericsson-aktien, men man behåller samtidigt potentialen på uppsidan om aktiekursen fortsätter att utvecklas positivt.

För var och en av ovanstående optionsstrategier finns det naturligtvis en mängd olika valmöjligheter avseende optionernas villkor och priser. Vanliga aktie- och aktieindexoptioner handlas på större börser såsom i New York och Stockholm. De kan köpas som optionskontrakt eller i form av warrant, certifikat eller strukturerade produkter där de kan skräddarsys för att lättare passa privatkunder. Samtliga dessa ”långa” optionsstrategier innebär alltid att köparen betalar en premie för att erhålla köp- eller sälloptionen.

HISTORISKT LÅG VOLATILITET

S&P500



En options premie styrs bland annat av volatiliteten och kan i slutändan vara billig eller dyr beroende på den underliggande aktiens kursutveckling under optionens löptid. Eftersom investeraren alltid har rätten att sälja eller köpa den underliggande tillgången, är det sämsta som kan hända en förlust av optionspremien. Om investeraren däremot väljer att sälja optioner, det vill säga utfärda köp- eller sälloptioner, kan förlusten bli betydande. När premien är hög kan det vara lockande, men då är också volatiliteten, det vill säga risken, hög.

En strategi där man utfärdar optioner kan vara intressant för investerare som vill köpa en aktie under rådande marknadskurs. Istället för att helt enkelt vänta in att aktien ska falla, vilket kanske aldrig sker, kan investeraren utfärda sälloptioner och därmed få ”betalt” för att vänta tills aktien faller ned mot lösenpriset. Faller kursen aldrig ned till lösenpriset har investeraren åtminstone fått något betalt för att vänta, det vill säga erhållit en premie. Om aktien

faller och når lösenpriset och investeraren köper aktien, finns det naturligtvis en total kursrisk i aktien därefter.

För investerare som känner att de missat en kursuppgång och vill ha aktieexponering kan denna strategi kombineras med att köpa en köpoption för att minska kostnaden, eller till och med bli helt kostnadsneutralt, men få potentialen på uppsidan. Investeraren har skyldigheten att köpa aktien om rekylen medför att kursen faller under lösenpriset (det vill säga förlust), men även rätten att köpa aktien om kursuppgången fortsätter (det vill säga vinst).

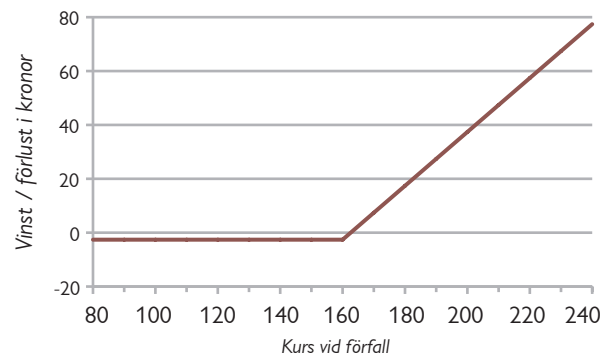
Låt oss nu se på några verkliga alternativ på ovanstående som är tillgängliga hos Carnegie.



Verkstadsbolaget ABB är en av Carnegie Analys aktiefavoriter.
Foto: ABB

EXEMPEL 1

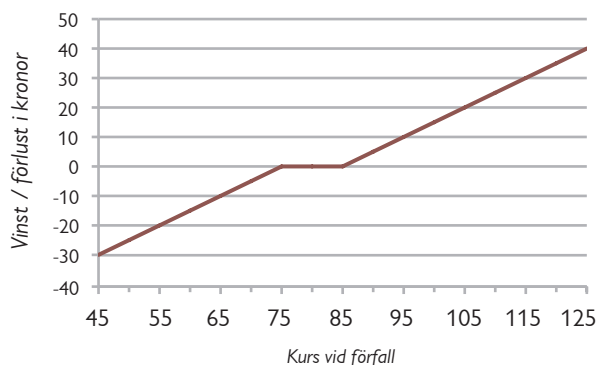
ABB: Köpoption I160



Exempel 1: Köpa köpoption. På Carnegie Analys Moverlista återfinns analysavdelningens främsta aktiefavoriter i Norden. ABB är en Mover-aktie och Carnegie Analys har en riktkurs på 175 kronor för aktien på 6–9 månaders sikt och aktien handlas i skrivande stund till 148 kronor. En köpoption med lösen i september och med lösenpris 160 kronor kostar 2,60 kronor. Om ABB:s aktiekurs rör sig mot 175 kronor från och med nu till september och överstiger 162,60 kronor börjar investeraren göra en vinst på positionen. Denna vinst är obegränsad i värde, i och med att den underliggande aktien kan röra sig obegränsat på uppsidan, men begränsad av optionens löptid.

EXEMPEL 2

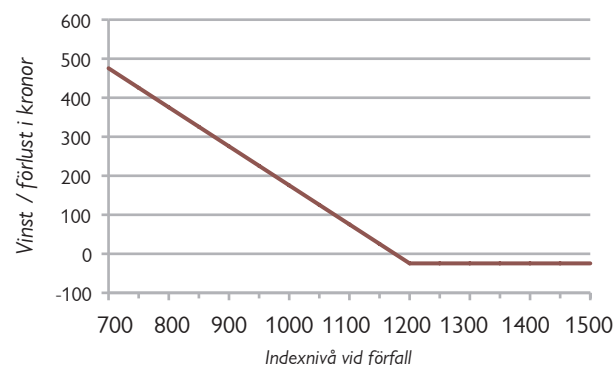
Ericsson: Köpoption l85, säljoption U75



Exempel 2: Utfärda säljoption samt köpa köpoption. Carnegie Analys har en riktkurs för Ericsson på 90 kronor. Ericsson handlas i skrivande stund till 79,70 kronor. Om en investerare är intresserad av att köpa Ericssonaktien på en rekyl på 5–6 procent kan investeraren utfärda en säljoption med lösenpris 75 kronor i september och erhålla en premie om 2,55 kronor. Den premien kan i sin tur användas för att köpa en köpoption med lösenpris 85 kronor i september, vilket ger investeraren en chans att tjäna 5 kronor i ett scenario där aktiekursen fortsätter upp till Carnegies riktkurs under löptiden.

