



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Ökad framtidstro ger
hopp om ljus höst

SEPTEMBER 2013

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Dags att se positivt på Europa	10
Tema: Japan - en bortglömd jätte	13
Tema: Ökade korrelationer skapar utmaningar	18

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning	21
Nordiska aktier	23
Globala aktier inklusive Landmodellen	26
Räntor	30
Hedgefonder	32
Fastigheter	34
Private Equity	36
Råvaror	38
Valutor	40

Denna rapport publicerades den 17 september 2013
 Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 10 september 2013.

Ann Grevelius
 Chief Investment Officer &
 Global Head of Investment Strategy
 + 46 8 763 63 04
 ann.grevelius@seb.se

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cecilia Kohonen
 Communication Manager
 +46 8 763 69 95
 cecilia.kohonen@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-/marknadsföringsbroschyrer 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.



Ökad framtidstro ger hopp om ljus höst

Vi är på väg in i en mycket intressant period. De tre ekonomiskt största regionerna i världen USA, Japan och Europa närmar sig en stabilisering och troligen högre tillväxt.

Ekonomi är i viss mån organisk. Det handlar om människor, deras tro på framtiden, hopp och mod. De senaste veckorna har vi sett ett tecken på att framtidstron börjar tillta. Vi har ett ökat antal stora affärer både i Norden och i övriga världen där företag gör sammanslagningar och uppköp. Microsoft och Nokia är en av de större och SKF förvärvar i USA. Japan är en ekonomi som under lång tid präglats av deflation vilken har hämmat framtidstron och investeringsviljan. Här har vi den senaste tiden sett att huspriserna och kreditgivningen fått fart, japanerna agerar också med mer framtidstro. Allt detta är positivt och pekar mot att vi är på väg mot en mer normaliserad period än den vi varit inne i. Ett exempel på det är att den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) börjar tala om att minska stödet till ekonomin på olika sätt. Begreppet "tapering" har blivit benämningen på den planerade minskningen av löpande obligationsköp som använts för att tillföra likviditet till marknaden. Att man tar bort stödet är normalt, och i sig ett gott tecken, men när det väl händer får det effekt på marknaderna. Skälen till att marknaden reagerar är två; dels oron hos placerare över att ekonomin kommer bromsa in utan stöd. Dels är tillgången på kapital och den korta räntan basen i hela finansieringssystemet i världen. Ett uteblivet tillskott av likviditet oroar därför också.

Storleken och nivån på likviditeten och korträntorna påverkar obligationsräntorna som har kommit att stiga relativt kraftigt den senaste tiden. När detta sker i USA får det stor påverkan på kapitalflödena globalt. Denna gång var inget undantag och Emerging Markets har haft stora utflöden. Räntenivån kommer att vara oförändrad lång tid framöver. Fed säger till 2015, marknadspriserna antyder 2014 och framtiden utvisar vilket det blir.

Sammantaget har detta lett till nya prisnivåer på bland annat Emerging Markets-valutor, aktiemarknader och obligationer, en intressant situation. Prisskillnaden mellan EM-aktier och globala aktier är den största på mycket lång tid, något som delvis kan vara befogat och förklaras av att under en omställningsfas, tillväxten i Emerging Markets går från väldigt hög till "bara" hög, rör sig priserna uppåt eller nedåt beroende på om omställningen är till det mer positiva eller som i det här fallet mer negativa. Vi ser även tydliga prisskillnader mellan europeiska aktier och amerikanska, liksom mellan cykliska och defensiva aktier. I dessa prisskillnader finns några av de större möjligheterna i höst.

I den här upplagan av Investment Outlook skriver vi bland annat om Europa, som är en region som har goda förutsättningar att vara en bra investering i höst. Europeiska Centralbanken är fortfarande noga med att ekonomin behöver stöd, men allt talar för att recessionen är till ända.

Vi skriver också om den lite bortglömda jätten Japan, som vi anser behöver belysas av flera skäl. En ny grund håller på att läggas av den premiärminister Abe. Om Japan får fart på sin efterfrågan kommer det att vara en viktig impuls för hela världen.

Att bygga bra portföljer och hålla ordning på risker och möjligheter är av central vikt. Vi är i en aktiefas som är speciell på det sättet att obligationsräntorna är på väg uppåt under ganska lång tid. Det innebär att den naturliga portföljkomponenten obligationer riskerar att ge negativ avkastning i marknadsvärderade termer. Det innebär att vi måste vara noga med löptiderna, och att titta på andra sätt att diversifiera våra portföljer.

Återhämtningar efter finanskriser är utdragna, och under hösten fortsätter byggstenarna för en normalisering att läggas på plats. Under processen, som tar tid, kommer marknaderna vara volatila, men där i skapas också möjligheterna.

HANS PETERSON
Global Head of Asset Allocation

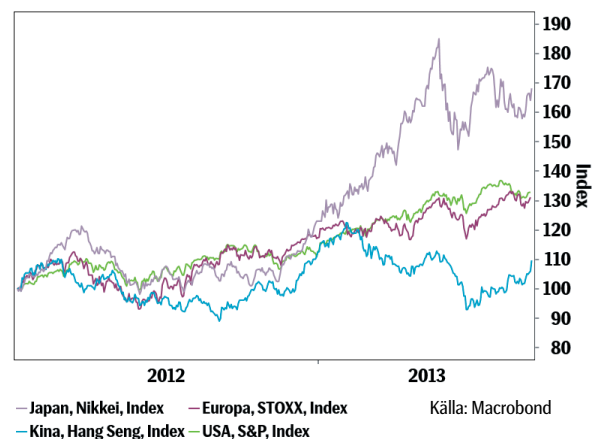


Federal Reserve sätter kortsiktigt agendan

Sedan den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, i maj gick ut och meddelade att de avser att minska sitt stöd för ekonomin via löpnade obligationsköp under hösten, har vi kommit in i en volatil period på kapitalmarknaderna. Den främsta konsekvensen var stigande obligationsräntor i USA, vilket lockade kapital och orsakade relativt kraftiga kursnedgångar i bland annat Emerging Markets-valutor. En konsekvens av detta är att värderingsskillnader på olika tillgångar blivit relativt stor. Redan tidigare under våren blev värderingsgapet mellan defensiva tillgångar och mer konjunkturkänsliga stor, nu är den ännu större. Det här gäller aktier i termer av regioner och valutor och därmed också i någon mån obligationer. Här i finns några av höstens affärsmöjligheter när förutsättningarna är på plats.

Långsiktigt har vi ett positivt tillväxtscenario som kommer att ge goda förutsättningar till avkastning, och många av de tillgångar som nu är lågt prissatta kommer att värderas upp. Kortsiktigt styr dock frågeställningarna om hur centralbanken i USA agerar förutsättningarna för oss. Det innebär att vi i skrivande stund har en relativt väldiversifierad portföljstrategi, men som gradvis kommer att justeras mot mer risktagande i takt med att ekonomin stabiliseras.

STORA SKILLNADER MELLAN OLIKA MARKNADER



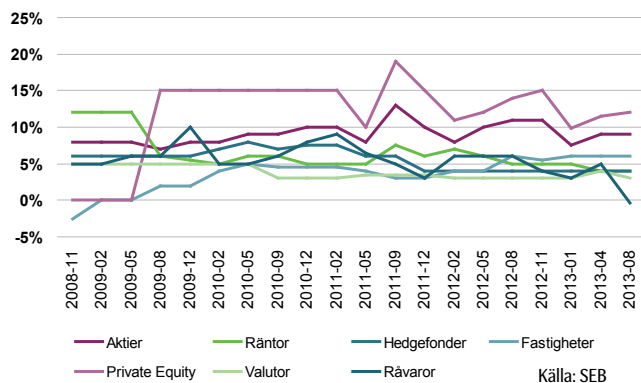
Utvecklingen för Emerging Markets och främst Kina har varit svag det senaste året, medan Japan, drivet av åtgärder sjösat av premiärminister Abe (Abenomics) har haft en volatil, men stark utveckling. Framåtblickande anser vi att potentialen är störst för Europa.

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 21). 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 Trusts) 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.

I syfte att öka transparensen, valde vi under våren 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 i stabila marknader där det är mer relevant. Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (daterad 28 maj 2013) är det värt att notera att det något spretiga tillgångsslaget råvaror har en förväntad nollavkastning, men att det inom tillgångsslaget finns avkastningsmöjligheter för exempelvis industrimetaller och energi.

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 28 maj 2013) har vi gjort justeringar främst i tillgångsslaget Råvaror, där förväntade avkastningen nu är noll. Fallhöjden (risken) i Private Equity har ökat i takt med de kraftiga uppgångarna.

TILLGÅNGSSLAG	FÖRVÄNTNINGAR KOMMANDE 12 MÅN		KOMMENTAR
	AVKASTNING	RISK	
Aktier	8,5%	17%	Förväntningar om bättre nyhetsflöde som ger ökad riskaptit kan gynna aktier. Värderingarna mot obligationer fortsatt attraktiva. Stora skillnader mellan olika regioner och mellan olika sektorer, det som släpat efter återhämtas.
Räntebärande	4%	6%	Spreadar för företagsobligationer stabila. Bäst risk reward i High Yield, men potentialen för avkastning har minskat något. Löptidsfrågan i fokus, välj kortare duration i klimatet med stigande långräntor. Statsobligationer mindre attraktivt.
Hedgefonder	4%	4%	Marknadsneutrala strategier är förstavalet, även om marknadsklimatet generellt är bättre för hedgefonder. Avkastningsutvecklingen har stabiliserats.
Fastigheter	6%	13%	Marknaden har mognat men transparensen är fortsatt låg. Investerarna tenderar att röra sig allt längre ut på riskskalan, särskilt då tidigare jakt på "tryggare hamnar" har tryckt ned avkastningen på primärmarknaderna.
Private Equity	10,5%	25%	Bra tillväxt och rimliga värderingar gynnar tillgångsslaget förutsatt att riskviljan hos investerare ökar. Vid hög volatilitet i marknaden drabbas ofta tillgångsslaget hårt.
Råvaror	0%	20%	Svag trend där oron för efterfrågeutvecklingen har drabbat tillgångsslaget. Tillväxten i Kina blir nyckelfrågan, men risken är hög och förväntade avkastningen mycket låg. Dock stora skillnader mellan de olika delarna. Industrimetaller och energi kan överraska positivt, men ännu känns det tidigt att "kliva in".
Valutor	3%	4%	Emerging Markets-valutor pressas nedåt, och för att vända den trenden krävs bättre exportdata från Asien. EUR och USD-marknaderna rör sig i en kanal, men totalt sett styrs utvecklingen på valutamarknaden främst av penningpolitiken.

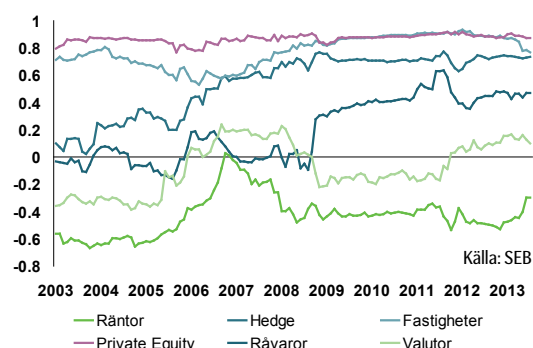
Källa: SEB

HISTORISK KORRELATION (2003-08-29 TILL 2013-07-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Räntor	-0,36	1,00					
Hedge	0,69	-0,34	1,00				
Fastigheter	0,83	-0,11	0,57	1,00			
Private Equity	0,86	-0,31	0,70	0,87	1,00		
Råvaror	0,37	-0,22	0,68	0,32	0,43	1,00	
Valutor	0,02	0,05	0,15	-0,02	0,02	0,02	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

- **Vi befinner oss i en aktiemarknadsvänlig fas**
Takten i uppgången i aktiemarknaderna är väldigt olika på olika håll i världen. Svagare konjunktur i Emerging Markets har blivit ett nytt inslag i kalkylen, men huvudtrenden kommer att drivas av starkare efterfrågan och att aktier åter tar plats som den viktigaste avkastningskällan.
- **Emerging Markets är värderingsmässigt billigt**
Osäkerhet i samband med svagare konjunktur i EM-länderna har skapat mycket stora prissättningsskillnader. Idag är skillnaden i P/E-tal mellan EM och övriga världen den största på mycket länge, där finns det affärsmöjligheter.
- **En mognande konjunkturcykel kommer att driva cykliska tillgångar**
Den defensiva trenden som varit den härskande i aktiemarknaderna kommer att brytas och sektorer och regioner som är mer konjunktürkänsliga kommer att vara i fokus.
- **Europa kommer att bidra till avkastningen framöver**
Återhämtningen av den europeiska konjunkturen pågår och recessionsfasen lämnas. Det ger ett positivt bidrag till synen på Europa som placering. Det finns betydande potential för vinststillväxt.
- **Obligationsräntorna är i en uppåttrend, men utan brådska**
Obligationsräntorna har vänt upp och kommer gradvis att fortsätta att stiga, om än långsamt. Ur portföljsynpunkt är det dock viktigt att se den betydande risken att investeringar knutna till dessa ger ett negativt bidrag, korta löptider är viktigt.
- **Stigande obligationsräntor gör att hedgefonder och fria räntemandat blir viktiga**
En av våra viktigaste målsättningar är att styra risken i och inte vara alltför beroende av ett enskilt tillgångsslag. Att hantera konjunktur- och aktierisken i portföljerna kräver tillgångar med marknadsberoende.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	Kommande 12-månadersperioden kommer aktiemarknader att bäras av en allt bättre konjunktur. Fokus i förvaltningen ligger på Europa och Asien som släpat efter och är lägre värderade än världen i stort. Regionerna är konjunktürkänsliga och lyfts av tillväxten 2014.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Vi har en försiktig hållning till långa löptider på räntebärande eftersom räntorna stiger gradvis. Vi behåller fokus på olika typer av företagsobligationer, främst High Yield med kort löptid.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	En stabil marknad med lägre risk brukar gynna hedgefonder och vi föredrar marknadsneutrala strategier som riskmässigt balanserar aktieportföljerna. Vi har också gradvis ökat vår andel av kredithedgefonder.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Vi har en positiv grundsyn på tillgångsslaget men föredrar just nu att vara lite avvakande i portföljerna, delvis beroende på brist på bra investeringsobjekt.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	Klimatet för Private Equity blir allt bättre. Antalet företagsaffärer ökar, det blir lättare för PE-bolagen att göra transaktioner. Utvecklingen för tillgångsslaget är ofta kopplad till finanssektorn i USA och vi vill se en stabilisering av den innan vi blir mer positiva.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Selektivt intressant. De industriella har mycket bra förutsättningar. Energi har också en positiv trend som dock är beroende av den politiska utvecklingen. De råvaror som påverkas mer av väder och storlek på skördar finns det ett överskott av, med fallande priser som resultat.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	Valutamarknaden har varit volatil under året och Emerging Market-valutor och råavruvalutor har drabbats hårt. Troligen är valutarörelserna relativt konjunkturberoende framöver.

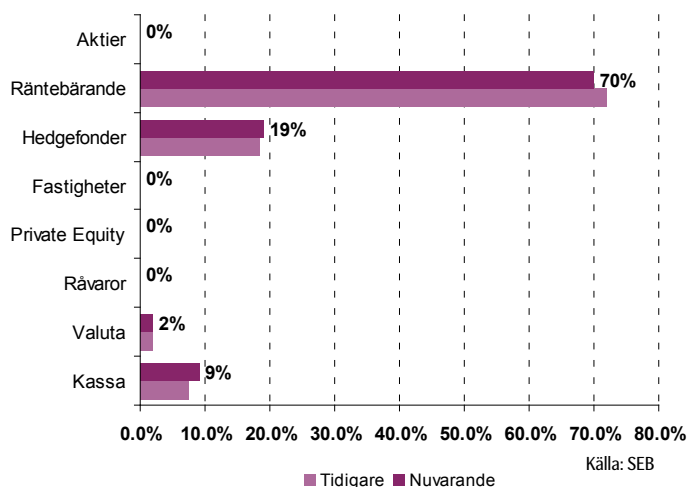
* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn på tillgångsslaget. På kundnivå anpassas portföljerna efter individuella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

Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM– ALLOKERING TILL SJU TILLGÅNGSSLAG I TRE RISKNIVÅER

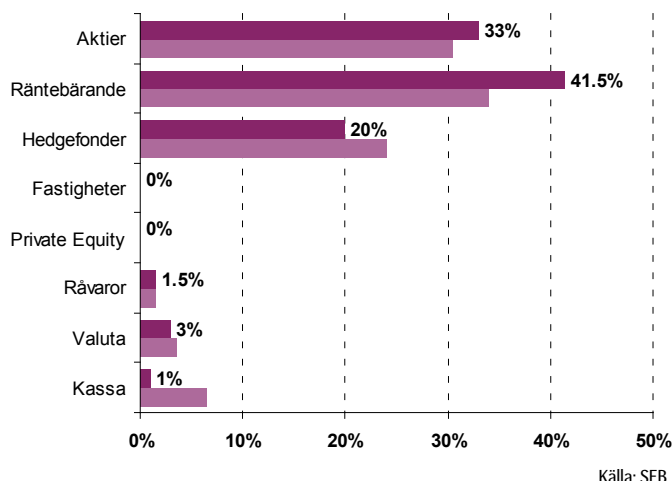
MODERN PROTECTION

Med fortsatt risk för stigande räntor ligger fokus alltså på ränteriskneutrala placeringar. Vi har inte gjort några större förändringar, och cirka 35 procent av portföljen är i "Absolute Return"-förvaltare som har fria mandat och full flexibilitet att utnyttja förändringar i räntekurvan och på så sätt hålla en ränteriskneutral exponering. Allokeringen till High Yield, som huvudsakligen består av Short Duration High Yield och Leveraged Loans, är cirka 13 procent. Inom hedgefundsportföljen (cirka 19 procent) fokuserar vi på marknadsneutrala strategier för okorrelerad avkastning samt Credit Long/Short för att kompensera portföljens totala kreditrisk. Exponeringen mot asiatiska valutor är knappa 2 procent.



