



FRISKARE EUROPA.

Ekonomisk statistik överraskar positivt. De spanska och italienska statsräntorna faller. Är det värsta över?

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 21 januari 2013.

Redaktion:

Daniel Ljungström *Ansvarig utgivare*
Chief Investment Officer (CIO)
Allokeringsansvarig Carnegie Bank
daniel.ljungstrom@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

David Djuphammar
Redaktör
david.djuphammar@carnegie.se

ALLOKERING OCH PORTFÖLJSTRATEGI

Våren 2013



Innehåll

Inledning.....	5
Sammanfattning.....	6
Nulägesanalys.....	8
Framtidsutsikter.....	20
Fokus: Börsutvecklingen och räntorna.....	24
Portföljstrategi.....	26



Tema: Global tillväxt..... 32

I USA:s kölvatten börjar positiva tecken synas även i Europa och Kina. Krisen i Sydeuropa är ännu inte över, men om konjunkturen fortsätter att stabiliseras räcker det troligen för att lyfta europeiska aktier.

Fokus: Den amerikanska ekonomin.....	39
Rekommendation kring tillgångsslagen	42
<i>Globala aktier</i>	42
<i>Svenska aktier</i>	47
<i>Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar</i>	51
Kapitalförvaltning på Carnegie	56
Bilagor	59
<i>Utvalda fonder</i>	59
<i>Rekommenderad svensk aktieportfölj</i>	62
<i>Rekommenderad allokeringsportfölj</i>	63

Även Europa visar tecken på att friskna till

Vi börjar röra oss bort ifrån det undantagstillstånd som rått i världsekonomin. Nu spänner vi bågen och rekommenderar ökad andel europeiska aktier i portföljen.

Utifrån makroekonomisk analys har det under senare år varit svårt att dra större slutsatser om den potentiella riktningen för olika tillgångsslag och marknader. Det har varit viktigare att analysera olika ingrepp i ekonomin utförda av centralbanker och politiker. Det har handlat om regeländringar, räntesänkningar, lättnadsprogram, koordinerade centralbanksåtgärder samt politiska val. I någon mån har det rått, och råder delvis fortfarande, undantagstillstånd i den globala ekonomin.

Under senare delen av 2012 såg vi tecken på att vi börjar röra oss ifrån detta undantagstillstånd. Bankaktier har haft en stark utveckling, obligationsräntorna i Spanien och Italien fallit och i USA är bolåneräntorna rekordlåga. Därför rekommenderar vi sedan i höstas en övervikt i risktillgångar som främst aktier och företagsobligationer med högre risk i en sammansatt portfölj. Inom kategorin risktillgångar har vi främst positionerat oss i europeisk kreditrisk, europeiska banksektorn samt den amerikanska fastighetssektorn. Dessa positioner, i kombination med våra rekommendationer gällande fördelning mellan olika tillgångsslag, bidrog starkt till den positiva utveckling vi såg i våra allokeringsmandat 2012. Det är dock viktigt att betona att den gradvisa normalisering vi skönjer hänger på en skör tråd och att det ännu finns betydande risker.

Våra rekommendationer har delvis byggt på en tro på en gradvis förbättring av den globala ekonomin. Under 2012 blev vi allt mer positiva. Temat för strategirapporten i maj var att gå ”Mot strömmen” och öka risken trots kraftiga börsfall. Höstens rapport hette ”Ljusning i väst” och vi påpekade då att USA:s bostadsmarknad förbättrades.

Nu visar även Europa och Kina positiva tecken. Dessa tar vi fasta på och vi fortsätter rekommendera en övervikt i risktillgångar. När det gäller global allokering spänner vi bågen ytterligare och rekommenderar en minskning av amerikanska aktier till fördel för europeiska. Vi tror dock inte på en linjär positiv utveckling. Även framåt blir det en marknad med betydande rörelser, vilket bör gynna en aktiv förvaltning.

Vår portfölj har nu utökats med fler tillgångsslag och fått en något annorlunda sammansättning. Detta är vår nya ”moderportfölj” som utgör utgångspunkten för en kvalitativ förmögenhetsförvaltning.



Daniel Ljungström
Daniel Ljungström
 CIO, Carnegie Bank

Vår marknadssyn

**Förväntningarna på den ekonomiska utvecklingen är beskedliga.
Det skapar en överraskningspotential som är gynnsam för risktillgångar.**

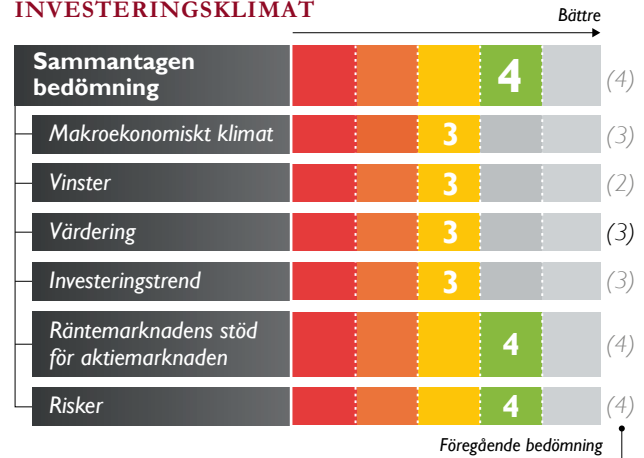
Period	GLOBALA AKTIER			RÄNTOR	
	Förväntad avkastning	Sannolikhet	Risk mot scenario	Förväntad avkastning	Sannolikhet
1–3 månader	Neutral	70%	Tillväxtoro	Negativ	70%
3–6 månader	Positiv	50%	Tillväxtoro	Neutral	80%
6–12 månader	Positiv	80%	Tillväxtoro	Positiv	90%

HUVUDSTRATEGI: ÖKA RISKEN NÅGOT

- Vi bedömer fortsatt att avkastningen kommer att vara 12–15 procent i årstakt de kommande 12–18 månaderna, det vill säga över sin långsiktiga trend.
- Världens centralbanker och regeringar har lanserat omfattande penning- och finanspolitiska stimulanser samt likviditetstillskott. Dessa åtgärder förväntades i sin tur ge påtagliga positiva effekter på den underliggande globala realekonomin framöver.
- De modesta förväntningarna på den globala ekonomiska tillväxten medför att det finns en överraskningspotential, vilket skulle verka positivt för risktillgångar.
- De främsta faktorer som skulle kunna få vårt positiva scenario på fall med en negativ trend som följd är om de faktorer vi lyft fram som positiva möjligheter på

andra håll inte införlivas. Här kan vi nämna lägre än väntad tillväxt i Europa, politiska risker i USA samt exempelvis ökad geopolitisk oro.

INVESTERINGSKLIMAT



Rekommenderad portföljsammansättning

Sedan i höstas har vi ökat exponeringen mot europeiska aktier.

SVENSKA AKTIER

Vi har ökat exponeringen mot svenska aktier till en högre nivå än vi i snitt kommer att ha över en konjunkturcykel.

GLOBALA AKTIER

Vi rekommenderar högre exponering mot globala aktier än vad som normalt är fallet i en diversifierad värdepappersportfölj. Vi ökar exponeringen mot Europa något och minskar samtidigt vår exponering mot USA.

RÅVAROR

Inom kategorin råvaror har vi en neutral exponering. En starkare konjunktur borde gynna industrimetaller där vi har en övervikt.

TEMATISKA PLACERINGAR

Inom kategorin tematiska placeringar har vi en betydande övervikt aktier relativt ett långsiktigt genomsnitt.

KREDITER

Under 2012 krympte kreditspreadarna kraftigt inom de flesta segmenten av företagsobligationer. Vi behåller vår positiva syn på kreditmarknaden om än på en mer långsiktig grund – värdestegringen i år kommer från kuponger snarare än ifrån prisuppgång (minskad kreditspread).

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

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

RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER

I kategorin räntebärande värdepapper allokerar vi främst mellan olika långa statspapper. Vi har gradvis dragit ned vår exponering mot statspapper med längre duration och bibehåller vår tidigare exponering som uteslutande består av räntepapper med kort duration.

AKTUELL REKOMMENDATION

Vi behåller vår positiva syn på risktillgångar. Sedan föregående strategirapport har vi ökat exponeringen mot europeiska aktier något och samtidigt minskat USA-exponeringen.

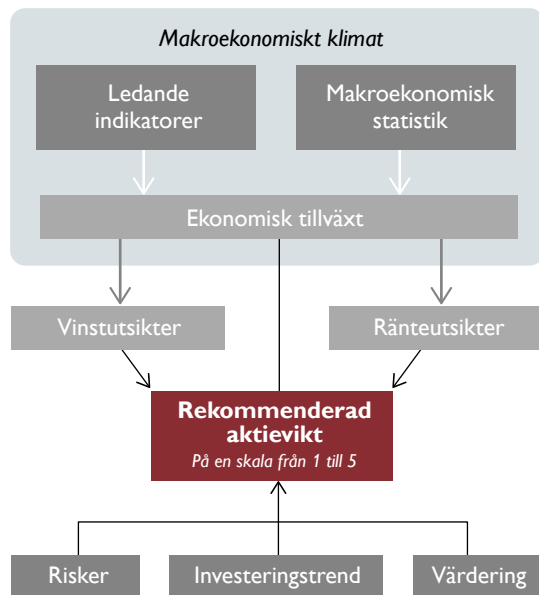


Från skuldoro till tillväxtfokus

NULÄGESANALYS. Det makroekonomiska klimatet ljusnar något. Centralbankernas stimulanser har minskat osäkerheten. Tillväxtförväntningarna 2013 är låga, vilket ger överraskningspotential.

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 under 2012 präglats av en haltande global tillväxttakt där varken USA eller Kina övertygat och där euroområdet befunnit sig i recession. I stället har världens stora centralbanker och deras agerande varit i fokus med fortsatt stimulerande åtgärder. Den makroekonomiska statistiken har förvisso förbättrats en aning under slutet av året, men stimulanserna bör få större effekt och tillväxtförväntningarna kommer att prägla även 2013. Den svaga ekonomiska tillväxten till trots har börserna utvecklats väl under 2012 och de flesta globala index steg under året med mellan 13 och 15 procent.

Förmodligen passerades botten i nuvarande konjunkturcykel under det andra halvåret 2012 och vi bör få en acceleration under 2013. Återhämtningen i USA kommer att fortsätta, emerging markets (Kina) kommer långsamt att accelerera och eurozonen stabiliseras. Marknadens fokus på centralbankernas agerande bör minska, medan det i stället lär öka för traditionella konjunktursignaler.

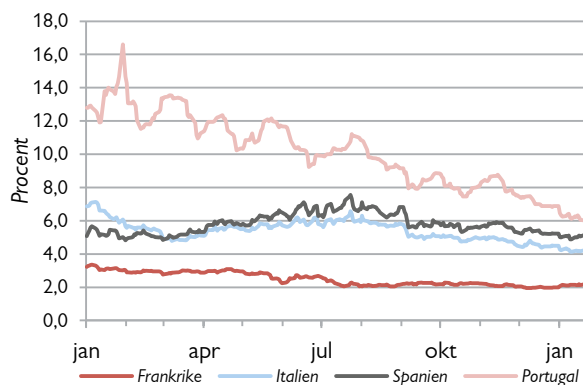
Under 2013 kommer således marknadens fokus i allt större utsträckning att förflyttas från skuldproblematiken, främst inom eurozonen men även i USA, och i stället inriktas mot ekonomisk tillväxt. Detta illustreras bland annat av den uteblivna negativa marknadsreaktionen då Fed signalerade att stimulanserna kan komma att avslutas tidigare än beräknat. Det är även intressant att

de politiska toppmötena i Europa inte tilldrar sig marknadens uppmärksamhet. Framför allt tre områden har vägt på sentimentet för konsumenter, företag och investerare: eurokrisen, Kinas ekonomiska framtidsutsikter och USA:s budgetsituation. Men även från dessa tre områden kan vi få positiva tillväxtövertäckningar under 2013.

Euroområdet har gjort framsteg under 2012 och via ECB:s agerande har framför allt systemrisken i banksektorn sänkts, men det har även genomförts en rad nödvändiga reformer i bland annat Sydeuropa. Många länder i eurozonen går för tillfället igenom ett stälbad. Men samtidigt har krisen tvingat fram en rad, sedan länge välbehövliga, strukturella reformer. På kort sikt har det ökat förtroendet för att länderna kommer att klara av den djupa krisen och stanna kvar i eurozonen. På längre sikt bidrar reformerna till högre potentiell tillväxt. Marknaden har reagerat positivt på den fallande systemrisken och de långa statsobligationsräntorna har sjunkit.

LÄGRE SYSTEMRISK SKAPAR TILLIT

10-åriga statsobligationer



De fallande obligationsräntorna är gynnsamma för ländernas lånekostnader. Därutöver bör även den generella räntenivån i länderna pressas ned, eftersom många räntor följer obligationsräntorna. Det är positivt för såväl hushåll som företag. Under 2013 måste euroområdet försöka förbättra den ekonomiska tillväxten och sänka den extremt höga arbetslösheten. Hittills finns det en stark uppslutning kring euron, men förbättras inte den ekonomiska situationen kan detta snabbt förändras. Förhoppningsvis kan eurozonen lämna recessionen bakom sig under 2013 men det är en allvarig situation och förväntningarna är mycket lågt ställda, varför en liten förbättring får anses vara väl så god (läs mer om den europeiska potentialen på sidan 32). Marknaden förväntar sig en fortsatt recession, men vi tror att det finns möjlighet att visa positiv tillväxt i år.

USA har haft en relativt sett starkare utveckling och kommer att fortsätta sin ekonomiska återhämtning, men det blir allt svårare att överraska positivt. Beroende på vilken effekt den kommande budgetprocessen i slutet av februari får bör tillväxten ligga i spannet 2–3 procent under 2013. Med sin storlek är det viktigt att den amerikanska ekonomin visar styrka för att hålla upppe den globala BNP-tillväxten och därmed bolagsvinsterna. USA:s ekonomi har potential att växa till följd av den stabilisering och sedermera uppgång som skett på landets bostadsmarknad, och som i en förlängning bör bidra positivt till såväl konsumtion som sysselsättning. Även industriproduktionen har hittills utvecklats starkt och kan bara budgetprocessen slutföras på ett tillfredsställande sätt bör även investeringarna ta fart – så här långt under återhämtningsfasen har de varit relativt svaga.

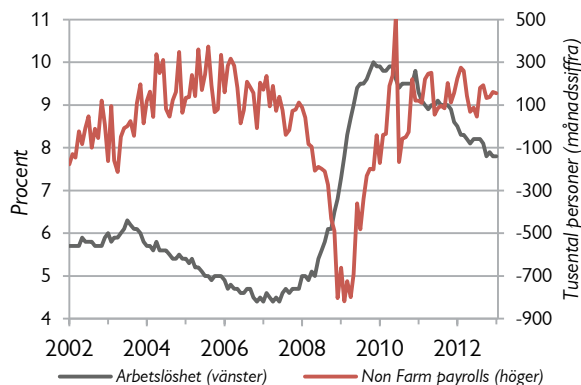
Framför allt är det viktigt att sysselsättningen fortsätter sin positiva trend. Det vore positivt för konsumtionen, som utgör 70 procent av USA:s BNP.

Även exporten skulle gynnas om Europa stabiliseras och Kina förbättras.

Framför allt är det viktigt att sysselsättningen fortsätter sin positiva trend, eftersom det skulle vara positivt för konsumtionen som utgör 70 procent av USA:s BNP. Den amerikanska arbetslösheten har under 2012 fallit ned mot 7,8 procent efter att varit över 9 procent sedan mitten av 2009. Trenden var stark fram tills mitten av 2012, då den bröts. Men under senare delen av året (fjärde kvartalet) har den amerikanska ekonomin skapat över 150 000 nya arbeten i månaden. Det har tagit den amerikanska ekonomin tre år att återhämta drygt 4 av de 8,8 miljoner arbetstillfällen som förlorades under finanskrisen och den därpå följande 18 månader långa recession som avslutades i juni 2009.

POSITIV TREND FÖR SYSSELSÄTTNINGEN

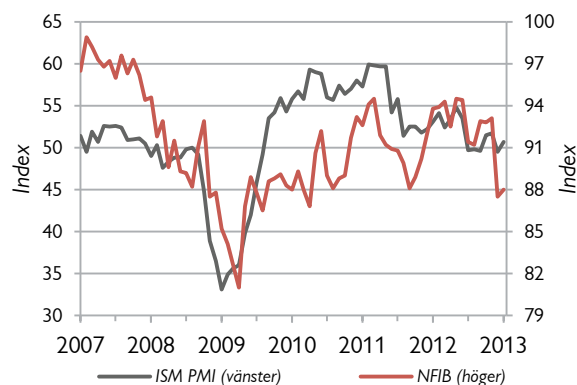
Arbetslöshet och sysselsättning i USA



I det sammanhanget är det även av vikt att de för sysselsättningen så betydelsefulla småbolagen börjar vädra tillförsikt och därmed åter börjar anställa. I diagrammet nedan ser vi hur småbolagen (NFIB-index) reagerade negativt på osäkerheten kring budgetprocessen under hösten och bröt den positiva trend som rått sedan augusti 2010. Även inköpschefsindex, ISM, har försvagats under 2012 och fallit från 60-nivån (över 50 expanderar ekonomin) i april 2011 ned till just över 50 vid årsskiftet 2012/13 där indexet stabiliserats.

BUDGETBRÅKET OROAR USA:S FÖRETAG

Inköpschefsindex (ISM) och småföretagsindex (NFIB)



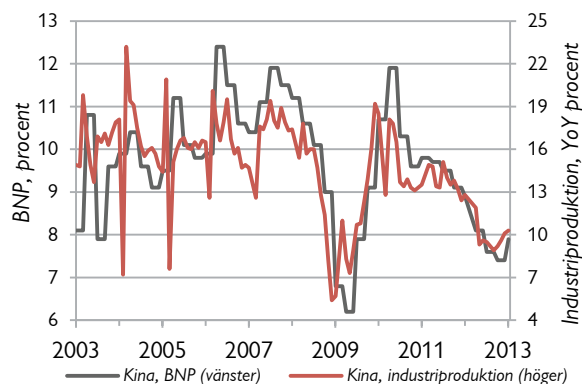
Emerging markets påverkades negativt av oron inom eurozonen och den relativt svaga tillväxttaket i USA. Spridningseffekten från eurozonen slår mest mot Asien och Kina, eftersom regionen är mycket mer exponerad

mot tillverkning och handel. En minskad europeisk efterfrågan slår därför igenom snabbare. Emerging markets utgör cirka 50 procent av global BNP och det är även här en stor del av tillväxten skapas (med sina 14 procent är Kina största bidragsgivare till global BNP).

Tillväxttakten inom emerging markets var svag under 2012. Men mot slutet av året började den kinesiska makroekonomiska statistiken att förbättras, bland annat till följd av räntesänkningar och ökade infrastruktur-satsningar. En annan bidragande effekt var att landet under ordnade former bytte ledning i november, vilket minskade den politiska osäkerheten. Kina bör således fortsatt gynnas av kommande och redan införda stimulanser och ha en god tillväxttakt i absoluta termer – cirka 7–8 procents BNP-tillväxt – under 2013.

