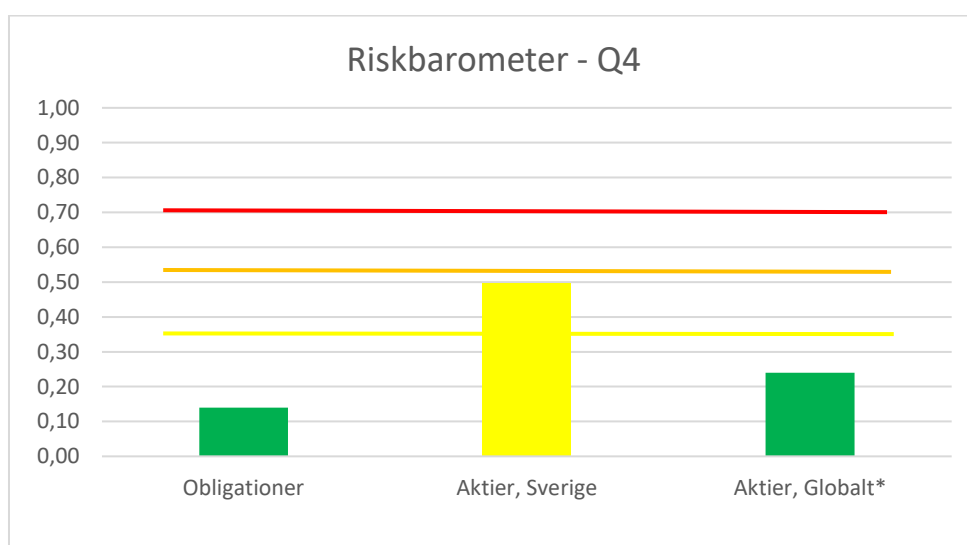


Vi har med hjälp av statistiska metoder bearbetat ett stort antal olika tänkbara indikatorer för att se vilka som kan innehålla information om den framtida avkastningen på olika finansiella tillgångar. Ett antal indikatorer ger på olika sätt signaler om sannolikheten för den framtida utvecklingen det kommande kvartalet. Dessa indikatorer är av olika slag och olika för olika marknader, men som gemensam nämnare att de innehåller statistisk information om utvecklingen för de olika tillgångsslagen för det kommande kvartalet. Arbetsmetodiken ligger till grund för vår egna makroprognos, strategi och förvaltning. Vi kommer att publicera vår riskbarometer en gång i kvartalet.

## Riskbarometern - ökad risk för svenska aktier, men relativt låg sannolikhet för sämre avkastning på svenska räntor och globala aktier.

Vår riskbarometer indikerar att det är fortsatt låg risk för en sämre avkastning för svenska obligationer och globala (ej valutasäkrade) aktier under 4:e kvartalet. Det har vi definierat som att risken är låg för att en investerare i dessa tillgångar *inte* ska få ersättning för den historiska riskpremien under kvartalet. För svenska aktier är däremot risken högre och indikerar att det finns en hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå den historiska riskpremien under det kommande kvartalet (se figuren nedan).



\* Ej valutasäkrade

De färgglada nivåerna i figuren ovan motsvarar de olika risknivåerna för olika tillgångsslag, enligt tabellen nedan.

Riskenivå		Definition
Mycket hög		Mycket hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med kontanter (3-månaders statsskuldväxel).
Hög		Hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med kontanter (3-månaders statsskuldväxel).
Medel		Hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med den historiska riskpremien.
Låg		Låg sannolikhet att inte få en avkastning minst i nivå med den historiska riskpremien.

Bakgrunden till den stigande risken för svenska aktier är i huvudsak att internationella bankaktier har fortsatt att tappa i relation till aktiemarknaden som helhet. Det har historiskt sett varit en negativ

signal för den framtida avkastningen på den svenska aktiemarknaden som helhet. Stigande räntor och fortsatt oro i Emerging markets har också påverkat risknivån negativt.