MODERN GROWTH

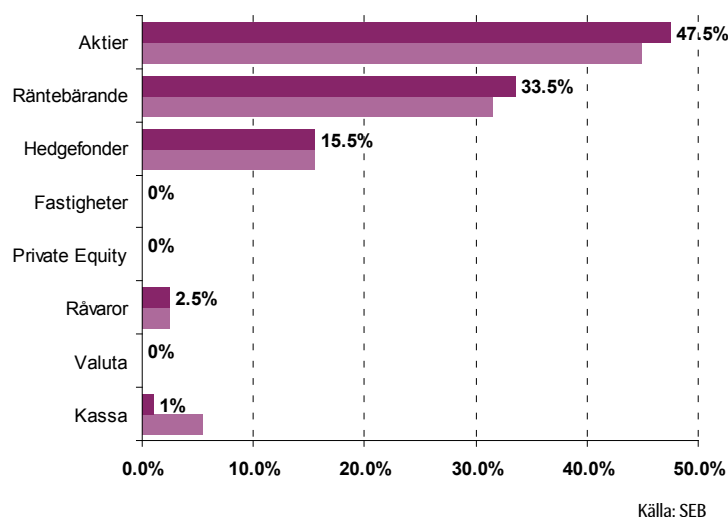
På grund av marknadens fokus på Federal Reserve och oron för minskade stimulansåtgärder såg vi i juni fortsatt risk för utflöden från Emerging Markets-tillgångar. I Modern Growth halverade vi därför exponeringen mot EM-aktier till 1,3 procent under sommaren. Samtidigt har vi gradvis ökat europeiska aktier från 3 procent till 8 procent. Inom räntebärande har vi minskat känsligheten för stigande räntor genom att minska "normal" High Yield från 15 till 10 procent och ökat Short Duration High Yield samt Leveraged Loans. Dessutom har vi ökat konvertibler med 2 procent. Kassen har minskats från cirka 11 procent till 4. Det finns utrymme att öka cyklisk exponering ytterligare under hösten, men just nu är vi taktiskt avvaktande.



MODERN AGGRESSIVE

Återhämtningen i USA bör fortsätta stötta den globala återhämtningen, och den europeiska ekonomin verkar närma sig en vändpunkt. I likhet med Modern Growth har vi skiftat delar av exponeringen mot Emerging Markets (både aktier och obligationer) till Europa, och aktieexponeringen har ökat upp marginellt. Inom räntebärande har vi investerat överlikviditet i Leveraged Loans (både globalt och i Europa) samt Short Duration High Yield.

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.





Dags att se positivt på Europa

Euroland har alltjämt större grundläggande problem än flertalet andra regioner i världsekonomin. Därför kommer återhämtningen att omgärdas av en del obalanser, risker och osäkerhet. Detta till trots finns tecken på ljusning och fog för att se mer positivt på regionen.

Andra kvartalet i år bröts en sex kvartal lång recession i Eurolands ekonomi, när BNP åter växte. Unionsländernas konkurrenskraft har samtidigt stärkts och bytesbalanser förbättrats, medan Europeiska Centralbankens (ECB:s) politik och agerande har stabiliserat finansmarknaderna, samt i betydande grad minskat risken för att valutaunionen ska gå mot ett sammanbrott.

Den senaste tiden har olika framåtblickande näringslivsindikatorer i unionen stigit mer än väntat. Det gäller inte minst inköpschefsindex för såväl industrin som tjänstesektorn. Framöver får också den europeiska konjunkturen gradvis allt mer stöd från accelererande tillväxt i USA.

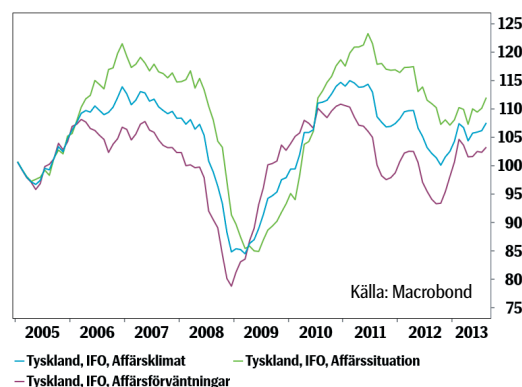
I takt med att vi ser en stabilisering av de konjunkturella och finanspolitiska förhållandena i Europa skapas också affärsmöjligheter. De gamla problemen finns visserligen fortfarande färskt i minne och det finns strukturella frågor som bekymrar. Hoppet om finansiell stabilitet sätts till stor del till Tyskland, som står för nästan 30 procent av hela unionsekonomin.

Ett stort exportberoende, cirka 50 procent av BNP, gör att Tyskland särskilt gynnas av världskonjunkturens förstärkning 2014-2015. Ökad export bäddar också för ett uppsving i investeringskonjunkturen, och privatkonsumtionen har goda förutsättningar att öka mer. Bilden har gradvis börjat svänga till det bättre, inte minst lägger man allt mindre fokus på besparingar. Istället ser man i större utsträckning tillväxt som medlet att komma vidare. Vidare har arbetslösheten i Tyskland legat på historiskt låga knappt 5,5 procent sedan sommaren 2012, och det finns inga tecken på att den ska stiga utan istället sjunka. Att landets konjunktur är på väg att lyfta signaleras tydligt från näringslivsindex IFO, vilket klättrat överraskande mycket sedan i våras.

Tyskland förblir motorn som ska ge växtkraft men den politiska

situationen i landet som fortsätter kräva noggrann bevakning. En viktig händelse i närtid är förbundsdagsvalet den 22 september.

ÖKAD AKTIVITET I TYSKA NÄRINGSLIVET



Efter vårens svacka har näringslivsindex IFO i Tyskland stigit en hel del. Företagen har blivit mer tillförsäktfulla om såväl det aktuella affärsläget som framtiden. Budskapet från IFO väger tungt i bedömningen av tendenserna i tysk ekonomi, och senaste månadernas positiva signaler rimmar väl med annan durstämmd makrostatistik i landet.

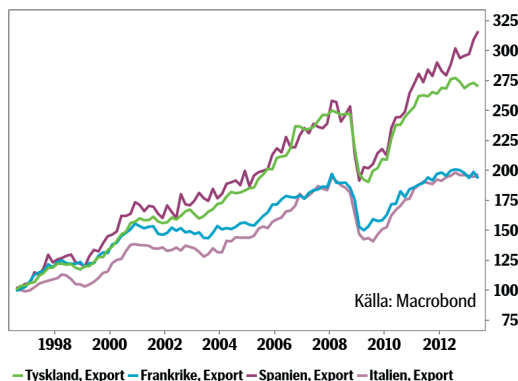
Omvärlden hjälper flera unionsländer

Inte bara Tyskland får konjunkturell draghjälp från omvärlden, utan exporten ökar nu också i flera av GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien). I flera av de europeiska länderna har konkurrenskraften ökat radikalt. Bästa exemplet är Spanien. Där steg exporten av konsument- och kapitalvaror med 9 procent de fem första månaderna i år. Dessutom har mängden turister i landet ökat. Sänkta löner och ökad produktivitet i GIIPS-området har bidragit till att krympa skillnaderna i konkurrenskraft gentemot Tyskland och andra länder utanför unionssfären. När det gäller Italien och Frankrike fortsätter dessa dock att tappa konkurrenskraft mot övriga unionsländer.

Det intressanta är att konkurrenskraften för många av de tidigare lågkostnadsländerna globalt har försämrats och i viss mån har den löpande outsourcingen avbrutits och produktion läggs

i Europa. Det ger en återhämtningschans för många små och medelstora europeiska företag med hemmamarknadskoppling.

VÄLDIGT OLIKA FART I EXPORTINDUSTRIERNA



Ända sedan millennieskiftet har Tyskland och Spanien nått avsevärt större exportframgångar än Frankrike och Italien, och skillnaderna har accentuerats de senaste åren. Tyska företag har länge i grunden varit konkurrenskraftiga på världsmarknaden - franska och italienska har det inte - medan de spanska exportframgångarna på sistone i hög grad hänger samman med sänkta lönekostnader.

Ändå kvarstår några frågetecken. Budgetbesparingarna håller fortsatt tillbaka tillväxten i GIIPS-länderna, men åtstramningarna blir mindre omfattande under de närmaste två åren jämfört med i år och i fjol. Beträffande Frankrike är dock tillståndet för makroekonomin överlag ganska dåligt, och präglad av svag arbetsmarknad, stigande skatter och osäkerhet bland företagen som hämmar investeringarna.

UK is OK

Brittisk ekonomi har påbörjat en varaktig återhämtning speglad i betydande lyft under sommaren för inköpschefsindex avseende såväl industrin som tjänstesektorn och byggverksamheten. Exporten blir på kort sikt främsta konjunkturmotor i Storbritannien tack vare ett billigt pund, och med en betydande del av exporten riktad mot den gradvis vitalare amerikanska marknaden. Eftersom Bank of England (BoE) enligt SEB spås lämna sin styrränta kvar på låga 0,50 procent under ytterligare cirka 1,5 år förblir av allt att döma pundet svagt en längre tid.

Lägre inflation tillsammans med en ganska beskedlig acceleration för brittisk tillväxt är det som banar väg för en fortsatt mycket stimulerande penningpolitik.

Hushållens konsumtion har börjat växa snabbare, och var under det andra kvartalet i år den starkaste drivkraften för BNP. När det gäller investeringskonjunkturen hämmas den, liksom i Euroland, av att många brittiska företag har stor ledig produktionskapacitet. Under nästa år kan emellertid investeringarna ta lite bättre fart med byggsektorn i täten.

På sista raden blir vår bedömning att BNP-tillväxten i Storbritannien nästa år växlar upp till knappt 2,5 procent från årets 1,5 procent, för att 2015 nå drygt 2,5 procent.

Dags för fokus på placeringar med inriktning Europa

Summerar vi allt ovan finns det några faktorer som gradvis förändrar bilden av Europa och som talar för att lägga fokus på Europa som placering.

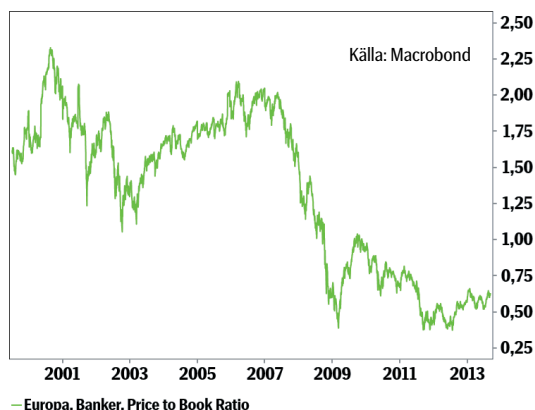
Den konjunkturstabilisering som vi nämnt ovan ger goda utsikter att gå ur recessionen 2013. En viktig effekt av det är att tillväxten i ekonomin sprider sig till fler sektorer. Här finns rejäla behov som i praktiken är eftersatta efter konjunkturedgången 2008 och åtstramningen kopplad till tiden därefter.

Ett tydligt exempel är den inhemska konsumtionsefterfrågan, men även investeringar inom industrin. Den inhemska efterfrågan i Euroland är alltfjämt tam. Ett lågt kapacitetsutnyttjande i företagen hämmar investeringskonjunkturen, och mycket av den goda lönsamheten som företagen uppvisat under de senaste åren har varit en följd av kostnadskontroll snarare än nya idéer och investeringar. I takt med att tillväxten växlar upp ökar dock behoven av att investera, och vi ser ganska snart en fas där företagen alltmer investerar sig in i framtiden.

Hushållens efterfrågan, inte minst i Sydeuropa, hålls tillbaka av budgetåtstramningar, mycket svaga arbetsmarknader och en generell osäkerhet kring vad som ska ske ekonomiskt och politiskt. Den inhemska unionsekonomin bör dock successivt förbättras framöver. Vidare har stämningen bland hushållen blivit lite bättre under sommaren.

Att investeringarna i industrin skjuter fart gynnar den relativt industritunga och cykliska euroregionen. När den generella konjunkturen får fart i Europa kommer det att påverka lönsamheten i företagen. Hävstången i vinst per aktie kan vara uppemot 20-30 procent. Redan idag är vinstprognoserna höga för Europa jämfört med andra regioner. I många fall återspeglas det dock inte i värderingar av aktierna. Det är snarast en fråga om hur marknaden tolkar risker generellt, i samband med bland annat frågor om penningpolitik i USA som sänker riskviljan.

BANKERNA VÄRDERAS LÅGT



Diagrammet visar europeiska bankernas mycket låga värdering i termer av kursen satt i relation till bokfört värde. Europas banksektor värderas lägre än exempelvis svenska bankerna och även lägre än de amerikanska.

Finansiellt har bilden blivit mycket bättre i Europa. En starkare konjunktur bidrar till skatteintäkter, länderna självläker. Centralbanken ECB tog bort mycket av riskerna när man lade sitt skydd för bankerna. Man är dessutom tydlig i sitt åtagande och sitt guidande vilket ger transparens och förtroende. ECB har dessutom utrymme att sjosätta ytterligare stimulansåtgärder för att stötta konjunktur och finansmarknader vid behov, samt minska risken för deflation.

SEB spår att ECB sänker sin referänta från 0,50 till 0,25 procent i december 2013, och sedan lämnar den där under hela 2014 och 2015. Dessutom väntas ECB även tillhandahålla ny långfristig likviditet (LTRO), eftersom bankernas nuvarande återbetalning av tidigare LTRO-lån snabbt minskar mängden överskottslikviditet i det finansiella eurosystemet, med risk att korta marknadsräntor pressas upp.

Det innebär att hela den finansiella sektorn kommer i ett annat ljus, där kursåterhämtningen snarare blir en fråga om takten snarare än om huruvida det skall ske eller ej. Värderingsskillnaderna mellan de europeiska bankerna och exempelvis de svenska är dramatiska. Samma sak gäller om man jämför med de amerikanska. Skillnaden beror på hur man värderar bankerna. Mycket talar för en löpande uppvärdering av de europeiska.

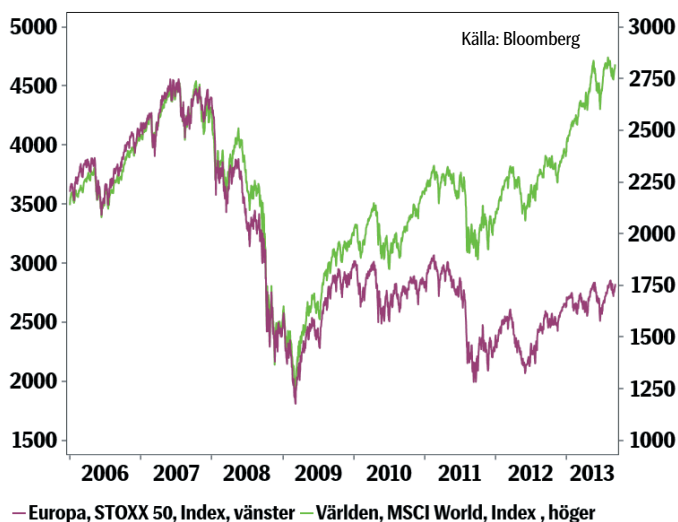
Euroland växer igen

När det gäller BNP-utvecklingen i Euroland är SEB:s prognos en minskning med 0,5 procent i år, följt av en tillväxt på 0,8 respektive 1,7 procent 2014 och 2015. Noteras bör att förbättringen med 1,3 procentenheter från 2013 till 2014 är en av de största uppväxlingarna i världsekonomin under perioden.

Inflationen faller, men låg risk för deflation

De senaste månaderna har konsumentprisinflationen i Euroland pendlat mellan 1 och 1,5 procent, men nu anas en fallande tendens i riktning mot 1 procent eller något därunder för 2014-2015. I vissa länder finns till och med vissa risker för deflation, det vill säga allmänt fallande priser. Euroland som helhet bedöms däremot inte utsättas för något deflationshot.

Mycket talar för Europa som investering den närmaste tiden. Historiskt brukar det tredje kvartalet vara en svag fas för aktie-marknaderna, men därefter i takt med att konjunkturer gradvis förbättras finns hopp om bättre utveckling. En faktor i kalkylen är att det skifte från obligationer till aktieinvesteringar som vi sett i USA, i takt med stigande obligationsräntor, ännu inte skett i Europa. Vi behöver förvisso ett mer ihållande positivt nyhetsflöde för att lyfta förtroendet ytterligare, men det bör komma.



EUROPA HAR BÖRSMÄSSIGT SLÄPAT EFTER

Diagrammet visar utvecklingen för europeiska aktie-marknaden (vinröd linje) respektive utvecklingen för världsbörsen (grön linje). Eftersläpningen är påtaglig och där ligger några av höstens bästa affärsmöjligheter som vi bedömer det.