GODA NYHETER FRÅN KINA

BNP-utveckling och industriproduktion



Tillväxten i världsekonomin har speciellt i västvärlden varit dämpad till följd av svag privatkonsumtion, avsaknad av investeringar från företagssektorn och en stark budgetsaneringsprocess i många länder. Det har i sin tur förhindrat finanspolitiska stimulanser. Samtidigt har en rad stora globala centralbanker lanserat massiva stimulansprogram för att framför allt stimulera tillväxten. Marknaden är tydligt inställd på en relativt svag global tillväxttakt under det kommande året.

MARKNADENS TILLVÄXTHOPP AVTAR

Förväntningar på global BNP 2013



Det finns således viss potential om tillväxten överraskar på uppsidan. Vi bedömer att en förbättrad tillväxt 2013 kommer att verka positivt på börserna och att de bör kunna utvecklas bättre än normalt de kommande kvartalen.

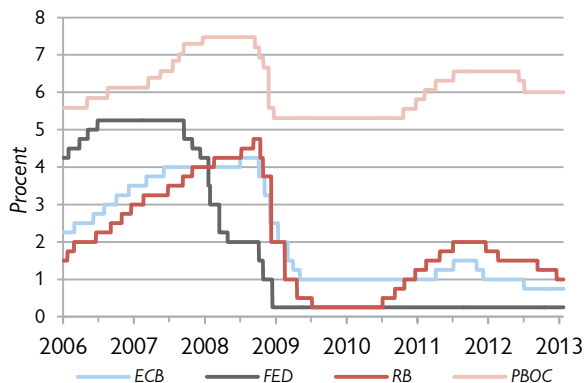
Aktiemarknaderna kommer att fortsatt befinna sig i en väldigt flödesstyrd marknad där tillgångsslaget aktier ser

Kina bör således fortsatt gynnas av kommande och redan införda stimulanser och ha en god tillväxttakt i absoluta termer under 2013.

attraktivt ut. Statsobligationer vad gäller stabila länder ser extremt oattraktiva ut på rådande nivåer och en del av de enorma flöden av kapital som investerats här under de senaste åren bör börja söka sig mot risktillgångar. Vi har börjat se allt större inflöden till aktier och högriskobligationer, vilket sannolikt fortsätter om det får stöd av bra tillväxtsignaler.

STYRRÄNTOR ALLTJÄMT LÅGA

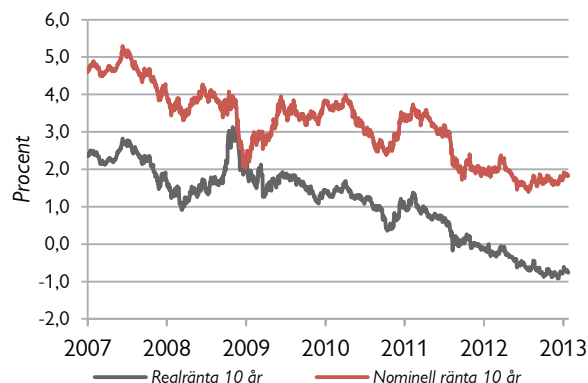
Fyra centralbankers styrräntor



Det finns förutsättningar för en förbättrad tillväxt, som bör kunna överraska positivt, under 2013. Världens börser bör därför kunna utvecklas bättre än normalt de kommande kvartalen.

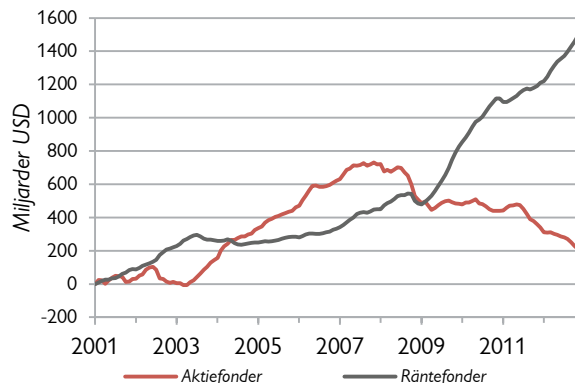
NEGATIV REALAVKASTNING

Statsobligationsräntor, USA



NÄR VÄNDER TRENDEN?

Kapitalflöden till aktie- och räntefonder i USA



Carnegie Privatbank bedömer att det finns förutsättningar för en förbättrad tillväxt, som bör kunna överraska positivt, under 2013. Världens börser bör därför kunna utvecklas bättre än normalt de kommande kvartalen. Vi behåller således aktievikten 4 (övertikt) på en skala 1–5 för andelen aktier i en global blandportfölj.

VINSTER

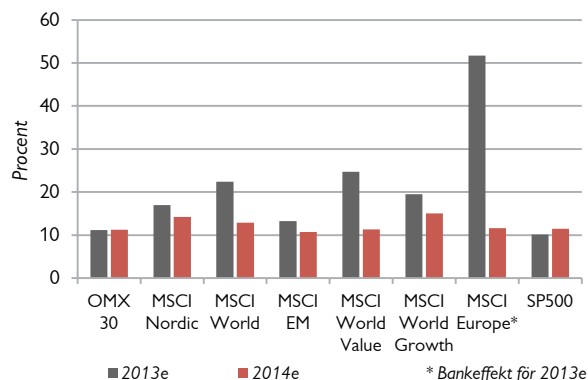
Vinstförväntningarna har reviderats ned under 2012, framför allt under andra halvåret. Men den negativa trenden hade vid årsskiftet stabiliserats och i skrivande stund förväntar sig marknaden en vinsttillväxt om 2,9 procent (exklusive finanssektorn 0,5 procent) för det fjärde kvartalet och för helåret 2013 8,5 procent (exklusive finanssektorn 7,5 procent) för S&P 500. Sannolikt är nu vinstförväntningarna på rimliga nivåer med potential för upprevideringar om den globala tillväxten blir hygglig.

För den svenska börsen förväntar sig marknaden att vinsttillväxten ska uppgå till 11 procent för 2013. Den negativa vinstrevideringstrenden har således förhoppningsvis bottnat och vi anser att vinstförväntningarna nu befinner sig på rimliga nivåer. En stark rapportperiod för det fjärde kvartalet, med lite mer positiva framtidskommentarer från bolagen, tillsammans med starkare makroekonomisk statistik gör att det finns potential för stigande vinstförväntningar. Det brukar vara positivt för börsen.

En stark rapportperiod för det fjärde kvartalet, med lite mer positiva framtidskommentarer från bolagen, samt starkare makroekonomisk statistik gör att det finns potential för stigande vinstförväntningar.

STABILISERADE VINSTFÖRVÄNTNINGAR

Förväntningar på vinstutveckling



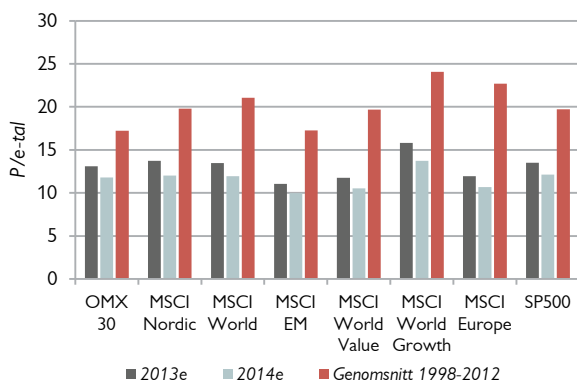
VÄRDERING

Mycket av börsuppgången 2012 var drivet av multipel-expansion, det vill säga stigande värdering, då marknaden reviderade ned vinstestimaten samtidigt som börserna steg. Men ser vi bara några år bakåt i tiden har mönstret varit det omvända. Sedan mars 2009 har företagsvinster i USA vuxit snabbare än vad börskurserna stigit, vilket resulterat i multipelkontraktion (fallande värdering). Mellan 2009 och 2011 var företagens vinsttillväxt 25 procent per år samtidigt som börskurserna steg 14 procent per år. Denna värderingsnedgång har skett trots att Federal Reserve drivit ned de korta räntorna till noll. Anledningen är främst att investerarna inte haft förtroende för den framtida ekonomiska utvecklingen. Den svaga ekonomiska återhämtningen, politisk osäkerhet, upprepade recessioner och en ihärdig finanskris har tyngt aktiekurserna i mer än tre års tid. En historisk genomsnittsnivå är närmare 17–18x beroende på vilken tidsperiod som väljs.

Samtidigt förväntas den globala tillväxten vara lägre kommande år än tidigare och vinstmarginalerna är redan på historiskt höga nivåer, vilket har en begränsande verkan på värderingsmultiplarna. Naturligtvis har den multipel-expansion som pågått en tid förutsättningar att fortsätta, inte minst med tanke på att värderingen befinner sig under eller i linje med historiska snittvärderingar. Men förr eller senare behöver vi även vinsttillväxt för att motivera fortsatt börsuppgång, och för att företagsvinsterna ska stiga behövs en ökande global tillväxttakt.

MÄTTLIGA VINSTMULTIPLAR

P/e-tal



Index befinner sig således vid ett extremt spännande läge, där vi antingen kommer att få ett genombrott eller en vändning.

INVESTERINGSTREND/TEKNISK ANALYS

Den tekniska analysen indikerar en förhöjd vaksamhet för en kortsiktig reky, främst i USA.

OMX

Sedan toppen år 2000 har OMX-index noterats i en ”bear market” med lägre toppar och högre bottenar, det vill säga index har bildat så kallade triangelformationer. Trianglar uppstår som en följd av aggregerad osäkerhet och uppträder både på kort och riktigt lång sikt.

Efter den starka kursuppgången i januari kan vi konstatera att index har brutit upp ur de två mindre trianglarna (se diagram nedan). Nästa tunga motståndsområde möter vid 1150 och följs av nästa vid drygt 1180. Passeras 1180-området är det fritt fram för en uppgång mot 2007 års topp som möter vid drygt 1300, alltså cirka 9 procent upp från genombrottet efter 1180-motståndet. Index befinner sig således vid ett extremt spännande läge, där vi antingen kommer att få ett genombrott eller en vändning.

AGGREGERAD OSÄKERHET

Triangelformationer i OMX-index



S&P500

Granskar vi det långsiktiga diagrammet över S&P500 från botten i mars 2009 är det ingen tvekan om att trenden pekar upp. Men i mars 2012 fyller upptrenden fyra år och den är nu gammal och trött, vilket vi ser i momentum-indikatorn längst ned i diagrammet till höger. Vi har en tydligt negativ hastighetsdivergens mellan index, som noterar stegvis högre toppar, och där momentum-indikatorn noterar stegvis lägre toppar. Detta visar att hastigheten i uppgången avtar vilket ofta är ett tecken på att upptrenden går mot ett slut.

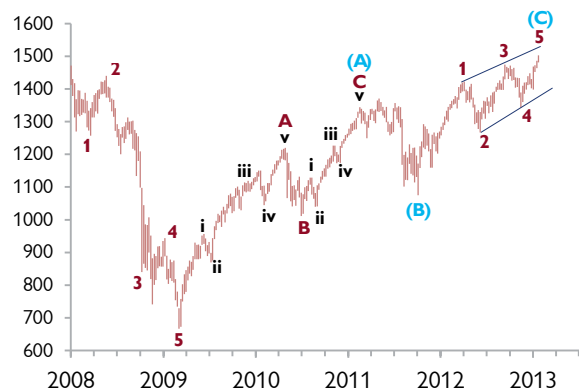
Vår tekniska analys bygger på att index noteras i en stor A-B-C-sekvens upp från botten i mars 2009 där (A)-vågen toppade i februari 2011 och där (B)-vågen bottnade i oktober 2011. I diagrammet ser vi alla underindelningar enligt den analysen. Nu befinner vi oss sannolikt i en stor (C)-våg upp, och den bör innehålla fem mindre vågor. Som vi kan se träffades toppen i våg 1 i april 2012, botten i våg 2 i juni samma år, toppen i våg 3 i september 2012 och botten i våg 4 i mitten på november 2012. Vi bör nu befinna oss i våg 5 som ska avsluta våg (C).

Psykologin stämmer definitivt överens med tanken på att en viktig topp ska träffas då riskaptiten och optimismen är hög, samtidigt som placerarna inte oroar sig för kommande nedgångar då VIX-index när detta skrivs

noteras på sin lägsta nivå på nästan sex år. En starkt utbredd optimism är ofta ett tecken på att en topp är nära. Har vi då träffat toppen i våg (C) ännu? Hittills har vi inga signaler som visar att psykologin har toppat och därför är vår utgångspunkt att det ska vidare upp. Men vi är vaksamma på tecken som visar att index har toppat för denna gång.

HUR UTHÅLLIG ÄR UPPTRENDEN?

S&P 500



DAX

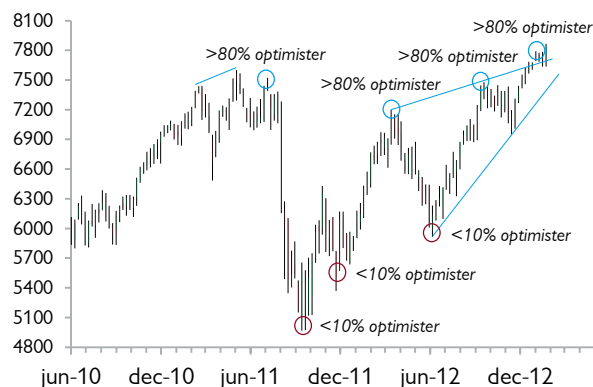
Granskar vi den tyska börsen kan vi konstatera att index visserligen noteras i upptrend men att trenden börjar tappa i styrka. Index uppvisar när detta skrivs negativa hastighetsdivergenser samtidigt som

Hittills har vi inga signaler som visar att psykologin har toppat och därför är vår utgångspunkt att det ska vidare upp. Men vi är vaksamma på tecken som visar att index har toppat för denna gång.

sentimentsindikatorerna (Daily Sentiment Index, se diagram nedan) visar att vi har för många optimister. Dessutom är placerarna uppenbarligen inte oroliga för en framtida volatilitet då VDAX (den tyska motsvarigheten till VIX-index) inte varit på så låga nivåer på mer än fem år. Detta brukar vara en indikation på en sämre utveckling framöver. Kort sagt, den tekniska analysen visar att risken för en större rekyl har ökat.

MÅNGA OPTIMISTER I TYSKLAND

Daily Sentiment Index

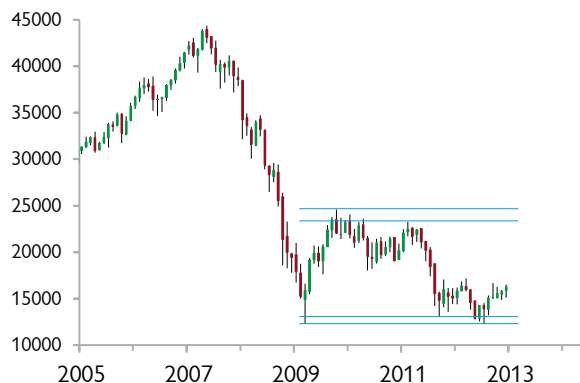


Italien

Den italienska börsen har sedan botten år 2009 utvecklats extremt svagt. I stället för en upptrend som många andra börser har visat har MIB30 noterats i en gigantisk konsolidering. I somras, juli 2012, testade index 2009-botten och den tekniska analysen ger nu indikationer om en uppgång till det motstånd som möter i spannet 23 300 till cirka 25 500.

KRAFTIG KONSOLIDERING

Milanobörsens MIB30-index



Index uppvisar när detta skrivs negativa hastighetsdivergenser samtidigt som sentimentsindikatorerna visar att vi har för många optimister...
Den tekniska analysen visar att risken för en större rekyl har ökat.

RÄNTOR

Vi ser fortfarande ingen anledning att vara investerad i räntebärande lågrisktillgångar. Svenska statsobligationer har visserligen stigit i ränta på senare tid, men ligger inte högre än 1,25 procent på femåriga obligationer. I reala termer riskerar investeraren faktiskt att få negativ avkastning på dessa nivåer.

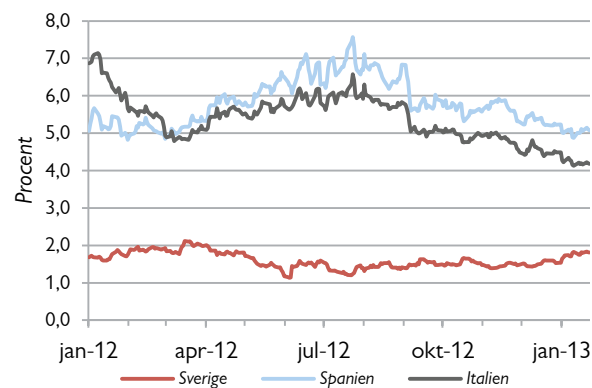
Även för bostadsobligationer är räntan för låg för att vara intressant. Den femåriga bostadsobligationsräntan ligger för närvarande på 2,2 procent. Bostadsobligationer kan visserligen anses vara köpvärda i ett relativt perspektiv (jämfört med statsobligationer), men den absoluta nivån är alltför låg för att de ska vara attraktiva ur ett absolut avkastningsperspektiv. För ränteportföljen finner man i stället de intressanta investeringarna i företagsobligationssegmentet – mer om detta i avsnittet ”Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar” på sidan 51.

Riksbanken sänkte i december reporäntan till 1,0 procent. Motiveringen löd: ”Den svaga utvecklingen i euroområdet påverkar tydligt den svenska ekonomin som nu bromsar in. Hushållens konsumtion utvecklas svagt, arbetslösheten stiger och inflationstrycket är lågt.” Europas ekonomi ser fortsatt svag ut för 2013. Den svenska ekonomin förväntas utvecklas relativt sett bättre under året, men får rimligtvis lida för den europeiska svagheten. Den uppgång som skett på senare tid i längre statsobligationsräntor ska nog främst ses som en minskning i efterfrågan på säkra tillgångar globalt, snarare än ett uttryck för optimism om den svenska ekonomin. Svenska långräntor styrs fortsatt i hög grad av den relativa efterfrågan på ”säkra” tillgångar å ena sidan och

”riskfyllda” tillgångar å andra sidan. Spegelbilden av den svenska ränteutvecklingen är att de italienska och spanska långräntorna samtidigt har sjunkit kraftigt.

SVERIGES SPEGELBILDER

Räntor, tioåriga statsobligationer



Jakten på säkra tillgångar har varit ett debatterat ämne under hösten och kommer att prägla marknaden även 2013. Många institutionella investerare, främst försäkringsbolag och banker, är tvungna att köpa obligationer med hög rating då dessa gynnas av de nya regelverken Basel III och Solvency II. Detta har lett till en knapphetsprissättning på dessa tillgångar, som exempelvis statsobligationer i länder med sunda statsfinanser. Sällan eller aldrig har prisbildningen på marknaden påverkats så mycket av myndigheters agerande. Vi anser därför att investerare (andra än de som lyder under regleringarna) gör bäst i att avstå från dessa tillgångar. Det som kan ändra denna prisbild är exempelvis urvattnade krav inom regleringarna och det är inte otroligt att så gradvis blir fallet. Redan i början av året aviserades mjukare krav,

det vill säga mindre andel statsobligationer, för bankers likviditetsbuffertar vilket är positivt för mer riskabla räntetillgångar som företagsobligationer. Detta då det kan skifta efterfrågan från statsobligationer till mindre säkra räntebärande tillgångar.

