



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Stigande värden i sikte

MAJ/JUNI 2013

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Likviditet driver marknader och konjunktur.....	10
Tema: Nya drivkrafter – från investeringar till konsumtion	13

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning.....	16
Nordiska aktier.....	18
Globala aktier inklusive Landmodellen	20
Räntor.....	24
Hedgefonder	26
Fastigheter.....	28
Private Equity	30
Råvaror.....	32
Valutor.....	34

Denna rapport publicerades den 28 maj 2013

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 21 maj 2013.

Hans Peterson

Global Head of Asset Allocation
+ 46 8 763 69 21
hans.peterson@seb.se

Helene Cronqvist

Equity Strategist
+46 8 788 62 52
helene.cronqvist@seb.se

Anders Olsson

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

Jonas Evaldsson

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

Lars Gunnar Aspmann

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

Reine Kase

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

Victor de Oliveira

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

Carl-Filip Strömbäck

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

Lars Granqvist

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

Cecilia Kohonen

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

Esbjörn Lundevall

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

Pernilla Busch

Communication Manager
+46 8 763 69 02
pernilla.busch@seb.se

Denna rapport kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEBs finansiella instrument. Varken materialet eller de produkter som beskrivs här är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till personer bosatta i USA, s.k. US persons, och all sådan distribution kan vara otillåten. Även om innehållet är baserat på källor som SEB bedömt som tillförlitliga ansvarar SEB dock inte för fel eller brister i informationen eller för förluster eller kostnader som kan uppstå med anledning därav. Om informationen hänvisar till en investeringsanalys bör du om möjligt ta del av den fullständiga analysen och information publicerad i anslutning därtill eller läsa den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investment Strategy följer och bevakar olika bolag löpande och tillämpar ingen fast periodicitet på investeringsrekommendationerna. Information om tidigare rekommendationshistorik kan fås på begäran. Analytiker anställda av SEB kan inneha positioner i aktier eller aktierelaterade instrument i bolag där de utarbetar en rekommendation. För mer information om SEB:s investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter med mera, vänligen se <http://www.seb.se/upplysningar-is>. För fonder och andra finansiella instrument är historisk avkastning ingen garanti för framtida avkastning. Värde på dina fondandelar och andra finansiella instrument kan både stiga och falla och det är inte säkert att du får tillbaka det insatta kapitalet. I vissa fall kan förlusten även överstiga det insatta kapitalet. Om du eller en fond investerar i finansiella instrument som är uttryckta i utländsk valuta, kan förändringar i valutakurserna påverka avkastningen. Du ansvarar själv fullt ut för dina investeringsbeslut och du bör därför alltid ta del av detaljerad information innan du fattar beslut om en investering. Mer information t.ex. faktablad för fonder och informations-/marknadsförings-broschyrer för fonder och strukturerade produkter finns på www.seb.se. Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i SEB.

Information om beskattning. Som kund vid våra internationella bankkontor i Luxemburg, Schweiz och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller hemvist med hänsyn till bankkonton och finansiella transaktioner. Banken skickar ingen skatterapportering till främmande länder vilket betyder att du själv måste ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.



Stigande värden i sikte

Kapitalmarknaderna är på god väg framåt. Kurserna rör sig uppåt på aktiemarknaderna och känslan av ett ekonomiskt tillfrisknade från åren av kriser har förstärkts.

Bilden är som alltid komplicerad. Idag har vi en situation som till mycket stor del är en effekt av den globala skuldkrisen. Den möts nu av en dynamisk och i många fall ovanlig centralbankspolitik. I den moderna ekonomiska historien finns det ett antal tillfällen som har skrivits in i historieböckerna. Ett av dem är när man övergav Bretton Woods-systemet med dollarns koppling till guld, ett annat när man bröt inflationen i USA på 1980-talet, och nu senast den globala skuldkrisen och dess pågående sanering. En notering i sammanhanget är att Paul Volker, tidigare chef för USA:s centralbank, har varit en ledande kraft under alla tre händelserna; en remarkabel karriär.

Idag angrips ett fjärde problem – den utdragna perioden med deflation i Japan, till följd av ett mycket högt privat sparande efter börskraschen på 90-talet. Japanska beslutsfattare, såväl i centralbanken som politiker, är på väg att genomföra ett stimulans- och strukturprogram som är ett av de mest genomgripande i något land under lång tid. Det kan jämföras med USA:s insatser för att bryta inflationen. Programmet är en kombination av penning- och finanspolitik. Just nu ser vi effekterna av penningpolitiken och centralbanker i andra länder – till och med ECB – sänker nu styrräntor för att stötta efterfrågan och hjälpa marknaderna.

Dagsläget leder fram till ett par kärnfrågor. En av dem är om den ovanliga penningpolitik vi ser skapar en bättre reell efterfrågan, eller bara lyfter värden på marknaderna? Kursrörelserna vi nu ser är i och för sig normala, marknaderna rör sig

före resultaten, men om resultaten uteblir mjuknar sannolikt marknaderna igen. I detta nummer av Investment Outlook reflekterar vi kring dessa frågeställningar. Vi belyser centralbankspolitikens roll för konjunkturen, dess metoder och effekter med koppling till dagens konjunktur, och beskriver även vad vi ser i siktet framöver.

Tradition är ett viktigt element i all investeringsverksamhet, men kan även hämma. Ibland kan man missa skeenden för att man är för förankrad i historien. Investeringar och hur marknader utvecklas är också en stor portion beteendevetenskap, vilket bland annat speglas i de senaste årens ekonomiska Nobelpriser.

Världen förändras och med den hur värden skapas. Kommer de drivkrafter vi sett de senaste 10-20 åren att upprepas? Troligen inte. Sparandet och skuldsättningen i olika sektorer av ekonomierna har förändrats och efterfrågan kommer att komma från delvis nya håll framöver. Det här kan bli viktigt för råvarupriser. Råvaruefterfrågan drivs ofta upp i faser av tidig tillväxt i ekonomier, men när efterfrågan sedan mognar uppstår andra mönster. Vi kan vara på tröskeln till en sådan fas nu.

Marknadssynen vi beskriver i Investment Outlook har ett milt positivt anslag, med en tro på stigande marknader och värdeskapande. Aktiva centralbanker, ansatsen i Japan, stabiliseringen av arbetsmarknaden i USA och en gradvis ökande riskvilja och framtidstro är faktorer som kommer att stötta den underliggande utvecklingen. Stigande tillgångsvärden ger en större vilja att sätta hjulen i rullning i form av konsumtion och investeringar. Det är sannolikt det förloppet vi nu står inför.

HANS PETERSON
Global Head of Asset Allocation



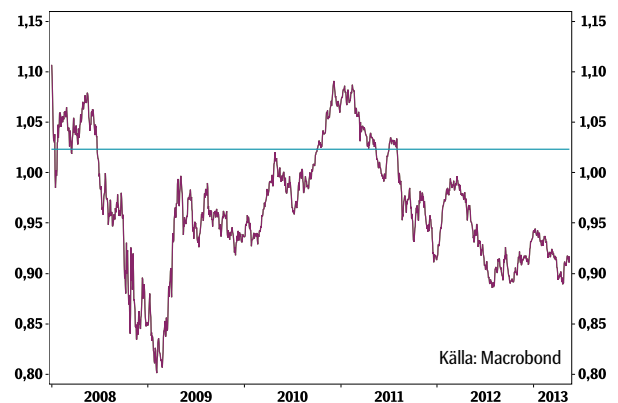
Marknaderna ger nya möjligheter

Vi har ett intressant läge på marknaderna, där den starkaste drivkraften idag är det kraftiga likviditetstillskott som den offensiva penningpolitiken som just nu förs på många håll i världen bidrar med. Japan och USA är två viktiga exempel på detta. Det innebär att kapital just nu söker avkastning på olika håll. En viktig förutsättning i sökandet är att det fortfarande finns en viss misstro mot styrkan i den globala konjunkturåterhämtningen.

Konsekvensen har blivit att kapitalet relativt unisont har sökt sig till tillgångar med låg konjunkturrisk - obligationer och de delar av aktiemarknaden som har lägst konjunkturkänslighet (defensiva sektorer). Det i sin tur leder till att delar av marknaderna värderingsmässigt blir relativt dyra. Samtidigt skapas det möjligheter i mer konjunkturkänsliga delar av marknaden.

Taktiskt sett behöver marknadsaktörer via signaler i makrostatistik och från företag besked om styrkan i konjunkturen. En förändrad syn (minskad misstro) skulle ge en annan marknadstrend. I väntan på att främst makrobilden ska lyfta riskviljan finns det därför skäl att mer djuplodat analysera olika tillgångsslag, lägga mer fokus på mikroanalys, och däri hitta avkastningskällorna med störst potential.

SKILLNAD I UTVECKLING FÖR DEFENSIVA OCH CYKLISKA AKTIER GLOBALT



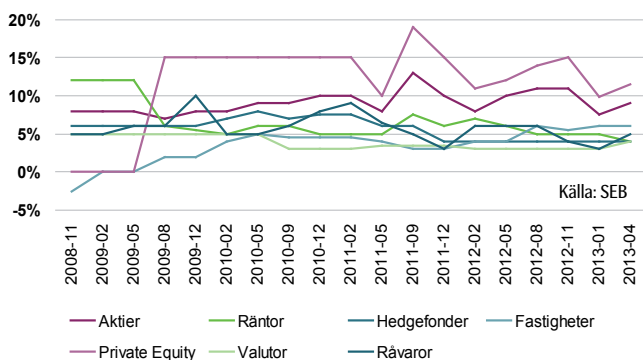
Den svaga utvecklingen för cykliska sektorer vittnar om en tveksamhet till konjunkturs styrka.

FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER

Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House view och bygger på vårt makrosenario (se sid 16). Förväntningarna gäller de kommande 12 månaderna. För aktier avser prognosen den globala aktiemarknaden. För räntebärande avser prognosen en korg med ½ Investment Grade och ½ High Yield-obligationer. Fastighetsprognosen avser REIT-marknaden (Real Estate Investment Trust) medan råvaruprognosen avser en likaviktad korg av råvaruklasserna Energi, Industrimetaller, Ädelmetaller och Agri. När det kommer till valutor avser prognosen valutaförvaltares kapacitet att skapa avkastning.

Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 5 mars 2013) har vi, i syfte att öka transparensen, valt att byta metodik för att beräkna den förväntade risken i de tillgångsslag där det är relevant. Förändringen innebär förenklat att vi istället för prognoser använder oss av historisk risk som norm, i stabila marknader där det är mer relevant. Detta innebar bland annat att risken för High Yield inom Räntebärande sjönk från 11 till 6 procent. För räntebärande totalt sjönk risken från 9 till 6 procent (detta då även Investment Grade justerats ned från 7 till 4 procent. I övrigt är det värt att notera att den förväntade avkastningen för globala aktier har ökat från 7 till 9 procent, samtidigt som den förväntade risken har sänkts från 18 till 16 procent.

När vi gör prognoser arbetar vi med 12-månadersantaganden för att ha en gemensam tidshorisont för de portföljsimuleringar vi gör.



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 5 mars 2013) har vi gjort justeringar främst i den förväntade avkastningen för aktier, som har ökat (och risken minskat). Även Private Equity har något högre förväntad avkastning som dock hänger på marknadens riskvilja.

TILLGÅNGSSLAG	FÖRVÄNTNINGAR KOMMANDE 12 MÅN		KOMMENTAR
	AVKASTNING	RISK	
Aktier	9%	16%	Högre vinster och attraktiva värderingar ger goda förutsättningar. Fokus på fundamenta, där Emerging Markets har lägre värdering och bättre vinstutsikter än för utvecklade marknader. Europa har stor tillväxtpotential, med mycket återhämtning kvar, men kräver bra makrodata och ökad riskvilja.
Räntebärande	4%	6%	Något lägre antaganden för avkastning för både High Yield (HY) och Investment Grade (IG), men också sänkt risk. Vi föredrar HY med kortare duration samt tillväxtmarknadsobligationer. För IG är kursrisken för stor, och för statsobligationer avkastningen för låg.
Hedgefonder	4%	5%	Starkt första kvartal, som genererat hög avkastning. Val av strategi och inte minst förvaltare inom respektive strategi blir allt viktigare. Vi föredrar marknadsneutrala strategier som en alternativ avkastning i portföljen.
Fastigheter	6%	13%	Trycket på primärmarknader ger lägre direktavkastningsnivåer och ökar intresset för en rörelse längre ut på riskskalan. Global återhämtning i kombination med lågräntemiljö talar för fortsatt stigande transaktionsvolym och ökat värdeskapande på främst sekundärmarknader.
Private Equity	12%	21%	Den tilltagande riskviljan har gynnat noterad Private Equity genom ökade transaktioner och en fungerande exit-marknad.
Råvaror	5%	15%	Blandad bild där industrimetaller är förstavalet trots påverkan av konjunkturosäkerhet. Guld har haft en fantastisk utvecklingsresa som nu sannolikt är över. Oljeproduktionen åter i balans efter en vinter med produktionsöverskott. Spannmålspriser fortsätter falla om inte torkan oväntat slår till.
Valutor	4%	5%	Penningpolitiken styr utvecklingen på valutamarknaden. Stärkt USD och försvagad JPY att vänta. EUR står sig bra tack vare bytebalansöverskott.

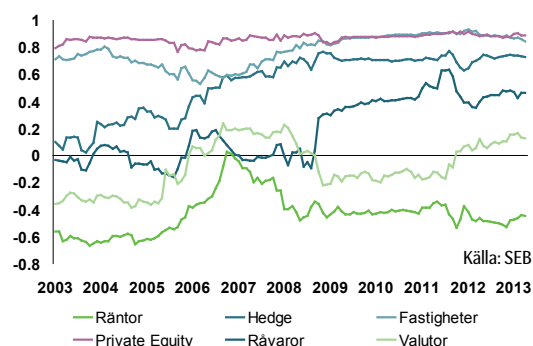
Källa: SEB

HISTORISK KORRELATION (2003-05-31 TILL 2013-04-30)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Räntor	-0,39	1,00					
Hedge	0,68	-0,32	1,00				
Fastigheter	0,84	-0,17	0,58	1,00			
Private Equity	0,86	-0,32	0,70	0,88	1,00		
Råvaror	0,35	-0,23	0,68	0,31	0,42	1,00	
Valutor	0,01	0,18	0,17	-0,03	0,02	0,05	1,00

Källa: SEB

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD



Historiska värden är beräknade utifrån följande index: Aktier – MSCI AC World EUR, Räntor – JP Morgan Global GBI EUR, Hedgefonder – HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter – SEB PB Real Estate EUR, Private Equity – LPX50 EUR, Råvaror – DJ UBS Commodities TR EUR, Valutor – Barclay-Hedge Currency Trader USD

HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING

- Aktiemarknaden återhämtas och är i en bra trend 2013**

Utsikterna för världskonjunkturen är positiva och vi ser ett bra andra halvår och ett bra 2014 framför oss. I detta scenario kommer aktiemarknader att drivas uppåt och riskviljan gradvis att öka. Det kommer att innebära att kapital flödar från andra tillgångsslag in i aktiemarknaderna i jakten på avkastning. Det kan bli starten på en ihållande positiv fas för aktier.

- Allt mer tillväxtinriktat, på väg mot högre riskvilja i marknaden**

Under den svaga perioden har defensiva bolag varit i fokus på aktiemarknaden, medan cykliskt har släpat efter. Fokus kan nu riktas mot allt fler länder och sektorer av aktiemarknaden, med ett större konjunkturberoende. Dessa gynnas även av rådande låga ränteläge.

- Asientillgångar inom aktier, valutor och obligationer fortsatt intressanta**

Den senaste tidens mjukare statistik i Kina har väckt frågan om hur det står till med tillväxten i landet. Vinstprognoserna justeras dock upp, och i övriga Asien är momentum bra. En förväntad uppgång i global handel gynnar normalt de länderna och Japans offensiva stimulanser kommer troligen att påverka övriga Asien positivt.

- Europa – återhämtning från låg nivå, värderingar attraktiva, ECB och åtstramningsdebatten ger ny energi**

Europa har en stor tillväxtpotential, med mycket återhämtning kvar. Sannolikt stramar man inte mer och en positiv vändning i bytesbalanser och gradvis i produktivitet är att vänta, men den förskjuts framåt. Just nu saknas bra makrodata för att lyfta de europeiska marknaderna, men mycket talar för dem när riskviljan vänder.