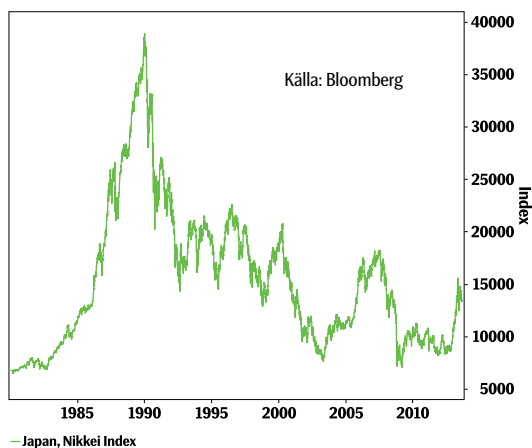


Japan - en bortglömd jätte

- **En stor ekonomi, en viktig handelspartner och en stor börs**
Japan är betydelsefullt och stora förändringar där får globala implikationer. Många investerare har mer eller mindre ignorerat Japan under lång tid. Trots storleken på ekonomi och börs har förändringarna varit för små för att ha betydelse, men nu är situationen annorlunda.
- **På väg ut ur deflations- och recessionsträsket**
Japans nya premiärminister Shinzo Abe har tänt förhoppningar om att ekonomin, efter två förlorade decennier, ska lämna deflations- och recessionsträsket.
- **Räkna med stora rörelser på Tokyobörsen**
Börsen har rusat och analytikerna räknar med kraftiga vinstlyft, men många är skeptiska. Kommer vinstprognoser och börsindex att pysa ihop, eller kommer rekordlåga värderingar driva index vidare?

Japan är världens tredje största ekonomi och den fjärde största handelsnationen. Japans BNP är lika stor som de tre mindre BRIC-länderna (Ryssland, Indien och Brasilien) tillsammans och landet står för nära 6 procent av världens import och export. Tokyobörsen är en av världens största (20 procent mindre börsvärde än London men 4 gånger större än Stockholm) med en vikt i världsindex på 8 procent. Landet har dock lidit av mycket svag tillväxt med upprepade recessioner under den senaste 20-årsperioden och ekonomin har i 15 års tid suttit fast i en deflationsspiral.

Finansmarknaden är dock ofta mest intresserad av förändringar/förändringstakt. Eftersom den japanska ekonomin haft en tillväxt nära noll i nominella termer det senaste decenniet har impulsen därifrån i princip kunnat ignoreras. Globala aktieinvestorer med Japan som del av sitt investeringsuniversum har med undantag av några kortare perioder gjort rätt i att ignorera Tokyobörsen sedan 1989. Sedan dess har vi haft 12 år med en väsentligt sämre kursutveckling än övriga världen, följt av 12 med en likvärdig kursutveckling, men klart lägre direktavkastning.



TOKYOBÖRSEN HAR VARIT SVAG SEDAN 1989

Diagrammet visar Nikkei sedan 1980. Tokyobörsen var i internationell strykkläss i 12 år efter att finansbubblan sprack 1989 och har sedan dess pendlat sidledes. Markerar det senaste årets rusning ett trendbrott eller riskerar optimisterna att bli svikna ännu en gång?

Tokyobörsens tjurrusning hittills i år utgör sannolikt inledningen på en period med betydligt större rörelser och det blir därmed viktigt att ha uppmärksamhet på utvecklingen i Japan den närmaste tiden. Kanske viktigare än vad det har varit på 20 år? Tokyo är en av de bästa börserna i världen i år, även justerat för den försvagade valutan (cirka +39% i lokal valuta och cirka 20 procent i SEK). Uppgången speglar förväntningar om ett resultatlyft på 60 procent 2013 och 12 procent 2014 och förhoppningar om att landets deflationsepok nu är över, men fortfarande finns det många skeptiker.

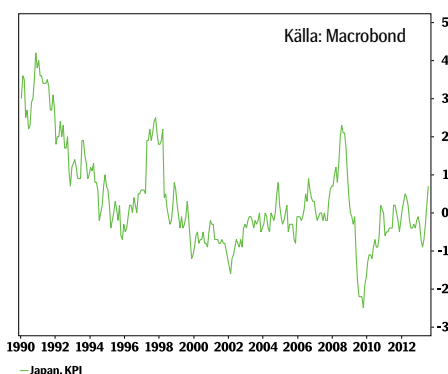
Om de optimistiska vinstprognoserna slår in finns det potential kvar och om upprevideringarna av prognoserna fortsätter är potentialen betydande, men risken är även uppenbar att tillväxten inte materialiseras och att prognoserna visar sig vara överoptimistiska. Riktningen för börsindex framöver är osäker, men det är sannolikt att rörelsen den närmaste 12-månadersperioden kommer att vara stor.

Deflationsgissel

Deflation är i sig mycket besvärligt för en ekonomi eftersom det får både hushåll och företag att skjuta upp köp och investeringar, det blir ju billigare längre fram. Vidare medför deflationen att realräntan på krediter lätt blir besvärande hög. Omvänt blir räntan på sparande förhållandevis god även vid extremt låga nominella räntor. Hela samhället premierar därmed sparande framför konsumtion, samtidigt som investeringarna minimeras och skjuts upp. En företagare som trots allt väljer att låna för en investering får räkna med en kombination av hög realräntekostnad och en svag efterfrågan på sina varor/tjänster. Samtidigt kan det mest passiva och trygga av investeringsalternativ, statsobligationer, ge en relativt attraktiv realränta.

Deflation hämmar risktagande och framtidssatsningar bland hushåll och företag, vilket i sin tur hämmar tillväxten. Låg tillväxt bidrar till ett lågt kapacitetsutnyttjande i ekonomin. Det håller priserna nere och bidrar till att skapa en negativ spiral av deflation och låg tillväxt.

NU SKA DEFLATIONSMONSTRET RÖKAS UT



Diagrammet visar den japanska inflationstakten enligt konsumentprisindex sedan 1990. Med undantag av några kortare avbrott 2006-2008, då högre priser på importerade råvaror lyfte inflationen, har Japan suttit fast i deflationsträsket i närmare 15 år.

Kan Shinzo Abe befria Japan från deflation?

I november 2012 valdes Shinzo Abe till premiärminister i Japan. Han har lovat att utrota deflationen och lyfta BNP-tillväxten. Abes ekonomiska reformer har marknadsförts hårt till den luttrade befolkningen och populärt blivit döpta till "Abenomics". Abes ekonomiska målsättningar formuleras även som 2-2-2-planen där politiker och centralbanken ska bidra till att lyfta inflationen till 2 procent genom att dubblera den monetära basen och driva en expansiv finanspolitik motsvarande 2 procent av BNP. Målsättningen är att detta ska bidra till att lyfta tillväxten till 2 procent reallt. Det motsvarar en nominell tillväxt på 4 procent, en nivå som inte har setts i Japan på över 20 år.

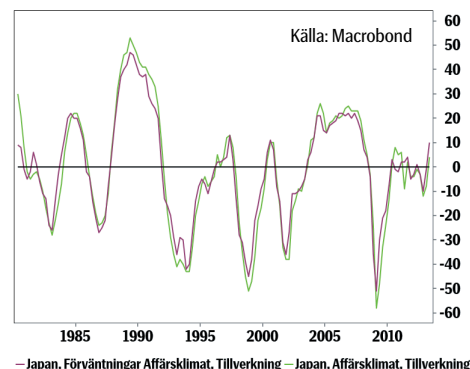
En gryende optimism

Abenomics beskrivs som en kombination av tre "pilar" för förändring (en analogi till en japansk saga om en härskare vars tre söner var oförmögna att var och en bryta en bunt med tre pilar, men däremot enkelt kunde bryta en pil var). Den första pilen utgörs av en kraftig lättning av penningpolitiken, den andra av finanspolitisk stimulans och den tredje av strukturella reformer för att lyfta de långsiktiga tillväxtförutsättningarna.

Abe har, med rätta, tillskrivit omvärldens förtroende för de uppsatta målen som avgörande för att kunna lyckas. För att utrota deflationen krävs att hushåll, företag och finanssektorn slutar att tro på fallande priser. En nyckel till detta utgörs av den exemplöst expansiva penningpolitik som centralbanken, Bank of Japan, bedriver och har för avsikt att fortsätta med under kommande år.

Det måste därmed betraktas som en viktig delseger att finansmarknadens inflationsförväntningar dubblats sedan november 2012 (på 1,5 procent är de dock fortsatt långt under målet om 2 procents inflation) samtidigt som börsen rusat och enkätundersökningar visar att såväl hushållen som företagen blivit mer optimistiska kring den ekonomiska framtiden än på många år.

FÖRETAGEN SER EN LJUSARE FRAMTID



Diagrammet visar det kvartalsvis publicerade Tankan-index över de stora tillverkningsföretagens syn på det aktuella konjunkturläget och framtidsförväntningar. Förväntningarna nådde under andra kvartalet den högsta nivån sedan 2007.

Dessvärre lyser framgångarna när det gäller finanspolitiken och strukturreformerna fortfarande med sin frånvaro. En expansiv finanspolitik är knappast något nytt i Japan, tvärtom har landet redan den största bruttostatsskulden av alla utvecklade ekonomier i världen. Den närmar sig 245 procent av BNP. Skulden är dock helt inhemskt finansierad och staten besitter samtidigt stora finansiella tillgångar samt aktier i statliga bolag, vilket gör nettoskulden mer hanterbar. Närmast på tur står dessutom faktiskt finanspolitisk åtstramning i form av en momshöjning från 5 procent till 8 procent i april 2014. Huruvida momshöjningen verkligen kommer att genomföras, justeras eller skjutas upp är dock fortfarande en öppen fråga. Helt uppenbart är dock att potentialen för dramatiska förändringar på den finanspolitiska fronten är betydligt mer begränsad än penningpolitiken och trovärdigheten för denna "andra pil" är därmed betydligt lägre än för "första pilen".

Börsuppgången har tagit paus sedan maj och även om den initiala rekylen kan förklaras av kommentarer från Bernanke i kombination med en tekniskt extremt överköpt marknad, finns det många som vill läsa in en misstro mot det program för strukturella tillväxtreformer som presenterades av Abes regering i juni.

Framgångarna för Abes LDP-parti i valet till överhuset i slutet av juli i år indikerar dock att väljarna är övertygade och den stärkta positionen för LDP betyder även att Abe nu har mandat att genomföra de reformer han önskar. En kompletterande uppdatering till de planerade strukturreformerna väntas i september i år. Dessa kan bli avgörande för att Abenomics inte bara ska vila på den "första pilen" (penningpolitik).

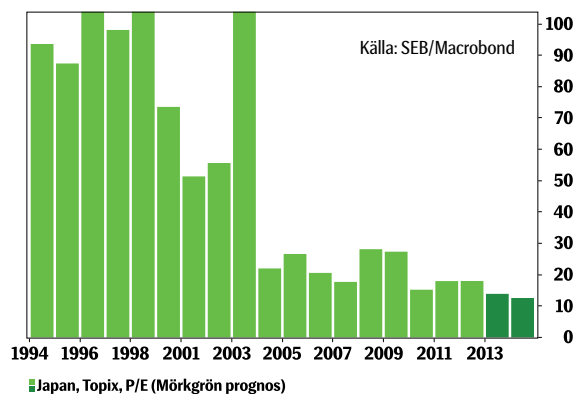
Har islossningen i Tokyo bara börjat?

Den urusla kursutvecklingen för Nikkei mellan 1989 och 2003 är med facit i hand knappast förvånande med tanke på de astronomiska värderingarna som då betraktades som "normala" i Tokyo. Bubblan är dock sedan länge historia och idag är värderingarna förhållandevis normala eller attraktiva i en internationell jämförelse. På den tiden då japanska aktier fortfarande värderades med fluffiga multiplar fanns det investerare och analytiker som motiverade de höga P/E-talen med att Japans höga bolagsskatt i kombination med redovisningsprinciper som tillät frikostiga avskrivningar medförde att de japanska bolagens vinstgenerering underskattades i en internationell jämförelse. Denna syn får ett visst stöd från statistik över relationen mellan kassaflöden och redovisade vinster och det är i sammanhanget mycket intressant att Abe förväntas reformera bolagsbeskattningen och sänka bolagens vinstskatt. Det kan även argumenteras att vinsterna i japanska bolag, på grund av landets långa period av deflation, är ännu mer nerpressade än för amerikanska och nordeuropeiska bolag.

Sammantaget ser värderingarna ut att ge stöd för en fortsatt positiv utveckling för Tokyobörsen, men kan vi lita på prognoserna?

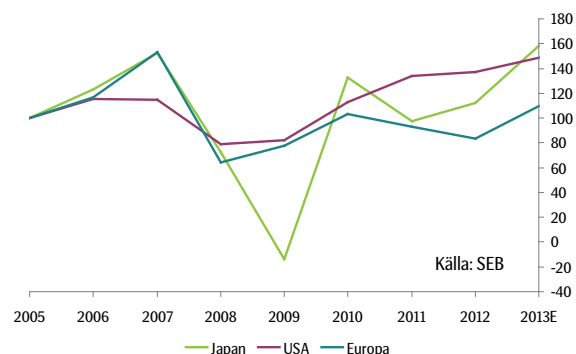
De senaste åtta åren har japanska aktier fortsatt att halka efter amerikanska, men detta har helt varit drivet av förändrade relativvärderingar. De japanska företagens vinster har vuxit snabbare än de amerikanska (och de europeiska), men de relativa vinstmultiplarna har ökat för amerikanska aktier jämfört med japanska och idag värderas S&P 500 bolagen till P/E 13,4 på prognoserna för 2014 medan japanska (Topix) värderas till P/E 12,6.

REKORDBILLIGT, OM PROGNOSENA STÄMMER



Diagrammet visar P/E-talet för Topix sedan 1993 baserat på historiska vinster respektive prognoserna för 2013 och 2014 (år med negativa P/E-tal har utelämnats och P/E-tal över 100 ser ut som 100). Om konsensusprognoserna för 2013 och 2014 är korrekta så är värderingen sällsynt attraktiv, men analytikerna har tvingats göra drastiska prognossänkningar flera gånger under de senaste åren.

JAPANSKA FÖRETAG ÖKAR VINSTERNA



Diagrammet visar indexerad vinstutveckling i USA-dollar för de största börsbolagen i USA (S&P 500), Japan (Nikkei 225) och Europa (MSCI Pan-Europe) sedan 2005. De japanska bolagen visar en större volatilitet i intjäningen, men tillväxten är i toppklass.

Aktiemarknaderna har under det senaste året värderats upp i de gamla industriländerna, drivet av en minskad riskaversion och lägre avkastningskrav på aktier, som fram till i fjol ännu inte hade påverkats märkbart av det låga internationella ränteläget.

I jämförelse med Europa och USA är dock den japanska börsuppgången i år i betydligt större utsträckning en funktion av höjda vinstförväntningar. Vinstförväntningarna för de närmaste 12 månaderna är 23 procent högre i Japan än vid årsskiftet medan de i USA är 5 procent högre och i Europa är något lägre än vid årsskiftet.

Japanska exportbolag gynnas av den försvagade yenen och utländska vinster i de multinationella bolagen blir värda mer i den försvagade hemmavalutan, men även räknat i amerikanska dollar är ökningen i Japan starkare än i USA och Europa. De högre vinstprognoserna för den kommande 12-månadersperioden i Japan är driven av både uppreviderade prognoser för helåret 2013 och av en förväntad vinsttillväxt 2014. I USA förklaras ökningen helt av en förväntad vinsttillväxt 2014 medan prognoserna för kalenderåren 2013 och 2014 faktiskt har justerats ned marginellt.

De prognosrevideringar vi sett hittills i år och den förväntade vinsttillväxten talar för en relativt positiv syn på japanska aktier även framöver, men det är fortfarande osäkert om bolagen kan leva upp till förväntningarna. De senaste åren har det vid upprepade tillfällen sett ut som att japanska aktier varit lika billiga som nu, men sedan har analytikerna tvingats sänka sina förväntningar och bolagen levererat betydligt sämre än vad som var väntat vid inledningen av året. Osäkerheten är alltså betydande och prognosrevideringarna under de närmaste månaderna blir mycket intressanta att följa, hittills syns dock inga svagheter.

Stor rotationspotential

Det är inte bara internationella investerare som har ignorerat japanska aktier det senaste decenniet. Deflation belönar inte risktagande och investeringar, utan sparande och försiktighet. De japanska investerarna har lärt sig att statsobligationer ger en relativt bra real avkastning trots låga nominella räntor medan det i 24 års tid varit lika bra att undvika den egna aktiemarknaden.

Vi hoppas idag att aktiemarknaden i Norden och övriga världen ska få energi av att hushållen gradvis hittar tillbaka till aktier som placering (efter att under en lång tid favoriserat obligationer), på samma vis som många institutioner redan har gjort under det gångna året. Det är få marknader där en sådan kapitalrotation skulle kunna få större effekt än i Japan. Där är andelen av hushållens besparingar som är placerade i aktier av naturliga skäl väsentligt lägre än i Europa och USA, samtidigt som de högre inflationsförväntningarna får obligationer att framstå som mindre attraktiva än på mycket länge. Det finns också indikationer på att japanska investerare under året hittat tillbaka till Tokyobörsen.

Om japanerna fortsätter rotera kapital till aktiemarknaden så kommer även internationella investerare som av "gammal vana"

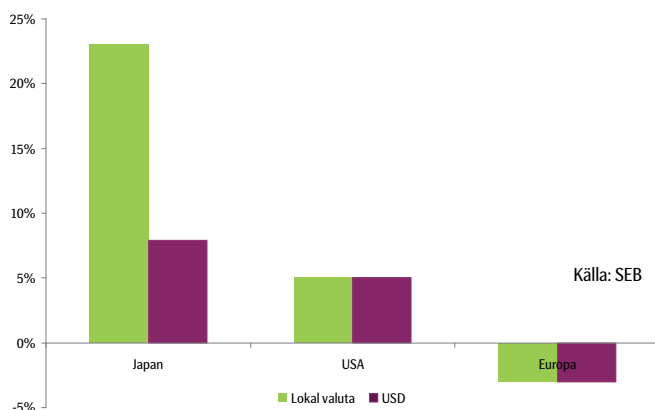
brukar vara underviktade i japanska aktier att tvingas göra en mer aktiv utvärdering av sin position. Vi misstänker att många då kan komma att öka exponeringen till en neutral indexvikt, vilket skulle kunna betyda signifikanta positiva kapitalflöden. Om Abenomics blir framgångsrik, så är med andra ord även potentialen stor för Tokyobörsen.