EXEMPEL 3

OMX-index: Säljoption U1200

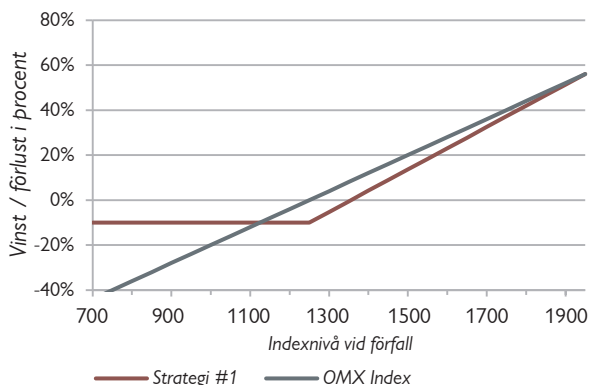


Exempel 3: Köpa säljoption. Anta en investerare som äger en portfölj med svenska aktier, vilka haft en god kursutveckling, och nu oroar sig för en börsreky. Investeraren kan köpa en säljoption på OMX-index, vilket torde motsvara portföljen väl eftersom indexet i hög grad fluktuerar upp och ned i linje med många diversifierade svenska aktieportföljer. I skrivande stund handlas OMX på indexnivån 1 249 och en säljoption med lösenpris 1 200 och löptid september kostar 22,25 kronor. Ifall OMX-index faller ned under 1 178 under löptiden kommer investeraren att göra en vinst på sin ”försäkring”, vilket kan motverka kursförlusten i aktieportföljen. Fortsätter istället börsen upp förlorar investeraren 22,25 kronor men tjänar på kursuppgången i portföljen.

Istället för att helt enkelt vänta in att aktien ska falla, vilket kanske aldrig sker, kan investeraren utfärda säljoptioner och därmed få ”betalt” för att vänta tills aktien faller ned mot lösenpriset.

EXEMPEL 4

Strukturerad produkt

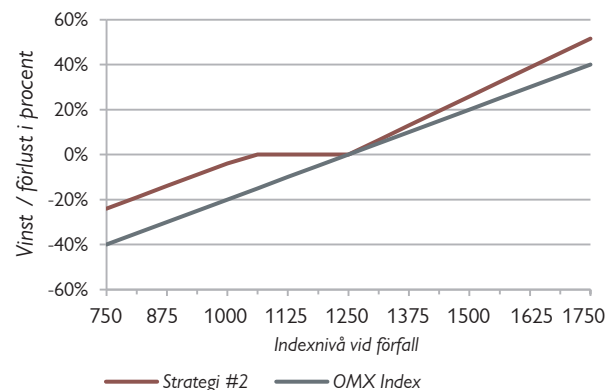


Exempel 4: Begränsa nedsidan med hävstång uppåt. Anta istället en investerare som vill ha en långsiktig exponering mot OMX. En femårig strukturerad produkt, som innefattar optioner, från en utgivare med högt kreditbetyg kan köpas till par (100 kronor) med en maximal nedsida till 90 kronor under hela den återstående löptiden, samtidigt som den har en obegränsad uppsida och ger 118 procent av kursuppgången. Det innebär att om OMX stiger med 30 procent under perioden kommer investeraren att erhålla drygt 25,40 kronor.

Optioner och strukturerade produkter som innehåller optioner har attraktiva risk/avkastningsprofiler för investerare som vill skydda sina portföljer alternativt ta del av en förväntad uppsida.

EXEMPEL 5

Strukturerad produkt



Exempel 5: Visst skydd på nedsidan med hävstång uppåt. Anta istället en investerare som vill ha en exponering mot OMX, men anser att börserna gått för mycket och för snabbt vid kursnivån 1 225 och hoppas på en rekyl ned mot förra höstens nivåer kring 1 030 för att ta en position där. En femårig strukturerad produkt (med samma kreditkvalitet som i exempel 4) kan innefatta samma avkastningsprofil som en förpliktelse för investeraren att köpa OMX vid 1 030, om den handlas på den nivån när som helst under löptiden och kompenseras med 129 procent av kursuppgången.

Det finns många varianter på ovan presenterade optionsstrategier, där du som kund tillsammans med din rådgivare kan ändra underliggande värdepapper, lösenpriser och löptider så att de passar din portfölj och dina preferenser. Volatiliteten på aktiemarknaden, vilken används för prissättning av långa optionsstrategier, är för tillfället på mycket låga nivåer. Det medför att optioner

och strukturerade produkter som innehåller optioner har attraktiva risk/avkastningsprofiler för investerare som vill skydda sina portföljer alternativt ta del av en förväntad uppsida.

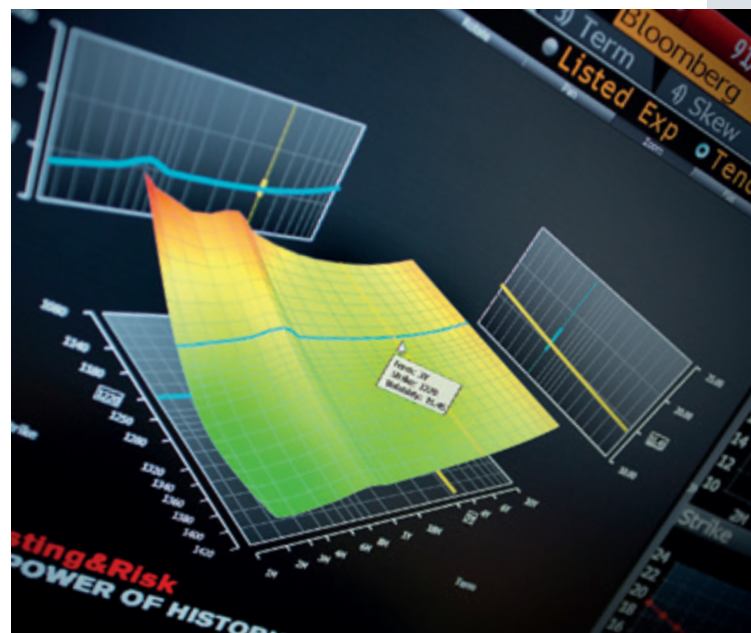
Volatiliteten kan dock snabbt skjuta i höjden, exempelvis om Fed börjar kommunicera ett tillbakadragande av stimulanserna tidigare än vad marknaden förväntar sig. Därför anser vi att det i nuläget är ett bra tillfälle att använda sig av optionsstrategier.

■ För viktig information gällande derivat och strukturerade produkter, se disclaimer på sidorna 53–54.

TERMINOLOGI

En *option* är ett avtal mellan en optionsutställare och en optionsinnehavare som ger innehavaren rätten, men inte skyldigheten, att i framtiden köpa eller sälja en underliggande tillgång till ett på förhand bestämt pris.

Volatilitet är ett begrepp för prISRÖRLIGHETEN hos aktier och andra finansiella tillgångar. Enkelt uttryckt beskriver volatilitet hur mycket priset på en finansiell tillgång svänger eller varierar. Ju mer tillgångens värde rör sig desto högre volatilitet har tillgången.