- Obligationsräntorna är gradvis på väg uppåt**

Givet vårt scenario med en gradvis förstärkning av världskonjunkturen med inledning i sommar kommer rimligen statsobligationsräntor i flera stora länder att stiga/obligationskurser att falla framöver. Strategisk utmaning för portföljförvaltare, där andelen kapital som allokeras till exempelvis hedgefonder och fria mandat på räntesidan sannolikt ökar.

- Företagsobligationer har begränsad potential, selektivitet viktigt**

Ränteskillnaderna mot statsobligationer är fortsatt attraktiva för företagsobligationer med lägre rating (High Yield), medan företagsobligationer med högre kreditkvalitet (Investment Grade) idag har för mycket kursrisk för att vara attraktiva.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	På kort sikt är viss försiktighet att föredra, dock är värderingen rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller. En bättre aktieperiod byggs upp gradvis, och bekräftade tillväxtprognoser och förbättrad underliggande konjunktur skulle ge ökad stabilitet. Stabila vinster och flöden in i aktiemarknaden ger bra förutsättningar. för detta Skiftet från defensivt till cykliskt i fokus. Asien och Emerging Markets mest intressanta regioner.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Företagsobligationer High Yield inom high yield attraktiva (de mindre riskabla delarna med kortare duration). Fortsatt låga default-antaganden. Kursrisken i Investment Grade-segmentet för hög, då spreadarna mot statspapper har blivit så små. Statsobligationer mindre attraktiva då räntorna snabbt rör sig uppåt när ett positivare konjunkturscenario diskonteras. Tillväxtmarknadsobligationer är intressanta.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Klimatet för hedgefonder är nu bättre, vilket märks i stabilare avkastning. Vi föredrar marknadsneutrala strategier och de med visst inslag av aktierisk, samt Credit-fonder.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Marknaden har mognat, men fortsatt låg transparens. Vi har inte tillgångsslaget i våra portföljer för närvarande.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	God tillväxt och rimliga värderingar ger bra förutsättningar i ett klimat med ökande riskvilja. Vid osäkerhet och hög volatilitet drabbas tillgångsslaget hårdare än aktier. Vi väljer att inte ta den risken i våra portföljer just nu.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Selektivt intressant där industrimetaller är vårt huvudsakliga investeringsval.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	Just nu en stark euro-marknad, annars handlar mycket om asiatiska valutor i länder med starka fundamenta. Yenen i fokus.

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivån 4 är neutraläge.

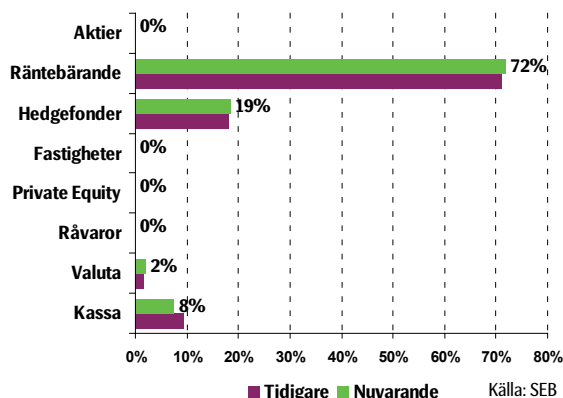
Källa: SEB

Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn på tillgångsslaget. På kundnivå anpassas portföljerna efter varje individuell behov.

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM– ALLOKERING TILL SJU TILLGÅNGSSLAG I TRE RISKNIVÅER

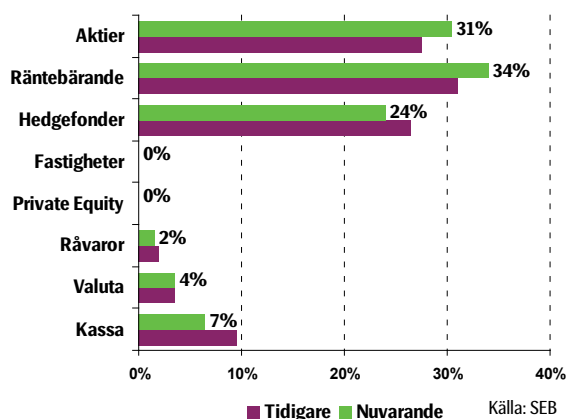
MODERN PROTECTION

Fokus ligger alltså på ränteriskneutrala placeringar. Delar av kassan, som för ett kvartal sedan var på cirka 10 procent, har gradvis investerats. Cirka 35 procent av portföljen är i "Absolute Return"-förvaltare som har fria mandat och full flexibilitet att utnyttja förändringar av räntekurvan och på så sätt hålla en ränteriskneutral exponering. Allokeringen till High Yield, som huvudsakligen består av Short Duration High Yield och Leveraged Loans, har skruvats upp till 13,5 procent från tidigare 12. Inom hedgefondportföljen (totalt cirka 18,5 procent) fokuserar vi som tidigare på marknadsneutrala strategier för okorrelerad avkastning samt Credit Long/Short för att kompensera portföljens totala kreditrisk. Exponeringen mot asiatiska valutor har på marginalen ökat till 2 från tidigare 1,5 procent.



MODERN GROWTH

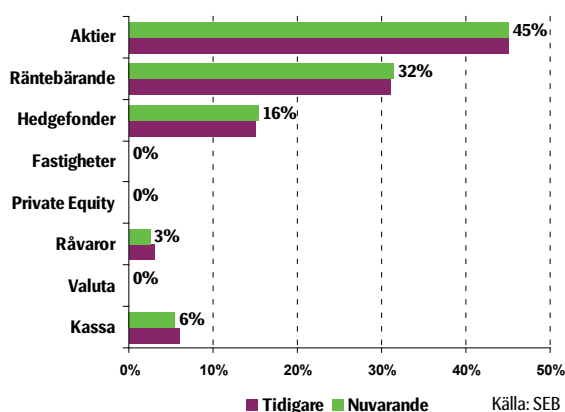
I Modern Growth har vi under första kvartalet haft en relativt stor kassa som beredskap för ett svagare andra kvartal, men utsikterna för risktillgångar är alltså goda varför vi gradvis investerat likviditet. Aktieexponeringen har ökat upp till cirka 30 procent genom europeiska aktier (3 procent). Samtidigt har vi ökat upp räntebärande till 34 procent från tidigare 27 procent genom främst ränteriskneutrala Leveraged Loans. Hedgefondportföljen (24 procent) är under omstrukturering för att få en bättre avkastningsprofil, och förvaltarbyten är på gång. Exponeringen mot asiatiska valutor är oförändrad, samtidigt som andelen råvaror har sänkts marginellt.



MODERN AGGRESSIVE

I likhet med Modern Growth har vi gradvis investerat likviditet, i Modern Aggressive spritt över alla tillgångsslag. Innehaven är liknande som för Modern Growth, men tillgångsslagsallokeringen är mer aggressiv med en aktieexponering på cirka 45 procent. Räntebärande instrument (High Yield 23 procent och EM Debt 8 procent) står för 31 procent av totalportföljen. Hedgefonder utgör cirka 15 procent, och även här pågår förvaltarbyten.

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





Likviditet driver marknader och konjunktur

Börserna har trotsat vårens konjunkturbesvikelser och stigit tack vare inte minst centralbankernas stimulanspolitik som resulterat i en stor mängd likviditet i globala ekonomin. Likviditeten gynnar också konjunkturen, och snart bör världen präglas av högre tillväxt.

I vintras fanns många tecken på att både den amerikanska och kinesiska ekonomin stod inför accelererande tillväxt, samtidigt som den europeiska konjunkturen tycktes närma sig en stabilisering efter höstens fall. Men mot slutet av det första kvartalet började en annan bild tona fram, när statistik visade att tillbakagången i Europa fortsatte i början på 2013, och att tillväxten i såväl Kina som USA istället tappade kraft.

Dessa besvikelser gav näring åt spekulationerna om att även 2013 skulle drabbas av ett markerat säsongsmässigt bakslag. De senaste 3 åren har kännetecknats av minicykler, i konjunktur- och börsvärlden. Cyklerna har inneburit vikande ekonomisk tillväxt parat med börsfall under våren och/eller sommaren, följt av konjunktur- och börsuppsving på hösten och en del av vintern. Detta ovanliga säsongsmönster förklaras främst av att särskilda negativ händelser varit flitigt förekommande sedan 2010 och inträffat under andra och tredje kvartalen.

Våren 2010 spred Greklands ekonomiska och finansiella situation frossa i finansvärlden. Våren 2011 inträffade sedan den japanska naturkatastrofen, och sommaren det året stegrades europeiska statsfinansproblem (Grekland, Spanien, Italien), samtidigt som den amerikanska statens kreditbetyg sänktes. Det senare skedde på grund av otillräckliga federala budgetåtsamningar, och utdragna politiska förhandlingar i Washington om höjningen av skuldtaket. Våren 2012 var det återigen Grekland som spred osäkerhet inför nyvalet i juni, där valutagången riskerade att leda till ett grekiskt EMU-utträde. Så blev dock inte fallet, och i enlighet med mönstret 2010 och 2011 blev senare delen av 2012 en bra period både konjunkturrellt och börmässigt.

Nyckelfrågan nu är om mönstret från 2010 - 2012 också ska präglade 2013?

Innan vi ger vårt svar på den frågan finns det skäl att först beröra det faktum att aktiemarknader på de flesta håll i världen har fortsatt att stiga under våren, trots de mer mollstämda konjunktursignalerna sedan några månader tillbaka. Fram till helt nyligen har också cykliska sektorer haft en avsevärt sämre utveckling än defensiva sektorer på börserna, vilket kan ses som en spegling av att marknadens aktörer inte har förväntat sig bättre konjunktur.

Det är alltså andra faktorer än förväntan om ett snart konjunkturuppsving som sedan i vintras har gett börsuppgången näring. En faktor är att den historiskt höga riskpremien på aktier har börjat sjunka eftersom börsaktörerna nu ser mindre risker och osäkerheter än tidigare i den ekonomiska och politiska framtidsbilden.

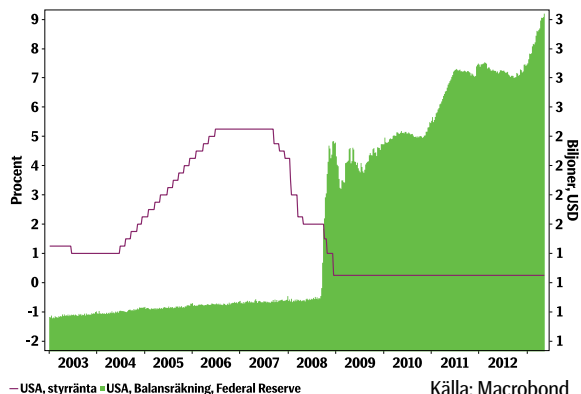
Likviditet – den viktigaste faktorn bakom börsuppgången

En annan, och viktigare, faktor är den exempellösa mängden likviditet som nu flyter runt i den globala ekonomin. Likviditet är förvisso ett inte helt entydigt begrepp, men i samhällsekonomiska sammanhang brukar innebörden ofta vara förknippad med centralbanker och deras åtgärder.

Centralbankers verktyg kan indelas i konventionella och okonventionella. Traditionellt har centralbanker arbetat för att påverka de korta marknads-/penningmarknadsräntorna och dagslikviditeten i banksystemet via förändringar av styrräntor och marknadsoperationer (konventionell politik).

Sedan finans- och konjunkturkrisens utbrott 2007/2008 har centralbanker i sällan skådad skala också tagit till penningpolitiska verktyg som expanderar och/eller ändrar sammansättningen av deras balansräkningar (okonventionell politik).

FORTSATT MASSIVA OBLIGATIONSKÖP AV FED



Den amerikanska centralbanken Federal Reserve har - förutom att ha sänkt styrräntan till nära noll - ännu tredje omgången med stora obligationsköp, vilka får balansräkningen att svälla. Nu köps stats- och bostadsobligationer för totalt 85 mdr USD varje månad, något som bör pågå 2013 ut.

Den okonventionella politiken - exempelvis köp av statsobligationer - påverkar direkt de långa marknadsräntorna/obligationsräntorna. Därför får centralbankens agerande numera effekt på hela avkastningskurvas nivå och lutning, kort som lång. De tongivande centralbankerna har dock valt olika taktik. Federal Reserve (Fed) köper stats- och bostadsobligationer. Bank of England (BoE) fokuserar på statsobligationer. Europeiska centralbanken (ECB) har valt en annan väg, med anledning av att europeiska företag till drygt 75 procent finansierar sig via bankerna, jämfört med amerikanska företags finansiering som till liknande andel sker i obligationsmarknaden. För att sänka företags lånekostnader är det således rationellt för Fed att köpa obligationer för att hålla nere räntorna i obligationsmarknaden, medan ECB i sin tur har valt att agera via fördelaktiga medelfristiga lån till banksystemet. Dessa lån återbetalas nu av bankerna i ganska snabb takt och ECB:s balansräkning krymper, till skillnad mot Federal Reserves som snabbt växer.

Allra snabbast växer dock Bank of Japans (BoJ) balansräkning, efter de i april upptrappade tillgångsköpen. Räknat på årsbasis motsvarar dessa en andel om 15 procent av BNP, att jämföra med Feds 7 procent. BoJ har också mycket större bredd i sina tillgångsköp, som förutom stats- och bostadsobligationer även omfattar företagsobligationer, fastighetsfonder och aktier.

Just aktier tycks bli ett allt populärare tillgångsslag i centralbanksvärlden. Idag är även centralbankerna i Schweiz, Israel och Tjeckien aktiva på köpsidan i aktiemarknaden, och i en aktuell enkät anger 23 procent av centralbankerna att man antingen har köpt eller planerar att köpa aktier, något som kan driva börserna uppåt.

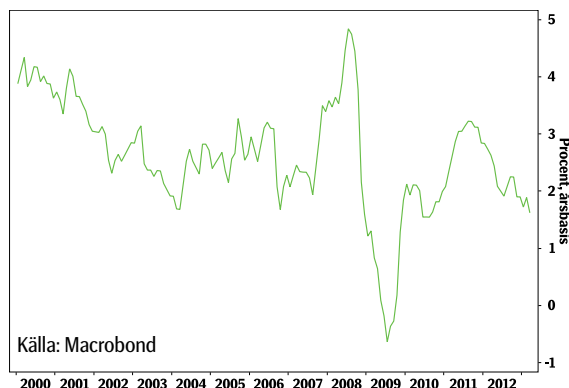
ECB har även gett villkorade löften om obligationsköp i marknaden, länkat till utlåning från den permanenta europeiska

nödlånefonden ESM. Parallellt pågår i Europa en fortgående långivning till Grekland, Irland och Portugal löpande prövad av Trojkan (EU/ECB/IMF) via främst den tillfälliga nödlånefonden EFSF. Dessutom har det spanska banksystemet beviljats lån.

En följd av centralbankernas stora satsningar på okonventionell politik har blivit att deras balansräkningar svällt. Detta ger en ökning av den så kallade monetära basen (MB). MB består av sedlar och mynt (mycket liten andel) och likviditetsreserver/fordringar som bankerna har hos centralbanker. Men att MB ökar innebär inte per automatik att mängden pengar/likviditet ökar i samhällsekonomin. För det krävs att bankerna börjar använda sina likviditetsreserver för utlåning till företag och hushåll. Det är först då som centralbankernas politik får en direkt påverkan på den reala ekonomin/konjunkturen. I USA är detta nu på väg att ske.

Effekter av centralbankernas politik/variationer i tillgången på likviditet kan avläsas omgående i de finansiella marknaderna. Den nu förda politiken - möjliggjord tack vare mycket små inflationsrisker och stor ledig produktionskapacitet - är präglad av ett ymnigt likviditetsflöde ur centralbankernas kranar, och har 1) i många länder sänkt korta och långa marknadsräntor på statspapper till rekordlåga nivåer, 2) krympt räntespreadar mellan Europas problem- och kärnländer, 3) krympt räntespreadar mellan företagsobligationer och statsobligationer, liksom mellan bostads- och statsobligationer, samt 4) gett god näring till börserna.

LÄGRE INFLATION ÖPPNAR LIKVIDITETSKRANAR



Sedan ett par år tillbaka har inflationen i industrilandsområdet OECD blivit allt lägre, och enligt SEB:s prognos avtar takten ytterligare det närmaste året. Det ihop med gott om lediga produktionsresurser ger centralbanker utrymme att föra en fortsatt mycket stimulerande penningpolitik.