Aktuell konjunkturbedömning

Återhämtningen i Japans ekonomi fortgår. Både företagets och - inte minst - hushållens framtidstro har stärkts hittills i år, varför investeringarna slutat falla och privatkonsumtionen visat större stabilitet. Den bättre stämningen är främst en följd av stigande börs, svagare yen och ett offentligt investeringslyft i spåren av Abenomics-politiken.

En förutsättning för en ihållande konjunkturuppgång och varaktigt högre inflation är att den ekonomiska politiken fortsätter att leverera. Att sjösätta stimulans via statsbudgeten och Bank of Japans sedelpress och därigenom försvaga yenen är den lätta delen av politiken, medan strukturpolitiken ("tredje pilen") innehåller betydligt större sociala och politiska utmaningar. De japanska konjunkturutsikterna ter sig därför osäkra, vilket speglas i SEB:s prognoser för BNP-tillväxten på cirka 2 procent i år, följt av knappt 1,5 procent 2014 och bara 1 procent 2015. Vi räknar även med att yenen på sikt kommer att fortsätta försvagas som en följd av den mycket lätta penningpolitiken.

För att priserna i Japan ska fortsätta att stiga krävs att löner ökar och pressar upp den underliggande inflationen. Utan högre löner blir det svårt att dels varaktigt klara inflationsmålet på 2 procent - SEB spår en inflation på 2,5 procent 2014, men endast 1,5 procent 2015 - dels att höja momsen. En eller flera moms-höjningar har varit Japans "löfte" till andra stora industriländer (G20) med målet att stabilisera den offentliga skulden. Givet att momsen höjs kan skulden plana ut på cirka 245 procent av BNP mot slutet av 2015, den högsta nivån någonsin för ett industriland. Därefter krävs en långsiktig plan för att tackla det japanska statsskuldproblemet. I avsaknad av en sådan riskerar räntorna i landet på sikt att stiga brant.



VINSTPROGNOSERNA HAR SKRUVATS UPP REJÄLT

Diagrammet visar förändringen av vinstprognoserna för den närmast förestående rullande 12-månadersperioden i Japan, USA och Europa i lokal valuta respektive i USA-dollar. Vinstprognoserna har ökat överlägset mest i Japan, delvis som en funktion av en svagare yen, men även i dollar är utvecklingen bäst i Japan.

Risk för besvikelser

SEB sällar sig till skeptikerna mot Abenomics. Det kommer förmodligen att bli utmanande för de japanska börsbolagen att rapportera de vinster som analytikerna nu räknar med i ett konjunkturscenario som det vi förväntar oss. Sedan kärnkraftsolyckan i Fukushima har landet även en synnerligen utmanande energisituation. De flesta kärnreaktorerna är fortfarande stängda och det saknas enkla lösningar på problematiken.

I ett längre perspektiv har Japan utöver en inbiten deflation, energiutmaningar och en gigantisk statsskuld även en enorm demografisk utmaning i form av en negativ befolkningspyramid vilket gör att allt färre arbetare i framtiden ska försörja allt fler pensionärer.

Slutsats

Shinzo Abe har lovat utplåna den japanska deflationsplågan. Om han lyckas kommer de investerare som vågar satsa på detta att bli rikligt belönade, men risken för nya besvikelser är samtidigt stor. Det enda vi säkert vågar utlova är att det kommer vara spännande att följa den japanska utvecklingen och Tokyobörsen under det närmaste året. Kursrörelserna kommer sannolikt att bli stora.



Ökade korrelationer skapar utmaningar

Efter en lång tid av likviditetsstimulanser har en utbredd oro spridit sig inför Federal Reserves (Feds) planer på att trappa ner sina kvantitativa stimulanser. Skiftet från ett fullt centralbanksstöd till en återställd, mer fundamentalt driven marknad gör att vi befinner oss i en miljö som inte fullt ut stödjer risktagande. Korrelationerna har ökat och riskerna tenderar att röra sig åt samma håll varför mervärdet av portföljdiversifiering på kort sikt ser ut att minska.

Ser vi till föregående år var utvecklingen för företagsobligationer exceptionell. Den starka utvecklingen uppvisade både en låg volatilitet och låg korrelation mot den breda aktiemarknaden. I konstruktionen av en effektiv portfölj har detta gett stora möjligheter. En stark men mer volatil aktiemarknad bidrog tillsammans med företagsobligationer till en god riskjusterad avkastning. Kombinationen av framförallt High Yield-obligationer och aktier har varit ett utbrett tema som har gynnat många förvaltare, däribland oss själva.

Minskade kreditspreadar har bidragit till en något lägre avkastningspotential och den generella räntekänsligheten har gett oss en högre korrelation mot breda aktiemarknaden. Blickar vi framåt finns fortfarande attraktiva avkastningsnivåer men en förväntad högre långränta kommer sannolikt förskjuta fokus åt obligationer med kortare duration samt användningen av fler tillgångsslag.

Navigering på en stödköpt marknad

Ordspråket "There ain't no such thing as a free lunch" går att spåra tillbaka till 30-talet. En fri lunch syftade då till artonhundra-talets barpraxis att bjuda gästerna på en saltrik lunch i syfte att locka dem till att köpa drinkar. Uttrycket har sedan dess använts flitigt inom finansteorin där det syftar till att avkastning inte kommer utan risk. Modern portföljteori, till mycket baserad på Harry Markowitz arbete, skapar förvisso inga fria luncher, men är ett unikt verktyg som påvisar hur kombinationen av tillgångsslag med olika avkastningsmönster kan resultera i en lägre risk givet en viss förväntad avkastning.

Att välja rätt tillgångsslagsexponering vid varje given tidpunkt kräver stor tillgång på information, inte bara gällande makroläget och värderingar men också data på hur olika faktorer påverkar varandra och slutligen den sammansatta portföljen. Frågor som måste besvaras är hur man konstruerar en effektiv portfölj, det vill säga vilken sammansättning av tillgångar som resulterar i lägsta möjliga risk, givet en viss avkastningsförväntan.

Ser vi tillbaka på de senaste fyra åren har de globala kapitalmarknaderna färgats av nya inslag i form av omfattande centralbanksstimulanser. Tillförd likviditet och onaturligt låga styr-räntor har under perioden pressat upp riskviljan och samtidigt bidragit till en ökad frikoppling och minskad korrelation mellan exempelvis aktier och företagsobligationer. Nedpressade kort-räntor har bidragit till att kreditspreadarna successivt har minskat samtidigt som det höga förtroendet för centralbankerna har eldat på värdet på risktillgångar. Historiskt låga korrelationer och standardavvikelse gav låga kovarianser som skapade en god miljö för portföljdiversifiering.

Fundamental portföljallokering

Standardavvikelse i sin enklaste form utgår från att avkastningsutfallen är normalfördelade. Innebörden av detta är att uppsiderisken är lika stor som nedsiderisken, vilket dessvärre sällan går hand i hand med verkligheten. Vid sidan om de statistiska hjälpmedel som finns att tillgå är de fundamentala faktorerna minst lika viktiga. Vi kan med hjälp av våra modeller skapa underlag för att vika upp eller ned ett tillgångsslag men till det måste adderas rådande trender och cykler som inte alltid går att återspegla i våra prognoser.

Höga värderingar i USA begränsar i nuläget uppsidan på den globala aktiemarknaden men ger samtidigt möjligheter i billigare regioner som Europa. Oron för minskade centralbanksstimulanser tillsammans med en inbromsad tillväxt i flera länder inom Emerging Market har där bidragit till stora fall både för risktillgångar och också valutor. Flera regioner står inför strukturella reformer för att upprätthålla en stabil tillväxt framöver och priserna på flera tillväxtmarknader har kommit ner till intressanta nivåer. En klarnad centralbankspolitik tillsammans med en ökad riskaptit skulle därför kunna ses som en trigger för en ökad exponering inom Emerging Markets.

Faktaruta: Riskberäkning i teorin

Risk är osäkerhet gällande framtiden och kan kvantifieras och visualiseras på en rad olika sätt. Historisk data kan ge oss en indikation på en tillgångs statistiska egenskaper, men återspeglar sällan det som ligger inför oss. För kunna kvantifiera risk används vanligtvis det statistiska måttet standardavvikelse. Standardavvikelse beräknas som roten ur variansen, som är den kvadrerade avvikelser från ett medelvärde, som i vår värld är den förväntade avkastningen.

$$\text{Standardavvikelse: } \sigma = \sqrt{\sum [r(s) - E(r)]^2}$$

För ett enskilt tillgångsslag är således de statistiska basegenskaperna enkla att ta till sig. Återgår vi till den effektiva portföljen är varje tillgångs egenskaper i form av förväntad avkastning och risk självklart viktiga men en än viktigare komponent är hur dessa tillgångar samvarierar med varandra. Detta mäter vi genom det statistiska måttet korrelation som varierar i intervallet -1 till 1, där 1 indikerar en perfekt samvariation och vice versa. Kovariansen tar även hänsyn till tillgångsslagens risk, mätt som standardavvikelse och beräknas som produkten av varje tillgångsslagspars standardavvikelse och korrelation.

$$\text{Kovarians: } \text{Cov}(r_1, r_2) = \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$$

I sammansättningen av en effektiv portfölj kommer således kovariansen att stå för ett betydande bidrag i den sammansatta portföljrisken. Givet antaganden gällande förväntad risk och historisk korrelation kan vi beräkna portföljrisken.

Ett nytt kreditklimat

Parallellt med cykliska skiften på aktiemarknaden påvisade sommarens stimulansdrivna oro även känsligheten på obligationsmarknaden. Förväntningar om avtagande stimulanser bidrog till högre långräntor vilka i sin tur medförde minskade värden på företagsobligationer. Avkastningen på obligationer har nått högre nivåer och väntas kortsiktigt justeras ned något medan spreadarna mellan statsobligationer och företagsobligationer väntas förbli stabila. Med ökad volatilitet kom även stigande korrelationer mot aktiemarknaden, vilket orsakade ökade kovarianser även för en tillsynes väldiversifierad portfölj. Ett viktigt portföljredskap i denna typ av miljöer är så kallade marknadsneutrala strategier. En marknadsneutral strategi utövar som namnet avslöjar en förvaltning vars syfte är att ha en låg korrelation till aktiemarknadsrisk. I vår förvaltning använder vi för närvarande främst förvaltare med flexibel exponering och är positiva till Market Neutral-strategier generellt, främst för diversifieringsegenskaperna.

Ett viktigt inslag i kreditportföljer framöver kommer troligen att vara diversifiering i termer av löptid och avkastning. Även om långräntorna ökar har man möjlighet att ta del av en hög avkastning om obligationerna tillåts gå till förfall. Genom att kombinera olika löptider minskar ränterisken och durationen i portföljen, vars värdeutveckling blir mindre känslig för ränterörelser. Inom tillgångsslaget räntebärande går det även att finna andra intressanta avkastningsmöjligheter med lägre korrelation till den breda kreditmarknaden. Lånefonder investerar i bankers kreditgivning och genererar avkastning baserat på flödet från räntebetalningar. Andra typer av avkastningskällor med låg korrelation till marknaden är investeringar i olika typer av royalties. Den gemensamma nämnaren för denna typ av instrument är dessvärre dess svåråtkomlighet, men framför allt en jämn ström av utbetalningar som inte är direkt kopplade till det generella marknadssentimentet.

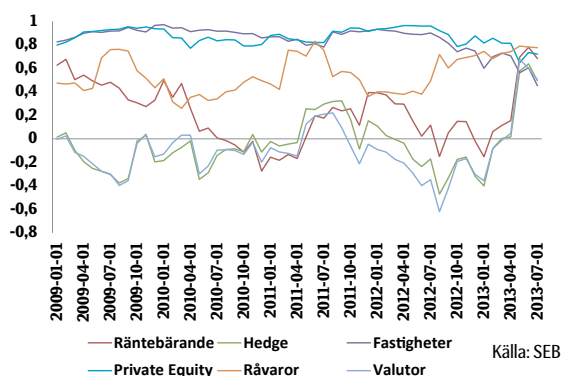
Korrelationer påverkar beslutsprocessen

Fem år av avlösande kriser har resulterat i ett centralbanks-

fokuserat investerarklimat. Det som vi historiskt har sett som naturliga korrelationsmönster har vid många tillfällen sett ut att vara helt upplösta och vi är sannolikt på väg in i en taktiskt mer komplex fas. Övergången från till stor del likviditetsdrivna korrelationer till en mer fundamentalt driven marknad kräver ökad observans. Den fundamentala utvärderingen av respektive tillgångsslag och dess underliggande marknader och sektorer har blivit allt viktigare. Över en längre tidshorisont talar både långsiktiga medelvärden och våra prognoser alltjämt för teorin om en väldiversifierad portfölj.

Olika aktiemarknader har historiskt haft en hög korrelation men resonemang avseende motsatsen har stundom gjort sig hörda. Trots statsfinansiella problem i utvecklade länder har flera områden inom Emerging Markets länge uppvisat en stark tillväxt. Kapitalet har dock varit mer lättvindigt vilket i tider av oro har resulterat i stora utflöden från regioner där risken anses vara högre.

KORRELATIONERNA HAR ÖKAT PÅTAGLIGT



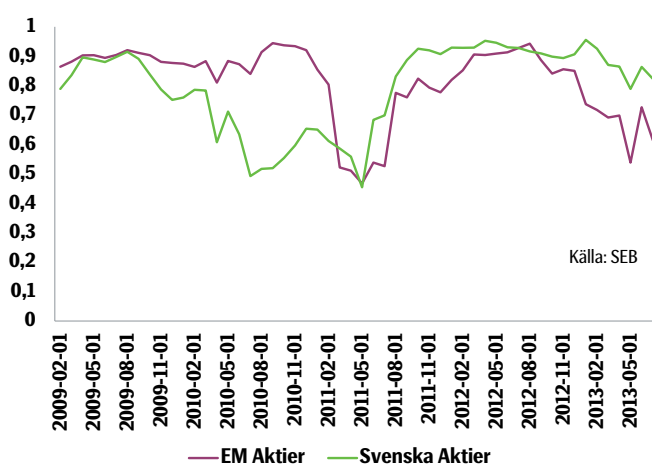
Rullande 12-månaders korrelationer påvisar tydligt hur korrelationen mellan företagsobligationer i år kraftigt har stigit mot globala aktier. Trenden gäller även för andra tillgångsslag. Historiska värden är beräknade utifrån följande index: MSCI AC World LOC, Räntor; 50% iBoxx Liquid Investment Grade Index USD, 50% iBoxx Liquid High Yield Index USD, HFRX Market Neutral Hedge Fund Index USD, EPRA Index EUR, LPX50TR Index EUR, DJ UBS CommoditiesTR EUR, Barclay Hedge Currency Trader USD

Tillgångsslag	Förväntad avkastning	Förväntad risk	Korrelation*	Kovarians**	Cyklikalitet/Kommentar
Aktier	8,5%	17,0%	1,00	289	Värderingen har kommit upp men aktier är fortsatt intressant relativt obligationer.
Räntebärande	4,0%	6,0%	0,68	69	Statsobligationer rör sig gravis uppåt och kredit spreadar väntas vara stabila. Bäst riskjusterad avkastning från High Yield med kort duration.
Hedgefonder	4,0%	4,0%	0,49	33	Bättre klimat för hedgefonder. Fortsatt fokus på marknadsneutrala strategier.
Fastigheter	6,0%	13,0%	0,45	99	Nedtryckta avkastningsnivåer på primärmarknaderna har medfört ökat risktagande.
Private Equity	10,5%	25,0%	0,72	306	Givet tilltagande riskvilja finns god potential, även om god utveckling under året har ökat fallhöjden.
Råvaror	0,0%	20,0%	0,77	262	Fortsatt svag trend, men industriråvaror och energi kan bli intressant.
Valutor	3,0%	4,0%	0,50	34	Nedåttryck på EM-valutor med svaga bytesbalanser. En förbättrad trend ger möjligheter längre fram.

*rullande 12-månaderskorrelationer

**produkten av tillgångsslagets förväntade risk, den förväntade aktierisken och tillgångsslagets 12-månaders korrelation mot aktier

Enligt tabellen framstår framför allt hedgefonder och valutor som attraktiva byggstenar, mätt som kovarians mot globala aktier. Valutor syftar här till en väldiversifierad valutakorg. Ett enskilt valutapar kan resultera i en betydligt högre risk. I tabellen går att konstatera hur den historiska korrelationen mot breda aktiemarknaden är relativt hög för tillgångsslaget räntebärande. Kovariansen för räntebärande mot aktier var så låg som -10 kring årsskiftet men har successivt stigit. En kombination av tillgångsslagen hedge, mätt som marknadsneutrala strategier, eller valutor ger den lägsta kovariansen mot aktier.



FLYKT FRÅN EM HAR GETT MINSKADE KORRELATIONER

Världens risk-on/risk-off- tendenser syns tydligt i korrelationen mellan Emerging Markets och den globala aktiemarknaden. Korrelationen har tydligt minskat i takt med en avklingande tillväxt och svagare börsutveckling det senaste året.