OMX-indexets volatilitetsyta i informationssystemet Bloomberg.

Globala aktier

REKOMMENDATIONER. **Trots hög riskaptit är det inte börserna på tillväxtmarknaderna som gått bäst hittills i år, utan USA och Japan. Vi viktat upp Japan och väljer att favorisera Indien i vår tillväxtmarknadsportfölj.**

Riskaptiten har varit fortsatt stark under våren. Av de större marknaderna är det Japan som stigit mest i år följt av USA. Japan är upp nästan 40 procent, men bara drygt hälften i kronor. Världsindex har gett ungefär samma avkastning som svenska aktier under året. I motsats till det vanliga mönstret där tillväxtmarknader går bra när riskaptiten är hög så har faktiskt tillväxtmarknadernas börser gått svagast – Brasilien och Ryssland har släpat efter mest. Europa har gått bättre än Kina och Indien. Norden, med Sverige i spetsen, har gått bättre än Europa.

Faktum är att vinnarbörserna i år är de två utvecklade ekonomier där centralbankerna stimulerar ekonomin mest – USA och Japan. Den senaste tiden har dock börserna i Indien och Kina börjat utvecklas bättre, även i svenska kronor.

Cykliska sektorer har börjat gå starkare än defensiva sektorer den senaste tiden i såväl USA och Europa som i Sverige och globalt.

Börsuppgången har varit speciell, för trots stark riskaptit har det varit defensiva aktier som drivit börserna uppåt. De bästa sektorerna i år är konsumtionsbolag och hälsovårdsbolag. Kanske ses defensiva aktier, med stabila balansräkningar, höga utdelningar och stabila vinster över en konjunkturcykel, som ett substitut för statsobligationer då utbudet minskat kraftigt när centralbanker dammsugit marknaden i sin iver att stimulera.

Även bankaktier har gått bra globalt. Sämst har råvaru- och energibolag gått. Cykliska sektorer har dock börjat gå starkare än defensiva sektorer den senaste tiden i såväl USA och Europa som i Sverige och globalt, vilket kan vara ett tecken på minskad konjunkturoro.

REGIONSVIKT AKTIER

Rekommenderad geografisk tillgångsfördelning

Sverige				4	
USA			3		
Europa			4		
Emerging Markets			3		
Japan			3		

AVKASTNING GLOBALA SEKTORER

MSCI World Indices	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	5 år ¹	10 år ¹	Sedan förra rapporten ²
Consumer Discretionary	-41,7%	39,6%	24,6%	-4,7%	22,9%	22,2%	52,0%	159,5%	15,6%
Consumer Staples	-23,3%	21,7%	12,7%	8,6%	12,7%	17,5%	54,8%	199,7%	12,2%
Energy	-38,1%	26,2%	11,9%	0,2%	0,5%	10,9%	-13,8%	200,8%	3,9%
Financials	-54,0%	31,1%	4,6%	-18,5%	28,7%	17,7%	-16,0%	49,8%	11,9%
Health Care	-21,5%	18,9%	2,4%	9,5%	16,7%	21,7%	59,8%	124,4%	14,6%
Industrials	-43,1%	26,7%	23,3%	-8,2%	15,1%	15,7%	8,5%	162,9%	10,1%
IT	-43,9%	52,4%	10,5%	-2,5%	11,4%	13,4%	22,1%	112,2%	7,8%
Materials	-50,1%	61,5%	21,3%	-19,8%	10,5%	-2,3%	-25,8%	193,1%	-5,0%
Telecom Services	-33,0%	13,7%	10,2%	0,8%	6,0%	16,2%	15,3%	111,9%	13,8%
Utilities	-29,4%	6,2%	-1,0%	-3,3%	1,2%	14,1%	-14,9%	130,2%	12,0%
World Index	-42,2%	34,6%	12,7%	-7,3%	15,2%	13,6%	7,8%	133,7%	8,5%

AVKASTNING REGIONER

Geografiska marknader	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	5 år ¹	10 år ¹	Sedan förra rapporten ²
North America	-38,2%	28,4%	15,3%	-0,1%	12,9%	17,8%	23,7%	114,9%	10,6%
EM Latin America	-51,4%	103,8%	14,7%	-19,4%	8,7%	-1,0%	-17,2%	564,6%	-4,7%
Europe	-46,4%	35,8%	3,9%	-11,1%	19,1%	9,6%	-10,0%	130,4%	5,5%
EM Europe	-68,1%	85,4%	16,7%	-23,7%	24,7%	-1,0%	-35,4%	232,4%	-5,5%
Pacific	-36,4%	24,2%	15,9%	-13,7%	14,9%	18,7%	6,3%	161,5%	16,6%
EM Asia	-53,0%	73,6%	19,0%	-17,4%	20,7%	2,3%	7,9%	314,7%	0,2%

¹ Avstämningsdatum: 2013-05-20. ² 2013-01-23

AMERIKANSKA AKTIER

Neutral, 3

Amerikanska aktier har utvecklats starkt, faktiskt starkare än vad vi prognostiserat. Det blev aldrig något budget-bråk som spred oro på marknaderna och konjunktur-signalerna har varit hyggliga. Men det är en balansgång – med för starka konjunktursignaler skapas en oro i marknaden för att Fed ska minska sina stimulanser.

Vi behåller vår neutrala exponering mot USA. Börsen har slagit nya rekordnivåer trots vinstnedervideringar och

ljumma industrisignaler. Dessutom kommer USA att vara det land som först minskar stimulanserna eftersom ekonomi går så pass bra – hur länge ska Fed köpa bostadsobligationer när sektorn nu är en tillväxtmotor? Signaler om lägre stimulanser tror vi initialt skulle påverka den amerikanska aktiemarknaden negativt. Fed har signalerat att takten i stimulanserna kan börja minskas någon gång under hösten. Stimulanserna fortsätter således under året, om än i långsammare takt.

EUROPEISKA AKTIER

Övervikt, 4

Vi gav rådet att övervikta Europa i vår förra rapport ”Friskare Europa” eftersom vi bedömde att pessimismen var för utbredd och vi såg en rad potentiella positiva överraskningar. Vi menade att det var en risk värd att ta för att få den avkastningspotential europeiska aktier hade, trots att regionen är långt ifrån frisk. Europeiska aktier har nu också vänt upp. Europa har visserligen avkastat något sämre än världsindex i år, men har utvecklats i linje med världsindex den senaste månaden.

Nu när Italien har fått en ny regering och ECB har sänkt räntan igen och förlängt likviditetsstödet, har vi ökat vår exponering mot Europa. Europa befinner sig fortfarande i recession och tyska IFO-barometern har dämpats något. Det finns alltså få konkreta signaler som kan motivera optimism. Vi anser dock att ECB kan komma med mer stimulanser av okonventionell karaktär, vilket stöds av uttalanden från centralbankschefen Mario Draghi.