Även valutamarknaden har i hög grad påverkats, inte minst av Bank of Japans skarpt upptrappade stimulanspolitik, som fått yenen att snabbt falla i värde mot flertalet andra valutor. Tidigare har också råvarumarknaden gynnats när centralbanker agerat stora tillgångsköpare, men ett ökat utbud av råvaror, en starkare USD och ett strukturellt råvaruskifte (se tematen "Nya drivkrafter - från investeringar till konsumtion") väger nu tungt i den andra vågskålen.

Centralbankspolitik som ger billiga pengar och snabbt växande tillgång till likviditet påverkar också – indirekt – konjunkturen och den ekonomiska tillväxten. Ett klassiskt exempel är när lägre räntor gör det mindre attraktivt att spara och mer attraktivt att låna, vilket brukar öka hushållens konsumtion och företagens investeringar – till nytta för tillväxten.

Ett annat samspel mellan finansiell och real ekonomi går via förmögenhetseffekter. När centralbankens politik – som nu är fallet – bidrar till stigande kurser på obligationer, aktier och bostäder, då ökar hushålls och företags förmögenheter, vilket rimligen gynnar konsumtion respektive investeringar. Företag drar också nytta av att ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer krymper. Det gör det billigare att finansiera sig i obligationsmarknaden och att omstrukturera sina obligationslåneportföljer.

Låt oss så återkomma till den tidigare ställda nyckelfrågan: Ska säsongmönstret från 2010-2012 med ett markerat konjunktur- och börsbakslag på våren/sommaren även präglade 2013?

För att mönstret ska upprepas krävs av allt att döma en negativ "trigger" av något slag. Exempel på händelser som brukat knäcka konjunkturer och börser – för några månader eller under något år – är 1) negativa statsfinansevent, 2) snabbt stigande inflation vilket lyft räntor, som i sin tur sänkt företags investeringar i realkapital och lager, 3) punkterade spekulationsbubblor, exempelvis IT/telekom 2000 och sub-prime 2007, samt 4) framväxten av alltför positiva konjunkturförväntningar jämfört med vad den löpande statistiken visar/kommer att visa.

I skrivande stund finns inga indikationer på att några sådana triggers lurar runt hörnet, varken i USA eller i andra tongivande

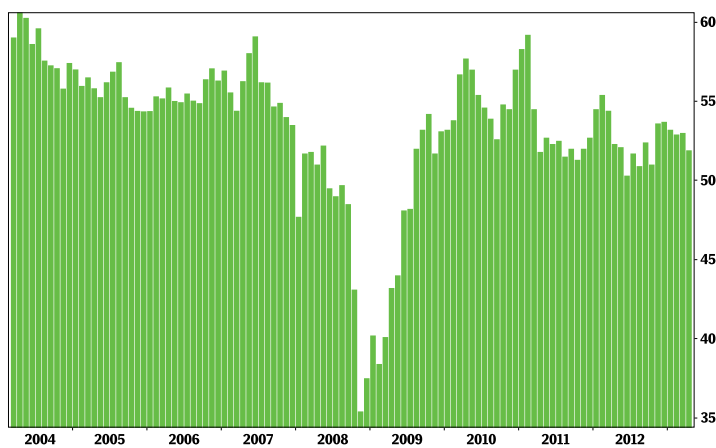
Risker förknippade med rådande centralbankspolitik

Stimulanspolitiken innebär även risker, såsom:

- En snedvriden prissättning av kredit- och marknadsrisker när likviditetsvågen lyfter priser på mer riskfyllda tillgångar, vilket kan ge osunt risktagande och spekulationsbubblor.
- "Zombie-ekonomier" utvecklas med företag och institutioner som inte skulle överleva utan likviditetsstöd, vilket hindrar "den kreativa förstörelsen" i en ekonomi, en process som brukar gagna produktivitet och tillväxt.
- På sikt tilltagande inflationsförväntningar, när tillgången till ledig produktionskapacitet i termer av arbetskraft och realkapital minskar.
- På sikt stora frågetecken kring hur processen att banta centralbankens gigantiska balansräkningar ska gå till, en resa i hittills okänd penningpolitisk terräng.

ekonomier. Dessutom stöttas ju ekonomier och marknader av centralbankernas exempellöst stimulerande politik, och av att den tidigare hårt åtstramande finanspolitiken i främst europeiska problemländer nu är på väg att ersättas med en mindre stram politik. Framöver kommer således den ekonomiska politiken sammantaget att ge mer bränsle åt konjunkturen.

Vår bedömning är därför att de senaste årens säsongmönster är brutet, och att en ganska mild konjunkturavmattning under våren och försommaren följs av en gradvis starkare tillväxt som sträcker sig in under 2014. I makrovärlden återfinns stöd för detta scenario i de senaste månadernas lyft för OECD:s ledande indikator, och i mikrovärlden har de cykliska börssektorererna nyligen så smått börjat krympa gapet till sina defensiva motsvarigheter. Vi anser alltså att det finns anledning att i närtid planera för att öka risktagning i portföljer.



Källa: Macrobond

BESKEDLIG GLOBAL INBROMSNING

Pulsen i världsekonomin mätt med J.P.Morgan/Markits globala inköpschefsindex composite (industri och tjänster) har visserligen sjunkit på sistone. Inbromsningen ter sig dock beskedlig, och index hamnade i april med god marginal över nivån 50, som är gränssnittet mellan expansion och tillbakagång.



Nya drivkrafter – från investeringar till konsumtion

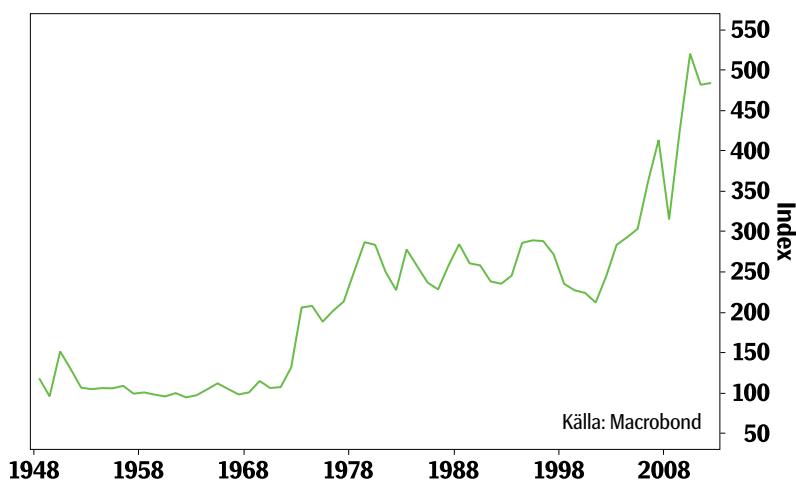
Det stora samtalsämnet i dag på marknaden är skiftet från obligationer till aktier. Dagens extremt låga statsobligationsräntor är inte attraktiva och innebär en betydande risk för värderingsmässiga kursförluster om man placerar i långa löptider. Aktier framstår som allt mer attraktiva av flera skäl.

Det finns även andra, nog så intressanta skiften att analysera. Ett av dem är det faktum att vi sannolikt står inför en cykel som inte drivs av stigande råvarupriser. Det är för tidigt att säkert säga att vi redan är i den fasen, men drivkrafterna bakom olika cykler är intressant att titta på.

Här behöver vi fästa uppmärksamheten på en sak. Det vi talar om är 10-20-årsperioder som sträcker sig över flera konjunkturcykler. Vad driver utvecklingen framåt och vilken efterfrågan skapar den? Det är den efterfrågan som sedan leder till värdeökningar på olika tillgångar. Råvaror är ett exempel på en tillgång vars prisrörelser skapats av strukturella förändringar i efterfrågan under olika perioder. Man talar om råvarucykler. Det hindrar givetvis inte att vi kan ha kortare taktiska cykler som svar på tillfälliga svängningar i efterfrågan. Idag kan vi till exempel se goda förutsättningar för stigande industrimetallpriser och på de ädelmetaller som används i industriproduktion, men det är korta rörelser. Den intressanta frågan är de långa cyklerna. Med tanke på att vi som investerare ofta har en förmåga att titta i backspegeln är det viktigt att gå på djupet med vad som driver cyklerna.

Idag har vi en situation när råvarupriserna inte har följt med aktieutvecklingen upp. Vi har en tydlig särkoppling i kursutvecklingen mellan råvaror och aktier, även om båda "borde" svara positivt på en starkare konjunktur. Förklaringen ligger delvis i hur aktiemarknaden har drivits upp av sökandet efter avkastning i en miljö med låga obligationsräntor, men svaret kanske också ligger i de mer strukturella frågorna.

Råvaruprisindexet CRB nådde sin topp för två år sedan och har sedan dess fallit med cirka 20 procent. Uppgången fram tills dess var kraftig, vilket visas i grafen nedan. Frågan man ställer sig är vad som drev upp priserna så kraftigt och huruvida det mönstret upprepas.



TYDLIGA RÅVARUSKIFTEN

Råvarupriserna illustrerade med CRB råvaruprisindex visar tydliga nivåskiften. Vi har tidigare haft en lång period med svängningar i linje med konjunkturen. De senaste 15 åren har uppvisat en kraftigt stigande trend med fortsatta svängningar. Trenden med allt dyrare råvaror kan nu ha brutits.

Slutsatsen som ligger nära till hands är att koppla prisuppgångarna till den snabba industrialiseringen av Emerging Markets. Det är ingen tvekan om att tunga investeringar i bland annat infrastruktur har drivit upp råvarupriserna. Uppgången är tydligt korrelerad med exempelvis Kinas utveckling.

Kinas roll för råvaror

Vad är då nästa steg? Aktuella konjunkturdata från Kina visar att investeringarna utgör en betydligt lägre del av tillväxten medan konsumtionen är på en fortsatt hög nivå. Den utvecklingen ligger i linje med ett par olika skeenden.

Det finns en tydligt uttalad politik från ledningen i Kina att svänga över till mer inhemskt driven efterfrågan och minskat investerings- och exportberoende. I Kina är det ett administrativt politiskt beslut, men i realiteten är det också en naturlig utveckling.

I en ekonomi med en stigande BNP per capita ändras konsumtionsmönstren. Investeringsbehovet minskar i ekonomin. De demografiska mönstren ändras till följd av andra normer och behov. Det föds färre barn, vilket leder till att befolkningen växer långsammare. Andra behov behöver tillfredställas och konsumtionsefterfrågan flyttas upp i Maslows behovstrappa. Ett mönster vi har sett i alla länder som utvecklas, nu senast i Asien efter den snabba uppbyggnaden under 1970 och -80-talen.

En faktor att ta hänsyn till är den nuvarande finansiella situationen i världen. Under uppbyggnadsfasen i Kina fram till 2008 och under finanskrisen 2008-2009, drevs ekonomin till viss del av offentliga finanser och en kraftig kreditexpansion som användes för byggande och infrastruktur. I Kinas fall har det lett till en kraftig debatt om kvalitén i investeringarna. Frågan om hur man använder offentliga medel är intressant. Nu finns det tydliga motiv att svänga mot en konsumtionsdriven ekonomi, något som i Kinas fall innebär att man inte kommer att använda offentliga finanser för att stötta investeringar i samma utsträckning som tidigare. Den drivkraften försvinner från råvarumarknaden. Runt om i världen syns liknande mönster. Det är stora sparbehov i offentliga finanser och även om man idag ser tal om en lugnare takt på åtstramningar, så är det långt till en ökning av offentliga investeringar som medel för att stärka konjunkturen. Idag ligger fokus snarare på att underlätta konsumtion, hålla låga räntor och badda för en bra kreditgivning för företag.

Vart leder då detta? Jo, till att andra sektorer i ekonomin känner av en ökande efterfrågan.

Nya mönster skapar nya vinnare

Det här kommer även att få betydande direkta implikationer på den nordiska aktiemarknaden. De bolag som tidigare varit de stora vinnarna på Kinas explosiva tillväxt kan inte längre räkna med samma draghjälp som tidigare om tillväxten ändrar karaktär. I gengäld kan vi mycket väl få en andra generation vinnare på de nya trenderna inom en rad olika branscher som medicin-teknik, säkerhetsutrustning, konsumentförpackningar, hygien och pappersmassa.

Är de gyllene tiderna för metallindustrin över?

Törsten efter råvaror från världens tillväxtekonomier, och de medföljande råvaruprisuppgångarna, har under 2000-talet medfört mycket gynnsamma förhållanden för råvaruproducenter samt underleverantörerna till dessa. På den nordiska aktiemarknaden har detta konkret inneburit gyllene tider för gruvbolag, oljebolag och metallproducenter.

Numera använder Kina mer stål per invånare än USA och i princip lika mycket som Tyskland, trots en total BNP per invånare som är mindre än en fjärdedel så stor. På samma vis som USA, Tyskland och Japan sedan flera decennier tillbaka haft ett nästan obefintligt och periodvis negativt samband mellan ekonomisk tillväxt och stålförbrukning, så finns det med andra ord en uppenbar risk/möjlighet att framtida ekonomisk tillväxt i Kina inte kommer att vara lika råvaruintensiv som den vi har varit vana vid under det gångna decenniet.

Mer privatkonsumtion

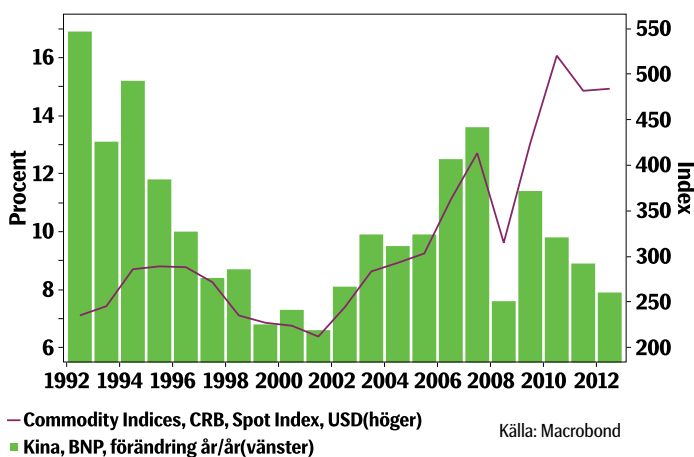
Vid något läge har ett tillräckligt stort antal konsumenter i världens tillväxtekonomier redan uppnått en så hög ekonomisk standard att de inte primärt efterfrågar fler bilar, men däremot kommer de att fortsätta ställa högre krav på komfort och säkerhet. Värdet per fordon kan öka kraftigt genom att innehållet av säkerhetsutrustning, exempelvis bälten, krockkuddar och elektronik når rådande nivåer i västvärlden. Bilmarknaden kan då växa väsentligt i värde utan en motsvarande ökning av materialåtgång.

Andra "lyxprodukter" som kan förväntas notera en starkare efterfrågetillväxt i en miljö där ekonomin drivs mer av privatkonsumtion och mindre av kapitalinvesteringar inkluderar förpackningar av papper och plast. Redan idag noterar finska tillverkare av livsmedelsförpackningar en dubbelsiffrig årlig efterfrågetillväxt i Asien. Även en svensk tillverkare av separatorer och utrustning för industriell produktion av livsmedel med höga hygienkrav kommer att gynnas av en ökad försäljning av halvfabrikat och snabbmat. En ökad andel förpackad mat och konsumtion av hygienprodukter och mjukpapper kan även göra att de nordiska tillverkarna av pappersmassa eller hygienartiklar till relativa vinnare framöver.

Hälsan framför allt

Medan metallförbrukningen ofta ökar dramatiskt under en relativt tidig fas av ekonomisk tillväxt, för att därefter mattas och avta, är mönstret nästan det omvända för hälsovårdsutgifter. I västvärlden har andelen av BNP som spenderas på hälsovård ökat stadigt under många decennier. Det finns ett flertal väl positionerade leverantörer av avancerad och modern medicinteknisk utrustning eller mediciner på börserna i Stockholm och Köpenhamn som kommer att gynnas av en fortsatt stark ökning av hälsovårdsinvesteringarna i Asien och Latinamerika långt efter att råvaruförbrukningen per kapital har planat ut.

Att identifiera drivkrafter är helt centralt för att skapa avkastning, skillnaden i hur olika delar av marknaderna drivs är ofta väldigt stor. Värden utvecklas och med dem möjligheterna. Denna gång behöver en starkare konjunktur inte medföra högre råvarupriser.