De faktorer som å andra sidan talar för att risknivån är fortsatt låg för svenska statsobligationer, dvs. en avkastning i nivå eller högre än riskpremien (i relation till 3-månadersväxlar), är 1) en indikator som värderar finansiella tillgångar i förhållande till konjunkturläget och som indikerar kommande negativa konjunktursignaler, vilket är gynnsamt för obligationer och på motsvarande sätt negativt för avkastningen på svenska aktier, 2) relativt lågt värderade amerikanska statsobligationer talar för att de "dyra" svenska obligationerna kan bli ännu "dyrare".

När det gäller utvecklingen för globala aktier, omräknade i svenska kronor, är det främst en nedgång i globala finansiella stressindex och en ökad kreditspread i USA som talar för en dämpad risknivå. Det kan tyckas märkligt att en ökad skillnad mellan företagsobligationer och statsobligationer går hand i hand med högre framtida avkastning på aktier, men så är faktiskt fallet generellt sett. Det kan finnas flera anledningar till detta, men en enkel förklaring är att skillnaden tenderar att öka när statsobligationsräntorna faller, något som i sin tur är positivt för aktier.

Mer om konstruktionen av riskbarometern följer nedan. I slutet finns också några figurer som visar den historiska riskbarometern jämfört med avkastningen på de olika tillgångarna.

## Ska man verkligen försöka förekomma marknaderna?

Sedan 1995, dvs. de senaste knappt 100 kvartalen, har en investering i ett svenskt statsobligationsindex givit en avkastning som är lägre än den långsiktiga riskpremien över kontanter (3-månaders statsskuldväxel) under 41 av kvartalen. Motsvarande siffror för ett svenskt respektive globalt aktieindex (ej valutasäkrat) är 37 och 47 kvartal. Om man istället jämför med den absoluta avkastningen, så har svenska obligationer haft en avkastning som är *lägre* än en 3-månaders växel under 31 av kvartalen. Motsvarande siffror för svenska respektive utländska aktier (ej valutasäkrade) är 31 och 32 kvartal.

Under de senaste knappa 25 åren, som visserligen har sett två rejäla finansbubblor spricka, har således investerare i riskfyllda tillgångar som obligationer och aktier under ca 40% av kvartalen inte fått betalt för den risk de har tagit. Dessutom har det under ca 30% av kvartalen varit förmånligare i absoluta tal att ha tillgångarna allokerade i kontanter. Det finns med andra ord starka skäl att vara vaksam på marknadsutvecklingen och tillgångsallokeringen i sin portfölj.

Dessutom kommer en "olycka" sällan ensam. Det är relativt sällsynt att obligationer eller aktier har en sämre utveckling under ett enstaka kvartal. Under de kvartal då avkastningen inte är i nivå med riskpremien eller lägre än kontanter, sker det under *minst* två på varandra följande kvartal i 75% av kvartalen med en sämre avkastning.

De relativt ofta förekommande perioderna med underavkastning under flera sammanhängande kvartal är för oss ett argument för att ha en aktiv taktisk tillgångsallokering. Med rätt verktyg finns det bättre möjligheter att i förväg identifiera faktorer som kan ge signaler om när obligationer och aktier kommer att leverera en sämre avkastning.

## Vårt angreppssätt.

Vi har med hjälp av statistiska metoder bearbetat ett drygt 40-tal olika tänkbara indikatorer för att se vilka som kan innehålla information om den framtida avkastningen på olika finansiella tillgångar. Vi fann ett 10-tal indikatorer som på olika sätt ger signaler om utvecklingen det kommande kvartalet. Dessa indikatorer är av olika slag och olika för olika marknader, men som gemensam nämnare att de innehåller statistisk information om utvecklingen för de olika tillgångsslagen för det kommande kvartalet. En övergripande summering av indikatorerna visas i tabellen nedan.