Strategi nu och framöver

Statistiska hjälpmedel och den teoretiska förankringen i arbetet att ta fram effektiv portföljallokering utgör en god indikation på marknadens riktning. I stunder som dessa står dock klart att fundamentala aspekter mer än någonsin behöver lyftas. Givet högre korrelationer och kovarianser mellan framför allt traditionella tillgångsslag som företagsobligationer och aktier, behöver vi lyfta blicken ytterligare. Tillämpningen av fler tillgångsslag blir allt viktigare och framför allt arbetet med att hitta rätt exponering inom respektive tillgångsslag. Inom aktier framstår exempelvis Emerging Markets, trots attraktiva antaganden, som taktiskt volatilt tills dess att vi ser fundamentala förbättringar som stärker de positiva antagandena ytterligare. Ett fundamentalt starkare Europa tillsammans med relativt låga värderingar bi-

drar till att vi har ökat vår exponering mot regionen, med fokus på mindre och medelstora bolag. Att tyda av våra kovarianser är marknadsneutrala strategier ett viktigt inslag i konstruktionen av en effektiv portfölj. Man kan inom detta tillgångsslag urskilja trender, men vikten ligger till största del på valet av förvaltare, vilket de facto inte bara gäller hedgefonder. Beaktat en lång period av fallande räntor, är kortsiktiga korrelationer av högre relevans givet utsikterna för statsobligationer framöver. Över en längre tidshorisont kommer dock teorin avseende en effektiv väldiversifierad portföljallokering alltid att göra sig gällande. Vi erbjuder inte vi några fria luncher, men känner oss trygga i de metoder som finns att tillgå för att skapa och bevara värden över tid.



Världsekonomin redo att lyfta

- *Förutsättningarna för högre global tillväxt är bättre än på länge*
- *Främst USA:s ekonomi kan överraska positivt, svårigheter att genomföra penningpolitisk exit utgör största risken*
- *Tillväxtgapet mellan EM och DM krymper betydligt*

Det ljusnar för världsekonomin. Ledande indikatorer i hushålls- och företagssektorer förebådar accelererande global tillväxt, riskaptiten ökar, motvinden från finanspolitiska åtstramningar avtar och penningpolitiken ger fortsatt stort stöd till tillväxten och finansmarknaderna. Inte minst den amerikanska ekonomin har förutsättningar att uppleva en konjunkturell "take off" 2014-2015.

Inflationen blir ihållande låg i världen tack vare gott om ledig produktionskapacitet i industrilandsområdet OECD (DM, Developed Markets), som håller lönekostnader i schack, samt nedväxlad tillväxt i Asien, vilket verkar nedpressande på råvaru- och energipriser. Centralbankerna får därmed manöverutrymme att senarelägga räntehöjningar, och arbetet med att genomföra strukturella åtgärder och sanera offentliga finanser underlättas.

USA står inför konjunkturellt lyft

I år hämmas tillväxten i USA av den mycket strama finanspolitiken till följd av skattechöjningarna vid årsskiftet och de automatiska utgiftsnedskärningarna ("sequester") som började verka under det andra kvartalet. Förutsättningarna för högre tillväxt ter sig emellertid allt bättre. Pådrivande blir husmarknaden, vilken befinner sig i en tydlig uppgångsfas, en förbättrad hushållsekonomi som gagnar privatkonsumtionen, industrihjul vilka snurrar snabbare framåt samt att den finanspolitiska motvinden avtar väsentligt från 2014. BNP bedöms växa 1,6 procent i år och 3,3 respektive 3,7 procent 2014 och 2015. Federal Reserve (Fed) antas i september tillkännage en nedtrappning av sina månatliga obligationsköp och avsluta dessa nästa sommar, medan styrräntan av allt att döma ligger kvar på 0,25 procent ända fram till hösten 2015.

Eurolands ekonomi har börjat växa igen

Eurolands ekonomi tog sig det andra kvartalet i år ur sin längsta recession hittills. Viktiga orsaker bakom ljusningen för ekonomin är att flera länders konkurrenskraft har stärkts och bytesbalanser liksom offentliga finanser förbättrats. Vidare har Europeiska Centralbankens (ECB:s) politik och agerande stabiliserat finansmarknaderna och även minskat risken för att euron ska bryta samman. Unionens ekonomier får nu draghjälp från omvärlden, medan den inhemska efterfrågan för investeringar och konsumtion förvisso alltjämt är tam. I takt med att tillväxten växlar upp ökar dock behoven att investera, och en låg inflation gagnar hushållens köpkraft. BNP spås minska 0,5 procent i år, och växa 0,8 procent nästa år och 1,7 procent 2015. ECB har utrymme att sjesätta ytterligare stimulansåtgärder, och bedöms sänka sin refiränta från 0,50 till 0,25 procent i december i år, samt även tillhandahålla ny långfristig likviditet (LTRO) till bankerna.

Tydliga signaler om brittisk uppgång

Brittisk ekonomi har påbörjat en uthållig konjunkturuppgång. Inte minst inköpschefsindex avseende industrin, tjänstesektorn och byggverksamheten har stigit avsevärt mer än väntat i sommar. Exporten blir på kort sikt främsta konjunkturmotor tack vare billig valuta, och att en betydande del av försäljningen är riktad mot USA. Lägre inflation ihop med ganska beskedlig brittisk tillväxt ger Bank of England möjlighet att låta sin styrränta förbli 0,50 procent under ytterligare cirka 1,5 år. BNP-tillväxten prognostiseras till 1,5 procent i år, knappt 2,5 procent 2014 och drygt 2,5 procent 2015.

Norden får fin draghjälp från omvärlden

De exportinriktade nordiska ekonomierna får draghjälp av högre global tillväxt, men även hemmamarknaderna stärks i några av länderna: I Sverige tack vare större köplust bland hushållen, i Danmark genom lägre inflation och stabila bostadspriser, och i Norge bäddar ökad köpkraft för starkare privatkonsumtion, vilket delvis kompenserar för en svagare investeringskonjunktur 2014. I Finland, däremot, förblir hemmamarknaden svag på grund av bland annat hög arbetslöshet och stram finanspolitik. Nordens BNP ökar 0,8 procent i år, och kring 2,5 procent både 2014 och 2015.

Den svåra fasen av Abenomics återstår

Japans ekonomi är på tillväxtspåret tack vare ökad framtidstro hos företag och hushåll, vilket fått investeringarna att sluta falla och privatkonsumtionen att visa större stabilitet. Den bättre stämningen är en följd av stigande börs, svagare yen och offentliga investeringslyft i spåren av Abenomics-politiken. För att konjunkturen ska fortsätta att stiga och inflationsmålet på 2 procent varaktigt kunna nås måste den ekonomiska politiken fortsätta att leverera. Att sätta stimulans via statsbudgeten liksom Bank of Japans sedelpress och därigenom försvaga yenen - är den lätta delen av politiken, medan strukturpolitiken innehåller betydligt större sociala och politiska utmaningar. Konjunkturutsikterna är därför osäkra. BNP spås växa cirka 2 procent i år, knappt 1,5 procent 2014 och bara 1 procent 2015.

EM-ekonomierna i Asien kvar i tillväxttåten

Trots tillväxttappet hittills i år växer alltjämt Asiens Emerging Markets (EM) -ekonomier snabbast i världen. Exporten har hämmats av svag efterfrågan från Europa och Kina, men framöver ljusnar perspektiven när inte minst efterfrågan från USA tilltar. Regionens BNP-ökning blir cirka 6 procent 2013 och 2014, lite högre 2015. De största ekonomierna, Kina/Indien, växer med 7,5/5,0 procent 2013, 7,5/5,5 procent 2014 och 7,0/6,0 procent 2015. Inflationstrycket förblir lågt i regionen, vilket möjliggör oförändrade eller sänkta styrräntor i majoriteten av länderna.

De flesta valutor - dock inte Kinas - har försvagats i sommar på grund av oron för Feds nedtrappning av obligationsköp, och den nedväxlade tillväxten i regionen. Deprecierande valutor är samtidigt till fördel för exportberoende ekonomier, vilka känner av en sviktande efterfrågan från utlandet. Med undantag för Indien - som brottas med betydande samhällsekonomiska problem - stabiliserades situationen i perioden juli-augusti. Rörliga växelkurser, stora valutareserver och goda statsfinanser gör att många av ekonomierna nu är mer motståndskraftiga mot finansiell turbulens jämfört med under Asienkrisen 1997.

Latinamerika har drabbats på flera sätt

Den latinamerikanska ekonomin har drabbats en hel del av vårens globala konjunkturdämpning, de lägre råvarupriserna och sommarens finansoro. BRIC-landet Brasilien har stått mest i fokus, och präglas nu av tilltagande finansiella obalanser,

konkurrenskraftsproblem och ökad inflation. För att stävja inflationen och stabilisera valutan har brasilianska styrräntan höjts flera gånger i år, senast till 9 procent. Regionens näst största ekonomi, Mexiko, uppvisar mer stabilitet, medan trean Argentina har stora strukturproblem liksom en haltande konjunkturuppgång. BNP i Latinamerika som helhet bedöms växa med cirka 3 procent i år, och runt 3,5 procent 2014 och 2015, parallellt med att inflationen avtar i styrka.

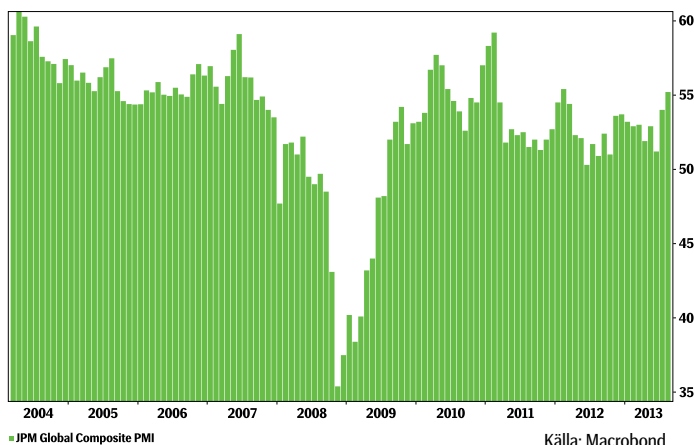
Svacka följs av försiktig återhämtning i Östeuropa

Konjunkturen i Östeuropa tappade kraft under 2012 och i början av 2013, men nu anas en förbättring. Högre tempo i tysk ekonomi ger draghjälp, där låga räntor och en god köpkraft gynnar hushållens konsumtion. Däremot är investeringsaktiviteten loj för närvarande, (men kan komma att stärkas de närmaste åren). Utsikterna för rysk ekonomi är ganska bleka på grund av bland annat en dåligt fungerande arbetsmarknad och låg fart på hjulen i industrin. Däremot är hushållshumöret gott i Ryssland. Ett infrastrukturprogram och troliga räntesänkningar i höst kan bidra till något högre rysk tillväxt 2014. Med en serie räntesänkningar i ryggen sedan slutet av 2012 får Polens tillväxt nu upp bättre fart.

Baltikums ekonomier, som sedan några år tillbaka varit EU:s snabbast växande, skördar fortsatta tillväxtframgångar 2013-2015, med en estländsk svacka i år som negativ bock i kanten. Främsta konjunkturmotor för närvarande är en ökande privatkonsumtion, vilken framöver paras med en starkare investeringskonjunktur. Exporten utvecklas också förhållandevis väl med hjälp av inte minst god konkurrenskraft. Valutamässigt konverterar Lettland till euron 2014, medan Litauen har chans att göra det 2015 - om inte inflationen i landet sätter käppar i hjulet.

Världen växlar upp

Världsekonomin står i begrepp att växla upp. Globala BNP spås öka drygt 3 procent i år, 4 procent 2014 och drygt 4 procent 2015. EM-sfären växer visserligen alltjämt snabbast med en takt på uppemot 5,5 procent per år 2014-2015, men tillväxtgapet mot DM-området minskar betydligt, tack vare att BNP där ökar med cirka 2,5 procent nästa år och närmare 3 procent 2015.



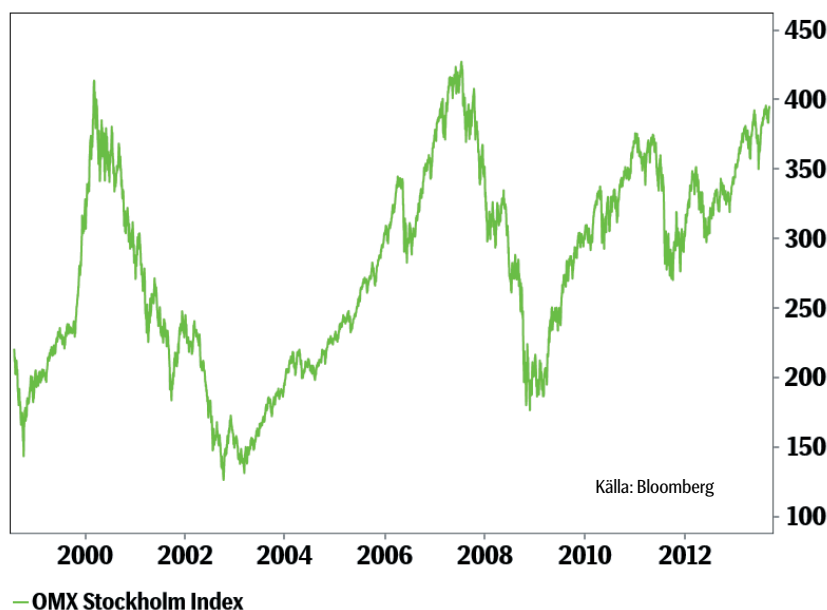
VÄRLDSTILLVÄXTEN TAR FART

Att döma av inköpscheferna i globala näringslivet (industri och tjänster) är tillväxttakten i världen nu den högsta på 2,5 år. Snabbt stigande orderingång och ökad sysselsättning i augusti förebådar en förstärkt konjunkturuppgång framöver.

Nytt bränsle tar börsen mot rekordnivå 2014

- **Börsen har utvecklats starkt i år, men det gamla bränslet är på väg att ta slut**
Årets börsutveckling, +17 procents avkastning, har varit helt driven av högre värderingar. Vinstprognoserna har justerats ned. De snabbfotade institutioner som drivit upp aktiekurserna har dessvärre redan uppnått full exponering mot aktier. Bankerna har varit börslokomotiv i år, men de har tappat kraft på senare tid.
- **Nya drivkrafter tar nu vid och lyfter Stockholmsbörsen till nya rekord 2014**
Bättre konjunkturutsikter kommer sannolikt att göra cykliska industrier och handelsföretag till börsens vinnare det närmaste halvåret. Förutsättningarna är goda för att det stora vinstlyft vi räknar med under nästa år ska slå in, därmed blir värderingarna återigen attraktiva. Kapitalflödet till aktiemarknaden kan förbli positiv genom att nygamla investerargrupper hittar tillbaka.
- **Många nordiska vinnare när Europakonjunkturen repar sig**
De flesta mindre och många stora börsbolag i Norden har, trots det senaste decenniets snabba expansion i Asien, fortfarande störst försäljning i Europa. Många mindre bolag på Stockholmsbörsen blir vinnare på ett lyft för privatkonsumtionen i Sverige.

ÅRETS UPPVÄRDERING HAR DRIVIT BÖRSEN MOT GAMLA REKORDNIVÅER



Diagrammet visar Stockholmsbörsen (OMXS-index) utveckling sedan 1998. Det är cirka 10 procent kvar till de rekordhög nivåerna i juli 2007.

ÅRETS BÖRSUPPGÅNG ÄR FULLT UT EN FUNKTION av högre värderingar. P/E-talet för 2013 har expanderat med mer än tre enheter till den högsta nivån på tio år om vi undantar extremåret 2009 då vinsterna pressades av lågkonjunktur och stora kreditförluster i Baltikum. Värderingen är fortfarande inte avskräckande hög, men uppvärderingspotentialen från denna nivå måste ändå betraktas som relativt begränsad.

Investernas ökade aptit på aktier under året kan främst förklaras av den relativa värderingen mot räntepapper i kombination med en minskad oro för diverse obalanser i den globala ekonomin, inte minst i Europa. Kapitalrotationen till fördel för aktier bör få mer energi från den senaste tidens ränteuppgång som har påmint investerare om att även så kallade riskfria tillgångar, exempelvis svenska statsobligationer, kan falla i värde när räntan stiger. OMRX-index, som speglar värdet på en typisk portfölj med svenska statsobligationer, har i år backat med 4,5 procent. I relativa termer betyder det naturligtvis att den aktiemarknadsrisk som så länge fruktats så mycket av så många nu kanske framstår som något mindre avskräckande. Även om riskpremien minskat rejält till följd av högre aktievärderingar och högre räntor är relativvärderingen fortsatt attraktiv i ett längre perspektiv med en riskpremie på nordiska aktier jämfört med tyska statsobligationer på 5,8 procent (mot 10 års historiska snitt på 5,1 procent och 20 års snitt på 2,9 procent). Nordiska aktier är dessutom attraktiva jämfört med aktiemarknaden globalt med ett rekordstort gap i direktavkastningen till de nordiska marknadernas fördel.

Hushållen hittar tillbaka till börsen?

Den återuppståndna förtjusningen för aktier gäller dock inte alla investerarkategorier, exempelvis har svenska fondsparare inte nettoköpt mer i svenska aktiefonder efter mars i år, men däremot har internationella fonder enligt vissa enkätundersökningar nu ökat upp till nära rekordhög exponering mot aktier.

Det positiva med detta är att hushållen och andra grupper mycket väl kan komma att ta över stafettpinnen från de mest snabbfotade institutionerna när det gäller att rotera kapital in i aktiemarknaden, inte minst som konjunkturen i närområdet

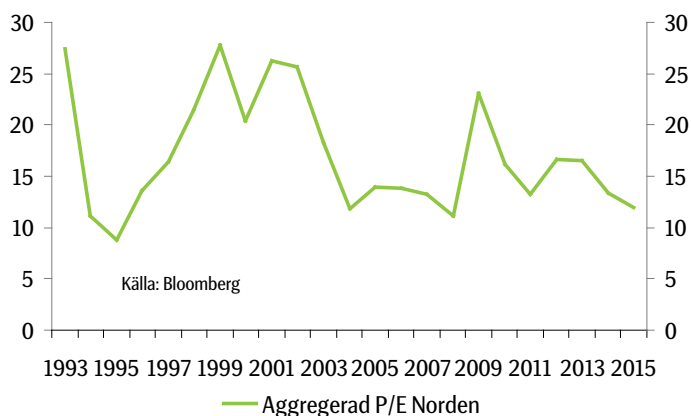
Europa nu förbättras igen, vilket bör resultera i att allmänheten vågar se framtiden an med något mer tillförsikt.