Vi anser att Europa är fortsatt intressant därför att förväntningarna är dysstra trots att ledande indikatorer, både från OECD och nationella konjunkturbarometrar, snarast pekar på en stabilisering. Dessutom är ECB redo att göra allt som krävs. Huvudskälet till vår övervikt i europeiska aktier är den låga värderingen.

JAPANSKA AKTIER

Neutral, 3

Vi har under flera år haft en avvaktande inställning till den japanska börsen till följd av den låga tillväxttakten och de ihållande deflationsproblemen. Regeringarna har avlöst varandra och de halvhjärtade försök som gjorts för att lösa problemen har i stort sett alltid misslyckats. Sist men inte minst har vi erfarenheten att en uppgång i japanska aktier ofta ätits upp av en samtidig försvagning av yenen mot svenska kronan.

Men med det nya stimulanspaketet, kallat ”Abenomics”, bedömer vi att viljan är så stark och omfattningen så stor att landet har goda förutsättningar att lyckas få fart på ekonomin, bli av med deflationen och det höga inhemska sparandet. Vi har redan sett hoppningivande signaler i överraskande stark BNP-statistik under första kvartalet, drivet av export och konsumtion hos hushåll, medan företagens investeringar är fortsatt svaga. Med de bättre tillväxtutsikterna har vi ökat vår aktieexponering mot Japan och har nu en mer neutral position i portföljerna.

Med det nya stimulanspaketet, kallat ”Abenomics”, bedömer vi att viljan är så stark och omfattningen så stor att landet har goda förutsättningar att lyckas få fart på ekonomin, bli av med deflationen och det höga inhemska sparandet.

AKTIER PÅ TILLVÄXTMARKNADER *Neutral, 3*

Tillväxtmarknaderna har gått svagt trots att centralbankerna haft en ackommoderande politik, dock inte i samma utsträckning som i de utvecklade länderna. Det har drivit aktieflödena från tillväxtländerna till de utvecklade länderna. Detta syns inte minst i ETF-flödena, där exempelvis utflödena under mars från tillväxtmarknaderna var hela 4,5 miljarder dollar. Sedan har även börserna i Kina, Indien och Ryssland pressats av svagare tillväxtförväntningar.

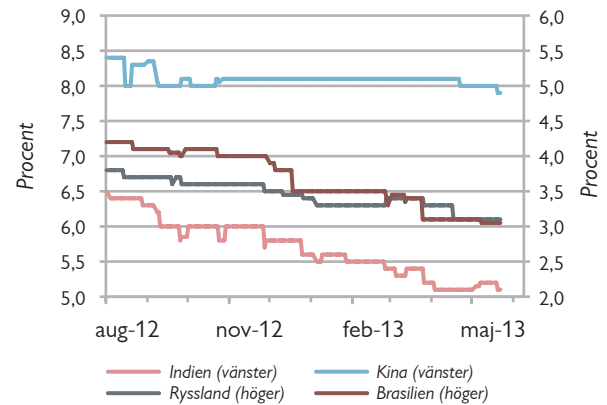
Filippinerna var den marknad som presterade bäst under första kvartalet, drivet av förväntningar om ökad ekonomisk tillväxt. Ratinginstitutet Fitch uppgraderade även landets kreditbetyg till BBB–, vilket innebär att Filippinerna numera är att betrakta som så kallad *investment grade*.

Under första kvartalet hade Kina sin årliga nationella folkkongress. Där kommunicerades bland annat målet om en årlig BNP-tillväxt om 7,5 procent samt att nya regleringar ska se till att hålla de skenande fastighetspriserna i schack, något som oroar marknaden under en tid. Kina tillåter dock en hög kredittillväxt, vilket är positivt för ekonomin och aktier.

Vi väljer att behålla vår neutrala exponering mot tillväxtmarknaderna men inom tillväxtmarknaderna väljer vi att favorisera Indien. Även om tillväxten har minskat i Indien kommer den lägre inflationen och fallet i råvarupriser hjälpa landet på rätt väg. Inflationen har dämpats och skapat förväntningar på fler räntesänkningar. Prisfallen på olja och guld har en positiv effekt på Indiens handelsbalansunderskott då landet är stor importör av

SVAGARE TILLVÄXTFÖRVÄNTNINGAR

BNP-prognoser



dess råvaror. Indiens börs är den som gått bäst bland BRIC-länderna i år.

Vi ser även att viktiga politiska reformer fortsätter såsom minskade bränslesubventioner vilket minskar budgetunderskottet, skattesänkningar i form av minskad kupongskatt på utdelningar från företags- och statsobligationer från 20 till 5 procent, och en större öppenhet för direktinvesteringar. Vi har därför ökat våra investeringar i Indien och samtidigt minskat vår exponering mot småbolag i tillväxtländer som till skillnad från de större bolagen haft en mycket stark utveckling under året.

Svenska aktier

**Pågående investeringstrend i högutdelande aktier kan mycket väl hålla i sig.
Bland våra favoriter finns Telia Sonera, Swedbank och Nordea.**

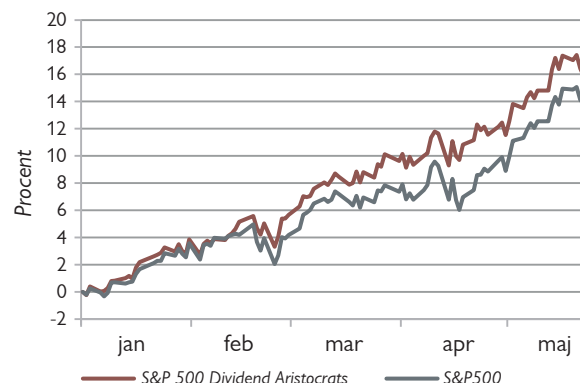
Vi skrev i föregående utgåva av *Allokering och portföljstrategi* att vi befann oss i ett perfekt läge för att äga aktier. När detta skrivs har den svenska börsen stigit med cirka 17 procent sedan årsskiftet. Kortsiktigt har naturligtvis risken för en rekyl ökat i takt med den starka utvecklingen. Vi bedömer dock att den mer långsiktiga trenden är intakt och att det finns mycket som talar för aktier som tillgångsslag framöver.