RISKER

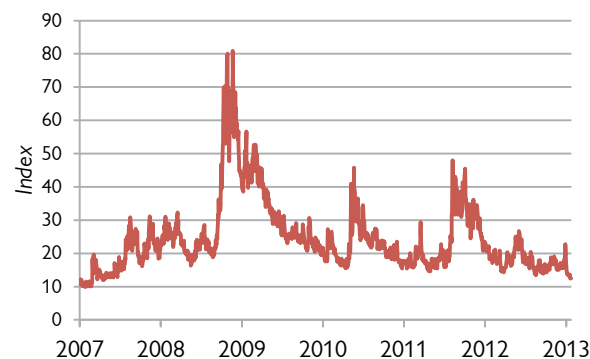
Det finns fortsatt flera globala risker att beakta. Riskerna är som vi tidigare nämnt svåra att kvantifiera och förut-säga vad gäller hur de kan påverka utvecklingen i olika tillgångsslag. Ibland ser vi att små negativa faktorer kan få stort negativt genomslag samtidigt som liknande data vid ett annat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

Matematiskt har risken mätt som volatilitet varit förhållandevis låg under det senaste kvartalet. Detta trots turbulensen inom eurozonen, amerikansk budgetoro och så vidare. Den starka kursutvecklingen bedömer vi beror på att marknaden för tillfället är starkt flödesstyrd av stimulanser och generellt något bättre makroekonomisk

statistik. Men perioder med stigande börser och låg volatilitet brukar generellt resultera i perioder av lite högre volatilitet, perioder som i sin tur är sammanflätade med en sämre börsutveckling – volatiliteten stiger ofta när börsen faller och vice versa. Riskläget är dock betydligt bättre nu än vad vi varit vana vid under de senaste åren.

LUGNT FJÄRDE BÖRSKVARTAL

Volatilitetsindexet VIX



AKTUELLT INVESTERINGSKLIMAT – SAMMANFATTNING

Makroekonomiskt klimat

Vi bedömer att det makroekonomiska klimatet förbättrats under det sista kvartalet 2012. Dels har den makroekonomiska statistiken på sistone åter varit något bättre, dels är tillväxtförväntningarna lågt ställda inför 2013 vilket medför att det finns en överraskningspotential. Men främst får den globala ekonomin fortsatt omfattande stimulanser från samtliga stora regioner i världen, där ECB:s kraftfulla



åtgärder för tillfället varit de viktigaste. Tillsammans med övriga stora centralbankers omfattande stimulanser har den sammantagna osäkerheten minskat. Investerarnas fokus kan förflyttas från skuldproblematiken och i stället riktas mot tillväxtpotentialen i världsekonomin.

Vi ger det makroekonomiska klimatet betyget 3 på en skala 1–5.

Vinster

Vinstutvecklingen är i absoluta tal god. Företagen håller vinsterna väl uppe. Den negativa vinstrevideringstrenden har bottnat. Vi anser att vinstförväntningarna befinner sig på rimliga nivåer och höjer betyget för vinstutvecklingen från 2 till 3.

Vi ger vinstutvecklingen betyget 3 på en skala 1–5.



Räntor

Långräntorna är på historiskt låga nivåer. Osäkerheten kring den globala tillväxten påverkar och har medfört utflöden från aktier och inflöden på räntemarknaden. Detta har drivit ner räntorna på många håll. Det är svårt att se att räntorna skulle falla ytterligare från dessa nivåer på egen hand.

Vi ger räntemiljön betyget 4 på en skala 1–5.



Värdering

S&P500 är i skrivande stund värderat till ett 12-månaders framåtblickande p/e-tal om 13x, samma nivå som 2009/2010. Historiskt



genomsnitt är närmare 17–18x beroende på tidsperiod. Vi ser ett liknande scenario på Europabörserna och på Stockholmsbörsens OMX-index. Värderingsstöd finns således i både absoluta och relativa termer.

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

Investeringstrend

Investeringstrenden för aktier är relativt neutral.

De flesta marknader befinner sig i relativt starka trender inom större konsolideringsintervall. Dock befinner sig dessa trender i de övre delarna av intervallen.

Vi ger investeringstrenden betyget 3 på en skala 1–5.



Risker

Matematiskt har risken mätt som volatilitet varit förhållandevis låg under det senaste kvartalet, trots turbulensen inom eurozonen och amerikansk budgetoro. Den starka kursutvecklingen bedömer vi beror på att marknaden för tillfället är starkt flödesstyrd av stimulanser och generellt något bättre makroekonomisk statistik. Riskläget är dock betydligt bättre nu än vi varit vana vid under de senaste åren.

Vi ger riskläget betyget 4 på en skala 1–5.



Sammantagen bedömning

Vi bedömer att de omfattande stimulansåtgärderna och den enorma likviditet som tillförts de finansiella marknaderna, tillsammans med en generellt något starkare makroekonomisk statistik, kommer att ge stöd till aktiemarknaden. Vi bedömer att flöden från räntetillgångar till aktier och andra risktillgångar fortsätter att vara en viktig drivkraft för börserna. Aktier ser attraktiva ut då värderingen ännu inte är ansträngd. S&P500:s värdering är inte på något sätt utmanande.

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.



Stimulanserna börjar sätta fart på tillväxten

FRAMTIDSUTSIKTER. **Vi har redan sett bättre signaler i USA. Nu har dessutom Kina vänt upp och Europa ser ut att stabiliseras. Vi bedömer att börsen under de kommande 12 till 18 månaderna har potential att stiga mer än sin långsiktiga trend.**

I den förra strategirapporten resonerade vi kring det logiska i att ta ett steg tillbaka och avvakta utvecklingen, när osäkerheten är så hög som den varit. Men kapitalförvaltning handlar inte alltid om att vara logisk. Vi resonerar ofta kring att det kan vara värt att vara en aning motvalls och öka risken när logiken säger annat. Vi är av åsikten att det, trots att det är en svårtolkad miljö vi befinner oss i, fortfarande finns betydande möjligheter att ta vara på och att ett alltför passivt agerande kan medföra att vi missar goda möjligheter.

Det vi lutade oss emot under 2012 var att världens centralbanker i allmänhet, och den europeiska centralbanken i synnerhet, i kombination med exempelvis IMF

har en grundinställning att vidta de åtgärder de bedömer nödvändiga för att lösa de utmaningar världsekonomin står inför och som de kan påverka. Därför bedömer vi inte att de krisscenarion som ibland presenteras är särskilt sannolika. Det som skapar osäkerhet är de (finans-)politiska processer som påverkar utvecklingen.

Vi kan således säga att vi har förtroende för den penningpolitik som förs, men att det finns en betydligt större osäkerhet om utfallet av de finanspolitiska processerna. Detta har medfört att vi, trots att vi varit positiva, pekat på att vi har ett förhöjt riskläge. Det är viktigt att betona att riskerna fortfarande är att betrakta som höga.

HOT OCH MÖJLIGHETER I EKONOMIN

Hot

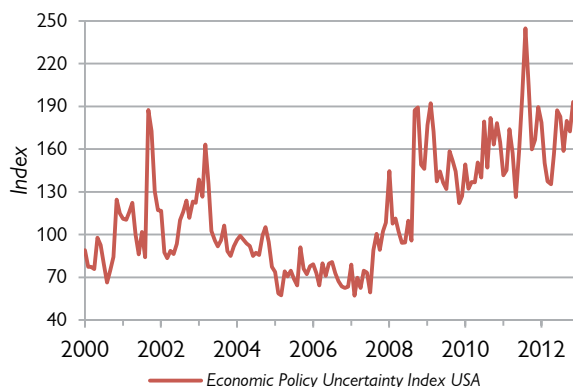
- Den globala tillväxttrenden avtar
- Ny budgetoro i USA
- Ny oroshärd i Europa – Frankrike?
- Geopolitisk oro
 - ♦ Konflikten Kina/Japan eskalerar
 - ♦ Oron i Nordafrika/Mellanöstern sprids

Möjligheter

- Europas återhämtning överraskar positivt
 - ♦ Stigande bankutlåning och stabiliserande arbetslöshet i Sydeuropa
- Kina och Brasilien överraskar positivt
- USA:s arbetsmarknad tar fart

POLITIKER + EKONOMI = OSÄKERHET

Stanford-indexet över osäkerhet kring ekonomisk politik



Grafen ovan visar Stanford University Economic Policy Uncertainty Index, som indikerar marknadens osäkerhet kring ekonomisk politik men även makroekonomisk osäkerhet i stort. Indexet grundar sig bland annat på spridningen i makroekonomernas prognoser för inflation och offentliga utgifter (ju större spridning desto större osäkerhet) samt antalet tidningsartiklar som nämner ord som "fiscal cliff", "policy uncertainty" och liknande.

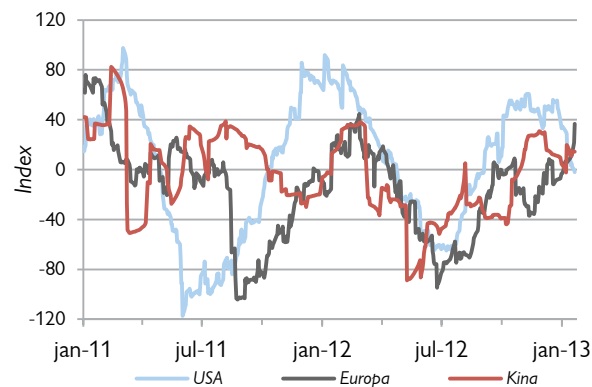
Om vi ser indexet som en generell beskrivning av den allmänna risknivån i ekonomin kan vi konstatera att osäkerheten i ekonomin efter finanskrisen 2008 lever kvar. Finanskrisen gick över i en skuldkris och det är den som nu driver upp indexet. I USA hade vi den så kallade "skuldtaksdebatten" 2011 och följetongen om "fiscal cliff" 2012. I Europa har vi problem i Spanien, Italien och Grekland med särskilt fokus på det finansiella systemet. Trots det har börserna sedan 2009 visat upp en fin avkastning. Vi kan således inte använda indexet för att dra några generella slutsatser om vart börsen kan tänkas

ta vägen. Men vi kan utifrån indexets nivå dra slutsatsen, med den höga osäkerhet som tycks råda, att volatiliteten kan tänkas vara fortsatt hög.

Vi kan nu rikta blickarna mot den ekonomiska tillväxten. Grafen nedan visar överraskningsindex för de olika länderna (Citigroup Economic Surprise Index, ett objektivt och kvantitativt mått på ekonomiska nyheter). Indexet mäter variationer i skillnaden mellan förväntningar och verklig ekonomiska data. Ett positivt värde på Citigroup Economic Surprise Index tyder på att ekonomisk data i genomsnitt har slagit konsensus, och vice versa för negativa värden. Indexen beräknas dagligen i ett rullande tre månaders intervall.

OVÄNTAT GODA NYHETER I EUROPA

Citigroup Economic Surprise Index



Vi ser här att under stora delar av 2012 var det faktiska utfallet av ekonomiska data bättre i USA, Europa och Kina. Det visar att analytikerna i genomsnitt underskattade data. Börserna reagerade dock positivt och steg under året, och de har även stigit under inledningen av 2013.

Men precis som hos placerare tenderar vi att se flockbeteende bland analytiker och sannolikt skruvades förväntningarna på data upp en del i såväl USA som Kina under senare delen av året. Det fick resultatet att den senaste datan varit en aningen svagare. I Europa däremot har trenden varit den motsatta. Här har datan under senare tid överraskat positivt.

Risken i Europa har stadigt minskat sedan sommaren 2012, då centralbankschefen Mario Draghi lovade obegränsat stöd till de finansiella marknaderna om så skulle behövas. Det lugnade marknaderna, och även om inget stöd ännu behövts har de spanska och italienska statsräntorna successivt fallit tillbaka.

Konjunkturindikatorerna ger även de en positiv signal. Reformtakten och viljan att komma tillrätta med problemen är hög, vilket också lugnar hushållen. Vi hade en liknande händelseutveckling i Sverige under 1990-talskrisen – optimismen och ekonomin vände innan budgetstatistiken gjorde det. Ett annat exempel är Estland som återhämtat sig efter sin skuldsanering och nu har bättre och sundare ekonomi än EU-genomsnittet. Som framgår av avsnittet om globala aktier på sidan 42 medför också denna utveckling i Europa att vi höjer våra utsikter något och rekommenderar en något ökad exponering i en global aktieportfölj.

RISKER MOT POSITIVT HUVUDSCENARIO

Risk i finansiella sammanhang uttrycks ofta som volatilitet, vilket något förenklat kan förklaras som hur stora avvikelser en värdepappersportfölj uppvisar mot sin genomsnittliga utveckling.

Vi gör bedömningen att dessa rörelser under kommande 12–18 månader kommer att vara större än ”normalt”. Mot bakgrund av de senaste årens periodvis skakiga marknader tror vi att investerare agerar nervöst från tid till annan.

För att sammanfatta: Vi bedömer att vi kommer att se en positiv börs, men uppgången kommer att ske på en nervös marknad med stora slag, positiva såväl som negativa. Det vi måste fokusera på är den underliggande trenden och vår bedömning är att den kommer att vara positiv.

Det som skulle kunna få vårt positiva scenario på fall, med en negativ trend som följd, är att de faktorer vi lyft fram som positiva möjligheter inte infrias. Vi kan ana ett mönster där expansiva åtgärder som LTRO, QE och OMT och så vidare skapar en initial positiv effekt på risktillgångar, till följd av en förväntad positiv effekt på den underliggande ekonomin. Om denna effekt inte uppnås kommer risktillgångar snabbt att falla tillbaka i värde. Detta såg vi inte minst under våren 2012, då stora delar av den börsuppgång vi såg i samband med LTRO snabbt raderades ut. Således kan svagare tillväxtsiffror ganska

Vi bedömer att vi kommer att se en positiv börs, men uppgången kommer att ske på en nervös marknad med stora slag, positiva såväl som negativa.

snabbt resultera i att den positiva risktrend vi haft under hösten och vintern bryts. Här kan vi bland annat peka på att exempelvis IMF nyligen sänkt sina tillväxtutsikter för Europa.

Vad gäller eurozonen kan den utgöra ett allvarligt hot om inte tillväxten kommer igång. Framför allt behövs tillväxten för att få ned den nu rekordhöga arbetslösheten – ungdomsarbetslösheten i Spanien är 55 procent. Hittills finns det en stark uppslutning kring euron, men förbättras inte den ekonomiska situationen kan det snabbt förändras. Än så länge har missnöjesyttringarna varit relativt begränsade, men tendenserna har förstärkts i takt med att recessionen inom eurozonen har brett ut sig i såväl djup som tid. Många politiker är i dagsläget observanta på de strömningar som råder.

Vi ser även med viss oro på de geopolitiska risker som finns i världen, även om de inte ska överskattas. Vi bedömer dock att den arabiska våren och de spridningseffekter som funnits i Mellanöstern är fenomen som är relativt kända och bevakade av marknaden. En spridning av Syrienkonflikten till Iran eller den arabiska halvön skulle naturligtvis få effekter på framförallt oljepriset,

För de finansiella marknaderna kan en eskalerande utveckling i konflikten mellan Kina och Japan vara mer allvarlig. Nationalismen flödar i bägge länderna och påverkar det politiska klimatet.

men därutöver är regionens effekt på den globala ekonomin marginell.

För de finansiella marknaderna kan en eskalerande utveckling i konflikten mellan Kina och Japan vara mer allvarlig. Nationalismen flödar i bägge länderna och påverkar det politiska klimatet. Kinas allt starkare position i Asien, såväl ekonomiskt som militärt, har medfört att bland annat Indien och Japan närmat sig USA ytterligare (till och med Vietnam vill ha ett militärt samarbete med USA). Kinas oförutsägbarhet är nog det som oroar marknaderna mest. En konflikt i Asien är dock inte förväntad och vi åsätter den en låg sannolikhet.

SAMMANFATTNING AV INVESTERINGSSTRATEGI

I våra längre prognoser utgår vi ifrån att den genomsnittliga avkastningen de kommande 12 till 18 månaderna kommer att vara bättre än normalt. Utöver detta bedömer vi att volatiliteten på både lång och kort sikt kommer att vara högre än det historiska genomsnittet. Med en

hög volatilitet kan vi få medellånga perioder med stark avkastning men också perioder med betydande värdefall. Vi fokuserar dock på den underliggande trenden, som vi anser vara positiv, och rekommenderar en fortsatt övervikt mot aktier.

En mer normal värld?

NYA SAMBAND. **Vi kan vara på väg mot en period då högre långräntor och mindre centralbanksstimulanser är positiva för börserna – precis som före finanskrisen.**

De senaste åren har vi på de finansiella marknaderna vant oss vid en rad samband som tidigare inte fanns. Men kanske normaliseras läget nu något då vi går ur en kris och tillväxten återhämtar sig.

Samtidigt är det ännu långt ifrån högkonjunktur, även om de politiska riskerna efter årets första kvartal bör vara lägre: USA:s akuta skuldkris är troligtvis löst och det italienska valet överstökat.

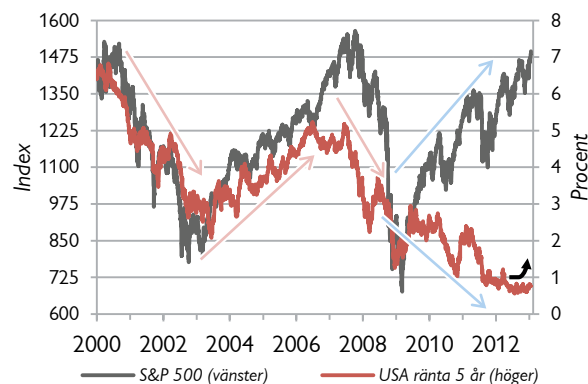
Vår bedömning är att vi får något högre obligationsräntor samtidigt som Federal Reserve kommer att signalera minskande stimulanser, något vi tror kan gynna börsen. Kanske kan börsen också gå hand i hand med en starkare dollar.

BÖRSEN – RÄNTOR

Vi tror att det gamla logiska samband som vi bland annat såg 2000–2009, där stigande räntor inte var ett hot mot börsen utan snarare sammanföll med en stigande börs, kan vara på väg att återetableras. Sedan mitten av november har de amerikanska statsobligationsräntorna stigit med 30 punkter till de högsta nivåerna på ett halvår, samtidigt som börsen klättrat uppåt med nästan 9 procent. Detta är logiskt. En bättre ekonomi bör leda till högre inflationsrisk och därmed högre räntor, men också till bättre vinstutsikter för företagen som i sin tur driver upp börsen.

SAMBANDET SOM BRÖTS (1)

2000–2009 steg börsen i takt med statsobligationsräntorna



Vi tror att det gamla logiska samband som vi bland annat såg 2000–2009, där stigande räntor inte var ett hot mot börsen utan snarare gick hand i hand med en stigande börs, kan vara på väg att återetableras.