KINAS UTVECKLING HAR TIDIGARE DRIVIT UPP RÅVARUPRISERNA

Prisutvecklingen i råvaruindexet CRB är starkt korrelerad med utvecklingen i den kinesiska ekonomin, som här visas som den årliga förändringen i BNP. Den starka prisuppgången på råvaror under det senaste decenniet är med andra ord starkt kopplat till industrialiseringen i Kina och även andra utvecklingsmarknader.



Världen i startgroparna för högre tillväxt

- *Nu skjuter gröna globala tillväxtskott fram*
- *Näringsstärkande ekonomisk politik och sänkta risker utgör stöd*
- *USA trolig förklaring om globala tillväxten blir oväntat snabb, djupare svacka i Euroland sannolik faktor bakom besvikelser*

Världsekonomin är på väg in i en återhämtning tack vare cykliska krafter, avtagande finansiella risker och påskjutande ekonomisk politik där centralbanker sätter nya stimulansrekord, och finanspolitiken ges mindre stram inriktning. Tillväxttakten ökar successivt under de närmaste åren. Konjunkturbilden spretar dock, eftersom många ekonomier alltjämt befinner sig i recession, och trots flera positiva faktorer inramas den globala konjunkturuppgången av viss osäkerhet.

Det internationella pristrycket har på senare tid varit överraskande lågt. Fortsatt gott om lediga produktionsresurser och press nedåt på lönerna talar också för att låginflationsmiljön blir kvar. Vidare är inflationsförväntningarna lågt ställda, och merparten råvarupriser har fallit sedan i vintras. Sammantaget ger detta centralbankerna stimulansutrymme.

Riskerna mot vårt scenario (70 % sannolikhet att huvudscenariot infaller) på upp- respektive nedsidan är liksom tidigare symmetriska (15 % vardera). USA präglas av fortsatt potential för positiva tillväxtövertäckningar. Riskerna på nedsidan för tillväxten återfinns främst i Euroland och i någon mån även i Kina.

Ökad köplust hos amerikanerna

I USA är husmarknadens återhämtning på god väg, och hushållens skuldsättning har fallit rejält sedan några år tillbaka. Det är därmed bäddat för en starkare privat konsumtion. Fler investeringar ligger också i korten för 2014. Under de närmaste kvartalen hålls dock tillväxten tillbaka av den finanspolitiska åtstramningen, som i år motsvarar nästan 2 procent av BNP. Under 2014 blir den effekten nästan neutral, varför uppsvinget i USA:s ekonomi kan då bli betydligt mer markerat. BNP bedöms växa 2 procent 2013 och drygt 3 procent 2014. På kort sikt dämpad tillväxt ihop med oönskat hög arbetslöshet och låg inflation

gör att vi bedömer att Federal Reserve låter nuvarande stödköp av obligationer (85 mdr USD/månad) fortsätta fram till slutet av 2013, då de börjar trappas ned. Styrrentan bedöms inte höjas från dagens 0,25 procent förrän under våren 2015.

Skuldanpassning hämmar Eurolands tillväxt

Eurolands krisländer har nått ganska långt när det gäller att förbättra bytesbalanserna och pressa ned produktionskostnader. Utmaningarna för dessa länder (GILPS-gruppen och Cypern) är ihållande mycket stora. Länderna präglas av sjunkande BNP, höga räntor och politisk instabilitet. Utsikterna för unionsekonomin är påtagligt bleka, inte minst på grund av processen med att banta balansräkningarna. Positivt är å andra sidan att upplåningskostnader och solvensrisker för stater och banker i unionen minskats kraftigt tack vare den Europeiska Centralbankens (ECB:s) lån till banker (LTRO) och obligationsköpprogram (OMT), samt sjösättandet av krisfonden ESM (European Stability Mechanism). Eurolands BNP väntas sjunka det första halvåret i år, för att börja växa först mot slutet av året. BNP bedöms falla 0,7 procent 2013, och stiga lika mycket 2014. ECB spås sänka refinansräntan ytterligare en gång i år, och då från 0,50 till 0,25 procent.

Exporten får brittisk ekonomi att rulla framåt

Storbritannien har i vinter undvikit en recession, och vår bedömning är att BNP växer 1 procent i år och 1,5 procent 2014. Hushållens konsumtion är svag och industrin visar inga snara uppgångstecken, varför ekonomin behöver andra tillväxtmotorer. Exporten ser ut att kunna bli en sådan tack vare förbättrad konkurrenskraft. Inflationen har fortsatt att vara överraskande hög, vilket för stunden stängt dörren för ytterligare penningpolitiska stimulanser. Tillträdet av Bank of Englands nye chef, Mark Carney, i sommar borde inte rubba den bilden, även om denne flaggat för monetär expansion.

Nordens ekonomier på lite olika vägar

Den senaste tidens signaler speglar en allt mer olikartad ekonomisk utveckling i Norden. Trots bättre konkurrenskraft tack vare försvagningen av EUR präglas Finland och Danmark (den danska kronan DKK är länkad till EUR) av stagnation, samtidigt som den inhemska efterfrågan sviktar. En ljuspunkt är dock att allt lägre inflation ökar hushållens köpkraft. I Sverige och främst Norge utvecklas den inhemska ekonomin väl, och bägge länderna har chans att växa snabbare än snittet i Väst-

europa. I Norden som helhet spås BNP öka 1 procent i år och drygt 2 procent 2014.

Högt politiskt spel i Japan – med många frågetecken

Under 2013 och 2014 ger den stimulanspolitik som benämns "Abenomics" (efter premiärministern Shinzō Abe) en positiv in-
jektion för både världsekonomin och Japan via högre tillväxt och
press nedåt på räntor. Den japanska tillväxten får i år och nästa
år stöd av en svagare yen, sjunkande realräntor och stigande
förmögenheter. Privat och offentlig konsumtion liksom privata
investeringar ökar. BNP bedöms växa cirka 1,5 procent i år och
nästa år. De ekonomiska utsikterna bortom 2014 är däremot
mycket oklara. Kan Japan stoppa deflationen, och nå infla-
tionsmålet på 2 procent? Kan statsskulden stabiliseras innan
den vida överstiger 250 procent av BNP? Hur hanteras conse-
kvenserna av en allt äldre befolkning? Vad sker med finansiella
investerares förtroende för Japan? Frågorna är många, och fler
kan ställas.

Asiens EM-ekonomier behåller ledartröjan

Tillväxten i Emerging Markets-ekonomierna i Asien växlade ned
i början av 2013, men takten har likväl varit avsevärt över den i
industrilandsområdet OECD och fortsatt den snabbaste i värld-
den. Den asiatiska inflationen har avtagit det senaste året, och
det finns inte många tecken på att pristrycket är på väg att öka.
Penningpolitiken i regionen kan därför förbli stimulerande.

Första kvartalets BNP-tillväxt i Kina var lägre än väntat, men i
linje med myndigheternas mål på 7,5 procent. Konsumtionens
bidrag till BNP var större än investeringarnas, vilket rimmade väl
med ambitionen att tillväxten ska ledas av hushållens konsum-
tion. Vår prognos är att BNP ökar närmare 8 procent i år och
7,7 procent 2014. Alltjämt snabb kredittillväxt trots inbromsad
ekonomi sätter nu den nya ledningens ekonomiska politik på
prov. Centralbanken kommer förmodligen att avvakta med att
höja räntan till slutet av 2013.

Indiens ekonomi står inför en viss förstärkning, och vi bedömer
att BNP stiger 5,5 procent 2013 och 6 procent 2014. Landets
stora budgetunderskott utesluter finanspolitisk stimulans, men
lägre inflation bäddar för fler räntesänkningar från centralban-
kens sida.

Viss ljusning för Latinamerika, råvarupriser en joker

Efter fjolårets svacka med en tillväxt på mindre än 3 procent,
stärks nu den latinamerikanska konjunkturen. BNP spås i år
och 2014 öka kring 3,5 respektive 4 procent. På minuskontot
för regionen framöver återfinns en högre inflationstakt och ett
större bytesbalansunderskott – storleken här beror mycket på
vad som sker med råvarupriserna – medan underskottet i de
offentliga finanserna förblir litet (bara drygt 2% av BNP). Inte
minst Argentina, men även Brasilien brottas med hög inflation,
medan ett land som Chile uppvisar starka samhällsekonomiska
nyckeltal, med bytesbalansunderskottet som undantag.

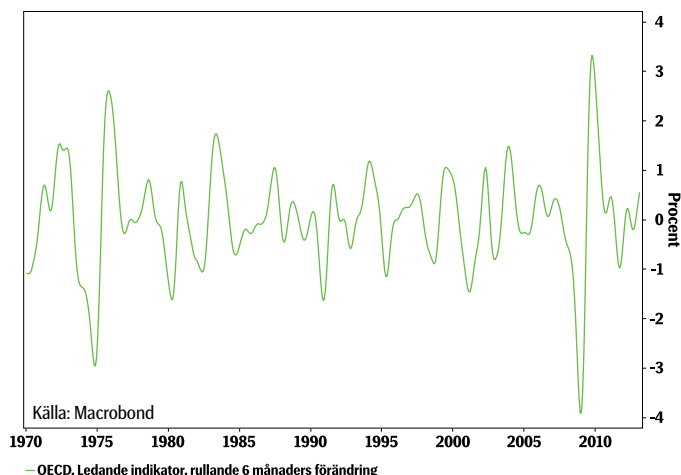
Trögt i Östeuropa, men Baltikum i EU-topp

Konjunkturen i Östeuropa har passerat botten, men åter-
hämtningen blir trög. Tillväxten hämmas av svag efterfrågan i
Västeuropa och stigande arbetslöshet, samt i södra regionen
också av banksystem under press. Samtidigt gynnas den
inhemska efterfrågan av förbättrade finansieringsvillkor för
stater, företag och banker, samt av rejäla räntefall. Lägre pris-
tryck och svag tillväxt banar väg för ekonomisk-politisk stimu-
lans. Parallellt fortsätter olika delar av regionen att gå i otakt.
Ryssland och Polen kommer att visa hyfsad tillväxt 2013-2014,
medan Tjeckien, Ungern och Ukraina sakta reser sig från runt
nolltillväxt i år. Kroatien och Slovenien bör få ännu ett
recessionsår.

För tredje året i rad väntas Baltikum växa snabbast i EU un-
der 2013. Ekonomierna drivs på av god inhemsk efterfrågan.
Exporten tuffar på, trots svag draghjälp från Västeuropa och en
rysk inbromsning. Inflationen blir i år fortsatt dämpad i Lettland
och Litauen. I Estland sjunker inflationen, men förblir ändå rela-
tivt hög. De offentliga finanserna är under kontroll i alla baltiska
länder, och budgetunderskotten blir små i år. Lettland spås byta
valuta till EUR 2014, medan Litauen eventuellt kan göra det 2015.

Världen i startgroparna för högre tillväxt

Efter perioden med gradvis lägre fart 2010-2012, ligger nu världs-
ekonomin i startgroparna för högre tillväxt. Globala BNP spås öka
drygt 3,5 procent i år och drygt 4 procent 2014, att jämföra med
fjolårets drygt 3 procent. Emerging Markets-sfären leder världen
framåt med tillväxttakt på cirka 5,5 procent per år 2013-2014,
medan OECD-området i år bara kommer upp i en takt av knappt
1,5 procent, vilken dock höjs till närmare 2,5 procent 2014.



KÄNSELPRÖT SÄNDER POSITIV KONJUNKTURSIGNAL

OECD:s ledande indikator, se diagram, pekar nu åter
ganska brant uppåt efter en svängig resa under några
år. Att döma av SEB Equities GLEI (Global Leading
Economic Indicator) – en ledande indikator för OECD:s
dito – stundar i sommar ett ytterligare skarpt lyft för
OECD-indikatorn, som då sannolikt följs av en uppväx-
lad tillväxt i industrilandsområdet.

Bättre konjunktursignaler krävs

- **Botten har passerats**

Börsbolagens rapporter för årets första kvartal innehöll ovanligt många resultatmässiga besvikelser, men vi anser att de ändå inger gott hopp om framtiden. Verkstadsbolagen har gått igenom en tuffare svacka än väntat, men den värsta perioden är redan förbi och återhämtningen blir i vissa fall kraftfull.

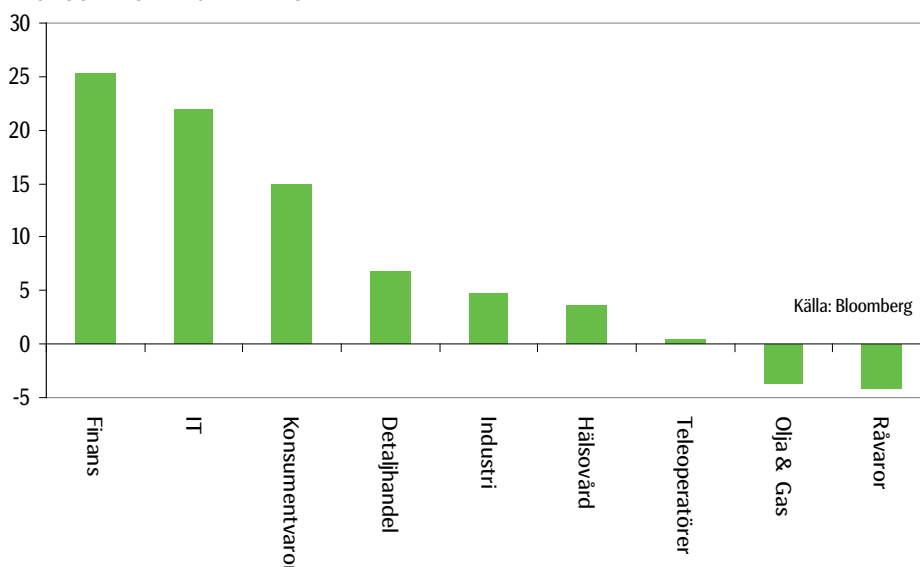
- **Stöd från nyhetsflöden**

Trots en del negativt nyhetsflöde under våren har börsen utvecklats positivt och i sommar kan konjunkturpulsen komma att förbättras markant.

- **Revansch för verkstäder att vänta**

Om inkommande konjunkturindikatorer förbättras i linje med våra prognoser i sommar, så kommer indexuppgången att drivas av de cykliska industriföretagen som hittills under året varit i strykclass.

BÖRSUTVECKLING HITTILLS I ÅR



Diagrammet visar börsutvecklingen i procent hittills i år i Stockholm, uppdelat per sektor. Finanssektorn (banker och investmentbolag) samt IT (främst Ericsson) har varit drivande i uppgången medan konjunktur känsliga sektorer som Industri och Råvaror har halkat efter.

BÖRSEN HAR HAFT EN STARK UTVECKLING hittills i år, men fördelningen är långt ifrån jämn över olika sektorer. Större delen av årets indexuppgång för Stockholmsbörsen kan egentligen förklaras av fem aktier, bankerna och Ericsson. Konjunktürkänsliga sektorer som industri och råvaror har halkat efter rejält. En viktig förklaring är den oväntat svaga konjunkturutvecklingen i de regioner som hade förväntats utgöra draglok i återhämtningen, Kina och USA.

Samtidigt har börsen fått stöd av omfattande penningpolitiska stimulanser och en allmänt minskad oro för att de globala obalanserna i allmänhet och eurozonens problem i synnerhet ska medföra en ny finansiell hårdsmälta liknande Lehman-krisen. Detta har bidragit till att även aktier nu börjat påverkas av de extremt låga räntorna. När alla andra finansiella tillgångar är historiskt dyra framstår aktier med historiskt normala nyckeltal som attraktiva. Den låga avkastningen på obligationer och realtillgångar medför att investerarna nu börjat acceptera lägre avkastningskrav, det vill säga en högre värdering, även på aktier. Även om vi kommer att få bakslag längs vägen, så bör detta ge aktiemarknaden fortsatt stöd under resten av året och eventuellt betydligt längre tid än så.