Vår tro på cykliska bolag som ledare i uppgången skulle dock inte visa sig stämma. I USA är det sektorer som läkemedel, konsumtionsvaror och sällanköpsvaror som är tydliga vinnare i denna uppgångsfas. På den svenska börsen har sektorer som finans och IT/telekom (läs Ericsson) övertygat. Verkstadssektorn har dock inte alls hängt med under denna period. En ganska tydlig trend har varit en strävan efter högutdelande aktier, vilka vi oftast hittar inom defensiva sektorer. I USA ser vi denna investeringstrend ganska tydligt (se graf).

Man kan konstatera att många av de räntekänsliga aktierna, som bank-, bygg- och fastighetsaktier, har gått starkt relativt index.

HÖGAVKASTARE STIGER MER

Högavkastande storföretag mot övriga storföretag



Bland svenska bolag med en stabil tillväxt och goda utdelningsprognoser hittar vi många vinnaraktier på börsen i år. Om man granskar hur de svenska högutdelande bolagen har avkastat relativ index under året så framkommer en något splittrad bild (se tabell på motstående sida). Man kan konstatera att många av de räntekänsliga aktierna, som bank-, bygg- och fastighetsaktier, har gått starkt relativt index. Det finns även en relativt stor grupp högutdelande aktier som av olika skäl gått sämre än index. Det är med andra ord ingen vidare idé att köpa högutdelande bolag rakt av utan att se till andra företagsspecifika faktorer.

Om vi även jämför regioner så står sig Sverige och Europa väl relativt de andra marknaderna. En makromiljö med låg förväntad tillväxt och låga räntor brukar vanligtvis vara optimal för högutdelare. Den investerings-trend som pågår i högutdelande aktier kan mycket väl hålla i sig ett tag till och möjligtvis är det ränteutvecklingen som kommer att avgöra hur länge.

De svenska bolagen rapporterade generellt ganska svagt för det första kvartalet, vilket delvis var väntat. Vi såg både omsättning och marginaler under press i ett flertal bolags-rapporter. Glädjande var dock att order-ingången för bolag som Volvo och Scania visade styrka och gav hopp om bättre försäljningssiffror under nästa kvartal. I samband med rapporterna reviderade analytikerna ned sina vinstprognoser ytterligare. Sedan maj 2012 har vinstestimatet fallit med cirka 17 procent för 2013 och cirka 7 procent för 2014. Analytikerna förväntar sig en vinst-tillväxt på cirka 6 procent för innevarande år och 17 procent för nästa år.

Kommer marknaden att vara lika för-låtande vid nästa rapporttillfälle om bolagen åter skulle komma in under förväntning-arna? Om makrostatistiken dessutom skulle uppvisa svaghet är risken stor att investerare börjar tvivla, med vikande aktiekurser som resultat.

HÖGUTDELANDE AKTIER

Namn	Utdelning, %		Vinst-tillväxt 2014	Just. P/E-tal 2014	Avkastning	
	2012 ¹	2013e ²			inkl. utdeln.	jf. index
Nolato	5,2	5,2	-9,9	12,1	52,8	+38,0
Nordea	3,5	5,1	9,9	10,2	35,4	+20,5
Swedbank	5,8	6	21,2	12,0	33,9	+19,0
JM	4,6	4,9	9,3	9,2	30,9	+16,1
SEB	3,8	4,8	9,3	11,0	30,4	+15,5
Bygghem	5,6	5,6	13,8	10,8	29,5	+14,7
Beijer Alma	5,0	5	14,0	14,4	23,9	+9,1
NCC	6,3	6,3	0,0	11,6	22,4	+7,6
Klövern	4,9	5,2	-18,9	10,1	21,3	+6,4
Avanza	4,5	6,1	28,3	12,3	18,0	+3,1
Astra Zeneca	5,4	5,4	6,5	10,6	17,5	+2,7
Sectra	5,0	5,4	12,7	20,0	17,2	+2,3
Skanska	5,0	5,4	13,4	12,7	16,9	+2,0
Peab	4,5	7	9,5	7,5	14,3	-0,5
Securitas	4,8	4,9	4,3	10,5	12,9	-2,0
Stora Enso	5,3	5,3	257,1	9,9	12,5	-2,4
Oriflame	6,3	6,3	4,6	12,7	10,8	-4,1
Telia Sonera	6,1	10,3	9,5	11,3	9,2	-5,7
HiQ	6,6	6,6	23,0	12,6	5,5	-9,4
Sweco	4,4	4,6	15,9	12,1	4,3	-10,5
Finnveden Bulten	7,2	7,2	45,2	7,0	1,5	-13,4
Holmen	4,9	4,9	62,9	17,4	0,1	-14,7
Tele2	42,3	6	-3,8	18,0	-1,3	-16,1
Björn Borg	9,7	9,7	-0,9	14,0	-4,4	-19,3
Betsson	5,8	6,4	19,6	9,7	-12,2	-27,1
Sverige	3,9	4,3			14,8	
<i>Europa</i>	<i>4,1</i>	<i>4,4</i>			<i>0,1</i>	
<i>USA</i>	<i>2,5</i>	<i>2,6</i>			<i>18,1</i>	
<i>Asien utom Japan</i>	<i>2,6</i>	<i>2,9</i>			<i>0,0</i>	

¹ Utbetalad 2013 avseende räkenskapsår 2012. ² Utbetalas 2014 avseende räkenskapsår 2013.

Multipelexpansionen har fortsatt under året och börsen går definitivt på tron om bättre tider. Problemet är om marknaden börjar tvivla och bli orolig för att återhämtningen kommer av sig och då inser att börsen diskonterat för mycket för snabbt. Konjunktursynen styr placerarnas riskaptit och det är nog viktigt att komma ihåg i detta läge då marknaden har ett utpräglat positivt tolkningsföreträde. Svenska börsen är rimligt värderad om man beaktar ett nuvarande P/E-tal på 15× och vi ser inte värderingen som alarmerande eller något hinder för ytterligare uppgång, även om uppgångspotentialen minskat.

Riskpremien har inte rört sig så mycket, utan bara minskat från 6 procent i början av året till cirka 5,5 procent för den svenska marknaden, på grund av uppgången i obligationsräntorna. För att nå en riskpremie kring 3 procent (en historisk snittnivå) måste antingen vinsterna falla med 30 procent, obligationsräntorna öka med cirka 230 punkter eller börsen stiga med ytterligare 50 procent, allt annat lika.

Under senare tid har vi sett en tendens till en sektorrotation från defensiva till mer cykliska aktier, men det är

än så länge inte någon tydlig trend. I ett läge där risken för en ny konjunktursvacka är relativt begränsad borde cykliska aktier erbjuda en bra *risk/reward* på lite längre sikt. Det kan dock finnas anledning att avvakta och försöka hitta rätt tillfälle att öka inom sektorn. Det kan även finnas skäl till att intressera sig för små och medelstora bolag och då framför allt försöka hitta tänkbara uppköpskandidater. Många bolag har stabila balansräkningar med låg skuldsättningsgrad och dessutom en uppvisad kostnadskontroll, vilket borgar för uppköp. Även tillgången på krediter/finansiering har förbättrats. Vi borde se en ökning av M&A-aktiviteter under året.