BÖRSEN – FEDERAL RESERVE

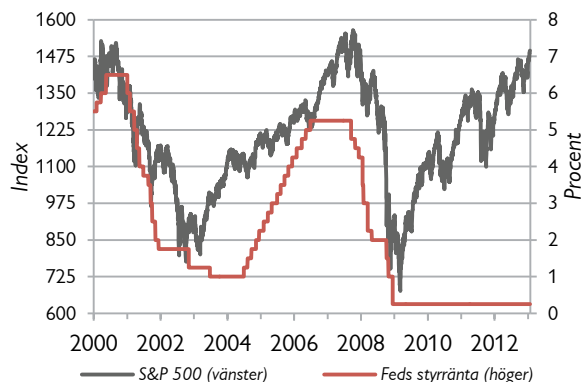
Sedan finanskrisen hösten 2008 har Feds stimulanser, inte minst de extraordinära stimulanserna, gjort börsen glad. När protokollet från Feds senaste möte under 2012 släpptes framgick det att Fed övervägde att avbryta det senaste stimulansprogrammet, QE3, under 2013 – det vill säga i förtid.

Denna nyhet var oväntad, men togs lite överraskande inte emot så negativt. Det gav en indikation om att det gamla logiska mönstret är på väg tillbaka. Om Fed inte anser att extra stimulanser behövs är det ett styrketecken för ekonomin.

Historiskt har räntehöjningar gått hand i hand med en stigande börs tills de dämpande effekterna på ekonomin börjat anas. Vice versa sågs räntesänkningar som en följd av en oroande svag ekonomi, vilket ofta pressat ner börskurserna – tvärt emot vad vi varit vana vid de senaste åren.

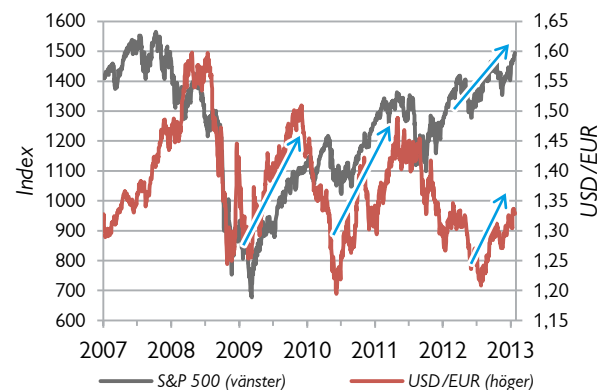
SAMBANDET SOM BRÖTS (2)

2000–2008 rörde sig Feds styrränta ungefär som börsen



SAMBANDET SOM BRÖTS (3)

Efter finanskrisen stärks dollarn då börsen faller



BÖRSEN – DOLLARN

Under åren sedan finanskrisen har orostider inneburit en fallande börs och en starkare dollar, eftersom dollarn har upplevts som en säker placering och ett sätt att undvika risk. Det syns ännu inga tecken på att detta mönster är på väg att brytas, men om läget generellt anses mindre osäkert skulle det kunna innebära att en samtida uppgång i aktier kan ske samtidigt som dollarn stärks. Detta var vanligt före 2008.

Om läget generellt anses mindre osäkert skulle det kunna innebära att en samtida uppgång i aktier kan ske samtidigt som dollarn stärks. Detta var vanligt före 2008.

Nya tider, nya hot och möjligheter – ny portfölj

PORTFÖLJSTRATEGI. **Vi arbetar utifrån prognosen att vi under de kommande 12 till 18 månaderna kommer att ha en börsutveckling som är starkare än snittet. Därför har vi fyllt portföljen med placeringar som bör gynnas av denna utveckling.**

Under de senaste åren har mycket hänt på de finansiella marknaderna som måste beaktas om man bedriver kapitalförvaltning. Finanskrisen och skuldkrisen har visat att en rad gamla sanningar måste ifrågasättas när det kommer till hur vi analyserar marknader och positionerar våra värdepappersportföljer. Marknaden för finansiella instrument har utvecklats, vilket gör att möjligheterna att bedriva en effektiv kapitalförvaltning gradvis förbättras. Med effektiv kapitalförvaltning menar vi att möjligheterna gradvis förbättras att givet en viss risknivå nå en allt högre avkastning.

Förutom att vi har ett delvis nytt synsätt på de finansiella marknaderna och nya instrument att använda måste vi även bilda oss en uppfattning om utvecklingen de kommande åren för att sätta samman våra portföljer. I vår diskretionära kapitalförvaltning, där Carnegie sköter investeringarna för kunders räkning, har vi försökt möta denna utveckling genom att anpassa hur vi arbetar och förvaltar våra kunders medel.

När vi sätter samman den strategiska portföljen, det vill säga bestämmer hur mycket aktier, räntor, krediter, råvaror och så vidare vi i genomsnitt har i portföljen över tid, bör vi tänka på en del saker:

1. Traditionella räntepapper ger i dag en låg avkastning trots att de kan ses som ganska riskfyllda. I det medellånga perspektivet över ett till tre år är det svårt att se att det ska ändras. Det talar för att vi kan hålla en låg exponering mot statsskuldsväxlar och statsobligationer.
2. Vi vill utnyttja nya investeringsmöjligheter. I exempelvis Sverige har många sådana vuxit fram inom krediter, såsom företagsobligationer. Dessa kan ta en del av det utrymme som traditionella räntepapper tidigare fyllt i portföljen.
3. Vi vill inflationssäkra portföljerna. Om alla de penningpolitiska åtgärder som nu vidtas på global nivå lyckas kan det innebära en period av högre inflation som gynnar tillgångsslaget råvaror. Av detta skäl kan med fördel råvaror inkluderas i den strategiska portföljen.
4. Att i perioder av osäkerhet köpa statsobligationer är inte längre ett bra skydd. Det var det exempelvis 2008, men med nuvarande ränteläge är det inte att rekommendera. Det har vuxit fram en marknad med börshandlade indexprodukter som i stället kan

användas för att skydda portföljen. Det gör att vi bör tillåta oss att ”blanka” exempelvis aktieindex och råvaror, vilket innebär att vi tjänar pengar vid fallande tillgångspriser.

Grafen överst till höger illustrerar hur vår tidigare ”moderportfölj”, den portfölj som utgör basen för vår förmögenhetsförvaltning och våra rekommendationer, utformats.

Basen utgörs av de fyra tillgångslagen svenska/nordiska aktier, globala aktier, räntor (statspapper) samt alternativa tillgångar.

Inom ramen för alternativa tillgångar har vi historiskt haft företagsobligationer, råvaror, hedgefonder samt olika former av annorlunda placeringsstrategier. Det som historiskt gömts i denna kategori bör numera vara en betydande del av basportföljen. Det beror på att marknaderna utvecklats och nya placeringsmöjligheter tillkommit.

Om vi kombinerar det aningen speciella läge de finansiella marknaderna befinner sig i med de nya placeringsmöjligheter som finns, är vår bedömning att en basportfölj lämplig för förmögenhetsförvaltning för de kommande tre till fem åren bör ha den strategiska sammansättning som grafen nederst till höger visar.

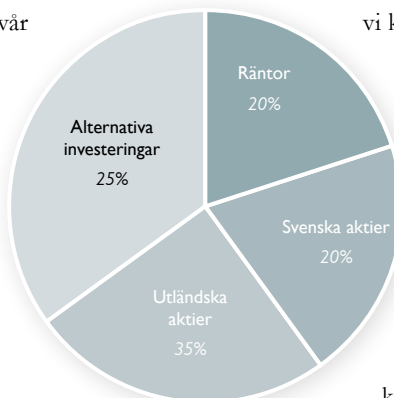
HÖGRE UNIK RISK – LÄGRE TOTAL RISK

Då portföljen ovan är väldiversifierad mellan ett större antal tillgångsslag kan vi tillåta oss en högre unik risk inom respektive tillgångsslag, vilket innebär att vi tillåter en ordentligt aktiv förvaltning. Inom den kategori

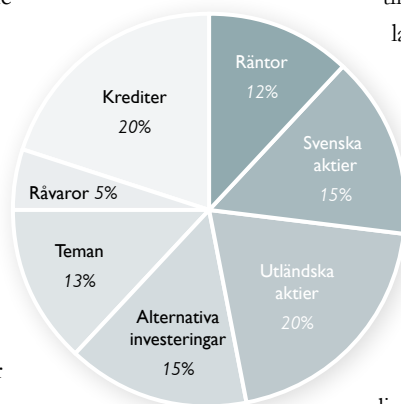
vi kallar ”tematiska investeringar” tar vi extra stora positioner mot de placeringsalternativ vi tycker är särskilt intressanta i det kortare perspektivet. Ett exempel är den position mot den amerikanska bostadsmarknaden som vi initierade under sommaren, ett annat vår exponering mot den europeiska banksektorn från i våras.

Vår utgångspunkt är vidare att variationen i avkastning, risken, blir hög även de kommande åren. Det krävs att man är aktiv i sin förvaltning både inom och mellan tillgångslagen för att resultatet ska bli bra. Kanske mer aktiv än vad som krävts historiskt. Genom att tillåta positioner där vi tjänar pengar på fallande priser, exempelvis aktier och olika råvaror, kan vi skydda tillgångarna i portföljen i perioder av högre osäkerhet. På så vis får vi fokus på absolut avkastning.

Sammantaget innebär en högre grad av diversifiering mellan tillgångsslag, och högre unik risk inom respektive tillgångsslag i kombination med positioner där vi försöker tjäna pengar på både stigande och fallande priser, att vi har möjlighet att hålla en lägre risk i den nya portföljen utan att sänka avkastningspotentialen.



**GAMMAL
PORTFÖLJ**



NY PORTFÖLJ

AKTUELL PORTFÖLJSTRATEGI

Vår nuvarande strategi är inte helt olik den vi anammade initialt under 2012. Aktiemarknaderna under året präglades av en haltande global tillväxttakt, där varken USA eller Kina övertygade och euroområdet befann sig i recession. I fokus kom världens stora centralbanker och deras agerande med fortsatta stimulerande åtgärder. Den makroekonomiska statistiken förbättrades en aning under slutet av fjolåret, men stimulanserna borde få större effekt och tillväxtförväntningarna kommer att präglade även 2013. Detta medför att vi bibehåller vår positiva syn på börsens utveckling under året.

2012 – ETT BRA BÖRSÅR

Index	Land/Region	Utveckling 2012 ¹
OMXS30	Sverige	11,8%
DAX	Tyskland	24,4%
S&P 500	USA	13,4%
Nikkei 225	Japan	22,9%
Hang Seng	Kina	22,9%
MSCI AC World	Världen	13,2%
MSCI Emerging Markets	Tillväxtmarknader	13,9%

¹ Avkastning i lokal valuta och exklusive utdelningar

Den svaga ekonomiska tillväxten till trots har börserna utvecklats väl under 2012 och de flesta globala index steg under året med 13–15 procent. Under 2013 kommer

således marknadens fokus i allt större utsträckning att förflyttas från skuldproblematiken – främst inom eurozonen, men även i USA – och i stället riktas mot ekonomisk tillväxt.

Den prognos vi arbetar utifrån är att börsen över tid stiger med 8–10 procent per år och att vi under de kommande 12 till 18 månaderna kommer att ha en börsutveckling som är starkare än snittet. Givet denna prognos har vi fyllt portföljen med en del placeringar som vi bedömer gynnas av denna utveckling.

Tematiska positioner i portföljen

Positionerna nedan är tematiska till sin karaktär och vi räknar vid investeringstillfället med att de ska ingå i portföljen under 6 till 18 månader. I perioder av ökad osäkerhet och större marknadsrörelser kan dock omsättningshastigheten på positionerna öka eftersom vi har fokus på absolut avkastning. Några av de positioner som är av större betydelse i vår portfölj är de följande.

I våra diskretionära mandat har vi sedan våren gradvis ökat vår exponering mot en korg av europeiska ”företagsobligationer” i form av exponering mot ett index som heter iTraxx. Totalt sett har närmare 50 procent av den del av portföljen vi benämner ”alternativa investeringar” under 2012 haft exponering mot detta index. Risken i denna korg är jämförbar med

Den prognos vi arbetar utifrån är att börsen över tid stiger med 8–10 procent per år och att vi under de kommande 12 till 18 månaderna kommer att ha en börsutveckling som är starkare än snittet.

riskerna i aktier. Vi har också rekommenderat en taktisk övervikt i en blandportfölj mot denna del av den totala förvaltningsportföljen. Det innebär att risken i våra diskretionära mandat, där denna typ av positioner är möjliga, har varit högre än aktievikten indikerat. Vi rekommenderar investerare att behålla dessa positioner då vi fortfarande bedömer att avkastningspotentialen i relation till risken är god.

Europeiska företagsobligationer. Osäkerheten i Europa är fortfarande betydande men har i och med ECB:s agerande under 2012 reducerats. Samtidigt bedömer vi även att riskerna för betalningsinställelser fortsatt minskar. Om de upplevda riskerna med investeringar i bolag minskar kommer företagsobligationer att utvecklas väl, då avkastningskravet från investerare avtar och efterfrågan ökar.

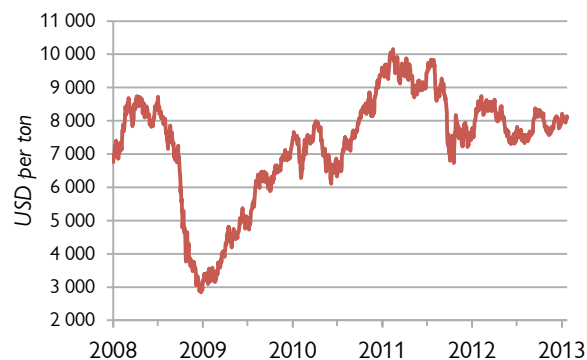
Aktier världsindex. Som beskrivits tidigare bedömer vi att börsen i årstakt kommer att ge en avkastning som överstiger de 8–10 procent i årstakt som är det långsiktiga snittet. Ett enkelt sätt att få exponering mot hundratala bolag världen över är att investera direkt i världsindex. Vi har i vår portfölj valt ett innehav som exkluderar tillväxtmarknader – skälet är att vi har en specifik investering mot råvarusektorn i stället.

Globala råvarubolag. Detta tema har haft en relativt svag utveckling under 2012 men med en mer positiv syn på Kina bedömer vi att 2013 blir bättre. Den svaga utvecklingen 2012 förklaras till stor del av den blygsamma globala tillväxten. Vi ser dock framför oss en gradvis förstärkning av tillväxten och med det en allt större efterfrågan på råvaror som exempelvis olika metaller.

I perioder med bättre global tillväxt tenderar också sektorn att ge bättre avkastning än globala aktier som helhet, vilket visar sig om vi ser till beta som är betydligt högre i denna typ av bolag relativt börsen som helhet. En stor andel av bolagen i denna sektor finns på tillväxtmarknaderna.

HET METALL

Kopparpriset



Råvarubolagen har haft en relativt svag utveckling under 2012 men med en mer positiv syn på Kina bedömer vi att 2013 blir bättre. Den svaga utvecklingen 2012 förklaras till stor del av den blygsamma globala tillväxten.

Amerikansk konsumtion. För den som vill ha en aktieexponering med lite lägre risk är den amerikanska dagligvarusektorn ett intressant val. Bolag som Procter & Gamble, Coca-Cola, Philip Morris och Walmart är exempel på bolag i denna sektor. Det är stora bolag med stabil omsättning och utdelning. I osäkra tider är det denna typ av bolag som investerare tenderar att söka sig till och det medför att risken i denna sektor är relativt låg. Bolagen fångar dock upp en viss tillväxtpotential då de är globala och har betydande exponering mot tillväxtmarknader.

Avkastningen har under året varit i paritet med ett globalt världsindex med skillnaden att risken har varit lägre. En exponering mot konsumtion, oavsett om den är amerikansk eller mer global, är ofta ett bra val för den som vill erhålla en aktieexponering med lite lägre risk.

Amerikanska bostadssektorn. Amerikanska huspriser föll i närmare sex år och är 40 procent under toppnoteringarna från 2006 – det är den värsta bostadskraschen i modern amerikansk historia. Men bostadssektorn har nu vänt. Det har varit en av de sista pusselbitarna i den amerikanska ekonomins återhämtning och sektorn har nu börjat visa styrka. Den starkare bostadsmarknaden kommer att vara en god bidragsgivare till BNP-tillväxten framöver. Vi bedömer att en exponering mot den amerikanska bostadsmarknaden bör utvecklas väl i såväl

relativa som absoluta termer. Under 2012 steg vår position med cirka 16 procent i svenska kronor. Vi bedömer dock att potentialen är betydligt större under de kommande åren.

LJUSNING PÅ USA:S BOSTADSMARKNAD

SPDR S&P Homebuilders ETF (XHB)



Den starkare bostadsmarknaden kommer att vara en god bidragsgivare till BNP-tillväxten framöver. Vi bedömer att en exponering mot den amerikanska bostadsmarknaden bör utvecklas väl i såväl relativa som absoluta termer.

Europeiska banker

Att investera i den europeiska banksektorn är en investering med betydande risk men också betydande potential. I och med ECB:s agerande under sommaren 2012 har risken i den finansiella sektorn minskat avsevärt. Vi behåller vår bankexponering, som steg med nästan 30 procent under 2012 i svenska kronor, då vi bedömer att den kommer att fortsätta utvecklas väl i takt med att eurozonens tillväxt förbättras.

EU:S BANKSEKTOR: RISK MED POTENTIAL

iShares EURO STOXX Banks ETF (SX7EEX)



Koppar

Kopparn brukar ses som en konjunkturindikator och metallen bör kunna utvecklas väl i ett läge där tillväxten förbättras och den kinesiska ekonomin expanderar. Det finns dock faktorer som kan verka dämpande på kopparpriset och ett exempel är de höga lagernivåerna. Vi väljer att i detta läge behålla vår övervikt, men det kan komma att ändras om trenden skulle vika av någon orsak. Om produktionen kommer in lågt under året kan det definitivt gynna kopparpriset. Vår tro på en allt starkare konjunktur är en starkt bidragande faktor till vår bedömning att industrimetaller, däribland koppar, kan få en positiv utveckling framåt.

Om produktionen kommer in lågt under året kan det definitivt gynna kopparpriset. Vår tro på en allt starkare konjunktur är en starkt bidragande faktor till vår bedömning att industrimetaller kan få en positiv utveckling.

Sydeuropeiska
länder mår sämre
än snittet i EU,
men har högre
reformtakt.

Viktor Emanuel-gallerian i Milano
kan se fram emot bättre tider om
konjunkturen i landet fortsätter att
stabiliseras. Foto: Nikada/Istockphoto



TEMA **Vi bedömer att de ekonomiska signalerna från Europa och Kina kan komma att överraska positivt i år.**

Efter USA – nu står Europa och Kina på tur

Förväntningarna på Kina är för lågt ställda och vi bedömer att ekonomin redan har bottnat – bland annat har vissa signaler redan börjat överraska positivt. I Europa ser vi en tydlig stabilisering i indikatorerna, vilket i sig är tillräckligt för att Europa ska kunna överraska och visa en svagt positiv tillväxt i år. Flödena till aktier ser ut ha tagit fart på allvar, men Europa har hittills sett väldigt små inflöden jämfört med andra marknader. Vi ser en rad tänkbara positiva händelser som gör förhållandet mellan risk och avkastningspotential för europeiska aktier attraktivt i nuläget.