Svaga rapporter ingav hopp

Börsbolagens rapporter för årets första kvartal var svaga så tillvida att de totala vinsterna minskade och andelen företag som inte levde upp till analytikernas prognoser var den högsta på flera år. Att stanna vid dessa konstateranden ger dock en alltför onyanserad bild av den nyss passerade rapportperioden. Bankerna levererade återigen solida resultat, en fortsatt förbättring jämfört med den hälsosamma nivån föregående år. Verkstadsbolagen, som stod för en stor del av de resultatmässiga besvikelserna, står även för lejonparten av det sammanlagda resultatets försämrings jämfört med föregående år. Rapporterna från dessa kunde dock i många fall samtidigt visa upp en tydligt bättre än väntad orderingång och ett lyft jämfört

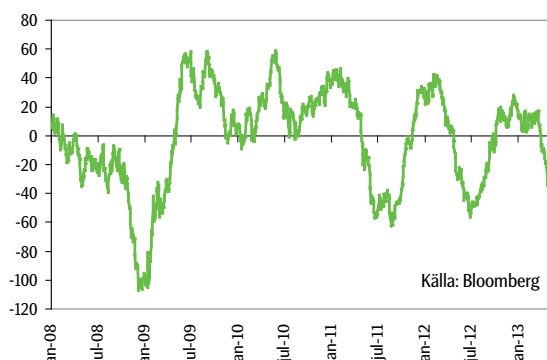
fört med föregående kvartal. De svaga resultaten var många gånger en funktion av låga leveranser under det gångna kvartalet, vilket både resulterade i lägre försäljning än väntat och ett försämrat kapacitetsutnyttjande i fabrikena, vilket i sin tur pressade marginalerna. När bolagens fasta kostnader måste slås ut på färre antal enheter blir lönsamheten snabbt skral. I många fall kunde dock en snar och markant förbättring för orderingången skönjas. Bolag som Volvo Lastvagnar och Scania rapporterade en så kallad order/fakturerings-kvot på 1,6 respektive 1,2 i första kvartalet, vilket betyder att orderingången översteg leveranserna med 60 respektive 20 procent. Om den orderingången håller i sig under kommande kvartal kommer leveranserna med andra ord att öka i motsvarande mån, vilket medför att även marginalerna bör förbättras dramatiskt.

Sammanfattningsvis markerade första kvartalet 2013 och fjärde kvartalet 2012 med stor sannolikhet botten för denna vinstcykel och vårt gamla scenario om en förbättring under återstoden av 2013 fick rejält stöd av kvartalsrapporterna. Kombinationen av solida resultat från konjunktürkänsliga bolag och förbättringar framöver för de cykliska företagen indikerar goda chanser till nya rekordvinster redan 2014.

Uselt nyhetsflöde på väg att vända

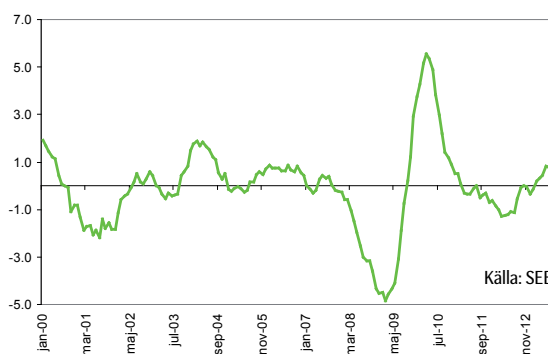
En period med övervägande positiva överraskningar vad gäller konjunkturutvecklingen från de stora ekonomierna i världen under inledningen av året förbyttes plötsligt mot påtaglig svaghet i mars och april. Nu kan dock en stabilisering skönjas och i sommar väntar en väsentlig förbättring av den globala konjunkturpulsens. SEB:s tidiga ledande konjunkturindikator GLEI signalerar att en förbättring av ledande indikatorer globalt är att vänta fram till september och konjunkturpulsens ser ut att kunna stärkas till den bästa nivån på flera år. Vi bedömer att ett sådant positivt nyhetsflöde kommer att överraska många investerare positivt och därmed driva börsen uppåt ytterligare, med de konjunktürkänsliga sektorerna i spetsen.

KONJUNKTURELLA ÖVERRASKNINGAR



Diagrammet visar hur den inkommande konjunkturstatistiken från världens 10 största ekonomier överraskat i förhållande till konsensusförväntningarna. Ett stigande värde indikerar att andelen positiva överraskningar ökar eller negativa överraskningar minskar. En nivå över noll betyder att de positiva överraskningarna dominerat under de senaste tre månaderna och omvänt.

BÄTTRE KONJUNKTURPULS VÄNTAS I SOMMAR



Diagrammet visar SEB:s Global Leading Economic Indicator, GLEI, en tidig indikator över konjunkturpulsens. GLEI varslar med cirka 6 månaders framförhållning om de förändringar som kan väntas i OECD:s ledande indikator som ger en tidig indikation om den globala BNP-tillväxten. En högre nivå indikerar en förbättrad konjunkturpuls, en lägre nivå indikerar en försämrad puls.

Högre vinster och attraktiv värdering tilltalar

- Världens börser fortsätter leverera

Globala aktier har gått starkt hittills i år, men skillnaden mellan olika länder är stor. Börserna i Japan, USA och Europa har presterat bättre än i Asien och Emerging Markets (EM). Ökad riskaptit, högre vinsttillväxt och lägre värdering ger ett gyllene tillfälle att selektivt öka exponeringen mot EM.

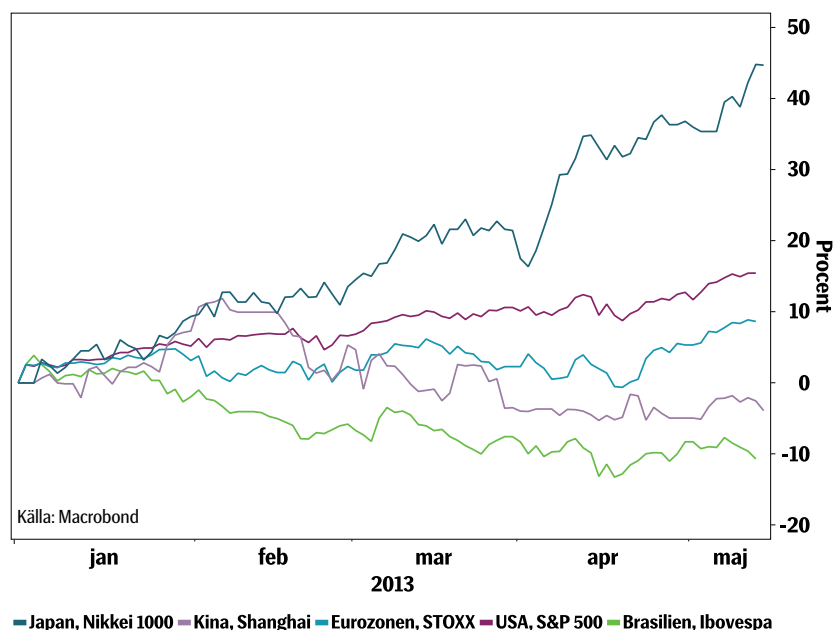
- Högre tillväxt inom EM gäller alltså

Emerging Markets (EM)-börserna har visat sig vara mer känsliga för förändrade budskap från Kina och ett antal kinesiska makrobesvikelser har sannolikt tyngt utvecklingen. Tillväxten i regionen är dock fortsatt betydligt högre än Developed Markets.

- Ökat fokus på fundamenta framöver

Vi ser ett ökat fokus på bolagens fundamenta. Högre vinster och vinstestimater som justeras upp i en global återhämtning kommer att driva på börserna. Asien och EM är sannolika draglok tack vare lägre värdering och bättre vinstutsikter.

STARK BÖRSUTVECKLING FÖR DE STORA MARKNADERNA

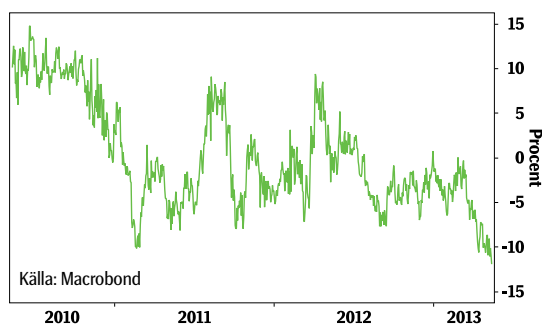


Den japanska börsen har rusat hittills i år (beräknat i lokal valuta). Det har dock skett en försvagning av yenen, vilket gör att uppgången inte är fullt lika stark omräknad i svenska kronor. Amerikanska aktier har gått oväntat bra och börsindex har nått rekordnivåer trots blandade budskap från bolagen i kvartalsrapporterna och på makrosidan. Sämst börsutveckling har vi sett i Brasilien, Ryssland och delar av Asien.

DEN POSITIVA TRENDEN PÅ VÄRLDENS BÖRSEER håller i sig och hittills i år har världsindex (MSCI AC World) ökat cirka 15 procent i lokala valutor och drygt 14 procent i svenska kronor. Skillnaden mellan marknader i topp och botten är påfallande stor, med den japanska börsen på klar första plats med en uppgång på nära 48 procent i lokal valuta. I botten återfinns Brasilien, Ryssland och Shanghai, alla med negativ avkastning. Mot alla odds har amerikanska aktier stigit hela 18 procent. Att världens mest genomlysta marknad nått rekordnivåer och intar plats två i borsligan kan bara förklaras med att investerarna är osäkra på den globala återhämtningen och har sökt sig till tryggare alternativ.

DM har gått bättre än EM

Börserna i Japan, USA och Europa har en längre tid gått bättre än i Asien och Emerging Markets (EM). De senaste tre månaderna har de till och med rört sig åt olika håll – EM har gått ner medan Developed Markets (DM) har gått upp. Tillväxten i EM är visserligen fortsatt betydligt högre än i DM, men bromsade in under första kvartalet 2013.



Börserna i Japan, USA och Europa har en längre tid gått bättre än i Asien och Emerging Markets. EM-börserna har visat sig vara mer känsliga för förändrade budskap från Kina. Den politiska transformationen i Kina i höstas skapade osäkerhet och ett antal makrobesvikelser hittills i år har gjort att investerarna har sökt sig till tryggare alternativ, framför allt den amerikanska börsen.

Många tillväxtmarknadsekonomier arbetar idag nära kapacitetstaket när det gäller produktionsresurser (arbetskraft, maskiner och fabriker). Utrymmet för uppväxlad ekonomisk tillväxt är därmed ganska begränsat på flera håll. Risker för överhettning finns och risker för negativa bytesbalanssiffror i länder som prioriterar hemmamarknad och privat konsumtion före export i sin politik. Många av EM-länderna är också betydande råvaruproducenter och när råvarupriserna faller drabbas deras bytesbalanser hårt av minskad export. Förutsättningarna för EM-länderna emellan är dock väldigt olika och selektivitet är nyckelordet för EM-investeringar framöver. DM-ekonomier, däremot, har gott om lediga resurser och kan växa under ganska lång tid utan att riskera ökad inflation och växande underskott i bytesbalanserna.

Kvartalsrapporter ger blandat budskap

Bolagsrapporterna för det första kvartalet gav blandade signaler. Även om vinsterna kom in bra var försäljningen överlag en besvikelse. Av de amerikanska bolagen rapporterade nära tre fjärdedelar i linje med förväntningarna eller bättre än förväntat, men deras kommentarer och planer för tillverkning och export nästa kvartal var något svaga och ledde till att vinstestimatet justerades ned.

Bolagens vinster på global basis förväntas växa med 9 procent för 2013 och 12 procent för 2014, där utsikterna för Emerging Markets ligger högre på 16 procent för 2013. Amerikanska och europeiska vinstestimater ligger på 7 procent, medan japanska bolagsvinster förväntas växa 16 procent. Korea, Taiwan och Thailand ligger i topp inom EM. Kinesiska bolagsvinster, där vi sett uppjusteringar på sistone, spås öka 12 procent för 2013.

Världen handlas aggregerat på P/E-tal 14 för 2013 års förväntade vinst och P/E 13 för nästa års vinst. Japan, USA och Hong Kong ligger över genomsnittet medan Europa ligger under. EM handlas på P/E 11 för innevarande år och Kina på P/E 12.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Värderingen av aktier är rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller. Makrodata har varit blandade under första kvartalet men marknaden har stått emot bra och visat styrka. Vi behöver se bekräftelse på tillväxt för att få en ökad stabilitet. Bättre makro, stabila vinster och flöden in i aktiemarknaden ger bra förutsättningar.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Positivt klimat för exportörer, men makrosignalerna är fortfarande för svaga. Stor återhämtningspotential, men långsiktiga strukturella problem. Vi ser ingen klar vändpunkt i dagsläget. Välj tyska och nordiska exportörer som gynnas av en svagare euro och som har en betydande andel av försäljningen mot Emerging Markets.
USA	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata har varit relativt stabila, vilket redan har gett en stark marknad. Värderingen börjar bli hög, något som begränsar potentialen.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Primär tillväxtplacering Asien, med mindre utvecklade länder som Indonesien, Malaysia, Thailand i fokus. Undvik rena råvaruexportörer. Taktiskt är vi lite försiktiga, riskviljan måste infinna sig.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Regeringens stimulanspaket har gett en stark börsutveckling och ett kraftigt fall i valutan. Åtgärderna får positiv effekt för Asien som helhet. Höga vinstprognoser, men från låga nivåer.

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

Selektivitet i Asien

I våra portföljer lyfter vi alltså fram Asien och Emerging Markets, men med stor selektivitet. Högre vinsttillväxt och lägre värdering lockar. Mindre utvecklade länder som Malaysia och Thailand har stor potential. Kinas utveckling är dock avgörande för hela regionen. Sedan årsskiftet har en mängd kinesiska makrodata varit mindre starka än förväntat och förmedlat bilden av en ekonomi som växer långsammare än under slutet av 2012. Mikrosignaler på senare tid motsäger emellertid denna bild. Bolag i Norden och USA talar om ökad försäljning och bättre orderböcker i Kina.

Färska import- och detaljhandelsdata förmedlar också något starkare inhemsk efterfrågan i Kina, medan företagets investeringskonjunktur förefaller ha mattats av. Sammantaget vore det i samklang med de kinesiska myndigheternas målsättning att tillväxten ska drivas av hushållens konsumtion snarare än av investeringar och export.

EM-börsernas sämre utveckling ger ett gyllene köptillfälle då positiva fundamenta i kombination med en uppväxlad global ekonomi bör driva EM till högre avkastning än DM under andra halvåret och även nästa år.

Mycket talar också för Europa. När riskviljan vänder ser vi stor potential, även om det just nu saknas tillräckligt bra ekonomiska data för att lyfta marknaderna. Välskötta multinationella bolag i Norden och Tyskland gynnas av försäljning mot växande Emerging Markets.

Goda chanser till bra utveckling

Vi är försiktigt positiva till utvecklingen på världens börser med goda chanser till ett bra andra halvår i år och även helåret 2014. Makroekonomiska data har varit svaga under det första kvartalet 2013, men marknaden har visat bra beredskap och stått emot. Investerarna ser nu mindre risker i den ekonomiska och politiska framtidsbilden, vilket betyder att riskpremien på aktier har börjat sjunka.

Riskpremien har varit hög som en följd av osäkerhet och låga förväntningar hos placerarna och låga statsobligationsräntor. Vi ser ökat fokus på bolagens fundamenta och attraktiva värderingar. Högre vinster och vinstestimat som justeras upp i en global återhämtning kommer att driva på börserna, där konjunktürkänsliga bolag och Asien och EM sannolikt agerar draglok tack vare lägre värderingar.

Landmodellen ger Kina högsta betyg

Landmodellen är ett av flera analysverktyg som vi använder oss av när det gäller allokering av globala aktier till olika länder/regioner. För en helhetsbild behöver vi dock även ta hänsyn till faktorer som risk, stämning på marknaden, flöden och makroekonomiska data. Kina, Indonesien och Ryssland ligger just nu i topp medan USA, Tyskland och Sverige hamnar i botten.

Landmodellen är en kvantitativ genomlysningssmodell (screening). Den utgörs i grund och botten av en bolagsscreening av analytikers prognoser för följande faktorer:

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

Bakom valet av faktorer ligger en undersökning som omfattar åren 2002-2012, där varje faktors förmåga att ge vägledning i urvalet av aktier har studerats. En faktor som genererat positiv avkastning och uppvisat kontinuitet i sin förutsägbarhet har fått en plats i modellen. Har faktorn inte genererat en avkastning eller varit allt för osäker som indikator har den uteslutits. Utöver analysen av varje enskild faktor har också en analys gjorts över faktorernas samspel i modellen. Om två faktorer genererar allt för lika resultat innebär det att om en av dem har fel så har troligtvis den andra faktorn också det. Av den anled-

ningen har stor hänsyn tagits till att minimera samvariationen mellan ingående variabler.