För investeraren som inte tror på en snabb återhämtning men trots allt vill vara exponerad mot aktiemarknaden är högutdelande aktier fortsatt ett intressant alternativ i en lågvolatilitetsmiljö, dels ur risksynpunkt, dels i relativa termer om man till exempel jämför med räntebärande värdepapper. Då är en direktinvestering i en korg av högutdelande aktier attraktiv. Man kan också välja att investera i vår egen diskretionära portfölj, som har fokus på svenska aktier med hög utdelning och dessutom har en god diversifiering.

För att nå en riskpremie kring 3 procent (en historisk snittnivå) måste antingen vinsterna falla med 30 procent, obligationsräntorna öka med cirka 230 punkter eller börsen stiga med ytterligare 50 procent, allt annat lika.

BOLAG

Bland högutdelande bolag gillar vi bland annat:

Swedbank

Vi förväntar oss att marknadens intresse för stabila bankaktier håller i sig. Swedbank förväntas lämna en utdelning på cirka 10 kronor för nästa år, det vill säga en direktavkastning på cirka 6–7 procent. Swedbank lämnade en stark kvartalsrapport där räntenettot höll uppe väl. Banken redovisade dessutom låga kostnader och en bra kreditkvalitet. Swedbank uppvisar en stark lönsamhet och har gått från en ”högriskbank” under krisen till en av stjärnorna i banksektorn. Mycket talar för en fortsatt uppgång i aktien.

Telia Sonera

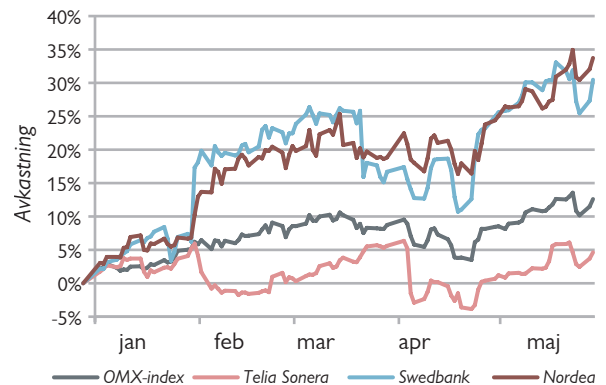
Telia Sonera uppvisar ingen imponerande tillväxt över tid men levererar en hög direktavkastning till aktieägarna. Aktien har underpresterat jämfört med börsen som helhet under en längre tid. Bolagets rapport för det första kvartalet präglades av fortsatt press på hemmamarknaderna medan Eurasien fortsätter att gå bra. Operatörer brukar ha en tendens att gå starkt under andra halvåret och nedsidesrisken i aktien borde vara begränsad. Mutskan-dalen har lagt sordin på aktiens utveckling, men bolaget har stärkt sin balansräkning betydligt och kommer kunna lämna en rejäl utdelning framöver. Telia Sonera är ett defensivt utdelningscase.

Nordea

Nordea handlas till lägre multiplar relativt de andra bankaktierna. Nordea är kanske oförtjänt lågt värderat och förklaringen kan mycket väl vara svenska statens innehav på 13 procent som ligger som en blöt filt över aktiekursen. Det spekuleras i att staten inom kort kommer att avyttra innehavet. Om och när staten väl säljer sin post försvinner överhänget och det borde lyfta aktiekursen. Nordea har som mål att nå en avkastning på 15 procent på eget kapital, vilket bolaget mycket väl kan nå om alla bitar faller på plats. Nordea är en stabil bank med hög lönsamhet, hög utdelning och goda utsikter till resultat-tillväxt.

TRE BOLAG VI TROR PÅ

Swedbank, Telia Sonera och Nordea



Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar

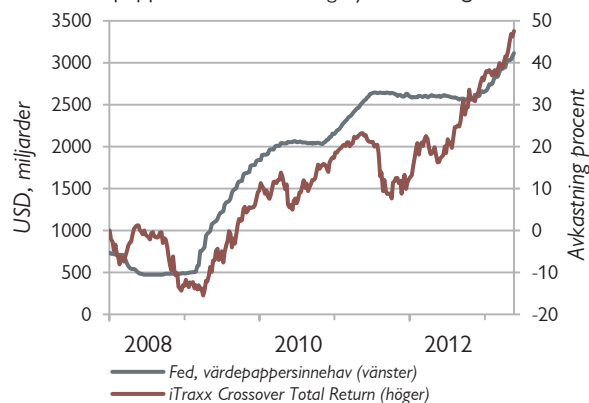
Utvecklingen på kreditmarknaden har varit fortsatt stark – men rallyt lär knappast fortsätta. Samtidigt har råvaror utvecklats svagt medan hedgefonder startat året starkt.

Marknaden har hittills i år präglats av centralbankernas kvantitativa lättnader och den resulterande ökningen av likvida medel. Investerare har velat eller kanske till och med tvingats att öka sin riskaptit. Det europeiska *high yield*-segmentet (mätt som iTraxx Crossover Total Return) har avkastat 9 procent sedan årsskiftet. Detta kan jämföras med 15 procent för OMX och 10 procent för EuroStoxx 50, båda inklusive utdelningar. Denna starka utveckling kan inte fortsätta i längden. Kreditspreadar

kan inte falla hur mycket som helst. Därmed inte sagt att vi står inför en omedelbar större reaktion just nu. Men även om många investeringar i företagsobligations/kreditmarknaden fortfarande ser intressanta ut så kan man inte förvänta sig att nuvarande rally ska fortsätta. Utsikterna för god avkastning består, men kommer att styras mer av obligationernas *carry*, det vill säga avkastning vid oförändrad ränta, snarare än fortsatt krympande kreditspreadar. Ställ således in siktet på lite lägre avkastningstal framöver.

CENTRALBANKEN DRIVER MARKNADEN

Feds värdepappersinnehav och *high yield*-företagskrediter



CENTRALBANKSLIKVIDITET DRIVER PÅ MARKNADEN

Ett problem för politiker och centralbanker är att så stor del av likviditetstillskotten verkar leta sig till de finansiella marknaderna och så liten del till den reala ekonomin. Men det är inte svår förklarar givet osäkerheten kring konjunkturen. Ett symptomatiskt tecken är att råvarumarknaden är den enda tillgångsmarknad med en negativ prisutveckling hittills i år. Råvaror kan sägas vara reala tillgångar snarare än finansiella, vilket ger en bild av sentimentet i den reala ekonomin relativt de finansiella marknadernas. Marknaderna går helt enkelt starkare än ekonomierna för närvarande.