EUROPA

Tillväxt i fokus

Risken i Europa har stadigt minskat sedan sommaren 2012, då centralbankschefen Mario Draghi utlovade obegränsat stöd till de finansiella marknaderna om så skulle behövas. Det lugnade marknaderna och även om inget stöd ännu behövts har de spanska och italienska

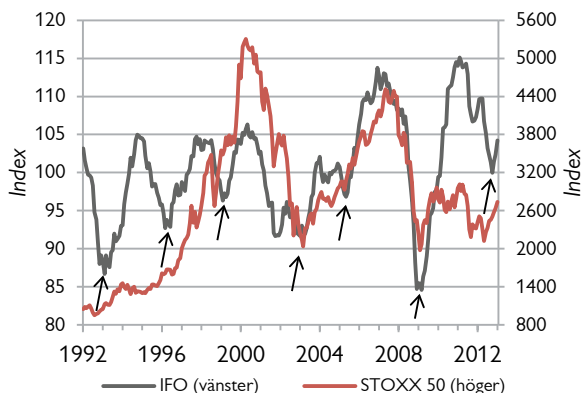
statsräntorna successivt fallit tillbaka. ECB:s likviditetsstöd (LTRO) tog hand om bankrisken och det senaste stora löftet om obegränsad stödbereidskap för statsobligationer, det så kallade OMT, tog hand om statsrisken. Vi tror att nästa fokus blir på tillväxten och att oron kring Europas tillväxtutsikter kommer att avta.

Barometrar signalerar börsvändning

Den tyska konjunkturbarometern från institutet IFO är en av de bästa temperaturmätarna för europeisk ekonomi. IFO-barometern har nu stigit tre månader i rad. Historiskt har vändpunkter i IFO-indexet inneburit att den sämsta tillväxtfasen varit passerad och det har ofta sammanfallit med en börsvändning uppåt. Det är till och med så att konjunkturbarometrarna från samtliga fyra stora EMU-länder (Tyskland, Frankrike, Italien, Spanien) nu visar på stabilisering eller små förbättringar, samtidigt som hushållens pessimism i dessa länder har slutat att öka.

SIGNAL OM KONJUNKTURLYFT I EU

Den tyska konjunkturbarometern IFO och EU:s storbolag



Reformtaktan är hög i Sydeuropa

Sammanställningar och bedömningar av den ekonomiska hälsan och reformtaktan i de olika länderna konstaterar att de flesta sydeuropeiska länder naturligtvis mår sämre än genomsnittslandet i EU, men att de alla har högre reformtakt. Listan toppas faktiskt av Grekland som anses göra flest reformer – det är positivt. Ju fler reformer som kommer på plats, desto mindre oroliga blir hushåll och företag eftersom regeringen upplevs ha kontroll över situationen.

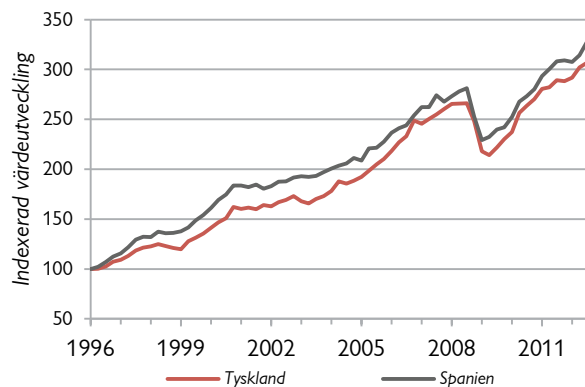
Bra global tillväxt gynnar Europas export

Europa är exportberoende, så en hygglig tillväxt i USA och positiva överraskningar i Kinas ekonomi kommer att gynna cykliska bolag i Europa. Reformarbetet och måttlig

draghjälp från en svag euro har tvingat fram konkurrenskraftsförbättringar inom främst den sydeuropeiska industrin. Spanien har en mindre exportsektor än Tyskland, men har haft en lika positiv värdeutveckling som den tyska exporten. Påståenden om att Sydeuropa inte skulle vara konkurrenskraftigt stämmer alltså inte, vilket borde kunna innebära positiva exportövertäckningar om den globala tillväxten blir bättre.

SPANSK EXPORT VÄXER SNABBARE ÄN TYSK

Exportutveckling



Tysk arbetslöshet är rekordlåg – tryggt

Arbetslösheten är hiskligt hög i många länder i Europa, samtidigt som den i Tyskland är den lägsta på två decennier (även om den stigit några tiondels procentenheter de senaste månaderna). Tyskarna är därför väldigt

Spanien har en mindre exportsektor än Tyskland, men har haft en lika positiv värdeutveckling som den tyska exporten. Påståenden om att Sydeuropa inte skulle vara konkurrenskraftigt stämmer alltså inte.

optimistiska, särskilt den yngre generationen, eftersom jobbtryggheten är hög. Arbetslösheten är en av de konjunktursignaler som vänder upp sent och därför är det bättre, som placerare, att följa konjunkturbarometrar. Hushållen börjar konsumera mer redan innan arbetslösheten faller, eftersom de uppfattar risken att bli av med jobbet som lägre än tidigare.

Den inhemska efterfrågan i Sydeuropa förblir nog svag ett tag till, men i Tyskland och andra nordeuropeiska kärnländer bör inhemska sektorer se en bättre efterfrågan. Även för problemländerna är åtstramningarna i budgetarna mindre i år än 2012. Som helhet prognostiseras hela EMU visa ett överskott i den så kallade primärbalansen, det vill säga budgeten utan räntekostnader för statens upplåning. Nu har ju dessutom ränteläget kommit ner ordentligt, främst i Sydeuropa, och läget är inte så svart som många verkar tro – det går åt rätt håll.

U-sväng i budgetbesparingar?

Om 2012 var året då ECB gjorde en U-sväng och lovade obegränsat stöd, så kan 2013 bli året då åtstramningspolitiken gör en U-sväng och görs mindre stram än planerat. Tyskland driver hårt linjen att det strukturella reformarbetet måste fortsätta, men signalerna är samtidigt att tillväxten ska strypas så lite som möjligt. Kanske blir det Italien och Mario Monti som går i bräschen för en mindre stram budgetpolitik som motvikt till Tyskland – Italien har nämligen ganska sund budgetbalans med ett växande överskott i primärbalansen, där räntebetalningar exkluderas. Det är sannolikt att ett fortsatt räntefall kommer att skapa en ännu bättre budgetsituation i landet.

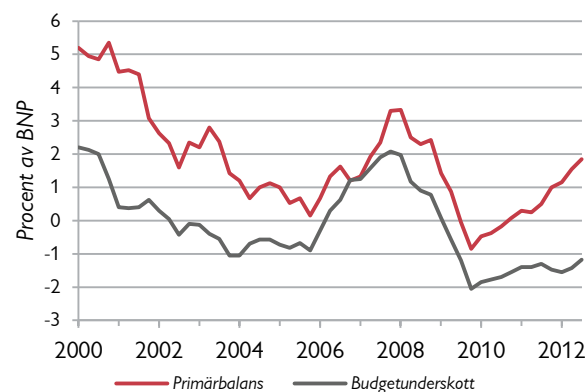


I Tyskland, där jobbtryggheten traditionellt är hög, är arbetslösheten den lägsta på två decennier. Optimismen är stor bland de yngre.

Foto: Getty Images/All Over Press

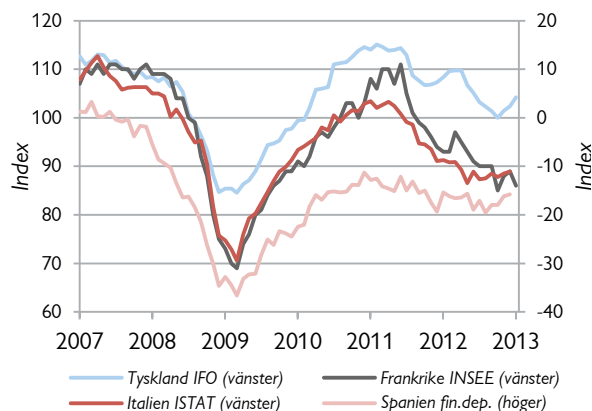
ITALIENS STATSFINANSER REPAR SIG

Primärbalans och budgetunderskott, genomsnitt 4 månader



EU:S BAROMETRAR STIGER

Konjunkturbarometrar



Färre bankbekymmer

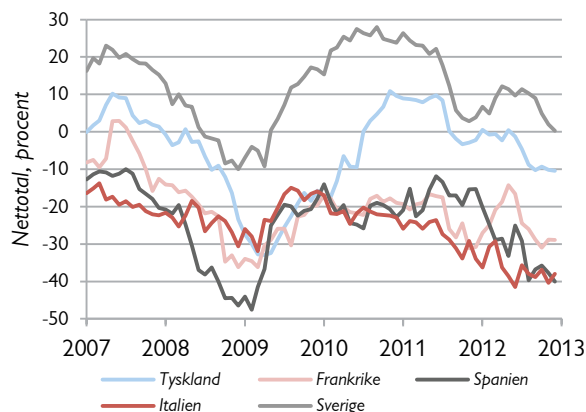
Kreditgivning från banker går ännu trögt i Europa, men de europeiska bankerna har inte längre finansieringsproblem. De anger själva i den kvartalsvisa studie som ECB gör att skälet till deras försiktiga utlåning nu främst är osäkerheten om det ekonomiska läget. Det innebär att om pessimismen avtar och vi får se viss optimism kan utlåningen börja ta fart. Nedgången i spanska och italienska obligationsräntor får lånekostnaderna för företagen i dessa länder att närma sig det europeiska snittet.

Läget under kontroll

Naturligtvis är inte krisen över i EMU och situationen är utan tvekan dystert i Sydeuropa, men förväntningarna är också lågt ställda. Det är också uppenbart att ECB:s garantier har fyllt ett viktigt syfte och minskat risken betydligt, och i kombination med att Tyskland nu sätter tonen kommer reformer att ske. Spanien har ännu inte

PLANAR PESSIMISMEN UT?

Hushållens optimism



ansökt om hjälp från räddningsfonden för att erhålla ett brett ekonomisk stöd, men räntorna har ändå fallit tillbaka. Italien ska gå till val, men Silvio Berlusconi verkar uträknad och Mario Monti ser ut att kunna få en viktig roll även framöver – det är klart positivt, då Monti står som garant för fortsatt reformarbete. För att europeiska aktier ska stiga tror vi det räcker med att konjunkturen stabiliseras, det vill säga slutar försämrans.

Även om det är en lång väg kvar att vandra tror vi att marknaderna snart kommer att sluta betrakta Spanien och Italien som problemländer i EMU – framsteg snarare än motgångar kommer att uppmärksammas. Frankrike skulle däremot kunna segla upp som en ny oroshärd, reformtaket är låg och väldigt lite görs för att förbättra konkurrenskraften. Å andra sidan har landets president François Hollande uttryckt en större reforminsikt den senaste tiden – nu gäller det bara att leverera, så att inte marknaderna driver upp de franska räntorna.

GLADA BESKED ATT HOPPAS PÅ

- Italiens underskott minskar och stimulanser införs.
- Mario Montis tillväxtfokus blir motvikt till tyska förbundskanslern Angela Merkels reformfokus.
- Frankrike gasar på med reformer och minskar EMU-risken ytterligare.
- Grekland överraskar på uppsidan och bankutlåningen tar fart.
- Tysk ekonomi överraskar och börjar på allvar agera tillväxtnässigt draglok i EMU.

Vi ser fortsatt positivt på europeiska banker

Vi har sedan länge en stor exponering mot europeiska banker – de har haft en stark utveckling och vi vill behålla exponeringen. Vi bedömer att det finns fortsatt potential i takt med att de tre stora riskfaktorerna avtar ännu mer:

- Den statsfinansiella risken är på väg ned, då spanska och italienska räntor faller markant och ledande konjunktursignaler bottnar.
- Bankernas återhållsamhet med krediter kommer att minska. De har inte längre finansieringsproblem utan det är främst konjunkturosäkerhet som gör dem försiktiga. Vi bedömer att osäkerheten avtar i takt med en ökad global tillväxt.
- Regleringarna kommer sannolikt att luckras upp och senareläggas. Nyligen blev reglerna kring likviditetsbuffertarna mer generösa och senaste

datum att leva upp till dem sköts fram till 2019.

Politikerna verkar inse att det är svårt att ge med ena handen (ECB) och ta med den andra (regelverk).

Vinstprognoserna pekar på att banksektorn bör visa bra utveckling i år med stigande avkastning på eget kapital. Mindre tillväxtoro borde också gynna bankaktier.

KINA

Kina inledde sina stimulanser under våren 2012 och dessa följdes upp med ytterligare åtgärder under hösten. Detta verkar nu ha fått ekonomin att vända upp. Inköpschefsindex har stigit över sin expansionsnivå de senaste tre månaderna och därmed har den fallande trend indexet befunnit sig i de senaste 1,5–2 åren brutits. Exempelvis har infrastruktursatsningarna börjat ge stöd åt ekonomin



Järnvägsbyggena i Kina är många. Här provkörs det snabbtåg som når 500 kilometer i timmen mellan Shanghai och Hangzhou.

Foto: Getty Images/All Over Press

och produktionen av både järnvägsstål och asfalt har stigit markant.

Utöver satsningarna på infrastruktur har Kina sänkt räntan två gånger med totalt 0,5 procentenheter, satt igång byggande av billiga bostäder, gjort vissa skattesänkningar för hushållen samt tagit bort regler för markfastigheter. Viss markavreglering har också skett. Kanske kan den politiska osäkerheten under förra året, då en ny politbyrå skulle tillträda, ha haft en dämpande effekt på investeringar och expansion. Denna risk är nu borta.

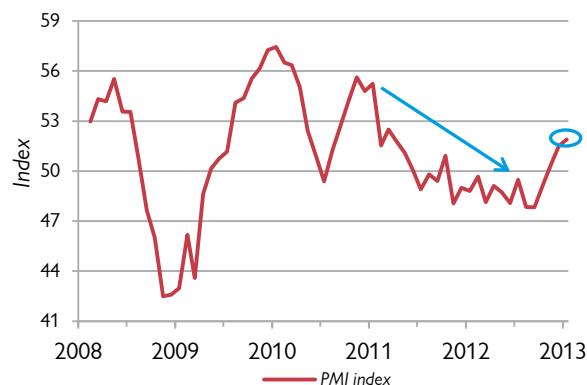
Den nya politbyrån anses inte så reformvillig, men då åsyftas oviljan att göra ekonomin mer liberal

– stimulansreformer för att få fart på ekonomin är dem inte främmande. Det är sannolikt att ytterligare satsningar görs på lokala byggprojekt. Ledningarna har signalerat en vilja att öka budgetunderskottet och öka bankernas utlåning, vilket skulle ge ytterligare skjuts åt ekonomin.

Det känns lovande att exportsignalerna överraskat positivt, eftersom Kinas export förra året dämpades ordentligt av krisen i Europa. Bättre än förväntad bilförsäljning är också hoppfullt. Såväl industriproduktionen som exporten och importen har bottnat och börjat visa bättre tillväxt.

KINAS INKÖPSCHEFER REPAR MOD

Inköpschefsindex (HSBC), säsongsrensats



Den nya politbyrån anses inte så reformvillig, men då åsyftas oviljan att göra ekonomin mer liberal – stimulansreformer för att få fart på ekonomin är dem inte främmande.



Kinas nye sterke man Xi Jinping. Foto: Getty Images/All Over Press

Budgetoron är ännu inte över i USA

BUDGETSTRIDEN. Många har en överdriven oro för skuldtaksdebatten i USA. Viktigare för tillväxtutsikter och bolagsvinster är utgiftsförhandlingarna, som avgör hur mycket tillväxttakten kommer att dämpas redan i år.

Turerna kring det amerikanska budgetstupet – tidigare tagna beslut om skattelättnader och utgiftsökningar som skulle upphöra vid det nyss passerade årsskiftet och som riskerade att tippa ekonomin i en recession – fick ganska liten effekt på börsen och ekonomin under slutet av förra året. Det har hela tiden varit mest sannolikt att en fullständig lösning skulle nås tidigast under det första kvartalet 2013.

Vi förväntar oss att volatiliteten under det första kvartalet kan komma tillbaka, bland annat orsakat av att budgetförhandlingarna i USA intensifieras. Dels ska utgiftssidan i budgeten behandlas och överenskommas, dels ska skuldtaket återigen höjas. En liknande oro som under sommaren 2011, i samband med att skuldtaksdebatten urartade, kan inte uteslutas.

Både president Barack Obama och Republikanerna driver hårt sina respektive linjer och flertalet bedömare anser att relationerna nu är mer ansträngda än tidigare. Dessutom vill Republikanerna och deras ledare John Boehner ha betalt för skattekompromissen vid årsskiftet och senareläggningen av skuldtaksbeslutet.

Det är sannolikt att Republikanerna i förhandlingarna kommer att kräva stora utgiftsnedskärningar av

Demokraterna. Om skuldtaket inte höjs kan amerikanska staten inte låna upp mer pengar och risken för inställda betalningar, alltså konkurs, skulle då öka.

Vi ser det som helt osannolikt att USA skulle ställa in betalningarna – det skulle få långtgående negativa effekter på landets möjlighet att få låna pengar i framtiden, vilket det har stort behov av. Men det kan, speciellt efter den starka kursutvecklingen på senare tid, medföra en större osäkerhet på de finansiella marknaderna.

SATT I SKULD

”The US now borrows about 40 cents on every dollar the federal government spends.”

”USA lånar nu omkring 40 cent av varje dollar som staten gör av med.”

Källa: Financial Times



UTGIFTSFÖRHANDLINGAR FÖR ATT UNDVIKA RECESSION I FEBRUARI

Vid årsskiftet lyckades demokrater och republikaner till slut enas om en rad skattebeslut. Överenskommelsen innebar högre skatter för höginkomsttagare och borttagande av en liten skattelättnad för majoriteten löntagare. Marknaderna gladdes dock över överenskommelsen även om de stora utgiftsbesluten sköts framåt två månader.

Om ingen överenskommelse nås kommer det att ske automatiska besparingar inom en rad områden med startdatum den 1 mars.

Ett sådant scenario skulle riskera att bromsa ekonomin avsevärt.

SKULDTAKET INTE AKUT FÖRRÄN I MAJ

Republikanernas förslag, som Kongressen röstat igenom, sköt fram skuldtaksdebatten till maj. Uppskovet var, efter skattekompromissen vid årsskiftet, det andra tillmötesgåendet från Republikanernas sida. Exakt vad det innebär för de finansiella marknaderna är för tidigt att säga. Skuldtaket kan fortfarande användas som en bricka

i förhandlingarna om utgiftsbesluten och processen riskerar att bli mer utdragen. Vi ser det dock som relativt positivt – utfallet av utgiftsförhandlingarna är ju det som avgör tillväxten i ekonomin.