Stark vinsttillväxt 2014

Halvårsrapporterna var överlag utan någon större dramatik, även om det aggregerade resultatet var något under förväntan även under andra kvartalet. Glädjande nog kan vi dock samtidigt konstatera att vår förhållandevis positiva syn på 2014 efter en gradvis förbättring genom 2013 ser ut att slå in. Framför allt finner vi sommarens skörd av konjunkturstatistik stödande. Ledande indikatorer visar på en tydlig förbättring, framför allt i Europa. Vi blir därför allt mer övertygade om att de prognoser vi idag har om en vinsttillväxt på 11 procent i Sverige 2014 och 2015 samt 20 procent för Norden som helhet 2014 och 11 procent 2015 kommer att visa sig vara korrekta.

Denna goda vinsttillväxten medför att värderingen åter kommer att se mer attraktiv ut. De konjunkturkänsliga bolagen i industri- och råvarusektorerna som hittills i år inte hängt med i börsuppgången kommer att dra störst nytta och visa snabbast vinsttillväxt de närmaste åren. Därmed är de väl positionerade för att ta över som börslokomotiv nu i höst och under 2014.

Att den största omsvängningen vad gäller konjunkturpuls nu syns i Europa är särskilt positivt för de nordiska börsbolagen. Trots att den snabba tillväxten i Asien varit den största tillväxtfaktorn det senaste decenniet och det viktigaste förändringstemat under lång tid har många bolag fortfarande största andelen av försäljningen i Europa. I flera fall är Europa dessutom den geografi där bolagen åtnjuter de bästa marginalerna. Av de 271 större bolagen i Norden vi bevakar har 70 procent hälften eller mer av sina intäkter i Europa inklusive Norden och 48 av bolagen har 50 procent eller mer av sin försäljning i Europa exklusive Norden. En förbättring av efterfrågan i denna närregion efter flera svåra år bör få en påtagligt positiv effekt på vinsterna för de nordiska börsbolagen. Vi räknar med rekordvinster nästa år. Bland de mindre börsbolagen hittar vi även ett flertal vinnare på den ökade privatkonsumtion i Sverige som vi räknar med att kommer präglade marknaden under det närmaste året.



VÄRDERINGEN ÄR FORTFARANDE ATTRAKTIV

Diagrammet visar historiskt P/E-tal för börsbolagen i Norden samt prognostiserat P/E-tal för 2013-2015. Baserat på prognoserna för 2013 ser värderingarna inte längre särskilt attraktiva ut, men för 2014 och 2015 är värderingen fortfarande låg

Svensk detaljhandel i vinnarhålet

Efter sju svåra år, med negativ försäljningstillväxt i svenska modebutiker, har vi sett ett litet uppsving under de senaste månaderna. Samma mönster syns i personbilsförsäljningen till hushållen som den senaste månaden börjat växa för första gången sedan 2011. Vi bedömer att de senaste månadernas små förbättringstecken i dessa vitt skilda delar av konsumentmarknaden är början på ett uppsving som kommer att göra 2014 till det bästa året för sällanköpshandeln sedan 2007.

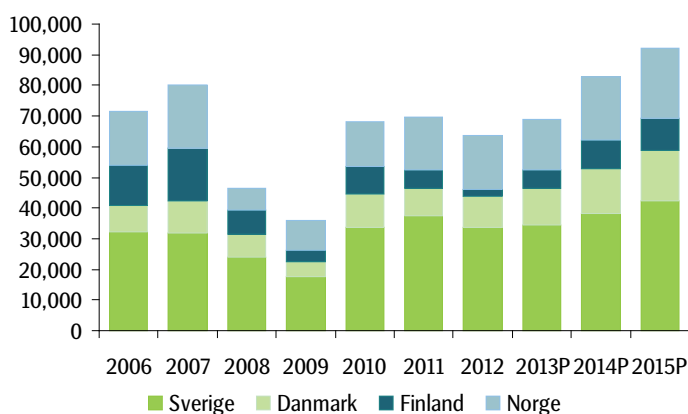
Grunden för detta är en rad samverkande faktorer:

1. Finanspolitiska stimulanser, till stor del riktade mot att stärka hushållens disponibla inkomster. Vi räknar med 20 miljarder kronor i stimulanser (jobbskatteavdrag, sänkt skatt på pensioner, höjda bidrag och höjd brytpunkt för statlig inkomstskatt).
2. En tydligt minskad oro för arbetslöshet bland allmänheten och en redan markerad nedgång i antalet varsel.
3. Nominella lönehöjningar och låg inflation som ger en real-lönetillväxt på 2,8-2,9 procent 2013 och 2014.
4. Högre bostadspriser, vilket gör att konsumenterna känner sig mer välbärgade och därmed sparar mindre.

Återhämtningen kommer dessutom efter en lång tid av svåra förhållanden för många bolag i branschen, exempelvis har klädhandelsbolagens (exklusive H&M) vinster minskat med 50 procent bara sedan 2010. Eftersom vinsterna är så nedpressade idag framstår sällanköpsbolagen inte som anmärkningsvärt billiga på vinstmultiplar, men däremot är de historiskt attraktivt värderade om vi värderar dem på mer trögrörliga försäljningsmultiplar. En återhämtning till det historiska snittet motsvarar en uppvärdering av hela sektorn med mer än 25 procent.

Sammanfattning

Vi är försiktigt optimistiska till aktiemarknaden framöver trots att det bränsle som drivit på uppgången hittills i år nu börjar ta slut. Vi anser att investerare ska vara positionerade för börsuppgång och vara överviktade i Norden relativt omvärlden, samt överviktade i de cykliska sektorerna, men underviktade i räntekänsliga och defensiva sektorer. Branschmässigt är vi positiva till råvaror, verkstadsindustri, konsumentvaror, olja & oljeservice och shipping & transport.



Källa: SEB

NYA REKORDVINSTER HÄGRAR NÄSTA ÅR

Diagrammet visar aggregerade nettovinster för nordiska börsbolag i miljoner euro uppdelat per land. Efter en svag utveckling 2012 väntas nya rekordvinster igen redan 2014

Vänteläge på världens börser

- **Viss tvekan på globala aktiemarknaden**

De tre senaste månaderna har börskurserna åkt berg- och dalbana. I juni sjönk risktillgångar kraftigt för att sedan studsa tillbaka upp i juli. Augusti har präglats av måttliga nedgångar. Investerarna vill främst ha ökad klarhet i hur den amerikanska centralbanken kommer agera i höst innan man vill öka risken.

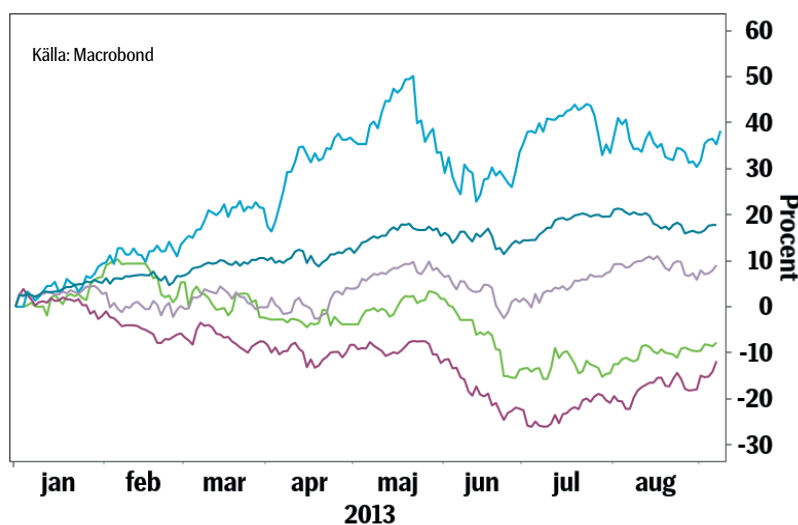
- **Stor skillnad i avkastning mellan börserna**

Skillnaden mellan olika marknadens utveckling 2013 är häpnadsväckande. Från årsskiftet ligger den japanska börsen i topp med en uppgång på 29 procent i lokal valuta (per 31 aug) medan Brasilien har tappat hela 18 procent (lokal valuta). Amerikanska aktier har gått överraskande bra och särskilt Nasdaqbörser som är upp 19 procent sedan årsskiftet.

- **Ökat fokus på länder och branscher som halkat efter**

I nästa uppgångsfas ser vi cykliska branscher (verkstad, finans och informationsteknologi) och utvalda länder inom Europa, Asien och Emerging Markets som har halkat efter i börsutveckling som mest intressanta investeringar. Låg värdering och hög vinsttillväxt bäddar för bättre avkastning.

STOR SKILLNAD I AVKASTNING MELLAN OLIKA MARKNADER



— USA, S&P 500 — Japan, Nikkei 1000 — Kina, Shanghai
— Eurozonen, STOXX — Brasilien, Ibovespa

Den japanska börsen har rusat i lokal valuta hittills i år. Det har dock skett en försvagning av den japanska yenen vilket gör att uppgången omräknat i svenska kronor inte är lika stark. Amerikanska aktier har gått oväntat bra och handlas på rekordnivåer. Sämst börsutveckling har vi sett i Brasilien, Ryssland och delar av Asien.

EN VISS TVEKAN RÅDER ÅTER PÅ VÄRLDENS aktiemarknader efter junis kursfall och julis lyft. Hittills i år har världsindex (MSCI AC) ökat med 10 procent i lokala valutor och 9 procent i svenska kronor, vilket får betecknas som mycket bra efter uppgången 2012 på 10 procent. De tre senaste månaderna har dock tidvis präglats av riskaversion och världsindex har tappat nära 2 procent i lokala valutor och 1 procent i SEK. Nedgången i augusti har främst sin grund i den ökade oron för hur den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, kommer att agera framöver och dramatiken i Syrien.

Regionerna har rört sig åt olika håll

Skillnaden mellan olika marknaders utveckling under året är påfallande. Från årsskiftet ligger den japanska börsen i topp med en uppgång på 29 procent (lokal valuta per 31 aug), medan Brasilien har tappat 18 procent. Amerikanska aktier har gått överraskande bra, särskilt den teknikdominerade Nasdaqbörsen som är upp 19 procent. Anledningen till att världens mest genomlysta marknad tuffar på och har nått rekordnivåer är bland annat investerarnas osäkerhet när det gäller Kinas tillväxt och takten i den globala konjunkturåterhämtningen. Investerarna söker sig i perioder av oro till "tryggare" placeringsalternativ och undviker marknader med högre risk, till exempel Emerging Markets (EM). Förutom Brasilien återfinns Chile, Peru och Tjeckien i botten av börslistan i år. EM-blocket har sammantaget tappat 14 procent. Latinamerika är det största sänknet med en nedgång på 20 procent, men även Östeuropas börser har fallit kraftigt. Asien har klarat sig lite bättre där kinesiska aktier har tappat 7 procent. Sammanfattningsvis är DM (Developed Markets) upp 11 procent i år medan EM har fallit 14 procent - en häpnadsväckande skillnad.

Defensiva aktier börjar bli dyra

När det gäller sektorer har defensiva branscher fortsatt att utvecklas väl. Läkemedel och sällanköpsvaror ligger i topp med

uppgångar på nära 20 procent medan råvaror som är starkt korrelerat med den globala konjunkturs utveckling, har tappat 11 procent. Cykliska branscher (råvaror, verkstadsindustri och informationsteknologi) har den högsta förväntade tillväxten 2014. Läkemedel i EM förväntas också växa bättre än genomsnittet. Defensiva bolag (sällanköpsvaror, dagligvaror och läkemedel) är efter uppgångar högt värderade med P/E-tal på 15-16. Bolag inom energi, råvaror, finans och informationsteknologi är däremot lågt värderade. Informationsteknologi och andra cykliska branscher framstår därmed som mer intressanta placeringsalternativ med låg värdering och hög förväntad tillväxt. Dessa är i nuläget att föredra framför de högt värderade defensiva sektorerna.

Bolagens vinster på global basis förväntas växa 8 procent för 2013 och 11 procent för 2014. Utsikterna för Emerging Markets ligger lite högre på 10 procent för i år och på 12 procent för nästa år. Vinsterna för EM har därmed justerats ned sedan i våras och kommit närmare DM. Europeiska vinstestimat har reviderats upp på sistone och ligger på 14 procent för nästa år, medan amerikanska bolagsvinster växer långsammare. Det talar för att investera i Europa snarare än USA. I Japan har estimaten justerats upp kraftigt och ligger nu på hela 64 procent förväntad vinsttillväxt för 2013. Japanska bolag inom konsumentrelaterade branscher som energi och finans sticker ut med största vinstrevideringar på uppsidan i år. Inom EM uppvisar Korea och Taiwan bäst vinsttillväxt. Kinesiska bolagsvinster spås öka med 10 procent i år och även nästa år medan de ryska bolagens vinster knappt växer alls.

Japans värdering mer i linje med övriga marknader

Världen handlas aggregerat på P/E-tal 15 för 2013 års förväntade vinst och på P/E 13 för nästa års vinst som får sägas ligga i linje med historiska nivåer. Anmärkningsvärt är att japanska börsen, vilken historiskt har handlats på multiplar över 20, nu

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Aktiemarknaden är inne i en sidledes avvaktande konsolidering. För nästa uppgångsfas behöver vi se bättre makrodata och nyhetsflöde. Vinstestimaten kommer då skruvas upp och riskaptiten bland investerarna öka. Värderingen av aktier har kommit upp men är rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Den europeiska bilden förbättras löpande. Värderingen är låg jämfört med USA och världen. Europeiska Centralbanken (ECB) och finanspolitiken utgör en positiv stödjande kraft och makrodata stabiliseras. Välj tyska och nordiska exportörer som gynnas av en betydande andel av försäljningen mot Asien och 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 vilket begränsar potentialen.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Asien fortsätter att vara primär tillväxtplacering men bilden är blandad. Instabila makroprognoser gör att vi taktiskt reducerar vikten något i våra portföljer. Välj mindre utvecklade länder i Asien med fortsatt hög tillväxtpotential. Undvik rena råvaruexportörer.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Regeringens stimulanspaket har gett en stark börsutveckling och en kraftig försvagning av valutatan. Politiken börjar få genomslag i makrodata. Höga vinstprognoser och vinster som justeras uppåt (men från låga nivåer). Åtgärderna får positiv effekt för Asien i dess helhet.

* 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.

tack vare positiva revideringar av vinsterna har hamnat på P/E 14 för nästa år. Det är samma P/E-tal som USA, medan Europa ligger något lägre. EM sammantaget har P/E 10 för 2014, där Kina och Korea framstår som attraktivt värderade.

Mycket talar för en positiv utveckling på världens börser framöver. För närvarande dominerar dock ett "risk off"-klimat bland investerarna. Detta har gett en viss nedåtrekyl på marknaden, vilken kan pågå ytterligare en tid. På kort sikt spökar framför allt den amerikanska centralbankens agerande när det gäller neddragning av obligationsköp. Vi behöver också få klarhet i om premiärminister Abes stimulanser i Japan är uthålliga och vad som händer i Syrienkonflikten. På plussidan konstateras att konjunkturen i Europa bottnat. Förväntningarna på den kinesiska tillväxten är nu mer realistiska, och risken för besvikelser har minskat. Brist på politisk flexibilitet skapar ändå viss osäkerhet.

Fokus på branscher och länder som halkat efter

Konjunkturbilden i Kina förbättras gradvis. Tecken på en bättre tillväxt och en stabilisering i Kina kommer så småningom sannolikt ge bränsle åt marknaderna. De regioner och sektorer som har halkat efter i börsutveckling framstår som attraktiva. Vi ser ökat fokus på bolagens fundamenta och låga värderingar i nästa uppgångsfas. Cykliska branscher och utvalda länder inom Europa, Asien och EM uppfyller kriterierna för detta, och blir därmed intressanta för placeringar. När den synkroniserade globala tillväxten tar fart med högre bolagsvinster och uppjustering av vinstprognoser som följd. Detta kommer att driva på börserna och få investerarna att höja risken i portföljerna.

EMERGING MARKETS HAR UTVECKLATS BETYDLIGT SÄMRE ÄN DEVELOPED MARKETS



Grafen visar 6 månaders rullande relativ avkastning mellan utvecklade marknader och tillväxtmarknader.

Den japanska börsen har rusat i lokal valuta hittills i år. Det har dock skett en försvagning av den japanska yenen vilket gör att omräknat i svenska kronor är uppgången inte lika stark. Amerikanska aktier har gått oväntat bra och handlas på rekordnivåer. Sämst börsutveckling har vi sett i Brasilien, Ryssland och delar av Asien.

Landmodellen

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.

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:

+ Turkiet

Den turkiska marknaden får högsta kvantitativa poäng. Det är värderingen som sticker ut som direkt följd av att börsen sjunkit kraftigt de tre senaste månaderna. Turkiet är en högriskmarknad och vi är i nuläget taktiskt försiktiga till att ta hög risk.

+ Danmark

Danmark ligger på plats två i Landmodellen. Huvudskälet är att analytiker kåren justerat upp prognoserna på vinstestimationen. Den förväntade vinsttillväxten för de kommande 12 månaderna är också bland de högsta.

+Kina

Kina hamnar liksom i våras, högt i modellen, nu på plats tre. Värderingen är attraktiv och direktavkastningen god. Färskas makrosignaler förmedlar en starkare konjunktur.

+Tyskland

Flera europeiska länder som Norge, Tyskland, Spanien och Storbritannien återfinns i den övre halvan av tabellen. Värderingen ser bra ut i Tyskland. Detta rimmar väl med vår syn att lyfta fram Europa som placeringsalternativ med många välskötta exportörer som kommer gynnas av en bättre konjunktur i Asien.