Genomgången innefattar bolag världen över som har ett marknadsvärde som överstiger 500 MEUR och som bevakas av minst sex analytikerhus. Bolagen poängsätts relativt varandra utifrån varje faktor. Därefter summeras bolagens samtliga faktorpoäng till en total. När väl poängsättning är gjord på bolagsnivå skapas en poängsättning på landnivå som ett marknadsviktat medelvärde av alla bolag med samma hemvist. Totalpoängen på landsnivå används sedan för att ranka länderna.

Kvantitativa och kvalitativa bedömningar

Vi har byggt denna kvantitativa modell med utgångspunkt i aktiemarknaderna och inte i makroekonomin. Därmed fångar vi bättre upp exportörerna i olika marknader. Modellen kompletteras med kvalitativ fundamental makrobedömning innan den mynnar ut i rekommendationer eller blir underlag för portföljallokeringsbeslut.

Länder som just nu sticker ut positivt/negativt i landmodellen:

+ Kina

Den kinesiska marknaden får högsta kvantitativ poäng eftersom den är lågt värderad och vinstestimatet för bolagen har justerats upp på sistone. Blandade makrosignaler har hållit tillbaka men färsk siffra förmedlar en starkare konjunktur.

+ Indonesien

Indonesien får högsta poäng när det gäller Return on Equity (avkastning på eget kapital) och vinsttillväxt. Vi saknar dock en analyserad aktiv produkt/fond för att investera i Indonesien i nuläget.

+ Ryssland

Den ryska börsen är billigast i världen och faller därför ut väl i modellen. Vinsttillväxten framöver är dock låg. Ryssland är en högriskmarknad och i nuläget är vi generellt taktiskt försiktiga. Rysslands beroende av hur oljepriset utvecklas är mycket högt.

- USA

Den amerikanska marknaden hamnar långt ner i landmodellen. Den har gått bra en lång tid på grund av att investerna

har varit osäkra och sökt sig till trygga alternativ. Värderingen är inte attraktiv och bolagens vinster växer inte lika snabbt som i andra delar av världen. Vi underviktar USA i våra portföljer och bedömer att börsen kommer sacka efter världsindex när konjunkturen tar fart och riskviljan återvänder.

- Tyskland

Tyskland ligger också i botten på listan. Varken värdering eller vinstrevideringar ser särskilt attraktiva ut just nu. Inom Europa föredrar vi trots allt välskötta tyska exportörer som kommer att gynnas av en bättre konjunkturpuls i Asien. Vinstestimatet revideras då upp och sannolikt får Tyskland en bättre placering i modellen.

- Sverige

Svenska börsen hamnar liksom den tyska långt ner i den kvantitativa modellen för att den redan har gått bra och vinsterna har justerats ner efter kvartalsrapporterna. Vi gör dock den kvalitativa bedömningen att svenska bolag, liksom tyska, kommer stå sig väl i en global ekonomisk återhämtning och att vinsterna då kommer att justeras uppåt.

Centralbanker bjuder in till party

- Reapris på stora mängder pengar

Allt sedan den exempellösa finans- och konjunkturkrisen 2007-2009 har centralbankers politik inriktats på att stötta finanssystem och konjunktur. De stimulanser som nu sjösätts ska ses i skenet av sviktande tillväxt och låg inflation på många håll.

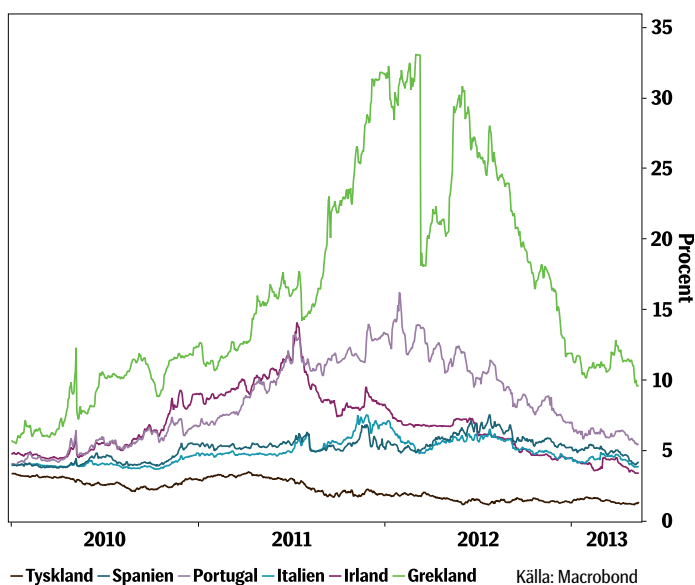
- Nationell penningpolitik med internationellt genomslag

Att världens finansmarknader och ekonomier numera är intimt sammanflätade innebär att tongivande centralbankers åtgärder ger eko på många håll. Det senaste exemplet på det är de globala ränte- och valuta-marknadsreaktionerna på Bank of Japans upptrappade stimulanspolitik.

- Allt färre segment av räntemarknaden intressanta för placerare

Ränteförvaltares möjligheter att skapa hög avkastning minskas allt mer, varför förväntningarna på ränteportföljers värdetillväxt behöver sänkas. Utsikterna ter sig bäst för delar av High Yield-marknaden och Emerging Markets Debt (EMD).

MINSKADE EUROPEISKA RISKER HAR GETT BRÄNSLE FÖR OBLIGATIONSRRALLY



De skarpt stigande statsobligationsräntorna i GIIPS-området i spåren av upprepade akuta statsfinanskriser och politisk oro, har sedan sommaren 2012 följts av avsevärda räntefall/kursvinster på dessa länders obligationer (10-åriga statsobligationsräntor i diagram). Bakom det ligger bland annat minskande finansiella risker tack vare den Europeiska centralbankens obligationsköpsprogram (OMT), ländernas framsteg med krishanteringspolitiken och Bank of Japans utökade stimulanser, vilka har ökat aptiten på högränteobligationer i världen.

INLEDNINGSVIS 2013 STEG MÅNGA LÄNDERS statsobligationsräntor, främst som respons på starka konjunktursignaler från skilda delar av makrovärlden, men även på grund av eskalerande politiska risker. Mot slutet av det första kvartalet vände dock räntevindarna, och obligationsräntor föll på bred front – av flera skäl. Tillväxtdata i såväl Europa som USA och Kina började mattas. Vidare sjönk de politiska riskerna i Europa när en uppgörelse nåddes om hur Cyperns ekonomiska krisläge skulle hanteras, och Italien efter många halsbrytande turer fick en ny regering under ledning av Enrico Letta. Dessutom sjösatte Bank of Japan (BoJ) ett överraskande stort monetärt stimulanspaket med fokus på fördubblade tillgångsköp varje månad.

I början av maj inledde sedan en stor grupp centralbanker ett stimulansparty med räntesänkningar på menyn. Värder är Europeiska centralbanken (ECB) samt centralbankerna i Danmark, Polen, Australien, Indien, Sydkorea och Vietnam. Denna traditionella penningpolitik ihop med Federal Reserves (Feds) fortsatta obligationsköp samt Bank of Japans (BoJ) upptrappade tillgångsköp – två exempel på okonventionell penningpolitik – innebär en sällan skådad monetär stimulans för världsekonomin. Denna är till nytta för såväl många finansmarknader som den globala konjunkturen (se även Tema: Likviditet driver marknader och konjunktur).

Början på det andra kvartalet präglades alltså av sjunkande räntor på statsobligationer i OECD, på obligationer i Emerging Markets-sfären (EM), samt på företagsobligationer inom Investment Grade (IG) och High Yield (HY). April och inledningen av maj blev därmed en mycket lyckosam period för obligationsplaceringar.

Bakom vårens intresse för företagsobligationer och statsobligationer i de europeiska GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) låg bland annat de gigantiska lättningarna i Bank of Japans penningpolitik, som markant sänkte obligationsräntor/höjde obligationskurser i Japan. Det fick i sin tur privata japanska ränteplacerare att börja leta efter högre räntor i andra delar av världen. Förväntningar om att så skulle ske gjorde att även andra marknadsaktörer snabbt sökte sig till högränteländer och företagsobligationsmarknaden, vilket i stor skala bidrog till kursstegringarna i dessa marknader.

Perioden med sjunkande statsobligationsräntor i kärnländer såsom USA, Storbritannien, Tyskland och Sverige är nu av allt att döma till ända. En anledning är att finansmarknaderna, enligt vår bedömning, blivit överdrivet pessimistiska avseende konjunkturutsikterna. Mollstämningen speglades i nedgångarna för amerikanska och tyska 10-åriga statsobligationsräntor till nära rekordlåga nivåer i början av maj, och även i att defensiva sektorer på börsen en längre tid utvecklats bra mycket bättre än cykliska dito. Givet vårt scenario med en gradvis förstärkning av världskonjunkturen med inledning i sommar kommer rimligen kärnländers statsobligationsräntor att stiga/obligationskurser att falla framöver, om än modest tack vare ihållande låg inflation och centralbanksåtgärder.

Samtidigt finns det utrymme för ytterligare lite lägre räntor/högre kurser i några segment av företagsobligationsmarknaden. Det är i första hand de mindre riskabla delarna av High Yield (Kreditbetyg BB och B) som erbjuder dessa chanser. I mer riskabla segment såsom CCC har räntorna fallit rejält under våren, varför kurserna liksom värderingarna där blivit ansträngda. Alltjämt relativt höga effektivräntor är dock plusfaktorer i dessa segment. I den andra marknadsänden – Investment Grade – har räntegapen mot statspapper nu blivit så små att riskerna för att placerare ska drabbas av vissa kursförluster på obligationerna där har ökat.

Tillväxtmarknadsobligationer ("Emerging Market Debt") är fortsatt intressanta. För OECD-baserade investerare finns möjligheter dels till värdestegring i lokala valutor, dels extra värdestegring tack vare stigande EM-valutor. Historiskt sett har den totala värdetillväxten på placeringar i tillväxtmarknadsobligationer till cirka 40 procent berott på avkastningen mätt i lokala valutor, och till cirka 60 procent på apprecierande valutor.

Det ska heller inte uteslutas att innehav av statsobligationer i GIIPS-området kan ge god avkastning ett tag till. I ganska stor utsträckning borde dock de positiva effekterna från mindre politiska och statsfinansiella risker i Europa, samt japaners och andra placerares jakt på avkastning, redan ha satt sina gynn-samma spår i dessa obligationsmarknader.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	FÖRVÄNTAD AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER		RISK
		SEK	EUR	
Statsskuldväxlar	1 2 3 4 5 6 7	0,8%	0,0%	0,1%
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,2%	-1,1%	6,5%
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	2,3%	1,3%	3,9%
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	7,3%	6,2%	5,8%
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	11,0%	14,0%	7,8%

Källa: SEB

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

Stabilare marknader, bättre möjligheter

- Hedgefonder har redan under första kvartalet avkastat i linje med helåret 2012

Marknaderna har sedan det fjärde kvartalet förra året gradvis återgått till att styras av bolags- och makroekonomiska fundamenta, vilket har varit ett bra klimat för hedgefondförvaltare. Hedgefonder som kollektivt har haft en bra start på året och avkastade 3,1 procent under årets första kvartal, vilket kan jämföras med helårsavkastningen på 3,5 procent för 2012.

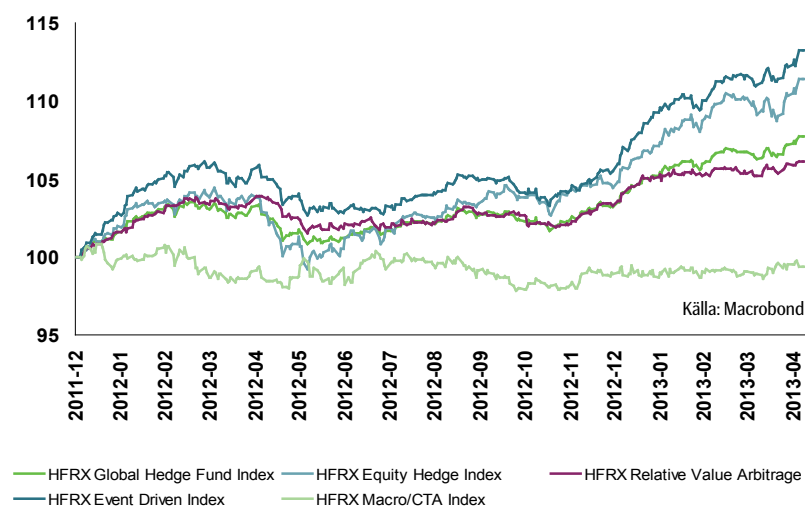
- Diskrepans inom och mellan strategier

Equity Long/Short och Event Driven-strategierna har gynnats mest av de mer "normaliserade" marknadsförhållandena med uppgångar på över 5 procent i år. Samtidigt har Macro/CTA hållit sig precis över nollstrecket, vilket har varit lägre än våra förväntningar, men diskrepansen är stor mellan olika hedgefondförvaltare.

- Fortsatt bra förutsättningar för alla strategier

Mer uthålliga trender bör gynna CTA (strategier som bygger på matematiska modeller), samtidigt som stora globala obalanser skapar möjligheter för både Relative Value och Macro-strategier. Marknadsaktörers växande fokus på bolagens fundamenta talar för Equity L/S, medan företagens stora kassapositioner kan användas till bolagsförvärv, vilket bör gynna Event Driven och Distressed i synnerhet.

DEN STARKA UTVECKLINGSTRENDEN FORTSÄTTER IN I 2013



I stort sett alla strategier har fortsatt den starka trenden från Q4, undantaget Macro/CTA som hållit sig kring nollstrecket. Förutsättningarna är alltså goda för alla strategier, även om avkastningstakten förmodligen inte blir lika hög under resterande delen av året.

ÅRETS FÖRSTA KVARTAL BLEV EN POSITIV övergång från förra året där HFRX Event Driven och HFRX Equity Hedge ledde med uppgångar på 5,3 respektive 5,1 procent, vilket i princip motsvarar avkastningen för helåret 2012 för dessa strategier. HFRX Macro/CTA gick sämst även detta kvartal med en utveckling marginellt över nollstrecket. Det bredare indexet, HFRX Global Hedge Fund Index, avslutade kvartalet plus 3,1 procent och samtliga strategier hade en fortsatt positiv utveckling under april.

Equity Long/Short hade ett väldigt starkt först kvartal. Detta trots att det uppstod en del turbulens i eurozonen med Cypern och Italien i spetsen. Grundförutsättningarna på makronivå har blivit bättre och förvaltare har kunnat öka nettoexponeringen i portföljerna. Ett tecken på att fundamentala aktie-urval fungerat är att även marknadsneutrala strategier har levererat enligt förväntningarna. I förra Investment Outlook (utgiven 5 mars 2013) resonerade vi att 2013 skulle ge bättre förutsättningar för strategin och det vidhåller vi. Dessvärre har vi ännu inte fått bevittna "den stora rotationen" från säkra statsobligationer in i mer riskfyllda tillgångar som aktier (även om den påbörjats). Räntorna har pressats ytterligare genom centralbankers agerande, främst genom det japanska stimulanspaketet som drivit kapital ut på jakt efter högre räntor och att skydda sig mot en fallande yen.

Efter den starka utvecklingen på börserna har många hedgefondförvaltare tagit hem vinster och justerat ned sin exponering eftersom risken för en tillfällig korrigerings ökat. De letar efter lägre nivåer för att kliva in igen, och med tanke på de stora obalanserna som fortfarande råder i världen lär de tillfällena dyka upp. Därför har vi fortfarande en preferens för kapitalskyddande förvaltare även om dessa gärna får ha en mer cyklisk exponering i portföljerna.

Relative Value hade ett bra första kvartal med en uppgång på 1,7 procent. De ganska dramatiska förändringarna i japansk penningpolitik samt en mer noggrann bevakning av tecken på att amerikanska Federal Reserve kan komma att avbryta stimulanserna höll förvaltarna väl sysselsatta. Jakten på avkastning fortsätter i takt med att de säkra statsobligationerna ligger kvar på historiskt extremt låga nivåer.

Många förvaltare har kunnat bygga upp större tradingstrategier med både korta och långa positioner, vilket har möjlighet att bidra positivt till avkastningen. Detta var betydligt svårare under

förra året, både på grund av en relativt högre räntekostnad och högre volatilitet. Vi är fortsatt positiva till strategin och då främst Fixed Income Relative Value och Credit Long/Short.