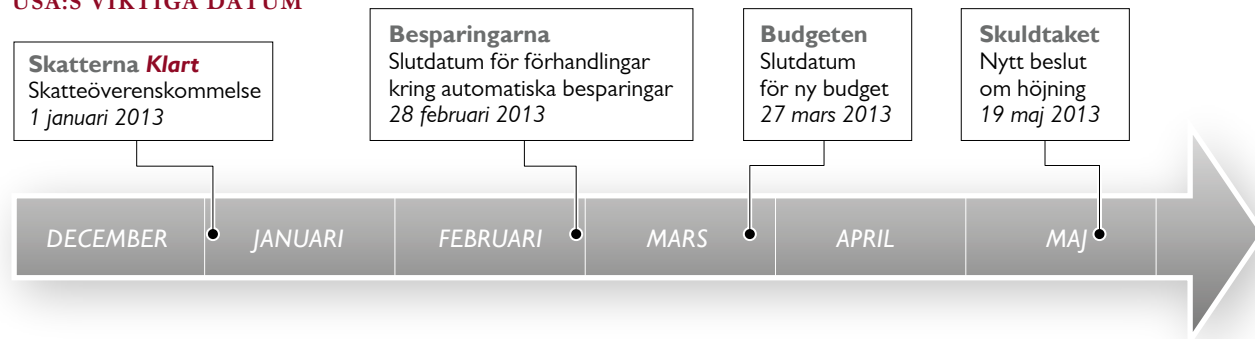
Vi hoppas dock att vi slipper en upprepning av utvecklingen sommaren 2011, då skuldtakets tidsfrist sköts från maj till augusti – hela fyra månader men i gradvisa steg – med skakiga och svaga marknader samt ett sänkt kreditbetyg för USA som resultat.

MARS – NY BUDGET KLAR

En annan tidsfrist löper ut den 27 mars, då en ny budget måste ha röstats igenom eftersom den gamla löper ut. För att nå framgång i förhandlingarna verkar Obama ha satt sin tilltro till den trolige nye finansministern Jack Lew. Hans första arbetsuppgift blir att lösa skuldtaksproblemet, genomföra en ny skattereform samt utarbeta en plan för att uthålligt minska statens utgifter. Även om den amerikanska sysselsättningen ökar är arbetslösheten fortfarande hög, över 7,5 procent.

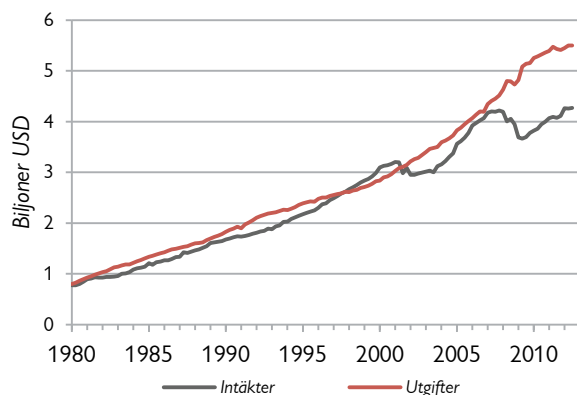
Det mest sannolika utfallet av alla budgetförhandlingar är att utgiftssänkningarna blir något mindre 2013 och att

USA:S VIKTIGA DATUM



AMERIKANSKT BUDGETGAP

Utgiftsökningen bromsas upp



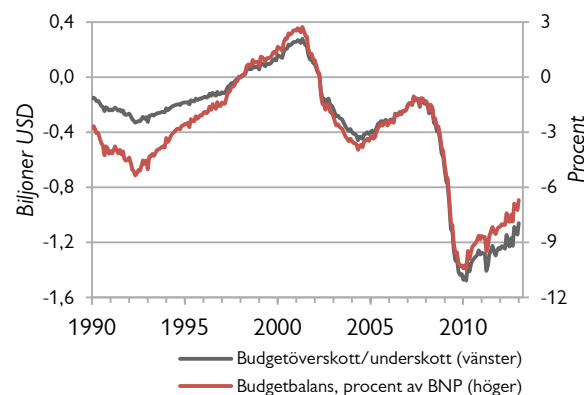
de förskjuts framåt i tiden, men att en plan för hållbar utgiftsutveckling finns. Vi bedömer att ekonomin kan hantera totala åtstramningar, det vill säga högre skatter och lägre utgifter, på omkring 1–1,5 procent under 2013. Sammantaget bör den amerikanska ekonomin mäktas med att växa 2–2,5 procent under året.

TRENDERNA ÄR GYNNSAMMA

Det ska dock nämnas att budgetrisken är i avtagande om vi ser till de rådande trenderna. Visst behöver hälsovården och pensionssystemen reformeras för att nå en hållbar statsfinansiell utveckling, USA:s skuld är i

MINSKANDE MINUS

Budgetsituationen i USA



dag lika stor som hela landets BNP. Vissa beräkningar säger att en nationell momsliknande skatt skulle förbättra budgetsituationen avsevärt.

Samtidigt ser utgifterna ut att ha bromsats upp, om än på en hög nivå, och intäkterna stiger i takt med den förbättrade arbetsmarknaden – fler jobb ger ökade skatteintäkter. Budgetunderskottet har redan krympt från ett underskott på omkring 9 procent av BNP 2011 till omkring 6–7 procent i dagsläget och det kan nå ned till 5 procent under 2013. Det är fortfarande sämre än i många länder i Europa, men en välkommen trend.

Utgifterna ser ut att ha bromsats upp, om än på en hög nivå, och intäkterna stiger i takt med den förbättrade arbetsmarknaden – fler jobb ger ökade skatteintäkter.

Globala aktier

REKOMMENDATIONER. **Vår rekommendation för amerikanska aktier sänks. Samtidigt höjer vi europeiska aktier från neutral vikt till övervikt.**

Vi rekommenderar en större exponering mot globala aktier än vad vi betraktar som normalt över en längre period. Under 2012 justerade vi successivt upp risken i våra globala aktieportföljer. Vi väljer nu att bibehålla den totala risken som tidigare, men inom globala aktier väljer vi att göra några förändringar. I den övre tabellen på nästa sida redovisar vi hur olika större globala sektorer utvecklats årsvis och sedan vår förra strategirapport som publicerades 14 september i fjol. Ju grönare desto bättre avkastning, medan rött markerar den svagaste avkastningen. Vi kan utifrån tabellen konstatera att finanssektorn (financials) haft en stark utveckling efter att ECB gått in och stöttat eurosamarbetet. Även bolag inom sällanköpsvaror (consumer discretionary) samt läkemedel

(health care) har varit vinnare sedan förra strategirapporten. Trenden har i mångt och mycket fortsatt under detta års inledning.

Om vi nu grupperar om uppgifterna i tabellen och fördelar bolagen geografiskt erhåller vi den nedre tabellen på nästa sida (alla data i lokal valuta).

Under 2012 hade tillväxtländer i Europa den starkaste utvecklingen, följda av tillväxtländer i Asien. Däremot hade tillväxtländer i Latinamerika en svag utveckling, då börsen i Brasilien som utgör en stor del av regionens ekonomi hade det tufft. Nordamerikanska aktier hade en stark start på året men en svagare höst, då de bara steg måttligt sedan vår förra strategirapport. För en svensk investerare har också valutorna påverkat avkastningen i

FYRA TILLGÅNGSSLAG

Carnegie arbetar utifrån principen att vi har fyra olika tillgångsslag. Det är svenska aktier, globala aktier, räntebärande värdepapper och alternativa investeringar. Anledningen till att svenska aktier utgör ett eget tillgångsslag förklaras av att det ofta utgör en betydande del av de portföljer vi rådgör kring. Inom kategorin räntebärande värdepapper resonerar vi i första hand bara



kring investeringar i statspapper via penningmarknadsfonder, obligationsfonder och reala räntor. Inom kategorin alternativa investeringar inkluderar vi individuella företagsobligationer, hedgefonder och andra investeringar som vi inte kan kategorisera till något av de tidigare tre tillgångsslagen. Här börjar vi med att beskriva hur vi anser att en global aktieexponering bör sättas samman.

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%	5,7%	42,2%	135,4%	10,0%
Consumer Staples	-23,3%	21,7%	12,7%	8,6%	12,7%	4,7%	48,3%	171,2%	5,9%
Energy	-38,1%	26,2%	11,9%	0,2%	0,5%	6,7%	12,1%	216,8%	1,8%
Financials	-54,0%	31,1%	4,6%	-18,5%	28,7%	5,1%	-21,6%	42,1%	12,3%
Health Care	-21,5%	18,9%	2,4%	9,5%	16,7%	6,2%	36,8%	105,3%	8,2%
Industrials	-43,1%	26,7%	23,3%	-8,2%	15,1%	5,1%	13,6%	150,1%	9,4%
IT	-43,9%	52,4%	10,5%	-2,5%	11,4%	5,2%	27,5%	105,1%	-0,3%
Materials	-50,1%	61,5%	21,3%	-19,8%	10,5%	2,9%	3,3%	211,4%	7,3%
Telecom Services	-33,0%	13,7%	10,2%	0,8%	6,0%	2,1%	5,3%	91,6%	-3,9%
Utilities	-29,4%	6,2%	-1,0%	-3,3%	1,2%	1,9%	-16,6%	125,5%	0,8%
World Index	-42,2%	34,6%	12,7%	-7,3%	15,2%	4,7%	11,8%	126,0%	7,0%

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%	6,5%	21,0%	103,3%	4,7%
EM Latin America	-51,4%	103,8%	14,7%	-19,4%	8,7%	3,9%	22,8%	726,5%	8,5%
Europe	-46,4%	35,8%	3,9%	-11,1%	19,1%	3,9%	-0,5%	140,4%	9,2%
EM Europe	-68,1%	85,4%	16,7%	-23,7%	24,7%	4,7%	-15,5%	334,1%	10,2%
Pacific	-36,4%	24,2%	15,9%	-13,7%	14,9%	1,8%	4,9%	113,1%	8,8%
EM Asia	-53,0%	73,6%	19,0%	-17,4%	20,7%	2,1%	16,2%	286,3%	12,3%

¹ Avstämningsdatum: 2013-01-23. ² 2012-09-12

globala aktier i betydande utsträckning. Kronan har under 2012 stärkts betydligt mot både euron och dollarn.

Vi har delat upp världen i fem kategorier – Sverige, USA, Europa, tillväxtmarknader och teman. ”Teman” avser globala aktieplaceringar som till exempel sektor-investeringar. Nedan på nästa sida illustreras våra rekommendationer för hur en global aktieportfölj kan allokeras.

När vi ger dessa rekommendationer ska exempelvis en 4:a läsas som att vi rekommenderar en något högre exponering än vad som anses vara en ”normal” exponering.

Vad gäller Japan anser vi inte att någon allokering till den marknaden behöver göras. De japanska börserna har stigit kraftigt den senaste tiden då centralbanken injicerat stora mängder likviditet i marknaden, men detta har samtidigt påverkat den japanska yenen på ett mycket negativt sätt vilket i slutändan gjort avkastningen i kronor räknat mycket modest.

Begreppet ”tema” är lite speciellt. Med de investeringsmöjligheter som i dag erbjuds investerare finns det en mängd positioner som kan ingå i en global

aktieportfölj, men som inte kan kategoriseras geografiskt på ett bra sätt – vi betecknar dem som ”tema”. Dessa investeringar kan du läsa mer om på sidan 28. I nuläget rekommenderar vi en betydande exponering mot dessa placeringsalternativ.

En stor fråga som ofta uppkommer i samband med investeringar i utländska aktier är hur valutor ska hanteras. När det gäller förvaltning vi bedriver för kunders räkning sker investeringarna i lokal valuta. Det innebär att avkastningen påverkas av hur olika valutor utvecklas. Som kund finns möjligheten att exempelvis valutasäkra utvecklingen. Om du har ett sådant intresse bör du diskutera detta med din rådgivare.

AMERIKANSKA AKTIER

Neutral, 3

I linje med vår generellt positiva syn på aktiemarknaden är vi även positiva till amerikanska aktier. Men för att göra plats i portföljen åt marknader vi ser större potential i väljer vi att sänka amerikanska aktier från övervikt (4) till neutralvikt (3). Som vi tidigare diskuterade har amerikansk ekonomisk statistik kommit in svagare än förväntat

den senaste tiden. Detta visas inte minst i Citigroup Economic Surprise Index, där USA haft en svagare trend som kan bero på att analytiker har dragit upp sina förväntningar den senaste tiden. Vi ser en risk mot tillväxten i de pågående budgetförhandlingarna i form av både högre skatter och stora utgiftsnedskärningar. För en exponering mot amerikanska värdebolag rekommenderar vi den aktivt förvaltade fonden Black Rock US Basic Value. För en bredare amerikansk aktieexponering rekommenderar vi Gam Star US All Cap Equity.

EUROPEISKA AKTIER

Övervikt, 4

Risken i Europa har stadigt minskat sedan sommaren 2012 då centralbankschefen Mario Draghi utlovade obegränsat stöd till de finansiella marknaderna om så skulle behövas. Det lugnade de finansiella marknaderna och även om inget stöd ännu behövts har de spanska och italienska statsräntorna successivt fallit tillbaka. Vi bedömer att fokus nu hamnar på tillväxten och att oron avtar successivt. Konjunkturindikatorerna ger även de en positiv signal. Reformtakten och viljan att komma tillrätta med problemen är betydande vilket också lugnar hushållen. Vi hade en liknande händelseutveckling i Sverige under 1990-talskrisen – optimismen och ekonomin vände innan budgetstatistiken gjorde det. Ett annat exempel är Estland som återhämtat sig efter sin skuldsanering och nu har bättre och sundare ekonomi än EU-genomsnittet.

Med detta i åtanke höjs rekommendationen för europeiska aktier från neutral (3) till övervikt (4). Vi väljer att rekommendera en bred exponering mot Europa och

REGIONSVIKT AKTIER

Rekommenderad geografisk tillgångsfördelning

Sverige				4	
USA			3		
Europa				4	
Emerging Markets			3		
Tema					5

lyfter fram en aktivt förvaltd fond, Schroder European Equity Alpha, samt en börshandlad fond, db x-trackers MSCI Europe Index UCITS ETF.

Vi gör bedömningen att banksektorn i Europa kommer att fortsätta stabiliseras i och med de åtgärder som har vidtagits och förväntas vidtas. Det finns ännu stora utmaningar för till exempel spanska banker i form av fortsatt fallande bostadspriser, men vår bedömning är att utmaningarna kommer att minska framöver i takt med att åtgärdsprogram och reformer tar vid. Då lär vi också få se stigande aktiekurser. En investering i sektorn är emellertid högrisk och kan i det korta perspektivet variera betydligt i värde.

AKTIER PÅ TILLVÄXTMARKNADER *Neutral, 3*

Tillväxttakten i Kina har under de senaste två åren mattats av, om än från höga nivåer. Men det fjärde kvartalet 2012 vände trenden och Kina rapporterade en tillväxt på 7,9 procent jämfört med samma kvartal förra året. Tillväxten var dessutom högre än marknaden förväntat sig, vilket sågs som ett styrketecken. Mycket talar för att det tredje kvartalet 2012 var botten för Kinas ekonomi då många signaler nu tyder på en ljusare framtid. Produktionen av elektricitet, vilket är en värdemätare för industrin, steg med 18 procent jämfört med ett år innan medan järnvägsutbyggnaden steg med över 9 procent.

TILLVÄXT I ÖSTEUROPA

Förväntad BNP-förändring, %	2012	2013	2014
Estland	2,5	3,3	4,0
Lettland	4,5	3,6	4,5
Litauen	3,5	4,0	4,0
Polen	2,7	2,9	3,8
Ukraina	2,1	2,9	3,9
Euro-området	-0,4	-0,2	1,0

Kina har länge varit beroende av en stark export till västländer för att bygga upp sin ekonomi. Framöver kommer landet i stället att byta modell och fokusera på att få igång den inhemska konsumtionen. Dels för att Kina har tappat i konkurrenskraft vad gäller produktionen av billiga varor, då lönerna för anställda har ökat kraftigt i landet, dels för att diversifiera ekonomin och öka levnadsstandarden för den egna befolkningen. Målet är att fördubbla hushållens inkomster till år 2020. Kina vill även öka fokus på servicesektorn och skapa arbetstillfällen inom sektorn. Regeringen vill att industrin i landet ska vara högre upp i näringskedjan, i stället för att enbart producera billiga enkla varor där konkurrensen är hård från andra lågkostnadsländer ska nu Kina i stället satsa på varor med högre teknisk komplexitet. Även jordbruket ska industrialiseras mer för att bli effektivare och klara den stora produktion

Som vi diskuterat har amerikansk ekonomisk statistik kommit in svagare än förväntat den senaste tiden... Vi ser en risk mot tillväxten i budgetförhandlingarna i form av både högre skatter och stora utgiftsnedskärningar.

av mat som krävs för den enorma befolkningen. För att nå en exponering mot Kina rekommenderar vi den aktivt förvaltade fonden GAM Star China Equity.

Östeuropa är en annan marknad där vi ser god potential för positiv avkastning. Marknaden genomled stora fall i aktiekurser såväl 2011 som i mitten av 2012 på grund av oroligheterna i eurozonen. Västeuropa är en väldigt viktig exportmarknad för Östeuropa och stannar ekonomierna av i Västeuropa drabbas även Östeuropa kraftigt.

Det finns även andra kopplingar mellan regionerna. Västeuropeiska banker har de senaste årtiondena expanderat sin verksamhet mot Östeuropa, inte minst ser vi de svenska exemplen där Swedbank och SEB har växt i Baltikum. I och med att eurozonen tilltog valde många västeuropeiska banker att dra tillbaka likviditet från de östeuropeiska marknaderna för att fokusera på problemen på hemmamarknaderna. I och med ECB:s olika tillvägagångssätt för att hindra en eurokollaps, såsom LTRO (Long Term Refinancing Operation) och OMT (Outright Monetary Transactions) har denna trend börjat vända. En allt ljusare bild i Västeuropa kommer att smitta av sig och skapa ett bättre ekonomiskt klimat i Östeuropa. Till skillnad från Västeuropa där många länder hade negativ tillväxt under 2012 och förväntas ha en svag eller negativ tillväxt även 2013 hade de östeuropeiska länderna positiv

tillväxt under 2012 och förväntas få en än högre tillväxt 2013. För att nå en exponering mot Östeuropa rekommenderar vi den aktivt förvaltade fonden Danske Invest Eastern Europe Convergence.

SVENSKA AKTIER

Övervikt, 4

Se avsnittet ”Svenska aktier” på nästa sida.

TEMA

Övervikt, 5

I och med den globala utvecklingen de senaste åren har det varit viktigt att anpassa sina investeringar noggrant efter sina egna preferenser, då regioner utvecklats mycket olika. Detta har gjort att Carnegie har valt att fokusera på sektorer framför regioner. De aktuella teman vi nu fokuserar på är amerikanska fastigheter, amerikansk konsumtion, europeiska banker och globala energi- och råvarubolag. Under rubriken ”Tematiska positioner i portföljen” på sidan 28 beskrivs dessa närmare.

Kina har länge varit beroende av en stark export till västländer för att bygga upp sin ekonomi. Framöver kommer landet i stället att byta modell och fokusera på att få igång den inhemska konsumtionen.

Svenska aktier

**Lågt ställda förväntningar bäddar för positiva överraskningar.
Vi befinner oss sannolikt i en perfekt miljö för aktier.**

Den svenska aktiemarknaden hade en stark utveckling under 2012, men året präglades av relativt stora svängningar. Ett stort fokus låg på makrofaktorer och politiska risker som fick placerare att slitas mellan hopp och förtvivlan. Viktigt att lyfta fram är att mycket av börsuppgången skedde utan stöd av företagsvinster. Vi behöver alltså se stigande företagsvinster eller en fortsatt multipel-expansion (att marknaden är beredd att betala mer för företagets vinster) under innevarande år för att motivera ytterligare uppgångar. Det finns goda förutsättningar för att detta kommer att ske.