+/- Sverige

Svenska börsen hamnar i mitten i den kvantitativa modellen. Det som tynger är värderingen, men direktavkastningen är bra. Vi gör den kvalitativa bedömningen att svenska bolag, liksom tyska, kommer stå sig väl i en global ekonomisk återhämtning och att vinsterna då kommer justeras uppåt.

+/- USA

Den amerikanska marknaden ligger strax under mitten i tabellen. Investerare som har varit ovilliga att ta hög risk har sökt sig till detta förhållandevis trygga alternativ under lång tid och kurserna har nått rekordnivåer. Värderingen börjar bli hög och bolagens vinster växer långsammare än inom andra regioner i världen.

-Japan

Japan hamnar på näst sista plats. Avkastning på eget kapital är den parameter som tynger mest. Vi bedömer att de massiva stimulansåtgärder som har genomförts av regeringen kommer att få effekt på ekonomin på sikt.

Gradvis normalisering av penningpolitiken

- Centralbankerna fortsatt i förarsätet, men de kör åt olika håll

Japan köper tillbaka obligationer i stor skala, vilket ger en kapitalinjektion. Europeiska Centralbanken fortsätter med sin stimulanspolitik medan Federal Reserve stegvis tar tillbaka likviditet genom "tapering"-processen.

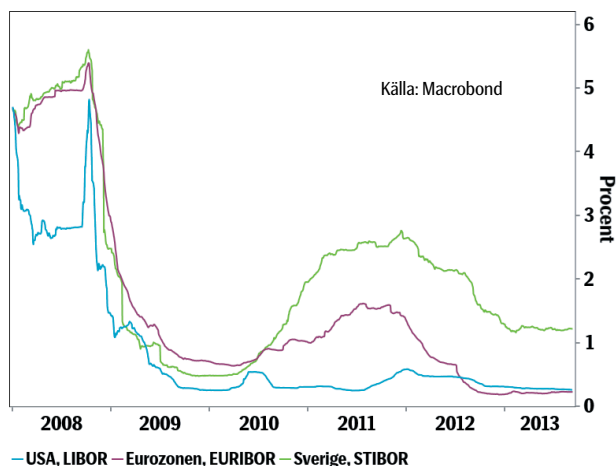
- Priset på pengar är fortsatt lågt

Vi förväntar oss en gradvis och mycket utdragen resa mot normalisering av priset på pengar

- Låg konkursandel gynnar High Yield

Investorerna söker avkastning i en miljö med låg andel konkurser och stabil värdeutveckling. Spreadar mot stats- och bostadsobligationer har gått ihop, vilket dock minskar potentialen något.

STYRRÄNTORNA HAR BOTTENKÄNNING



SEB bedömer att ECB sänker styrräntan ytterligare en gång med 25 punkter under andra halvan av 2013.

Grafen visar på den för rörliga lån och placeringar så betydelsefulla tremånadensräntan. De uppgångar (styrräntehöjningar) som förväntas är framskjutna, i fallet USA med ett par år.

DE STORA LÄNDERNAS CENTRALBANKER har på sistone agerat lite olika avseende vilka penningpolitiska signaler man sänder. Amerikanska Federal Reserve (Fed) gav världen skrämselhicka i maj när centralbanken började tala högt om "tape-ring", en plan att minska de månatliga återköpen av stats- och bostadsobligationer på 85 Mdr USD. I skrivande stund kvarstår frågan om när och i vilken omfattning nedtrappningen kommer ske. Dessa frågor besvaras sannolikt av Fed-mötet 17-18 september. Nedtrappningen kan ses från två håll, ekonomiska utvecklingen anses vara så stark att stimulanserna inte längre behövs i samma utsträckning, eller är man orolig för att Fed släpper stimulanstaget för mycket och/eller för tidigt. Marknaden har haft relativt lång förberedelsestid och kommer sannolikt att lugnas när väl Feds plan är framlagd...

När det gäller styrräntan, Federal Funds rate, är vår prognos att Fed höjer denna först i slutet av 2015. Prognosen för en tioårig amerikansk statsobligation är att den ligger på omkring 3,15 procent i slutet av 2014 och omkring på 3,70 procent i slutet av 2015. Nivåer som vi bedömer som relativt attraktiva förutsatt att inflationen hålls i schack. Jämfört med dagens nivå innebär det en uppgång på cirka 90 räntepunkter på drygt två års sikt.

I USA har således centralbanken tagit initiativet och agerat kraftfullt, det som kvarstår är att politikerna måste enas om ett höjt skuldtak för de federala finanserna. Debatt och beslut bör tas under slutet av oktober eller i början av november.

I Europa har Europeiska Centralbanken (ECB) varit aktiv med att tillföra kapital till en svag banksektor. SEB prognostiserar att ECB sänker styrräntan från 0,5 procent till 0,25 procent i slutet av 2013 för att ge ytterligare kraft åt de ljusglimtar som syns i unionsekonomin. Även Bank of England (BoE) kommer att föra en stimulatív politik under de kommande två åren med fortsatt låg styrränta. Sedan tidigare har BoE fyllt kvoten av obligationsköp (375 Mdr £). Ett tak som inte torde höjas. De länder som står först i kön för att höja sina styrräntor är Norge och Sverige. Norge spås gå först och höjer med en halv procent under andra halvan av 2014 och fullföljer med ytterligare 75 punkter 2015 till en nivå på 2,75 procent. Riksbanken höjer första gången under slutet av 2014 och för upp reporäntan till 1,75 procent i slutet av 2015.

High Yield är fortfarande vårt första val

High Yield-obligationer och fonder attraherar alltjämt investerare. Inom banksektorn sker en stegvis övergång från att emittera förlagslån (perpetuals) till att emittera Contingent Convertibel paper, (CoCos). Funktionen, att stärka bankers kapitalbas, är den samma som för de tidigare utgivna förlagslånen, men egenskaperna skiljer sig något åt.

Om bankens andel eget kapital sjunker till en på förhand bestämd nivå så kan tre olika händelser inträffa (beroende på vad som skrivits ned i villkoren)

- Värdet på obligationen skrivs ned till noll.
- Obligationen ger ingen kupongränta under krisperioden
- Obligationen omvandlas till aktier

Ingen svensk bank har ännu givit ut den här typen av papper, men sannolikheten är stor att de kommer göra det innan årsskiftet. Banker som Société General och Barclay's har nyligen emitterat.

High Yield-obligationers popularitet beror givetvis på att de ger en hög löpande avkastning till förhållandevis låg volatilitet. Tillgångsslaget, som är vårt förstaval bland ränteplaceringar, har tveklöst kommit för att stanna. Dessutom har lågräntemiljön, den bättre konjunkturen och den goda tillgången på likviditet lett till att antalet konkurser är mycket lågt, något som också gynnar High Yield-investeringar.

Hittills i år har 24 utgivare i Nordamerika, 13 i Europa och sex i Latinamerika ställt in sina betalningar (källa: Moody's). Företagen har blivit försiktigare med nyinvesteringar varför riskprofilen generellt har blivit lägre. Struktur- och förvärvsak-tiviteten har varit låg under ett antal år. Eftersom vi ingalunda ser några chockhöjningar av räntenivåerna de närmaste åren och tillgången på likviditet förblir god, bör klimatet för investeringar i High Yield-produkter vara fortsatt gynnsamt.

För den något mer försiktige investeraren kan bostadsobligationer (covered bonds) med AAA-rating erbjuda attraktiv avkastning. Avkastningen ligger på närmare 3 procent för löptider på omkring fem år. Man ska dock vara uppmärksam om räntorna börjar stiga, då stigande räntemarknad leder till minskat marknadsvärde för obligationerna.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	FÖRVÄNTAD AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER		RISK
		SEK	EUR	
Statsskuldväxlar	1 2 3 4 5 6 7	0,9%	0,1%	0,2%
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	2,1%	2,0%	4,5%
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	2,7%	1,7%	2,8%
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	5,9%	4,9%	9,3%
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	7,1%	7,1%	10,6%

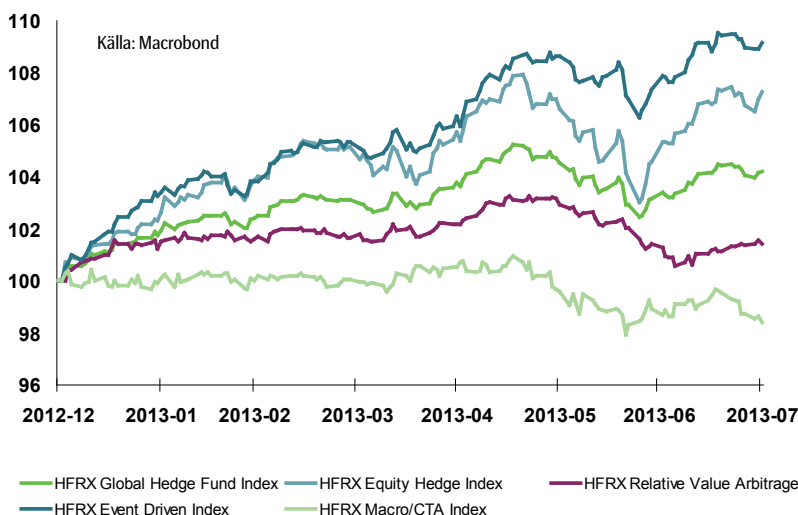
Källa: SEB

* 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.

Fortsatt bra utsikter, men försiktigare ansats

- **Fortsatt positiv utveckling för hedgefonder, om än i långsammare takt än under första kvartalet**
Hedgefonder som kollektivt steg 1,1 procent under perioden april till juli, vilket ger en uppgång för helåret till 31 juli om 4,15 procent. Federal Reserves kommentarer kring minskningen av obligationsköpen ledde dock till en avsevärd volatilitet över en ganska lång period som flertalet förvaltare hade svårt att hantera. Strategier som gynnades av stark utveckling på mogna aktiemarknader klarade sig bättre.
- **Högre volatilitet innebär både möjligheter och risker**
Vi är fortsatt positiva till samtliga strategier, men tar en något försiktigare ansats den närmaste tiden på grund av att den generellt högre volatiliteten har dragit upp korrelationerna och minskat nyttan av fundamental analys. Samtidigt skapas möjligheter genom de prisskillnader som råder mellan olika geografiska regioner. Större variationer i företagsresultat ger möjligheter till högre absolutavkastning hos förvaltare med flexibla strategier och därför anser vi att man kan öka innehaven i marknadsneutrala strategier.
- **Starka aktiemarknader och fortsatt gynnsam räntemarknad för företag talar för Event Driven**
Event Driven-strategier är flexibla både regionalt och inom tillgångsslag. För Credit L/S och Macro/CTA förväntar vi fortsatt en något högre volatilitet, men att dessa strategier fortfarande utgör bra diversifierare av portföljen.

AVKASTNINGSTAKTEN LÄGRE EFTER STARK INLEDNING AV ÅRET



Hedgefonder har överlag fortsatt utvecklas positivt, om än i lägre takt jämfört med första kvartalet. Skillnaden mellan strategier är dock stor, med Event Driven och Macro/CTA på var sin sida av spekrat. Högre volatilitet och korrelation har varit svårnavigerad för de flesta förvaltare, men längre fram skapar det felprissättningar som de kan dra nytta av.

UNDER PERIODEN APRIL-JULI (sedan förra utgåvan av Investment Outlook), har risktillgångar haft en mindre stabil, men i huvudsak positiv utveckling. Hedgefonder generellt gick fortsatt plus fast i en långsammare takt än under första kvartalet. Det bredare indexet, HFRX Global Hedge Fund Index, steg ytterligare 1,1 procent för att summera helåret fram till sista juli till en uppgång på 4,15 procent i EUR. Event Driven har lett uppgångståget och ökade 3,7 procent under perioden och nu har nått en positiv avkastning på hela 9,2 procent hittills i år. HFRX Macro/CTA index tappade däremot 2-3 procent (vissa förvaltare tappade betydligt mer än så) när de systematiska och diskretionära modellerna blev tagna på sängen av marknadernas reversering under maj-juni.

Vi ser fortsatt goda möjligheter inom samtliga huvudstrategier, men vi tar en mer försiktig ansats den närmaste tiden. Den makroekonomiska bilden är lite mer splittrad regionalt med USA som fortsätter att förbättras, tillväxtmarknader som utvecklas lite svagare och Europa någonstans mittemellan, med viss potential att överraska positivt. Dessutom har krisen i Syrien eskalerat, vilken har lett till en högre volatilitet och högre korrelationer i marknaderna. Sammantaget innebär detta både möjligheter och risker. Möjligheter genom att olika regioner som befinner sig i olika faser kan skapa prisskillnader som stock-pickers kan dra nytta av. Risker genom att rörelser nedåt kan bli kraftfulla och i sin tur dra upp korrelationer och minska nyttan med fundamental analys.

Equity Long/Short fortsatte att utvecklas väl under perioden med en uppgång på 1,8 procent för HFRX Equity Hedge, vilket i huvudsak har drivits av starka börser i mogna marknader. Risken har dragits ned den senaste tiden drivet av vinstheltagningar. Men exponeringen är fortsatt inriktad på stigande marknader och vi tror att nästa höjdpunkt uppstår i samband med nästa rapportperiod. Vi föredrar förvaltare med flexibel exponering och anser att man kan öka innehaven i Market Neutral-strategier eftersom större variationer i företagsresultat ger möjligheter till högre absolutavkastning.

Relative Value Fixed Income-strategier hade det besvärligt under maj-juni, men återhämtade det mesta under juli och hamnade på plus 1,5 procent för perioden januari-juli. Fed:s kommentarer kring minskningen av obligationsköpen ledde till en avsevärd volatilitet över en ganska lång period som många förvaltare hade svårt att hantera. Bland kreditstrategierna var det hög nettoexponering som klarade sig bäst medan de med negativ ansats förvisso fick se spreadarna gå i sär, men efter-

som de krympte relativt snabbt lyckades dessa förvaltare inte generera någon överavkastning. I den osäkra långräntemiljö vi nu befinner oss i kommer fundamenta att styra utvecklingen i större utsträckning på företagsobligationsmarknaden, framför allt inom segmenten under Investment Grade. Överlag, med stor osäkerhet kring centralbankers agerande, kommer volatiliteten att förbli något högre, varför vi föredrar Credit Long/Short med betoning på High Yield.

Event Driven-förvaltare fick inte heller under denna period se någon större ökning av företagsaktiviteter. Däremot gick det att tjäna pengar på speciellsituationer inom aktier och företagsobligationer. Starka aktiemarknader och fortsatt gynnsam obligationsmarknad för företag pekar på att företagsaktiviteter bör öka framöver. I styrelserummen föreligger sannolikt en viss försiktighet med tanke på Fed:s agerande, men samtidigt ska vi inte glömma att USA:s återhämtning visat tydlig stabilitet samtidigt som Europa och Asien faktiskt visat tecken på ljusning. Håller det i sig eller till och med överträffar förväntningarna lär det öka optimismen och modet att agera. Strategier som är flexibla både regionalt och inom tillgångsslag (aktier, obligationer, konvertibler etc) är att föredra i dagsläget.

Macro och Trading genererade generellt sett betydande förluster. En gemensam orsak var den kraftiga ränteuppgången på den långa sidan av räntekurvan. De flesta hade/har stora positioner i kontrakt på upp till något år, som ansågs vara säkert eftersom centralbanker och övriga aktörer länge basunerat att styrräntorna kommer att hållas låga för lång tid framöver. Fed:s "tapering"-uttalanden skapade dessvärre en osäkerhet som i sin tur ledde till avsevärda förluster. Dessutom genererade långa positioner i risktillgångar som aktier och EM-valutor förluster genom den "risk-sell-off" som skedde. De olika typerna av positioner som korta räntor, EM-valutor och aktier förväntades diversifiera portföljerna, men korrelerade alltför mycket under en kort period. Några förvaltare drabbades särskilt hårt eftersom de hade högre riskbudget och mer diversifierade signalmodeller som var framgångsrikt 2012, men som missgynnats 2013 eftersom trendföljande modeller fungerat bättre än fundamentala. Vi hävdar trots den senaste utvecklingen att Macro/CTA förtjänar en plats som diversifierare i portföljen, men inser också att den närmaste tiden kan komma att vara utmanande för dessa strategier. Det blir viktigt att inte låta innehavens totala risk relativt den övriga portföljen öka framöver, samtidigt som vi anser att de obalanser som råder kan komma att skapa trender som förvaltarna kan dra nytta av.

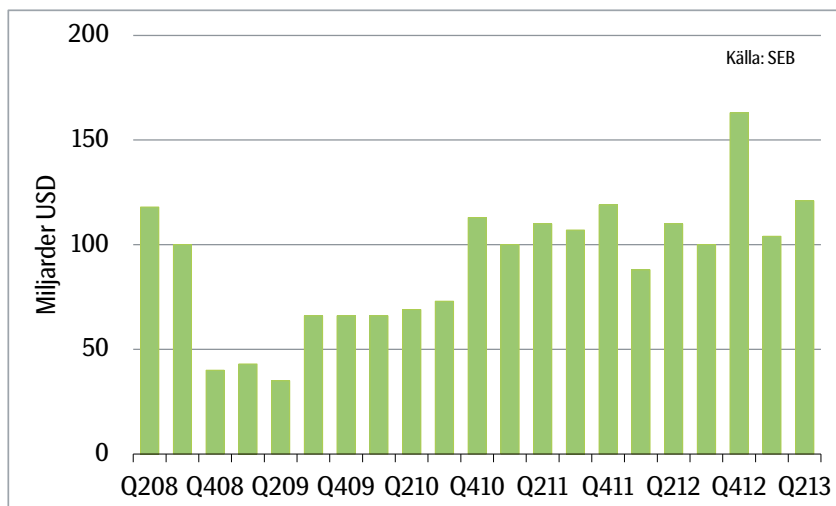
STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		Apr-Jul 2013	Q1 2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	1,1	3,1	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	1,8	5,1	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	-0,2	1,7	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	3,7	5,3	6,0	-4,9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

Källa: SEB

Jakten på avkastning sker längre ut på riskskalan

- **Ökat risktagande i jakten på avkastning**
Fortsatt begränsad avkastningspotential på primärmarknader driver investerare längre ut på riskskalan
- **Ökad volatilitet kopplad till stora flöden från institutionella investerare**
Institutionella investerares ökade intresse samt tillgångar i ETF:er har bidragit till att fastighetsmarknaden idag är minst lika volatil som aktiemarknaden (EPRA-index mot MSCI World i EUR).
- **Trots en generellt låg belåningsgrad finns anledning till försiktighet innan Federal Reserve har annonserat en nedtrappning av stimulanser**
Den nära kopplingen till lånefinansiering bidrar till att tillgångsslaget till mycket följer utvecklingen på kreditmarknaden. Tillsammans med den höga volatiliteten finns det således skäl att invänta centralbanks-förtydliganden.