Event Driven steg 5,3 procent första kvartalet i år och blev därmed den bästa strategin (i likhet med förra årets utveckling). Merger Arbitrage hade en ganska dämpad utveckling med en uppgång på 0,9 procent. De förvaltare som fokuserar på speciella situationer, främst inom krediter, hade desto bättre framgång. Inom Distressed har man börjat bygga upp större kassapositioner för att kunna handla till bättre priser när turbulens uppstår, något som vi bevittnat ett flertal gånger under de senaste åren. I förra Investment Outlook argumenterade vi för att förutsättningarna för en ökad aktivitet inom företagsförvärv hade förbättrats, något som skulle gynna strategin avsevärt. Aktivitetsnivån har varit låg hittills vad gäller större affärer. I väntan på mer storföretagsaktiviteter tycks mindre transaktioner och speciella situationer vara tillräckligt för många förvaltare, som skapar avkastning både inom Distressed och Event Driven. För investerare med mindre krav på likviditet och längre investeringshorisont kommer avkastningspotentialen att vara fortsatt god.

Macro och Trading hade en svag start på året. HFRX Macro/CTA steg 0,04 procent första kvartalet. HFRX Systematic Diversified var ännu svagare och backade 0,8 procent under samma period. Den globala situationen är fortfarande långt ifrån stabil. De största ekonomierna befinner sig i olika faser av återhämtning, där USA är i ett läge där man kan komma att dra tillbaka stimulanserna, Japan har precis påbörjat kraftiga stimulanser, samtidigt som Kina försöker styra mot en mer konsumtionsdriven tillväxt i ekonomin och Europas politiker vändas mellan budgettätstramningar och tillväxstimulanser. Valutor, råvaror och räntor borde bli det som påverkas mest i denna miljö. Detta bör skapa goda möjligheter. De förvaltare som har tvingats fokusera sin trading på risksentiment de senaste åren har nu större möjligheter att handla på medellånga fundamentala trender, även om snabba fötter fortfarande är av stor vikt. Hos CTA-fonderna tycker vi oss se en gradvis förbättring. Uthålliga, starka trender är fortfarande något av en raritet, men lägre korrelationer tillåter modeller att bygga på positioner där trender uppstår, utan att snabbt slå i risklimiterna. Vi vidhåller de positiva portföljegenskaperna med strategin och gläds åt den positiva avkastningen som våra utvalda investeringar genererat hittills i år.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		Q2 2013 hittills	Q1 2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	0,9	3,1	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	1,1	5,1	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	0,7	1,7	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	1,5	5,3	6,0	-4,9	2,0
Macro	HFRX Macro	0,3	0,04	-1,0	-4,9	-1,7

Källa: SEB

Ökat risktagande gynnar sekundärmarknader

- Högre transaktionsvolymmer än väntat

Volymökningen globalt under det första kvartalet i år talar för en tillväxt på 10-15 procent för helåret 2013.

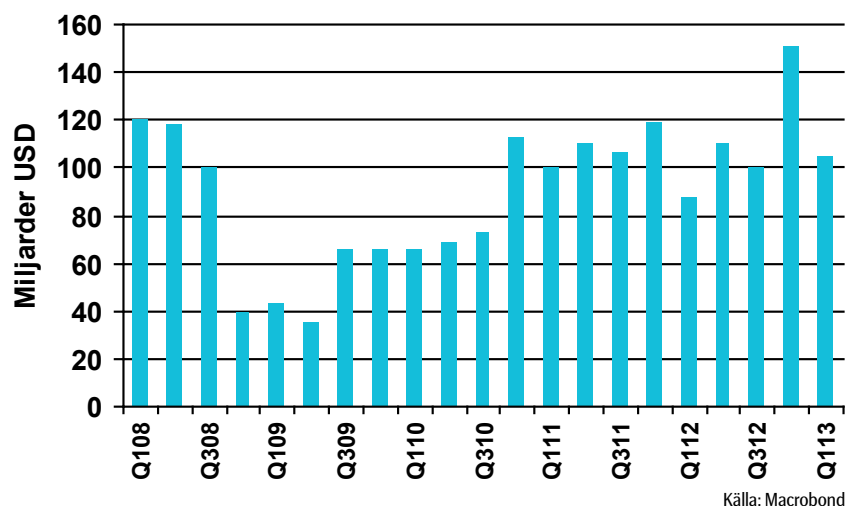
- Hög riskaptit och låg ränta talar för alternativa tillgångslag

Marknaderna har högt förtroende för världens betydande centralbanker som utlovar fortsatta stimulanser och låga räntor. Fastigheter tillsammans med andra alternativa tillgångsslag blir en allt viktigare avkastningskälla.

- Minskade direktavkastningsnivåer

Trycket på primärmarknader har bidragit till lägre direktavkastningsnivåer och talar för ett fortsatt ökat intresse för sekundärmarknader.

TRANSAKTIONSVOLYMERNA FÖRVÄNTAS ÖKA 10-15 PROCENT I ÅR



Historiskt har det första kvartalet präglats av lägre aktivitet, vilket även visualiseras i år. Jämfört med föregående års första kvartal är de globala fastighetstransaktionsvolymerna dock upp 20 procent.

VI BESKREV I FÖRRA NUMRET AV Investment Outlook (utgivet 5 mars 2013) hur stora transaktionsvolymen på den globala fastighetsmarknaden under det fjärde kvartalet 2012 kunde indikera ett trendsifte. Första kvartal har historiskt präglats av lägre aktivitet, vilket visserligen även gäller för 2013. Den globala transaktionsvolymen under årets första kvartal var 31 procent lägre än sista kvartalet 2012, men 20 procent högre jämfört med det första kvartalet 2012. Den totala transaktionsvolymen för helåret 2013 väntas nu växa med 10 till 15 procent jämfört med föregående år.

Sentimentet hos investerarkollektivet har trots både politiska och ekonomiska orosfaktorer fortsatt att stärkas. Detta har tillsammans med högre transaktionsvolymen än väntat resulterat i en fortsatt stark utveckling på den globala fastighetsmarknaden. Globala REIT-index (GPR 250 REIT) är upp 19 procent sedan årsskiftet och 34 procent det senaste året.

Den globala BNP-tillväxten för 2013 väntas ligga under trend och att tyda av de starka kursrörelserna har marknaderna lågt ställda förväntningar. Trots flertalet politiska och ekonomiska utmaningar, tycks investerare allt mer angelägna om att röra sig vidare ut på riskskalan i jakten på avkastning. På fastighetsmarknaden har primärmarknader med säker, men låg avkastningspotential länge varit eftertraktade, men nu ses en ökad aktivitet på sekundärmarknaderna med betydligt mer attraktiva inträdesnivåer och avkastningsmöjligheter.

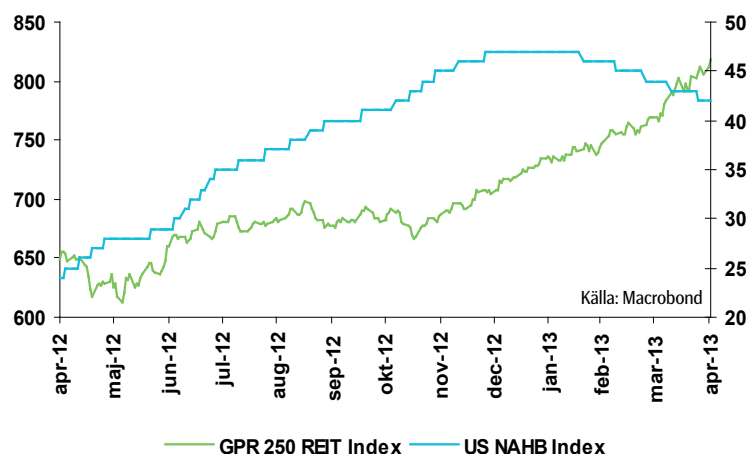
Fortsatta åtaganden från betydande centralbanker gynnar fastighetsmarknaden. Det historiskt låga ränteläget väntas bestå en längre tid och kvantitativa stimulanser fortsätter att förse marknaden med likviditet. Avsaknaden av riskfri avkastning fortsätter att attrahera investerare till alternativa tillgångsslag som framstår som allt mer intressanta. Institutionella investerare såsom statliga pensionsfonder har gott om kapital som kräver avkastning och man ser nu en tydlig trend mot en ökad risktolerans.

Det högre trycket på fastighetsmarknaden har resulterat i ökade priser och därmed högre belåning, vilket bidrar till lägre direktavkastning på flertalet marknader. Ett bestående intresse kommer sannolikt att resultera i ytterligare värdestegringar medan direktavkastningen minskar något. Det är då rimligt att investerare fortsätter rörelsen längre ut på riskskalan där flera sekundärmarknader erbjuder goda avkastningsmöjligheter.

Den nordiska marknaden har hittills varit relativt isolerad från de ekonomiska och politiska oroligheterna som har präglat exempelvis eurozonen. Inom Norden har de tre största städerna i Sverige och Oslo visat större motståndskraft än Helsingfors och Köpenhamn där situationen varit tuffare. I Sverige och Norge har investerarnas fokus främst legat på primärmarknader. Sekundärmarknader utanför statskärnorna har gått mot att bli mindre solventa i takt med att bankernas krav har ökat. Avkastningsnivåerna har dock stått emot, vilket också är en trend som väntas hålla i sig kommande år.

Den amerikanska husmarknaden beaktas av många som en viktig indikator för den amerikanska återhämtningen. National Association of Home Builders/Wells Fargo Housing Market Index mäter månatligen både rådande och framtida sentiment på den amerikanska husmarknaden. Sedan i februari har förtroendet, på grund av stigande produktionskostnader och oro för tillgången på arbetskraft, vacklat något. Positiv arbetsmarknadsdata samt uttalanden från Federal Reserve gällande fortsatta stimulanser talar dock för en återhämtning. En fortsatt global återhämtning i kombination med ihållande lågräntemiljö talar för stigande transaktionsvolymen och ökat värdeskapande på främst sekundärmarknader.

VACKLANDE FÖRTROENDE PÅ DEN AMERIKANSKA HUSMARKNADEN



Globala REIT index har under våren fortsatt att utvecklas starkt, men den amerikanska husmarknaden har efter en längre tid av starkt förtroende börjat vackla något.

Fortsatt goda utsikter för noterad Private Equity

- **Låga kreditkostnader gynnar Private Equity**

Historiskt låg belåningsgrad och låga räntor bidrar till höga direktavkastningar och lägre generell risk.

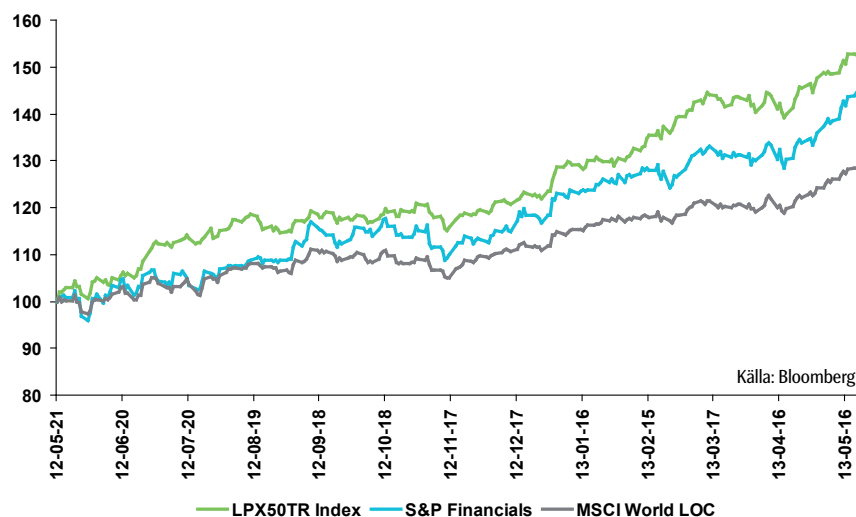
- **Stark riskvilja driver transaktioner**

Den tilltagande riskviljan har gynnat noterad Private Equity genom ökade transaktioner, och en fungerande exit-marknad bidrar till nya möjligheter att ta ut prestationsbaserade avgifter.

- **Breddad förvaltning medför minskad volatilitet**

Stora Private Equity-firmor väljer idag att bredda förvaltningen till andra tillgångsslag för att kunna fortsätta växa och även för att få en större diversifiering.

STARK OCH JÄMN UTVECKLING DET SENASTE ÅRET



Noterad Private Equity har likt många andra risktillgångar haft en stark utveckling det senaste året. I lokal valuta är index för noterade PE (LPX50 Total Return) upp 52 procent. Breda index för finansaktier (S&P 500 Financial Sector Index) är upp 45 procent och MSCI World är upp 28 procent, alla i lokal valuta.

EFTER ATT MARKNADSAKTÖRERNAS RISKVILJA under våren har fortsatt att tillta, har nu en viss rädsla smugit sig in för att det byggs upp en belåningsbubbla liknande den vi såg 2007. Kurserna på noterade PE-bolag ligger dock fortfarande lägre idag än under 2007 och framför allt är belåningsgraden i bolagen betydligt mycket lägre. Tillsammans med låga räntekostnader ger den lägre belåningsgraden drygt 50 procent lägre kreditkostnader för företagen. Den lägre belåningen bidrar även till en generellt lägre risk. Den höga andelen eget kapital i förhållande till höga vinster och låga kreditkostnader bidrar till att vi för tillfället ser historiskt höga direktavkastningsnivåer.

Låga kreditkostnader gynnar även nya transaktioner enligt samma princip som att den nuvarande låga riskfria räntan attraherar investerare att gå in i risktillgångar. Vi beskrev i förra numret av Investment Outlook (utgiven 5 mars 2013) att den höstens ökade riskvilja fortsatte tillta under början av 2013. Den starka riskviljan har med få undantag bestått under våren, vilket också har bidragit till ökade transaktioner.

Ökad aktivitet på exit-marknaden

Den minskade osäkerheten har bidragit till att säljare och köpare lättare har kunnat enas om ett slutpris vid transaktioner, vilket är en viktig förutsättning för att PE-bolag ska kunna realisera sina investeringar i så kallade exits. Exit-marknaden är idag stark och vi ser en trend av så kallad "dividend recapitalisation", särskilt tydligt under det sista kvartalet 2012. Dividend recapitalisation innebär att PE-bolaget, efter att ha amorterat av delar eller hela skulden på ett portföljbolag, ökar belåningen i det egna bolaget för använda kapitalet till utdelningar till aktieägarna. I praktiken handlar det om en förskjutning av risktagandet från portföljbolaget till PE-bolaget. Kapitalströmmarna detta förfarande har bidragit till har varit en annan bidragande orsak till att exit-marknaden har kommit på fötter igen.

Den ökade exit-aktiviteten har bidragit till att PE-bolagen har fått möjlighet att plocka ut prestationsbaserade avgifter, så kallade performance fees. Många lyckosamma investeringar låg under tider av ökad osäkerhet låsta, utan möjligheter för PE-bolagen att plocka ut avgifter för det skapade värdet. Fonder med exponering mot PE-bolag har den senaste tiden gynnats av ökade kapitalströmmar från prestationsbaserade avgifter.

En på aktiemarknaden sedan länge utbredd trend är att genom europeiska exportföretag diversifiera underliggande

exponering mot Asien. Liknande trender går att urskilja på PE-marknaden där PE-bolag, genom förvärv av europeiska exportföretag, kan ta del av tillväxt på de asiatiska marknaderna. Många PE-bolag kan via sin kompetens även utveckla dessa portföljbolag mot nya exportmarknader och på det sättet hjälpa bolagen att uppnå högre avkastning.

Lägre substansrabatter

Vi har vid flertalet tillfällen beskrivit hur PE-bolag har vidtagit aktiva åtgärder för att sänka höga substansrabatter. På andrahandsmarknaden är rabatterna fortfarande lägre än på noterad PE, men skillnaden har minskat något tack vare den starka utvecklingen för de sistnämnda. Den ökade aktiviteten för att sänka rabatterna har tillsammans med en stark utveckling i underliggande substansvärden bidragit till minskade rabatter. Snittrabatten på noterad PE ligger idag omkring 25 procent, vilket kan jämföras mot nivåerna 2008 på cirka 50 procent. Lägre substansrabatter ökar transparensen i de värden som skapas i underliggande portföljbolag och bidrar till att förbättra investerarkollektivets allmänna uppfattning om tillgångsslaget.