Världsekonomin är på väg åt rätt håll men utan att övertyga fullt ut. Vår bedömning är att vi får se en viss global BNP-tillväxt detta år, där Europa stabiliseras och USA samt Kina fortsätter att förbättras, vilket sammantaget bidrar till vår positiva hållning. Det finns ett nära samband mellan BNP-tillväxt och cykliska företags marginaltillväxt. Vi vill därför argumenta för att det är ett bra läge att äga cykliska aktier då de på sikt kan dra nytta av en allt starkare konjunktur.

Vi har en hög andel industribolag med hög exportandel i portföljen och de borde gynnas av en successivt bättre global konjunktur. Enligt aktieanalytikerna förväntas de svenska företagsvinsterna öka med cirka 11 procent under 2013 och 14 procent 2014. Om man dessutom

lägger till utdelningar kan vi förvänta oss en teoretisk uppgång för året på cirka 15 procent.

Vanligtvis diskonterar börsen framtida vinster och störst potential för en kraftfull börsuppgång brukar finnas när det råder viss osäkerhet. Det finns fortfarande gott om nedåtrisker i det ekonomiska och finansiella systemet. Vår bedömning är dock att marknadsaktörerna blir allt mer framåtblickande och i allt större grad kommer att minska sitt fokus på nutiden. Sammantaget borde det innebära en ”flykt från säkerhet” till mer riskabla tillgångar. Eventuella oförutsedda händelser borde få mindre genomslag i aktiekurserna i detta skede än de fick för något år sedan.

Det finns goda förutsättningar för att riskaptiten kommer att höjas och därmed borde bolag med ett högt beta gynnas. Riskpremien har kommit ner från 7,5 till cirka 6 procent. Den borde falla ytterligare, som en följd av antingen högre obligationsräntor och/eller högre vinstmultiplar framöver. Vi anser att vinstmultiplarna borde stiga som en följd av ökad riskaptit. Fortfarande är vi i ett osäkert läge där konjunkturen inte riktigt har tagit fart. När väl konjunkturen lyfter brukar vi erhålla mer måttliga uppgångar på aktiemarknaden. Utifrån detta resonemang borde innevarande år kunna leverera en hyfsad börsuppgång.

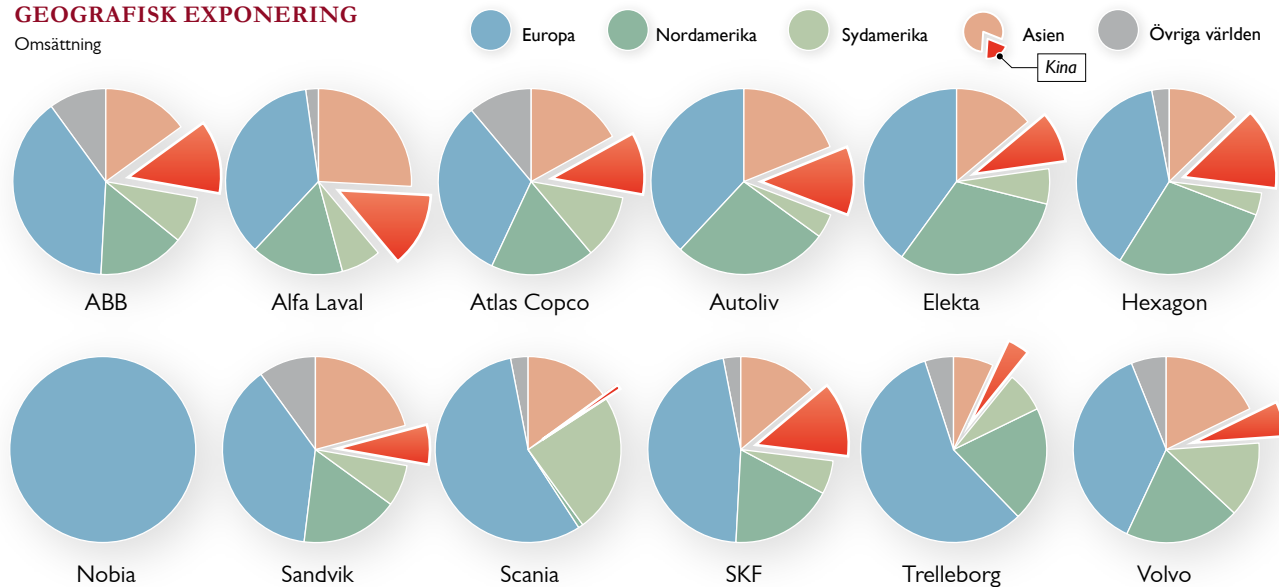
Vinsterna sjönk under 2012 med cirka 10 procent och börsen steg med 16 procent, vilket naturligtvis påverkat värderingen. Den högre värderingen är dock inte alarmerande i detta läge. Svenska börsen är rimligt värderad om man ser till p/e-tal (se graf på nästa sida), men i ett läge som fortfarande präglas av viss osäkerhet ser vi inte värderingen som något hinder för ökat risktagande från investerarkollektivet. Utifrån antagandet om ökad riskapit borde småbolagen kunna utvecklas bättre än de större bolagen under innevarande år. De svenska bolagen har generellt bra finanser med starka balansräkningar. Skuldsättningen har kommit upp något från väldigt låga nivåer. Det finns utrymme för att öka skuldandelen via förvärv eller utskiftning/utdelning.

I denna strategirapport fokuserar vi på två tematiska spår. Dels ett vändningsläge i Europa där bland annat makrosignaler och tysk data som IFO börjar visa en viss ljusning. Dels ett antagande om att Kina och vissa andra tillväxtmarknader kommer att kunna vara viktiga katalysatorer för en fortsatt uppgång på börsen. Om vi utgår från detta framstår många verkstadsbolag som intressanta placeringar för innevarande år. Om Kina lyckas stärka tillväxten och på sikt blir mer konsumtionsdrivet spiller det även över på konsumentvaror, kapitalvaror och hälsovård.

Även Europa som är sist ut ur stålbadet är intressant ur investerarsynpunkt. Bolag med hög Europaexponering och låg värdering i kombination med sund verksamhet kommer att kunna prestera väl på börsen.

GEOGRAFISK EXPONERING

Omsättning



VINSTMULTIPLARNA ÖKAR IGEN

P/e-tal, OMX Stockholm 30



Skuldproblematiken kvarstår visserligen i stora delar av Europa, men politikernas vilja att hitta lösningar ger stöd.

I ett läge där vi fortfarande har låga räntor och bolagen i allt större utsträckning kan finansiera sig till låga kostnader, uppvisar kostnadskontroll och har starka marginaler är utgångsläget gott. Dessutom borde vi successivt se ett ökat kapitalflöde in på aktiemarknaden i form av allokeringsbeslut från förvaltare som viktat om från räntebärande och andra tillgångsslag till aktier – det borde ge stöd och eventuellt även förstärka en positiv marknadstrend, respektive begränsa nedsiderisken.

Sammantaget borde detta innebära att vi befinner oss i en perfekt miljö för aktier. Eventuella korrigeringar på nedsidan utgör troligtvis bra tillfällen att öka aktieexponeringen.

BOLAG

Nobia

Vi bedömer att Nobia är ett långsiktigt ”turnaround-case” med god potential. Framtidsutsikterna för den underliggande köksmarknaden i Europa är naturligtvis svaga och vi ser inte någon omedelbar förbättring. Men bolagets strukturella förändringsarbete har till slut börjat ge resultat, vilket den senaste kvartalsrapporten tydligt visade. Bolagets kostnadskontroll är betydligt bättre och därmed förväntas även intjäningen förbättras. Vi räknar med en vinststillväxt på 50 procent 2013 och 20 procent 2014. Samtidigt är värderingen låg. Riskerna har enligt vår bedömning minskat ordentligt i och med att skuldsättningsgraden kommit ned. Vanligtvis ska man som investerare vara lite försiktig med att investera i bolag som står inför omfattande strukturförändringar och dessutom är verksamma i en mogen bransch. Men sammantaget anser vi att potentialen är så pass bra att den överväger den risk som finns för ett större bakslag. Vi bedömer att bolaget vidtar rätt åtgärder, vilket bäddar för en ”ketchup-effekt” längre fram.

Scania

Scania är en av världens ledande lastbilstillverkare med fokus på att producera de mest vinstgivande produkterna. Företaget har en stor Europaexponering, vilket borde kunna gynna aktien framöver. Trots den senaste tidens uppgång i aktien värderas Scantias förväntade vinst för innevarande år långt under det historiska snittet. Bolaget uppvisar en stark orderingång, framför allt från den brasilianska marknaden där de dessutom presterar höga

marginaler. Volkswagens ambition att integrera MAN är positiv och borde ge ett visst stöd åt Scaniaaktien. En sammanslagning mellan Scania och MAN är nog nästa steg men lär dröja. De främsta drivkrafterna för en fortsatt stark utveckling för aktien kommer kortsiktigt från Brasilien, men i förlängningen borde även försäljningen i Europa ta fart.

Trelleborg

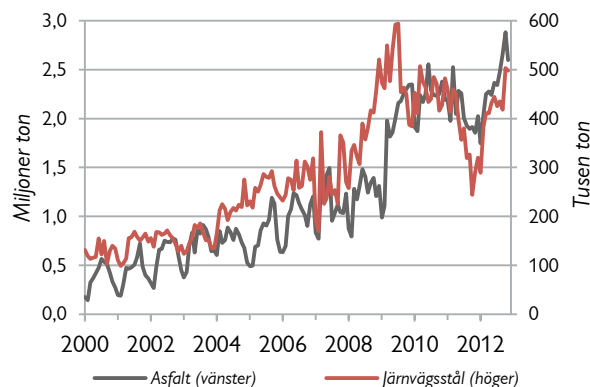
Vi anser att det finns ytterligare uppsida i Trelleborg och behåller därför bolagets aktie som en av våra favoriter. Bolaget har de senaste fem åren genomgått interna omstruktureringar vilket har förbättrat bolagets intäktspotential, samtidigt som värderingen av aktien inte har förändrats i någon större grad. Det genomförda steget mot en joint venture mellan Automotive och Freudenberg (bildandet av Vibracoustic) betyder att Trelleborg blir ett mer renodlat industribolag med förbättrad vinstpotential. Vibracoustics bidrag till koncernens rörelseresultat kan mycket väl fördubblas inom några år – en stark efterfrågan på bolagets antivibrationsprodukter ligger till grund för denna positiva syn. På lite sikt ser vi även en stor potential för Trelleborg inom Offshore & Construction, som i dagsläget står för mer än 10 procent av omsättningen. Aktien handlas med en oberättigad rabatt på 15–20 procent gentemot konkurrenterna. Mycket talar för en fortsatt uppgång i aktien under detta år.

Hexagon

Hexagon fortsätter att expandera kraftigt i Asien och gynnas av de planerade infrastrukturinvesteringarna i Kina. Bolagets nettoskuldsättning har kommit ner från nära 3,5 gånger ebitda under finanskrisen till dagens 2,5 gånger. Med skuldsättningen under kontroll kommer Hexagon att expandera verksamheten ytterligare. Troligtvis blir det inga större förvärv i detta läge utan snarare några tilläggsförvärv. Det finns viss optimism när det gäller de kinesiska höghastighetstågen, där bolaget noterat en viss ökning i aktiviteten gällande utbyggnaden av järnvägsnätet. Vi finner även stöd för detta i kinesisk statistik (se graf nedan). Aktien handlas till relativt höga multiplar och hade en stark utveckling på börsen i fjol, men vi gillar bolaget för dess starka tillväxt. Vi bedömer att styrkan i vinsttillväxten och företagets geografiska exponering ger en attraktiv potential i förhållande till risk.

BYGGBOOM GYNNAR HEXAGON

Väg- och järnvägsbyggen tar fart i Kina



Räntebärande värdepapper och alternativa investeringar

År 2012 blev ett fantastiskt år för kreditmarknaden. Även om 2013 knappast kan bli lika starkt finns det fortfarande skäl till optimism.

KREDITRISK OCH FÖRETAGSOBLIGATIONER

Kreditmarknaden utvecklades mycket starkt under 2012. En bra måttstock är att observera iTraxx Crossover Total Return, som mäter avkastningen inom segmentet med högst risk (från BB-rating och lägre). Index steg cirka 20 procent under 2012, vilket är ovanligt mycket för ett ränteindex. Även om man inte ska förvänta sig en upp-
repning av den utvecklingen finns det anledning att vara optimistisk inför 2013.

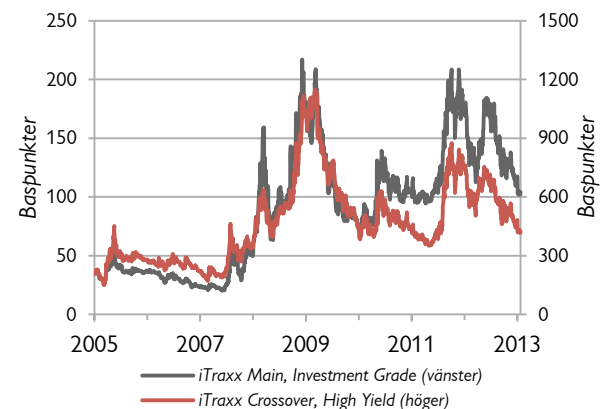
Hösten präglades av ökad riskaptit och jakt på avkastning. Startskottet gick när ECB-chefen Mario Draghi annonserade stödköpsprogrammet för statsobligationer, OMT (Outright Monetary Transactions), i september. Marknadsräntorna i Spanien och Italien föll kraftigt på beskedet och har varit väl understödda sedan dess. Sedan mitten på november har kreditspreadar sjunkit utan avbrott. Marknaden fick sedan en ytterligare injektion av riskaptit i och med den partiella budgetöverenskommelse som nåddes i USA precis innan nyår.

Sedan vår förra strategirapport i höstas har kreditspreadar för europeiska bolagskrediter inom high

yield-segmentet krympt med cirka 1 procent mätt som iTraxx Crossover index. Den genomsnittliga kreditspreaden för dessa bolag är i dagsläget 4,25 procent. För lågrisksegmentet ligger den genomsnittliga kreditspreaden på drygt 1 procent i Europa, mätt som iTraxx Main. Detta kan, med de nivåer vi vant oss vid under det gångna året, kännas lågt. Men sett i ett längre historiskt perspektiv är inte kreditspreadar anmärkningsvärt låga.

KREDITSPREADARNA KRYMPER

Bolagskrediter, låg- respektive högrisksegmentet



Företagsobligationsmarknaden växer stadigt och utgör inte minst i Sverige en växande finansieringskälla för företag. Striktare kapitalkrav på banker i och med Basel III innebär att bankerna blir mer restriktiva i sin företagsutlåning. Många företag som tidigare lånat i bank hittar nu mer attraktiva villkor i obligationsmarknaden.

Vår positiva syn på kreditmarknaden kvarstår, om än på mer långsiktig grund än omedelbart kortsiktig. Sjunkande kreditspreadar kommer knappast att ge värdestegring i år på samma sätt som förra året och huvuddelen av avkastningen kommer i stället att komma från kupongerna. Samtidigt har riskbilden mildrats. Många orosmoln har skingrats det senaste halvåret och konkursfrekvensen, som förut antogs stiga, ligger kvar på en historiskt låg nivå. Dagens nivå på kreditspreadar inom high yield-segmentet känns tillräckligt attraktiv för att motivera den extra risk en sådan investering medför jämfört med statsobligationer.

Många har varnat för en förestående bubbla i obligationsmarknaden. Och visst kan man skönja sådana symptom i till exempel svenska och tyska statsobligationer. Avkastningen för dessa pressas ner av regleringar som Basel III och Solvency II, som gynnar investeringar i lågrisktillgångar. Orsakerna till de artificiellt nedtryckta räntenivåerna (höga prisnivåerna) är alltså välkända.

Det brukar inte vara fallet i en klassisk bubbla. Dessutom är nedsidesrisken mycket mindre i statsobligationer än i till exempel aktier. Om räntan på en 5-årig statsobligation (i dag 1,25 procent) skulle stiga med 2 procentenheter, skulle detta resultera i ett prisras på cirka 10 procent. Därmed inte sagt att prisbilden är fundamentalt motiverad. Men det finns ingen större omedelbar korrektion i sikte, eftersom regleringarna är här för att stanna. Däremot skulle en uppmjukning av kraven på försäkringsbolag och banker kunna minska efterfrågan på statsobligationer.

Att historiskt låga räntenivåer för företagsobligationer skulle innebära en bubbelvarning är ett svagt argument. Det stämmer att de absoluta räntenivåerna för dessa obligationer är mycket låga. Men man måste hålla isär riskfri ränta och kreditspread. Det är de riskfria räntorna som är rekordlåga, inte kreditspreadarna. Investerare som inte vill placera till fast ränta på dessa nivåer kan i stället placera till rörlig ränta med en fast kreditspread, så kallade Floating Rate Notes. Därmed undviks de negativa priseffekterna av en stigande riskfri ränta samt naturligtvis de positiva effekterna av en sjunkande. Många emissioner under 2012, av både företagsobligationer och strukturerade kreditcertifikat, har haft en rörlig räntebas av just denna anledning.

Att historiskt låga räntenivåer för företagsobligationer skulle innebära en bubbelvarning är ett svagt argument. Man måste hålla isär riskfri ränta och kreditspread. Det är de riskfria räntorna som är rekordlåga.

HEDGEFONDER

Hedgefonder fortsätter att locka till sig globalt kapital. De dominerande förvaltarna finns i London och New York medan svenska förvaltare står för cirka 1 procent av det förvaltade kapitalet. De största nettoköparna är större institutioner som söker alternativ till räntebärande investeringar och ett gott utbyte mellan avkastning och risk.

Trenden är fortsatt att de stora hedgefondförvaltarna blir större medan mindre fonder har svårt att locka nytt kapital. Branschen har i dag utvecklats till att vara en huvudsaklig institutionell affär, med betydligt högre trygghet än den mer diversifierade industri vi såg för tio år sedan då fonderna främst servade privata investerare.

När vi investerar i hedgefonder har vi en absolut-orienterad målavkastning i närheten av långsiktig aktie-avkastning. Samtidigt har vi en målrisk som är cirka en tredjedel av långsiktig aktierisk. Vi försöker vidare identifiera och rekommendera fonder som över tid har låg korrelation med aktier, så att de effektiviserar och kompletterar våra kunders portföljer. Med låg aktiekorrelation blir de även ett tydligare substitut till räntebärande investeringar. Hedgefonder har historiskt givit en mycket god avkastning relativt risk. Vi tror att denna relation kommer att bestå ända till dess att finansmarknaderna blivit effektiva.

Under 2012 steg index (HFRX Global Hedge) för hedgefonder med 3,5 procent i dollar räknat. Mäter vi indexutvecklingen under 2012 i kronor föll värdet däremot med över 2 procent på grund av en försvagad dollar. Vinnande strategier under året har varit mindre

Hedgefonder har historiskt givit en mycket god avkastning relativt risk. Vi tror att denna relation kommer att bestå ända till dess att finansmarknaderna blivit effektiva.

tradingintensiva strategier med högt positivt beta som gynnats av positiva aktiemarknader.