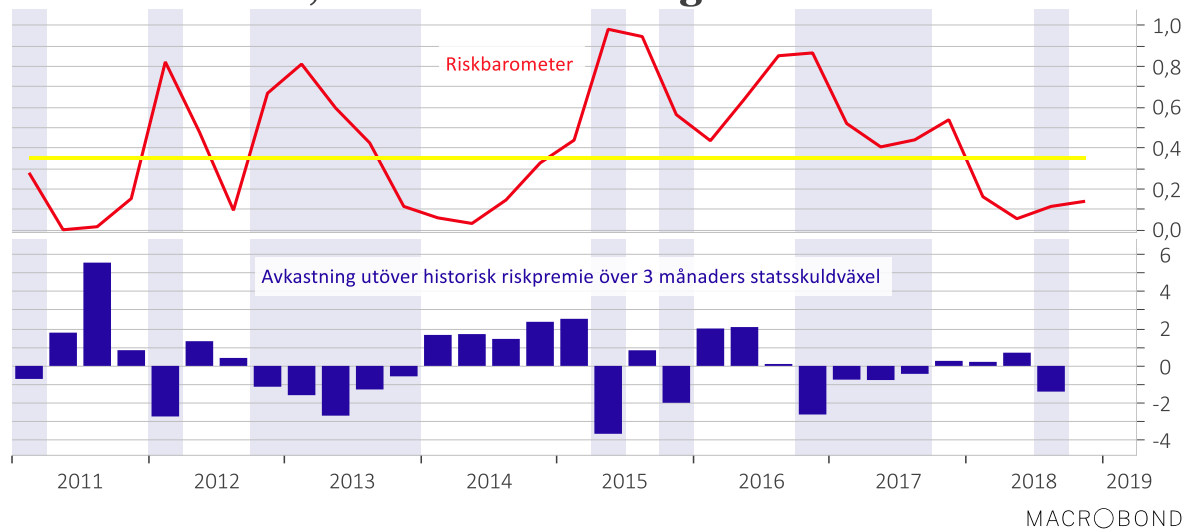
## Uppbyggnaden av riskbarometern.

Kategori	Exempel på indikatorer
<b>Makroekonomisk värdering av olika marknader.</b>	Värdering av obligationer i olika länder och relativ värdering mellan olika marknader. In-house.
<b>Nivåer och rörelser på olika finansiella marknader.</b>	Exempelvis valutor, avkastningskurvor, relationer mellan aktieindex och kreditspreadar.
<b>Volatilitet eller andra mått på marknadsoro.</b>	Volatilitet på olika marknader, samt sk. Financial Stress Indicators från exempelvis Federal Reserve..

Med utgångspunkt från dessa har vi konstruerat tre systematiska och statistiskt baserade riskbarometrar som ger signaler om risknivån för avkastningen på svenska statsobligationer, svenska aktier och globala aktier (i svenska kronor), för det nästkommande kvartalet. De fyra olika risknivåerna definieras i tabellen ovan och i den översta figuren ses de olika prognosticerade risknivåerna för respektive tillgångsslag för det fjärde kvartalet.

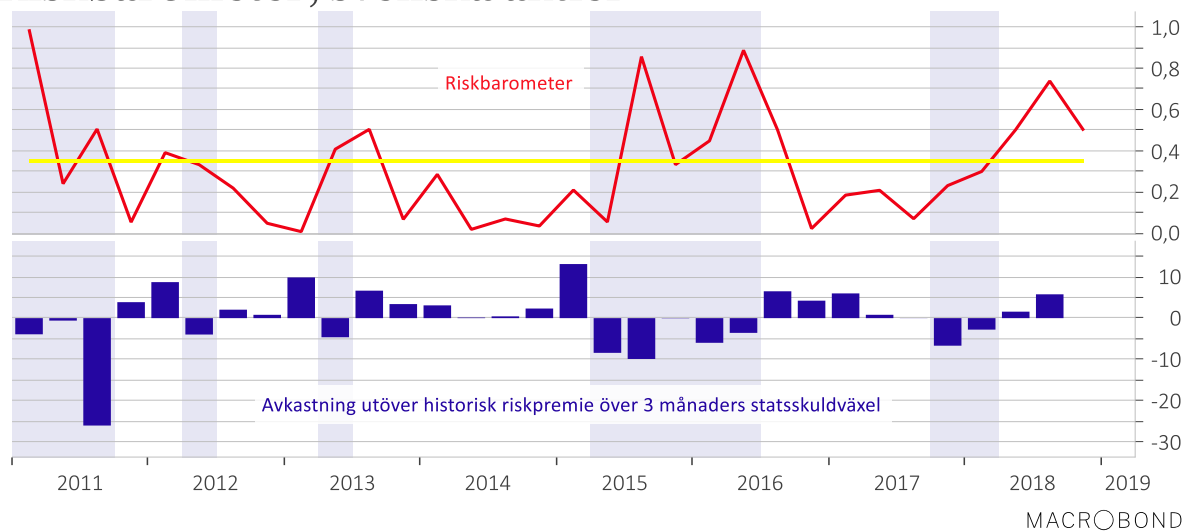
Det bör noteras att riskbarometrarna inte fångar kortsiktiga eller plötsliga signaler inom ett kvartal. I värsta fall kan de dock påverka kommande risknivåer, även om de i realiteten redan klingat av. Sedan kan det förstås finnas faktorer som negativt påverkar avkastningen, men som inte fångas upp alls eller för sent. Riskbarometrarna ska därför ses som indikatorer på när finansiella priser på olika tillgångar når nivåer eller förändras på ett sätt som sammantaget historiskt sett har signalerat en ökad risk för en sämre framtida avkastning. Riskbarometrarna kommer att publiceras kvartalsvis, samt användas i vår egen taktiska tillgångsallokering och som input i fonden Rubicons positioner.