Så det är inte förvånande att en risk i marknadens ögon är när centralbanksåtgärderna avslutas. I USA har röster höjts som talar för att Fed börjar bli obekväm med sin växande balansräkning. Först i ett senare skede kommer man att höja räntan. Men i dagsläget känns det ganska avlägset.

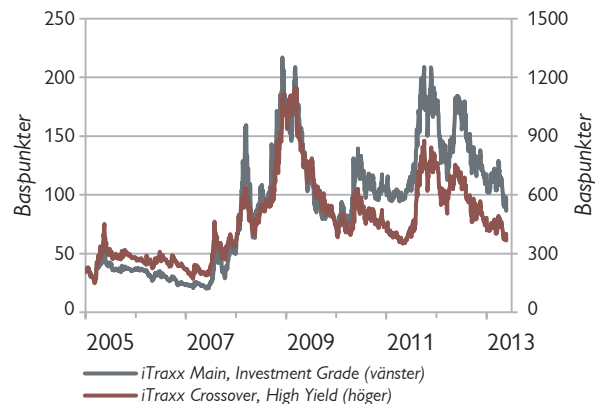
ÄR FÖRETAGSOBLIGATIONER KÖPVÄRDA I DAGSLÄGET?

iTraxx Crossover, ett index för creditspreadar i europeiska bolag med lägre kreditvärdighet, har fallit med cirka 100 räntepunkter under året, det vill säga med 1 procent. För iTraxx Main, som omfattar europeiska bolag med gott kreditbetyg, är minskningen cirka 25 räntepunkter. Och sedan i höstas, då ECB lovade att köpa krisdrabbade statsobligationer i sitt OMT-program, är siffrorna 210 respektive 60 räntepunkter. Är det då säkrast att ta hem vinster efter det långvariga rallyt? Det kommer sannolikt en större rekyl förr eller senare givet den likviditetsdrivna marknaden. Timingen är svår, och det är rimligt att agera lite mer defensivt överlag. Detta gäller även andra riskfyllda tillgångsklasser, och det bör framför allt ses i ett portföljperspektiv.

I vårens *Allokering och portföljstrategi* belyste vi frågeställningen om det existerar en bubbla på denna marknad. Slutsatserna förtjänar att upprepas eftersom de är centrala för vår syn på tillgångsklassen. Först och främst bör man

KREDITSPREADAR RUNT HISTORISKT SNITT

Investment grade och high yield i Europa



skilja på statsobligationer och olika typer av obligationer med kreditrisk. Det är i statsobligationer som en förvrängd prisbild kan skönjas. Kvantitativa lättnader och jakten på de allt färre obligationer som kan betecknas som säkra har gjort dessa dyra. Detta medför att den absoluta räntenivån, det vill säga avkastningen till förfall, är på rekordlåga nivåer även för företagsobligationer. Men creditspreaden, det vill säga skillnaden mellan dels statsobligationer och dels företagsobligationer eller kreditcertifikat, är inte rekordlåg – långt ifrån. Med andra ord måste man skilja på den absoluta räntenivån (yelden) och den relativa (spreaden) för en företagsobligation eller ett kreditcertifikat. Är man brydd över de låga riskfria

Kvantitativa lättnader och jakten på de allt färre obligationer som kan betecknas som säkra har gjort dessa dyra.

räntorna, vilket man bör vara, så görs investeringarna i krediter med rörlig räntebas (*floating rate notes*). Priset på en sådan obligation påverkas bara av kreditspreadar, inte av ränterörelser.

KONKURSFREKVENSS KONTRA AVKASTNING

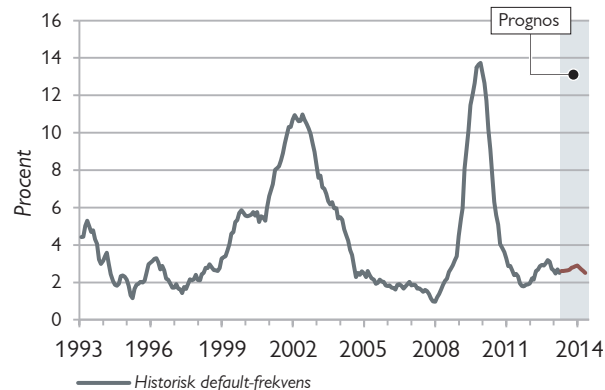
Den centrala frågan för att bedöma en obligation, eller vilken investering som helst, är att relatera avkastningen till risken. Låt oss börja med avkastningsnivåerna och sätta in de rådande i ett historiskt perspektiv. Strukturerade kreditcertifikat länkas ofta till 5-åriga iTraxx-index – antingen till Main, med 125 bolag, eller till Crossover, som omfattar 50 bolag. Därför används dessa i tabellen nedan (veckodata). Indexen startade i mars 2004 och mäts som den genomsnittliga kreditspreaden i räntepunkter (hundredels procent) för de ingående bolagen. En hög indexnivå betyder alltså en hög genomsnittlig kreditspread. Denna reflekterar både avkastningspotentialen, men även marknadens syn på risk (se tabell längst ned på denna sida).

Slutsatsen är att avkastningsnivåerna är i linje med eller strax under de historiska genomsnitten.

Risken består främst av *default*-risk som eroderar återbetalningen, men även inflationsrisk vilken eroderar

LÅG KONKURSFREKVENSS FRAMÖVER

Historisk och prognostiserad konkursfrekvens



själva värdet av återbetalningen. Konkursfrekvensen är för närvarande låg i ett historiskt perspektiv, en situation som sannolikt kommer att bestå under överskådlig framtid. Grafen ovan beskriver *default*-frekvensen i *high yield*-marknaden globalt sedan början på 90-talet.

Inflationsrisken får också anses vara låg i det överskådliga perspektivet. Svensk KPI visar för närvarande på deflation (−0,5 procent på jämfört med april 2012) vilket spär på avkastningen i reala termer. Inflationsrisken kan delvis neutraliseras med hjälp av FRN:s under förutsättning att Riksbanken höjer räntan om inflationen tar fart.

TOPPAR OCH BOTTNAR

Index	Högstanivå	Datum	Lägstnivå	Datum	Snitt	2013-05-21
iTraxx Main	217	December 2008	20	Juni 2007	86	92
iTraxx Crossover	1 147	Mars 2009	152	Mars 2005	456	386

HEDGEFONDER

Hedgefonder är ett samlingsnamn på aktivt förvaltade fonder som söker positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Historiskt har denna fondkategori gett en avkastning nära aktiers men till väsentligt lägre risk och tillgångsklassen fortsätter att attrahera globalt kapital. Amerikanska universitetsfonder som Yale och Harvard har exempelvis cirka 20 procent av sitt kapital allokerat till denna tillgångsklass. De flesta hedgefonderna finns i London och New York och svenska hedgefonder står för någon procent av det globala förvaltade kapitalet.