Flera välkända PE-bolag har i takt med en växande kapitalmassa valt att bredda sin förvaltning till att investera i flera olika tillgångsslag, såsom hedgefonder, fastigheter och olika typer av krediter. Med storlek kommer ansvar och det kan i många fall vara svårt för stora fonder att hitta intressanta portföljbolag med rätt storlek att investera i. En breddad förvaltning medför fortsatt möjlighet att ta in nytt kapital, samtidigt som den ökade diversifieringen i den totala kapitalbasen bidrar till minskad volatilitet.

Intresset för investeringar av typen "special situations" är fortsatt högt. Special situations innebär att PE-firmor identifierar utsatta bolag där man har möjlighet att vända verksamhetens lönsamhet för att sedan sälja ett mer välmående portföljbolag till ett högre pris. Denna typ av investeringar har under våren fortsatt att vara en stark bidragskälla till den positiva utvecklingen vi sett bland dessa typer av fonder.

Med ökad riskvilja talar den fortsatt goda underliggande utvecklingen och en stark exit-marknad för noterad Private Equity.

Guldets glimrande tid är över

- Konjunkturförväntningar sätter agendan

Tecken på förbättrad global konjunktur lyfte råvarupriser under andra halvåret i fjol. I år, och då i huvudsak sedan mitten av februari, har däremot priserna fallit tillbaka. Osäkerhet om vart världsekonomin, och inte minst Kinas, är på väg har tyngt.

- Obalans fick genomslag

Överutbud i oljemarknaden under våren fick till slut genomslag i priserna. Marknaden är nu i bättre balans och vi räknar med något högre priser framöver.

- Inflationsförväntningar med potential att förändra bilden

Guldets långa resa mot högre höjder bröts i april och är sannolikt över för denna gång. Efter en prisstegring på cirka 600 procent under 2000-talets första decennium räknar vi med lägre priser framöver om inte inflationsförväntningarna stiger kraftigt.

METALLPRISER OCH BÖRSEN I KINA GÅR SIN EGEN VÄG



Konjunktürkänsliga råvaror såsom industrimetaller och olja har inte utvecklats i linje med världsbörsen i år. Kopplingen till Emerging Markets-börser har varit betydligt starkare, vilket är logiskt då regionen konsumerar majoriteten av den globala produktionen. I grafen framgår att den kinesiska börsen, världsbörsen och metallpriser följdes åt under inledningen av 2013 för att från mitten av februari utvecklas åt olika håll. Den senaste tiden ser vi dock tecken på en hoppigivande rekyl.

PRISUTVECKLINGEN FÖR INDUSTRIMETALLER HAR påverkats kraftigt av konjunkturosäkerhet under våren, främst som en följd av besvikelser från Kina. Situationen i den kinesiska ekonomin är betydligt stabilare än för ett år sedan, men statistik den senaste tiden indikerar en något svagare utveckling än förväntat. Osäkerheten återspeglas också i global industri som håller låga metallager, där lageruppbyggnadssiffran för första kvartalet i år var den lägsta sedan 2009.

I kombination med fortsatt svag efterfrågan från Europa har efterfrågetillväxten varit mer dämpad än väntat samtidigt som utbudssidan kommit ikapp. Överkäpighet och stigande lagernivåer, med fallande priser som följd, har därför varit den dominerande bilden under en period. Vi räknar med att den globala konjunkturåterhämtningen fortsätter och att Kinas BNP växer med nästan 8 procent i år. Framåt halvårsskiftet kommer dessutom fokus att ligga mer på 2014, vilket bör ge stöd. Vår bedömning är att priserna nu fallit för mycket och vi räknar med högre priser om ett år. London Metal Exchange (LME)-index ligger nära den lägsta nivån sedan 2010 och flera metaller, däribland Nickel och Aluminium, handlas till priser en bra bit under dess marginalproduktionskostnad.

Överutbud under våren, men nu åter i balans

Råoljemarknaden inledde 2013 starkt, trots att omfattande raffinaderiunderhåll runt om i världen ledde till svagare efterfrågan. Dessutom har utbudet från länder utanför OPEC ökat snabbare än väntat, delvis en effekt av att produktionen i länder som Sudan och Libyen kommit tillbaka tidigare än väntat. Dessa förhållanden brukar kompenseras av lägre OPEC-produktion, men organisationen gjorde endast mindre neddragningar och utbudet var cirka en miljon fat/dag högre än efterfrågan under första kvartalet, en situation som borde ha tyngt priserna. Det positivare marknadssentimentet under inledningen av året hade dock större påverkan och priset på olja (Brent) steg upp emot 120 USD/fat till mitten av februari. Verkligheten kom dock ikapp och oljepriset föll relativt snabbt, till som lägst strax under 100 USD/fat. Nu är raffinaderierna tillbaka från underhåll och vår bedömning är att oljemarknaden nu är relativt balanserad. Vi räknar med ett oljepris (Brent) på runt 110 USD/fat om ett år. Faktorer med potential att ändra bilden är till exempel den snabbt ökande produktionen (skifferolja) i Nordamerika som minskar det amerikanska importbehovet och gradvis förändrar de globala oljeflödena.

En annan faktor är om de betydande oljereserver som idag finns inlåsta i olika geopolitiska konflikter (Yemen, Syrien och Iran) kommer tillbaka till marknaden. Vi räknar emellertid inte heller i ett sådant scenario med priser långt under 100 USD/fat under annat än kortare perioder då flertalet av OPEC-länderna behöver ett oljepris på runt 100 USD/fat för att ha budgetbalans.

En normal årsproduktion i investeringsprodukter

Den exceptionella uppgången i guldpriset sedan inledningen av 2000-talet (+600%) tog, efter att ha handlats relativt sidledes under cirka 2 år, en abrupt vändning i april och priset föll kraftigt. Den utlösande faktorn var sannolikt de stora kapitalutflödena från fysiska investeringsprodukter, vilka delvis drivits av mer optimistiska avkastningsförväntningar för andra tillgångsslag. Under förra året passerade volymerna i denna typ av investeringsprodukter 2600 ton, vilket motsvarar ett års gruvproduktion. Vår bedömning är att guldpriset alltså är för högt och vi räknar med lägre priser framöver om inte inflationsförväntningarna stiger kraftigt. Vi ser dock fortsatt positivt på "hybridmetallerna" platina och palladium, då dessa i stor utsträckning används inom fordonstillverkning. Priserna har delvis följt med guldpriset ned, vilket vi bedömer är orimligt. Under större delen av 2000-talet (till sommaren 2008) har till exempel platina varit cirka dubbelt så dyrt som guld. I dagsläget ligger platinapriset endast marginellt över guldpriset. Vi bedömer att en återgång till tidigare prisförhållande inte är osannolikt.

Frånvaro av torka bör leda till billigare spannmål

Spannmålspriser har fortsatt falla från exceptionellt höga nivåer under sommaren 2012. Prisfallet tog en paus under första kvartalet i avvaktan på att potentialen för kommande amerikanska skördar skulle klarna. De mycket torra förhållandena under vintern innebar en stor risk för utbudsstörningar. Situationen har dock förbättrats de senaste månaderna och en stor del av amerikanska majs- och sojabönsområden är inte längre torkområden. Osäkerhet kvarstår, men med en framgångsrik amerikansk skörd har priserna fortsatt stor nedsida. Spannmålspriser är höga och givet normala väderförhållanden är vår bedömning att de ska falla ytterligare. Torkan kan dock snabbt återvända med potential att slå ut stora delar av skörden med utbudsstörningar och prisuppgångar som följd.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Efter att det varit överutbud i oljemarknaden under våren räknar vi framöver med en mer balanserad marknad och ett något högre oljepris.
Industriemetaller	1 2 3 4 5 6 7	Konjunkturosäkerhet, inte minst för Kina, har tyngt metallpriserna en tid. Vår bedömning är att priserna nu fallit för mycket och räknar med högre priser under andra halvåret.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Efter en uppgång på 600 procent har nu guldet börjat sin resa utför. Trots senaste tidens prisfall är vår uppfattning att guldets fortsatt är för dyrt. Platina och palladium tycker vi däremot är attraktiva metaller då majoriteten av produktionen används inom fordonsindustrin.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Spannmålspriser har fallit sedan förra sommaren och vi räknar med fortsatta fall givet att inte väderförhållandena dramatiskt försämrats i viktiga jordbruksområden.

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

Valutamarknaden i centralbankirers händer

- Penningpolitiken styr och ställer i valutamarknaden

Historiskt låga styrräntor, massiva obligationsköp av centralbanker och – i vissa fall – rena valuta-interventioner har som aldrig tidigare satt penningpolitiken i fokus. Bedömningen av centralbankernas agerande är därför av största betydelse för valutaprognoiser.

- USD leder marknaden

De viktigaste argumenten för en starkare USD är att hjulen har börjat snurra i amerikansk ekonomi, där stigande huspriser och sjunkande arbetslöshet visar vägen. En möjlig åtstramning av Federal Reserves kvantitativa penningpolitik under 2014 skulle också bidra till att stärka USD.

- Japanerna satsar allt på ett kort

Den japanska regeringen och centralbanken är fast beslutade att röka ut deflationen och vända den kräftgångslika trenden i Japans ekonomi. Men det är ont om tid. En av de absolut viktigaste åtgärderna har varit att försöka få ner värdet på JPY och mer försvagning av valutan lär komma.

CENTRALBANKER GÖR OLIKA VALUTAÖVERVÄGANDEN

CENTRALBANKERNAS INSTÄLLNING		FOKUSERAR PÅ	VALUTA	VÄRDERING
FED	Avvaktande	Arbetslöshet	USD	Undervärderad
ECB	Avvaktande	KPI	EUR	Rättvis
BOJ	Aggressiv	KPI	JPY	Rättvis
BOE	Avvaktande	KPI	GBP	Rättvis
SNB	Aggressiv	EUR/CHF 1.20	CHF	Övervärderad
RBA	Oroad	ToT / KPI	AUD	Övervärderad
RBNZ	Oroad	Handelsbalans	NZD	Övervärderad
BOC	Oroad	Amer. export	CNY	Övervärderad
RIX	Oroad	Importerad KPI	SEK	Rättvis
NB	Aggressiv	Importerad KPI	NOK	Rättvis

Källa: SEB

Ekonomisk-politiska beslutfattare i USA intar en ganska avvaktande hållning till USD:s utveckling. Det beror främst på att exporten har en liten betydelse för amerikansk ekonomi. Enligt SEB:s valutaanalytiker är USD undervärderad. Det som Federal Reserve främst fokuserar på är arbetsmarknadens utveckling. Bank of Japan för däremot en mycket aktiv och aggressiv valutapolitik, med det primära syftet att lämna deflations-territoriet för gott och nå en inflation på 2 procent.

VALUTAMARKNADEN HAR HITTILLS I ÅR kännetecknats av att perifera länder, såsom råvaruexporterande Australien och Nya Zeeland samt de skandinaviska, sett sina valutor stärkas på bekostnad av de stora valutor som tidigare erbjudit trygghet och likviditet.

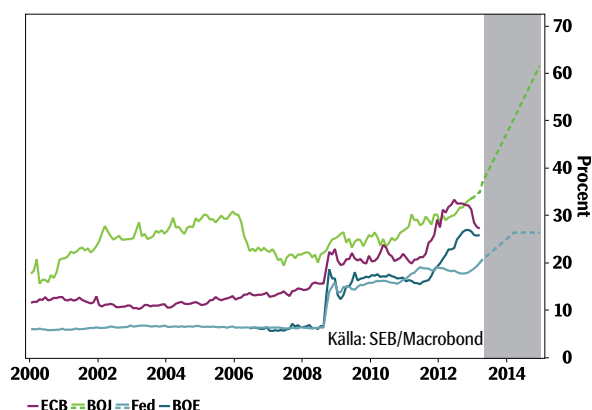
De japanska och amerikanska kvantitativa penningpolitiska stimulanserna på sammanlagt cirka 150 mdr USD per månad söker sig vidare in i välskött mindre ekonomier, vars valutor därmed stärks. Dessa flöden har lett till att exportindustrin i dessa länder börjat beklaga sig, vilket satt press på centralbankerna att verkställa eller att överväga räntelättnader. Men även större centralbanker ser behovet, illustrerat av Europeiska Centralbankens sänkning av refinansräntan med 0,25 procentenheter i början av maj, med åtföljande budskap att ytterligare sänkningar kan komma ifråga. I Sverige antydde Riksbanken via en sänkning av sin ränteprognoisbana i april att reporäntan kan komma att sänkas vid räntemötet i början av juli. Vi tror dock att den norska centralbanken kommer att ligga kvar på nuvarande räntenivå fram till sommaren 2014. Vår bedömning är att effekterna av dessa åtgärder kan lindra de stärkande tendenserna för EUR och SEK, medan NOK kan gå starkare då ränteskillnaden till övriga valutor ökar.

2013 är sjätte året i rad med lätt penningpolitik i stora delar av världen. Bank of Japan (BoJ) är den senaste och mest kraftfulla aktören på den scenen. Premiärminister Abe har lagt fast tre politikriktningar för att kunna komma till rätta med landets stora ekonomiska problem. 1) Kraftfulla finanspolitiska stimulanser 2) En mycket aggressivare penningpolitik under nye BoJ-chefen Kuroda, med uppgiften att vända den mångåriga deflationen till inflation på 2 procent inom två år, främst med en dubbling av BoJ:s monetära bas som medel, och 3) en genomgripande omstrukturering av ekonomin, som dock kommer att ta ganska lång tid. Japan har dock inlett förhandlingar på t ex jordbruksområdet för att komma igång med omstruktureringar och en reformering av ekonomin.

De marknadsföljder vi hittills sett av den förda japanska politiken är lägre marknadsräntor i perifera länder som Australien, Nya Zeeland, Kanada och i Skandinavien. Japanska finansiella institutioner har lämnat den inhemska marknaden för att söka högre avkastning på ränteplaceringar utomlands. Detta har även påverkat JPY, som försvagats påtagligt sedan slutet av 2012.

Enligt SEB:s prognoser ska JPY försvagas mot USD till uppe mot 120 på längre sikt. Det är emellertid ingen ny och ökand nivå för USD/JPY. Senast valutaparet handlades på den nivån eller över var 1998, 2001 och 2007. Effekterna av den uttalade japanska ekonomiska politiken har inte låtit vänta på sig. Nikkei aktieindex har stigit nära 48 procent hittills i år räknat i lokal valuta, vilket visar att förväntningarna är mycket höga på att Abes politik ska lyckas.

CENTRALBANKER PUMPAR UPP SINA BALANSRÄKNINGAR



Bank of Japans balansräkning var stor i förhållande till BNP redan innan den mycket aggressiva politiken inleddes under våren. Den skulle till och med, i relativa termer, bli mer än dubbelt så stor som Federal Reserves balansräkning om SEB:s prognoser för 2014 slår in.

Europa fortsätter att brottas med recessionsspöket. Aktuella ledande indikatorer har fortsatt att komma in svagare än prognoserna, och konjunkturen i Euroland förblir bräcklig under sommaren och en bit in på hösten. Först framåt fjärde kvartalet i år väntas en tendens till återhämtning.

Trots stora konjunkturrella besvär har EUR klarat sig bra i valutamarknaden på sistone tack vare bytesbalansöverskott och ett förbättrat förtroende för de ekonomisk-politiska krishanteringsåtgärder som vidtagits. Detta syns kanske mest i den försvagning som skett för CHF, en tendens som bedöms bestå. Här finns också den schweiziska centralbanken (SNB) som en garant för att CHF inte blir starkare än 1,20 mot EUR.

I Emerging-Markets-området har vi en avvaktande inställning till den ryska rubeln, RUB. Bland annat pressas den ryska ekonomin av fallande råvarupriser och Ekonomiministeriet har nyligen sänkt prognosen för BNP-tillväxten i Ryssland 2013 från 3,6 till 2,4 procent.

De enorma likviditetsflöden som härrör från Japan och USA har i viss utsträckning hittat till Turkiet, ett land som erbjuder hög avkastning och en ekonomi på uppgång. Turkiet har en mycket aktiv centralbank, som för några veckor sedan sänkte sin styrränta med 0,50 procentenheter. Syftet var att förhindra att valutans TRY stärks för snabbt. Vår prognos är emellertid att den turkiska valutans TRY ändå kommer att utvecklas relativt starkt tack vare en hög ränteavkastning i landet, en stabil utveckling i ekonomin, en trovärdig centralbank samt utsikterna till generellt ökad riskaptit. Vi väntar oss fortsatta kreditratingjusteringar uppåt, vilket bidrar till att höja värdet på den turkiska liran.