## Riskbarometer, svenska statsobligationer\*



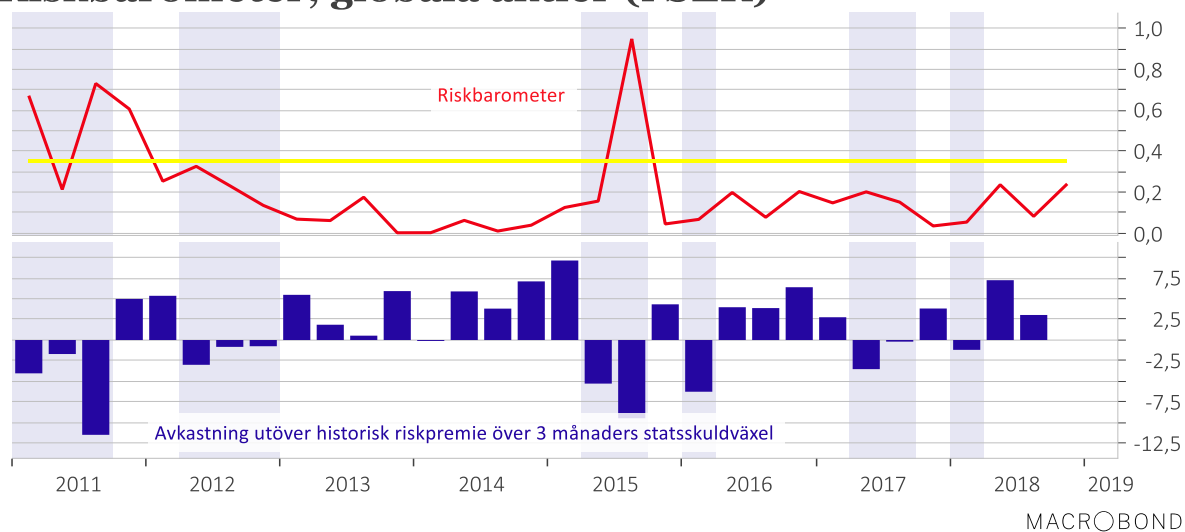
\* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

## Riskbarometer, svenska aktier\*



\* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

## Riskbarometer, globala aktier (i SEK)\*



\* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

### Disclaimer

This information is issued by EME Partners. It was produced by and the opinions expressed are those of EME Partners as of the date of writing and are subject to change. This document has been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of EME Partners to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but EME Partners does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of EME Partners. EME Partners is licensed, regulated and supervised by the Swedish Financial Services Authorities (Finansinspektionen). The discussed investment strategy will be managed in an AIF structure, only available to professional investors. Prospective investors should have the financial ability and willingness to accept the risk characteristics of the fund's investments. Before entering into a transaction, investors should determine the suitability of these products with regard to their particular circumstances and independently (in consultation with their professional advisors) examine the special risks (maximum loss, currency risk, etc.) and legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences. This document does not disclose all product related risks. For the full risk disclosure please consult the offering documents. No assurance can be given that the investment objective will be achieved or that investors will receive a return on their capital. They may lose some or all of their capital.