Inom Carnegie favoriserar vi lågbetastrategier, främst Makro, CTA och Market Neutral. Dessa strategier hade ett tufft 2012 i det slagiga investeringsklimatet och slutade året med negativa siffror (–4,4 procent). Vi konstaterar att våra fonder presterat väsentligt bättre under 2012 än sina konkurrenter inom samma strategier, vilket vi ser som en indikation på att vår urvalsprocess fungerar. Förutsättningarna för 2013 bedöms som goda – vi ser stora obalanser som byggts upp och som är en god grund för aktiv förvaltning.

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

De specifika fonder vi rekommenderar är Brummer Multi-Strategy, OPM Omega (en valutasäkrad portfölj av internationella hedgefonder) samt Norron Target, vilka erbjuder en god riskspridning.

RÅVAROR

Råvarorna hade generellt ett ganska svagt år 2012. Råvaruindex (DJ-UBS Commodity Index) summerade året med en liten nedgång på cirka 1 procent. Kinas inbromsning påverkade naturligtvis priserna på ”Kina-relaterade råvaror” som till exempel industrimetaller.

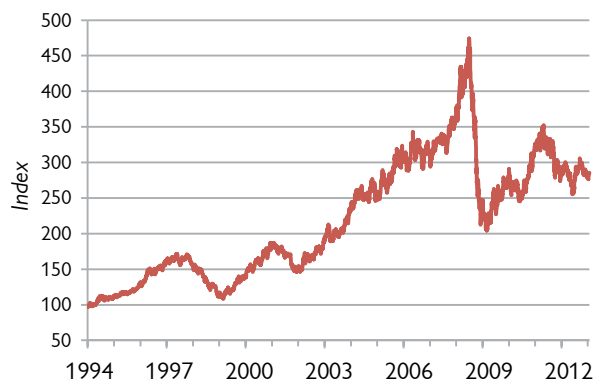
Året bjöd på flera överraskningar, bland annat den amerikanska torkan under sommarmånaderna som fick priserna på soja, vete och majs att skjuta i höjden. En annan händelse var den starka oljeproduktionen i USA, som bidrog till att skillnaden i pris mellan Brentolja och WTI-olja ökade. Det finns prognoser som pekar på att USA kommer att kunna bli självförsörjande på olja, vilket inte bara påverkar oljemarknaden utan även maktbalansen, OPEC:s roll och världspolitiken. Enligt det internationella energioorganet IEA kan USA komma att gå om Saudiarabien som världens ledande

oljeproducent redan under 2020 som en följd av den växande produktionen av skifferolja. Vi får väl se om det blir en realitet. Frågan är hur denna oljetrend med fokus på ”fracking”, en teknik för att utvinna olja och gas på stora djup, kommer att utvecklas. Metoden innebär att gas och olja utvinns genom att man under högt tryck pressar stora mängder vatten blandat med sand och kemikalier i ett borrhål med syfte att skapa sprickor i de gas- och oljerika skifferlagren. Metoden har blivit kritiserad av många eftersom dess konsekvenser för miljön är svåra att överblicka. Det finns stora risker involverat i processen, till exempel risken för förgiftat grundvatten. Om ”fracking” som företeelse får ökat fotfäste kan det definitivt ändra synen på olja och dess framtida prisbild.

Vi behåller en neutral vikt relativt jämförelseindex beträffande energisektorn i vår råvaruportfölj då vi inte

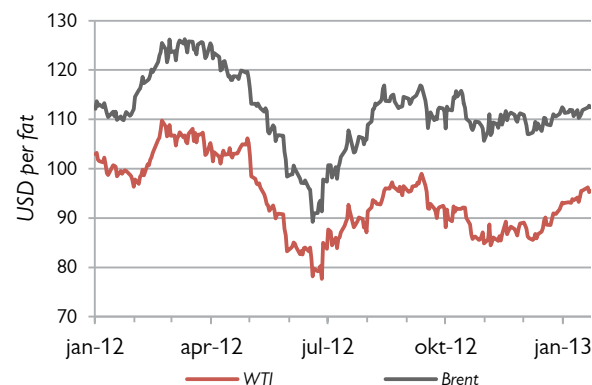
ETT GANSKA SVAGT RÅVARUÅR

Dow Jones-UBS Commodity Index



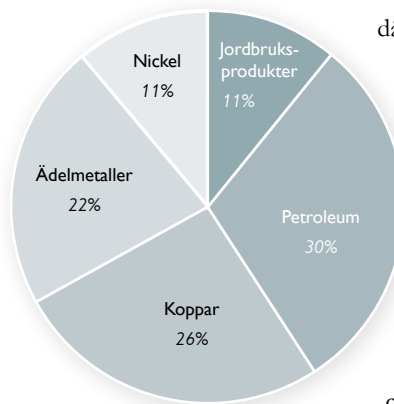
OLJA OCH MAKTBALANS

Priser på amerikansk olja (WTI) och Nordsjöolja (Brent)



har någon stark övertygelse om hur oljepriset kommer att utvecklas i det korta perspektivet.

Kinas allt starkare konjunktur ger ett generellt stöd åt framför allt industrimetaller under 2013, ormens år. Att investera i råvaror i ett relativt sent skede av en längre uppgångsfas bör medföra viss försiktighet och ett selektivt investeringsförfarande. Råvaror som är nära knutna till Kina borde kunna lyfta, åtminstone under första halvåret. Om marknaden fokuserar på tillväxt borde det innebära ett svagare guldpris och gynna industrimetaller som exempelvis nickel. En ökad efterfrågan på rostfritt stål är en viktig drivkraft



**CARNEGIES
RÅVARUPORTFÖLJ**

då 60–70 procent av nickelproduktionen används för tillverkning av rostfritt stål.

Kina står för cirka 45 procent av världens nickelkonsumtion.

Efter en lång och ihållande uppgång för guldpriset kan man ställa sig frågan om vi närmar oss ett läge där guldpriset går in i en svagare fas. Vi har upplevt tolv år av stigande guldpriser och en genomsnittlig årlig uppgång på cirka 16 procent – över en tioårsperiod har guldpriset stigit med cirka 300 procent – men det senaste året har trenden avtagit i momentum och 2012 slutade uppgången

på måttliga 4 procent. Det finns dock skäl att tro att guldpriser kan fortsätta handlas på höga nivåer och det främsta argumentet är centralbankernas fortsatta ökning av den monetära basen.

Koppars brukar ses som en konjunkturindikator och metallen bör kunna utvecklas väl i ett läge där Kina är dragloket.

Det finns dock faktorer som kan verka dämpande, till exempel lagernivåerna. Vi väljer att behålla vår övervikt men det kan ändras om trenden skulle vika av någon orsak. Om produktionen kommer in lågt under året kan det definitivt gynna kopparspriset.

Vår tro på en allt starkare konjunktur är en starkt bidragande orsak till vår övervikt inom industrimetaller. Vi har en försiktigt positiv syn på råvarumarknaden och anser att Carnegie Råvaruportfölj utgör ett bra alternativ i en väldiversifierad långsiktig portfölj.

TILLVÄXTFOKUS TALAR FÖR NICKEL

Nickelpris



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.

Bilaga

Urval av Carnegies utvalda fonder inom olika tillgångslag och regioner.

GLOBAL

Skagen Global

Aktiefond som placerar i aktier över hela världen. Fonden ska ha god spridning såväl geografiskt som över branscher, på grundval av var värde skapas. Placeringsfokus ligger på enskilda företag som är solida och ändå lågt prissatta – oberoende av vilken marknad eller bransch de tillhör.

USA

Blackrock US Basic Value

Aktiefond som investerar till största delen i aktier noterade i USA. Fonden investerar i större värdebolag och portföljen består av 60–80 innehav. I sin analys söker förvaltaren främst efter bolag som de anser är undervärderade, detta innebär en fokusering på cyklisk industri snarare än tillväxtbolag. Förvaltaren fokuserar på bolag med låga P/E-tal och aktier där intresset och förväntningarna är låga.

Gam Star US All Cap Equity

Fonden investerar på den amerikanska aktiemarknaden. Genom en disciplinerad ”bottom up-investeringsstrategi” har fonden levererat överavkastning de senaste fem åren.

EUROPA

Schroders European Equity Alpha

Fonden placerar i aktier i europeiska företag. För att uppnå kapitaltillväxt investerar förvaltaren i en noga utvald värdepappersportfölj, som bedöms kunna erbjuda den bästa möjligheten för framtida tillväxt.

TILLVÄXTMARKNADER

Skagen Kon-tiki

Fonden placerar i bolag vars verksamhet har anknytning till tillväxtmarknader. Förvaltaren strävar efter att hitta bolag av hög kvalitet till lågt pris, som kännetecknas av att de är undervärderade och otillräckligt analyserade.

Gam Star China Equity

GAM Star China Equity är en fond som söker en bra riskjusterad avkastning över en konjunkturcykel. Fonden investerar i företag som har tillgångar i, eller där vinsterna härstammar från, Kina eller Hong Kong. Förvaltarteamet söker de underliggande drivkrafterna i dessa ekonomier och försöker på så sätt fånga de företag som gynnas av Kinas starka tillväxt.

SVERIGE

Catella Reavinstfond

Fonden investerar främst i svenska aktier och aktierelaterade instrument men kan också investera i utländska aktier och räntebärande papper. I den aktivt förvaltade fonden är omsättningen högre än i en traditionell aktiefond.

Enter Sverige

En aktivt förvaltat aktiefond som placerar i svenska aktier. Aktieurvalet baseras på fundamental analys, där utgångspunkten är det enskilda företaget och dess specifika förutsättningar snarare än makrofaktorer som räntan och valutan. Fondens placeringar sker i branscher och företag som har förutsättningar för god värdetillväxt.

Lannebo Småbolagsfond

Lannebo Småbolag erbjuder en exponering mot den svenska småbolagsmarknaden genom en grundlig bolags- och aktieanalys samt en aktiv förvaltning. Fonden investerar i bolag och inte i branscher, vilket medför att fondens förvaltning karaktäriseras av ett omfattande analysarbete och många företagsbesök.

Lannebo Sverige

Fonden investerar på den svenska aktiemarknaden via en aktiv förvaltning, där placeringarna baseras på fundamental analys. Fonden investerar i bolag som har stabila balansräkningar som är optimerade utifrån rörelserisken i bolaget och där styrelse och ledning är kompetenta med fokus på långsiktigt värdeskapande.

Carnegie Sverige

Fonden placerar i svenska aktier. Förvaltningen är aktiv, det vill säga att den är frikopplad från index. Idealföretaget ska ha goda framtidsutsikter, hög historisk lönsamhet och ledningen ska ha samma mål som aktieägarna. Fonden har en koncentrerad portfölj med 20–40 aktier och positionerna är långsiktiga. Beslutsunderlaget består av regelbundna företagsbesök och såväl intern som extern analys. Fondens målsättning är i första hand att skapa stabil och positiv avkastning och i andra hand att överträffa jämförelseindex.

RÄNTA

Carnegie Svensk kort räntefond

Fonden placerar i svenska räntebärande värdepapper såsom statsskuldväxlar och statsobligationer samt certifikat och obligationer utgivna av bostadsfinansieringsinstitut och företag med hög kreditvärdighet. Den genomsnittliga återstående löptiden är 12 månader.

Carnegie Corporate Bond

Fonden placerar framförallt i räntebärande värdepapper, bland annat företagsobligationer emitterade av svenska och nordiska företag. Fonden har en genomsnittlig löptid på ca 3–5 år. Fonden ger en möjlighet till högre avkastning jämfört med traditionellt räntesparande.

Evli Corporate Bond

Företagsobligationsfond som främst placerar i företagsobligationer emitterade i euro och av europeiska företag, alla placeringarna valutasäkras till svenska kronor. Fonden kan investera i både investment grade- och high

yield-ratade bolag men har ett genomsnittligt kreditbetyg på minst BBB- (investment grade). Den genomsnittliga löptiden (durationen) i fondens ränteplaceringar är normalt på 2–6 år.

Carnegie Likviditetsfond

Carnegie Likviditetsfond är en räntefond som placerar i räntebärande värdepapper och penningmarknadsinstrument utfärdade i svenska kronor av främst svenska staten, bostadsinstitut och företag. Fondens löptid får inte överstiga ett år. Målsättningen är i första hand att skapa positiv och stabil avkastning och i andra hand att överträffa jämförelseindex.

HEDGEFONDER

Brummer Multi-strategy

Fonden strävar efter att över tiden visa en positiv avkastning med små svängningar i resultatet. Förvaltningskonceptet bygger på idén att det är klokt att kombinera fonder med hög förväntad riskjusterad avkastning och låg inbördes samvariation (korrelation) i avkastningen.

Norron Target

Norron Target är en dagligt handlad multistrategi-hedgefond. Fonden är absolutinriktad och med lågt risktagande, med ett avkastningsmål på 6–9 procent per år med en standardavvikelse på 3–7 procent per år. Fonden investerar i ett antal större nordiska börsbolag samt en stor andel av fonden investeras i räntebärande instrument. Aktieinnehaven skyddas i varierande proportion med indexterminer, indexderivat samt korta positioner i utvalda enskilda aktier. De räntebärande värdepapperna

består av såväl i statspapper som i företagskrediter, med lång eller kort duration.

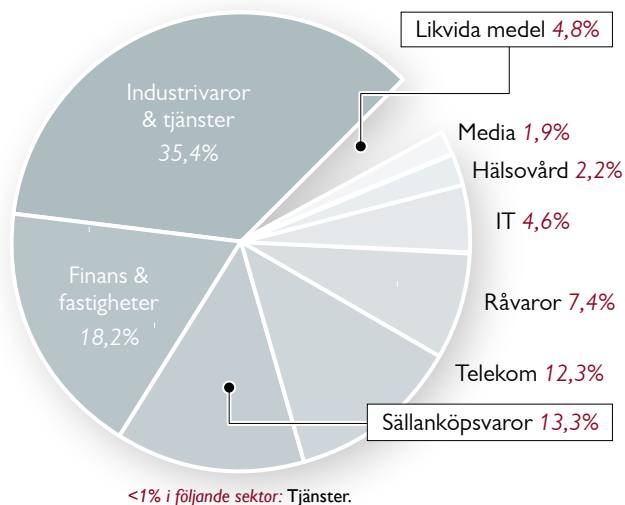
OPM Omega

Hedgefond-i-fond som investerar med hög riskspridning i internationella hedgefonder. Fonden investerar brett inom olika hedgefondstrategier och olika geografiska regioner. Denna strategi med bred riskspridning går internationellt under benämningen multistrategi.

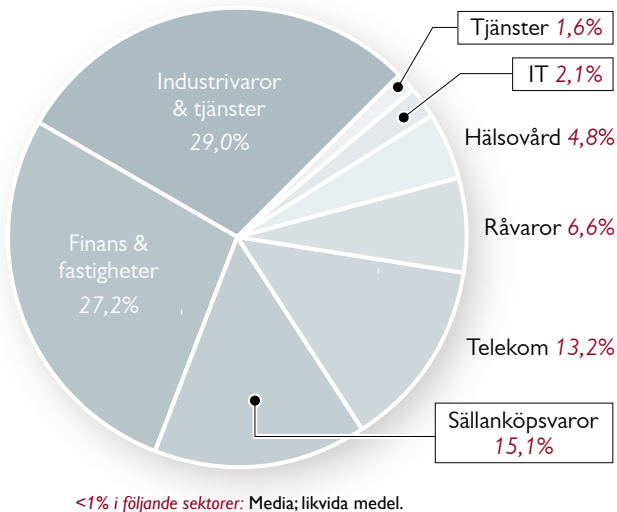
REKOMMENDERAD SVENSK AKTIEPORTFÖLJ

	Innehav, %	Index, %
Finans & fastighet	18,2	27,2
Nordea	10,3	6,4
Swedbank	7,9	3,7
Hälsovård	2,2	4,8
Meda	2,2	0,5
Industrivaror & tjänster	35,4	29,0
ABB	2,3	1,7
Atlas Copco	8,5	5,5
Sandvik	5,8	3,2
Scania	2,9	2,6
Trelleborg	5,7	0,5
Volvo	10,2	4,9
Informationsteknologi	4,6	2,1
Hexagon	4,6	1,5
Media & underhållning	1,9	0,4
MTG	1,9	0,4
Råvaror	7,4	6,6
Alliance Oil	1,3	0,2
Lundin Petroleum	3,3	1,3
Stora Enso	2,7	0,3
Sällanköpsvaror & tjänster	13,3	15,1
Hennes & Mauritz	10,8	9,3
Nobia	2,5	0,1
Telekom	12,3	13,2
Ericsson	5,4	5,4
TeliaSonera	6,9	4,7
Tjänster	0,0	1,6
Likvida medel	4,8	0,0

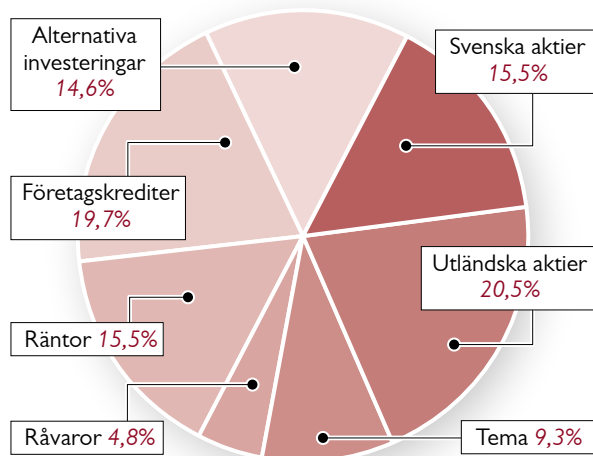
SVERIGEPORTFÖLJ



INDEX



ALLOKERINGSPORTFÖLJ

REKOMMENDERAD
ALLOKERINGSPORTFÖLJ

	Innehav, %
Svenska aktier	15,5
Carnegie Sverige Select	
XACT OMXSB	
Utländska aktier	20,5
Carnegie Fund of Funds International	
Tema	9,3
iShares MSCI World	
SPDR Consumer Staples Select Sector	
iShares S&P Global Healthcare Sector	
PowerShares DB USD Bullish Fund	
iShares S&P Global Materials	
Råvaror	4,8
ETFS Physical Copper	
ETFS Precious Metals	
ETFS WTI Crude Oil	
Räntor	15,5
Carnegie Likviditetsfond	
Kassa	
Företagskrediter	19,7
Carnegie Corporate Bond	
Evli Corporate Bond	
SHB Företagsobligationsfond	
Kreditcertifikat Norden	
Kreditobligation Europa	
Alternativa investeringar	14,6
OPM Omega	
Brummer Multi-Strategy	
Norron Target	

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 så kallad 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 även komma att träda in 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

Detta dokument baseras på analys från ett antal olika analyshus, dock främst Carnegies egen. Åsikten i detta dokument kan skilja sig eller stå i konflikt med 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.

ANSVAR

Detta dokument tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, vare sig att köpa eller sälja aktier eller andra finansiella instrument. Detta dokument tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller annars kundspecifika behov. Kund bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta värdepappersinvesteringar och handel med aktier eller andra finansiella instrument som omtalas eller åsyftas i detta dokument. Kunden bör därför endast beakta detta dokument som en av flera källor för sitt investeringsbeslut. Andra källor att beakta bör bli 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 Daniel Ljungström.

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