2013 har generellt startat bra även om skillnaden mellan olika strategier varit avsevärda. Det globala hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index var upp 3,8 procent i dollar per sista april. Fonder som påverkas positivt av den stärkta börsen har gått bäst (*event driven* och *equity long short*) medan de som är mindre påverkade av börsers utveckling (makro-, marknadsneutrala och CTA-fonder) var upp 0,2 procent. Förutsättningarna för aktiv förvaltning bedöms som goda framöver då vi sett stora obalanser byggas upp inom såväl tillgångsslag som regioner. Det råder i dag stor oenighet om stora frågor som prisrelationen mellan aktier och obligationer, risker för inflation och deflation, handelsbalanser och valutakursutvecklingar. Sammantaget tror vi att hedgefonder har goda förutsättningar att dra nytta av de utmaningar vi har framför oss och att denna tillgångsklass är ett attraktivt sätt för investerare att ta del av dessa möjligheter. Vi fortsätter att rekommendera en neutral andel hedgefonder/alternativa investeringar relativt vad vi långsiktigt anser är en lämplig allokering

Samtantaget tror vi att hedgefonder har goda förutsättningar att dra nytta av de utmaningar vi har framför oss och att denna tillgångsklass är ett attraktivt sätt för investerare att ta del av dessa möjligheter.

i en förvaltningsportfölj. Vi ser att denna tillgångsklass, med den relativt låga risken, är ett särskilt attraktivt alternativ till räntebärande placeringar.

Inom Carnegie försöker vi identifiera och rekommendera fonder som över tid har en låg korrelation med aktier så att de effektiviserar våra kunders totala portföljer genom att förbättra utbytet mellan avkastning och risk. Med låg aktiekorrelation blir de rekommenderade fonderna även ett ännu tydligare alternativ till räntebärande investeringar. De fonder vi rekommenderar är Brummer Multi-Strategy (en portfölj av Brummer-fonder), OPM Omega (en valutasäkrad Multi-Strategy-portfölj med internationella hedgefonder) samt Norron Target (en fond med inriktning på aktier och räntebärande instrument).

RÅVAROR

Utvecklingen på råvarumarknaden har varit svag och det är inte helt enkelt att lyfta fram en enskild förklaring till de stora prisrörelser som vi upplever i många råvaror. Råvarorna har som tillgångsslag underavkastat, dels på grund av fundamentala faktorer, dels på svaga makrosignaler och slutligen på grund av riskaversion.

TUNGT FÖR RÅVAROR

Dow Jones-UBS Commodity Index



En viss deflationsoro har dessutom förekommit bland investerare, vilket slår undan ett av de mer grundläggande argumenten för att äga råvaror, nämligen inflationsskydd. Efterfrågesituationen har varit svag under hela året och en stark dollar har haft en negativ påverkan.

Vanligtvis handlas råvaror på ”konkreta” siffror gällande exempelvis lagersituation och efterfrågan, vilket är en stor skillnad mot aktiemarknaden som är mer framåtblickande och diskonterar framtida vinster i aktiekurserna. Detta bidrar till att råvarumarknaden inte korrelerar speciellt väl med aktiemarknaden. Råvaror har därför goda portföljegenskaper och speciellt i en inflationsmiljö. Aktiemarknaden drivs för närvarande av en multipel-expansion, snarare än vinsttillväxt. Råvarumarknaden däremot behöver tillväxt i efterfrågan – som vi för närvarande inte har. Om de fundamentala faktorerna skulle förbättras, vilket vi förväntar oss under andra halvåret, borde naturligtvis även råvarumarknaden återhämta sig.

GULD I FALLANDE TREND

Guldpriset



Guld ses vanligtvis som en säker hamn i tider av oro och i goda tider brukar oljepriset stiga. Under april föll guldpriset med 15 procent och hade därmed den största korrigeringen på 33 år och noterade samtidigt tvåårslägst.

Det är dock inte enbart guldpriset som rört sig kraftigt, utan även råvaror som koppar, nickel, vete och silver har kommit ner. I det kortsiktiga perspektivet är det helt klart svårt att sia om vi nått bottenivåer eller om vi kommer att se ytterligare nedgångar på råvarumarknaden. Om man däremot blickar framåt är potentialen för de mer tillväxtkänsliga råvarorna ljusare, exempelvis olja och industrimetaller. Ytterligare en osäkerhet är dollarutvecklingen samt den ekonomiska tillväxten i Kina. Med tanke på det fokus som existerar angående utvecklingen i Kina så borde det finnas utrymme för positiva överraskningar. Den förväntade tillväxten i industriproduktionen har varit en besvikelse, men däremot finns det signaler på att den kinesiska bostadsmarknaden ser ut att mjuklanda.

Även infrastrukturkänsliga komponenter som stålproduktion till järnväg samt cementproduktion visar tecken på återhämtning, vilket på marginalen är positivt. Det visar att myndigheterna åter investerar i infrastruktur och järnvägsinvesteringar har en direkt koppling till stålproduktionen. Enkelt uttryckt ser många investerare bastmetaller som en beta-exponering mot Kina. Järnmalmslagren har minskat och är på relativt låga nivåer, samtidigt som stålexporten börjar visa livstecken, vilket borde innebära att de stora lagren av stål minskar från i och för sig väldigt höga nivåer.

Korrigeringen i råvarupriserna har varit relativt stora och risken är naturligtvis påtaglig att de fortsätter att försvagas. Trots att råvarumarknaden har motvind just nu vill vi inte avfärda detta tillgångsslag. När vi väl ser en stabilare konjunktur samt att oron för utvecklingen i Kina minskar borde råvarumarknaden återhämta sig. Vi anser dock att den främsta fördelen med råvaror som tillgångsslag är ur ett portföljperspektiv. Råvaror utgör ett bra alternativ för att minska den totala risken i en väldiversifierad portfölj.

I det kortsiktiga perspektivet är det svårt att sia om vi nått bottenivåer eller kommer att se ytterligare nedgångar på råvarumarknaden. Om man däremot blickar framåt är potentialen för de mer tillväxtekänsliga råvarorna ljusare.

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

Allokeringsförvaltningen, 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 allokeringssportföljer 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 allokerar 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 stämma 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 kompensation 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 vårdslöshet, 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 kunds specifika 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 a 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 värdeförändringar 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