FORTSATT VÄXANDE GLOBALA TRANSAKTIONSVOLYMER



Historiskt har första kvartalet präglats av lägre aktivitet vilket även visualiseras i år. Transaktionsvolymerna växte med 16 procent det andra kvartalet och med 10 procent räknat från samma period föregående år.

VI HAR I TIDIGARE NUMMER AV Investment Outlook redogjort för ökade transaktionsvolymerna samt ett ökat intresse för investeringar på sekundärmarknader med högre avkastningspotential. Rådande lågräntemiljö har också bidragit till att investerare tvingas söka alternativa placeringar där fastigheter blir ett allt viktigare tillgångsslag i jakten på okorrelerade avkastningskällor.

Samtidigt som det generella sentimentet det senaste kvartalet har flyttats mot en starkare tilltro på en fundamentalt driven återhämtning i den utvecklade världen har de finansiella marknaderna präglats av reflektioner gällande centralbankers planer på att trappa ned rådande stimulansåtgärder (tapering). Trots stundom turbulens har transaktionsvolymerna på den globala fastighetsmarknaden fortsatt att stiga och närmar sig det fjärde året i rad av oavbruten volymtillväxt.

Det ihållande höga trycket på säkra primärmarknader har resulterat i fortsatt avtagande avkastningsnivåer och ett allt tydligare skifte ut på riskskalan. Investerare vänder sig i allt större utsträckning mot sekundärmarknader med fokus på kvalitetsobjekt i USA och Europa där attraktivare avkastningsnivåer går att finna. Trygghet kommer sannolikt att vara ett ihållande tema ett bra tag framöver, men fler och fler investerare kommer troligen successivt att släppa på risktyglarna i takt med att marknaden återfår förtroende och momentum.

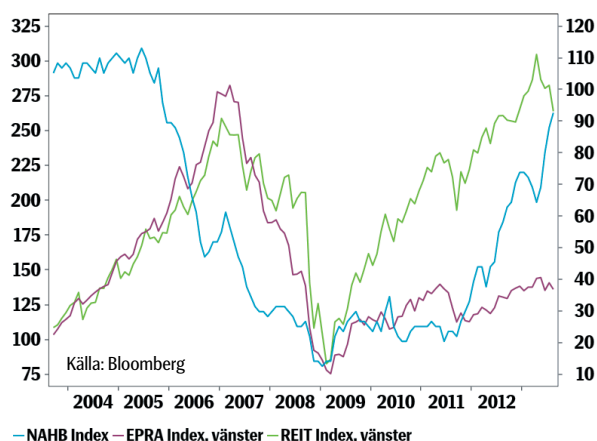
I USA väntas Federal Reserves nedtrappade stimulanser bidra till en period av något högre volatilitet och längre ledtider vid

försäljning, men perioden kommer troligen följas av en återhämtning under det fjärde kvartalet. För helåret 2013 väntas volymökningen i USA att uppgå till 10-15 %. Stigande huspriser i USA är en av flera bidragande orsaker till en återhämtning i konsumtionen, vilket utgör en viktig tillväxtfaktor.

Den amerikanska husmarknaden har rört sig från att endast bistå med tak över huvudet för dess ägare, till att bli ett allt populärare tillgångsslag för investerare. Stora inflöden från institutionella investerare samt växande tillgångar i ETF:er har bidragit till att volatiliteten på den amerikanska husmarknaden kan jämföras med den för aktiemarknaden. Detta har bland annat åskådliggjorts genom index över försäljningen av nybyggda hus som föll 13 procent från juni till juli i år samtidigt som index för försäljningen av existerande hus steg. Trots en generellt lägre belåningsgrad har stigande bostadsräntor och stramare kreditåtkomst bidragit till ökad volatilitet, men framför allt har utflöden från institutionella investerare påverkat tillgångsslaget negativt.

Fortsatt stigande transaktionsvolymerna talar alltså för tillgångsslagets fundamentala drivkrafter. En allt tydligare återhämtning i Europa och USA kommer att fortsätta gynna tillgångsslaget. Beaktat den höga volatiliteten, i hög grad länkad till marknadens "risk on"/"risk off"-tendenser, finns dock anledning till försiktighet den närmaste tiden då Feds nedtrappning kan komma att skaka om marknaderna ytterligare.

VACKLANDE UTVECKLING PÅ AMERIKANSKA FASTIGHETSMARKNADEN



National Association of Home Builders Market / Wells Fargo (NAHB) Index mäter rådande sentiment och förväntningar på den amerikanska marknaden för enfamiljshus. NAHB Index har de senaste två åren utvecklats starkt vilket även har gällt amerikanska REIT Index. Ökad oro kopplad till Feds tapering samt ett högre ränteläge har dock bidragit till en svagare utveckling för REIT Index från maj i år. Utvecklingen på den europeiska fastighetsmarknaden inledde året svagt, men har sedan slutet av april stigit kraftigt i takt med signaler om en starkare återhämtning.

Ökad riskaptit gynnar transaktionsmarknaden

- **Fortsatt hög direktavkastning**

Det låga ränteläget tillsammans med en låg belåningsgrad fortsätter att generera höga direktavkastningar till PE-bolag.

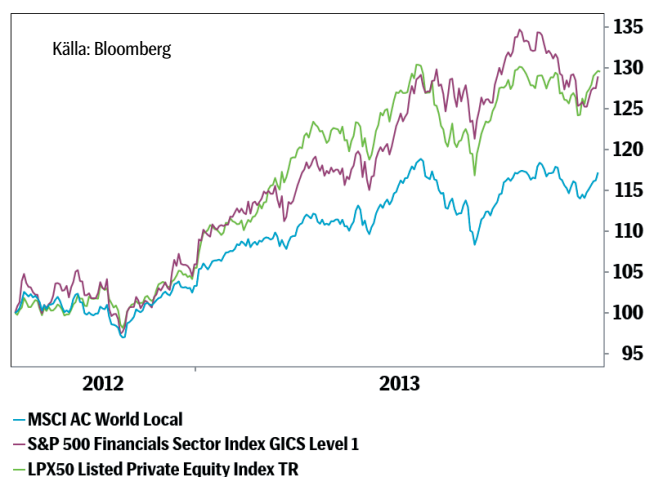
- **Tilltagande aktivitet på exitmarknaden**

Det goda riskklimatet har bidragit till att PE-bolag har möjlighet att realisera mogna investeringar.

- **Låga substansrabatter ger ökad transparens**

Substansrabatterna är nere på nivåer som kan liknas vid nivåerna innan 2008. Detta bidrar till att PE-bolagen idag lättare kan kommunicera värdeskapande.

STARK UTVECKLING DET SENASTE ÅRET



Index för noterad PE (LPX50TR Index) har det senaste året uppvisat en stark utveckling till historiskt låg standardavvikelse. För att tillhöra ett av de mer riskfyllda tillgångsslagen sett till den historiska utvecklingen resulterade den under juni avtagande riskviljan i ett förhållandevis litet tapp.

FÖRSTA HALVÅRET PRÄGLADES AV EN tilltagande riskvilja som drev prisutvecklingen på risktillgångar och i synnerhet index för noterad Private Equity. Vi beskrev i förra numret av Investment Outlook (utgiven i maj 2013) hur den ökade riskviljan har bidragit till en bättre fungerande exitmarknad och ökade transaktionsvolymerna. Vi pekade även på hur det låga ränteläget tillsammans med en låg belåningsgrad har gynnat Private Equity-bolag i form av historiskt höga direktavkastningar. En ökad volatilitet skulle kunna triggas av nedtrappade stimulanser, men över en längre tidshorisont finns fortsatt god potential inom tillgångsslaget.

De trender som kunde urskiljas under våren har till stor del fortsatt att driva på utvecklingen för noterad Private Equity. Den bestående låga räntemiljön har riktat kapitalströmmarna mot risktillgångar och har samtidigt medfört en starkare kreditmarknad, speciellt för High Yield-obligationer, där volymen av emitterade obligationer hittills i år överskrider fjolårets.

Den ihållande högre riskviljan fram till försommaren har öppnat upp möjligheter att realisera mogna investeringar och många Private Equity-bolag väljer idag att sälja, snarare än att investera. Relationen mellan andelen exits och investeringar är därför oansenligt hög vilket såklart inte är en hållbar utveckling i längden då en optimal Private Equity portfölj bör diversifieras genom investeringar med olika löptider. En hög andel av de exits som genomförs idag sker därför genom börsnoteringar (IPO:s) eller rekapitalisering.

Prisökningen på risktillgångar tillsammans med farhågor om en framtida dyrare belåning har drivit på en annan trend som har beskrivits i tidigare nummer av Investment Outlook. En ökad grad av utdelningar till aktieägarna, eller så kallade "dividend recapitalizations" som finansieras genom ökad belåning i portföljbolaget. Innebörden av dessa blir att PE-bolagen, efter att ha amorterat av delar eller hela skulden på ett portföljbolag, ökar belåningen i portföljbolaget och använder kapitalet till utdelningar till aktieägarna. Intresset för privata investeringar i noterade bolag har också ökat då Private Equity bolag därigenom har möjlighet att resa nytt kapital genom ökad belåning.

Den starka prisutvecklingen tillsammans med realiserade vinster har bidragit till att substansrabatterna har nått de lägsta nivåerna sedan 2008 enligt Association of Investment Companies (AIC). Den genomsnittliga rabatten var så låg som 14 procent i februari, men låg på cirka 18 procent i slutet av juni (att jämföra med dryga 60 procent i februari 2009). De lägre rabatterna är ett tydligt tecken på att PE-bolagen i större utsträckning lyckas kommunicera de genererade värdena i portföljbolagen. De lägre rabatterna på sekundärmarknaden, marknaden för befintliga PE-investeringar, har också bidragit till att noterade PE-fonder har ökat intresset för partnerinvesteringar tillsammans med större PE-bolag på primärmarknaden.

Investmentbanker världen över har i år kraftigt ökat intäkterna genererade från PE-transaktioner. Siffror från slutet av augusti i år vittnar om att intäkterna har nått de högsta nivåerna sedan vid samma tid 2007. Enligt Financial News har den starka utvecklingen på den amerikanska PE-marknaden bidragit till att avgiftsrelaterade intäkter ökat med 34 procent sedan samma period i fjol. I Europa uppgår den totala volymen endast till en femtedel av den amerikanska, men europeiska investmentbankers omsättning från PE-transaktioner ökade med nästan 50 procent jämfört med samma period förra året.

I Europa är priserna fortfarande på bra nivåer men framstår, trots ökande volymer, som mindre attraktiva givet de fortsatt relativt låga transaktionsvolymerna. Bäst förutsättningar ser ut att finnas i Asien där intresset för så kallade "special situations" är stort. Special situations innebär att PE-firmor identifierar bolag med utvecklingspotential där man har för avsikt att vända verksamheten och öka portföljbolagets värde.

Långsiktigt finns god anledning att inkludera noterad Private Equity i en väldiversifierad portfölj, men taktiskt finns anledning till en något försiktigare hållning. Den största osäkerhetsfaktorn för tillgångsslaget framgent är hur marknaderna kommer att reagera på stigande räntor. Vi har redan sett återverkningar på både aktie- och räntemarknaden och en förbättrad fundamentalt driven tillväxt måste avlösa de centralbanksfokuserade rörelserna.

Industrirelaterat står för uppsidepotentialen

- Syriensituationen ger volatilitet oljepris kortsiktigt

Den senaste tidens oroligheter i Syrien har gjort oss påmind om hur känsliga oljepriser är för denna typ av händelser. Givet att inte de geopolitiska oroligheterna förvärras är vår bedömning att oljepriserna kommer att vara något lägre om ett år.

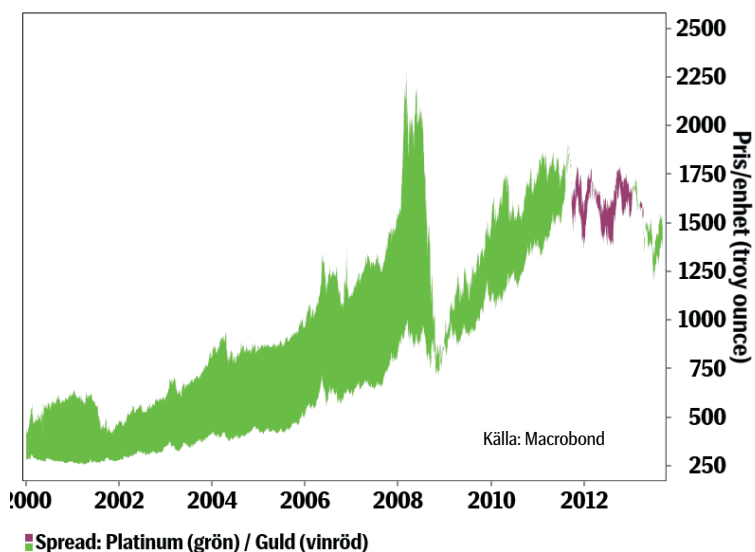
- Platina gynnas av bättre Europakonjunktur

En skytt av ljus i europakonjunkturtunneln i kombination med en kraftig koncentration av utbudet gör Platina till vår favorit inom ädelmetallerna. Även i relation till priset på guld framstår metallen som intressant.

- Kina är nyckeln för industrimetallernas utveckling

Efter en vår fylld av statistikbesvikelser från Kina har senaste tidens konjunktursignaler från landet varit positiva, vilket har återspeglats i en återhämtning i metallpriserna. Fortsatt konjunkturåterhämtning ger stöd åt vår prognos om stigande industrimetallpriser.

RELATIVPRISSÄTTNINGEN AV PLATINA OCH GULD MOT NORMALISERING



Historiskt har priset på platina (grön) under långa perioder handlats till 2 gånger guldpriset (vinröd). Perioder där guld varit dyrare hör till undantagen och inträffade bland annat under perioden september 2011 till januari i år. Vår bedömning är att relationen platina/guld på sikt bör återgå till det historiska mönstret.

SÄSONGSMÄSSIGT SVAGARE efterfrågan (perioden mellan heating- och driving-season) i kombination med att OPEC, främst Saudiarabien, inte drog ner produktionen tillräckligt ledde till överutbud och fallande priser under våren. Oljan (Brent) handlades under 100 USD/fat vid några tillfällen, men med marknaden i bättre balans pendlade senare priset mellan 100 och 105 USD/fat. I skrivande stund har oroligheterna i Syrien lyft priset med cirka 10 USD. Vi räknar med ett oljepris på omkring 105 USD/fat om ett år, givet att den geopolitiska oron inte förvärras ytterligare. Saudiarabien har kapacitet att öka dagsproduktionen med cirka 3 miljoner fat om behov uppstår. Vi bedömer samtidigt sannolikheten för kraftigt fallande priser som låg, åtminstone under längre perioder, och räknar med att OPEC anpassar produktionen.

Prisskillnaden (spreaden) mellan WTI-olja (Nordamerika) och Brent-olja (Nordsjön) pendlade under 2008-2011 mellan -1 och 4 USD/fat. Infrastrukturproblem i USA ledde sedan till en vidgning som toppade på över 15 USD/fat i februari i år (WTI billigast). Situationen har nu förbättrats och vi räknar med 5-10 dollar i prisskillnad framöver. Ett skäl till varför en viss prisskillnad väntas kvarstå är så kallad shale oil (skifferolja) i USA som är en faktor att räkna med även om effekten ännu inte är så stor. I en rapport över uppskattade totala globala oljereserver framgår att shale oil står för 10 procent. Av dagens totala produktion står shale oil för cirka 3 procent. Vi kan vara ganska säkra på att siffrorna kommer att justeras framöver då vi ännu är i utvecklingens början. Så här långt är det USA som producerar shale oil och då det är exportförbud av olja från landet kommer det främst påverka priset på WTI-oljan.

Sydafrikakoncentrationen en utbudsrisk för Platina

Guldprisets uppgång från cirka 800 USD/oz (ounce) i början av 2008 till runt 1 800 USD/oz i slutet av fjolåret skedde i spåren av stimulansprogram (QE), samt flykt till säkerhet. Det spekulativa inslaget ökade successivt och som mest motsvarade placeringar i fysiska investeringsprodukter än årsproduktion guld. I år har priset fallit, trots den senaste tidens uppgång i spåren av Syrienoroligheterna, med cirka 15 procent. Vi väntar oss inte ett guldpris på 800 USD/oz igen, utan en produktionskostnadsinflation på cirka 10 procent per år leder fram till vår bedömning om ett rimligt pris på 1 300 USD/oz, givet att inte inflationsförväntningarna ökar kraftigt.

Vår favoritädelmetall, platina, används främst inom fordonsindustrin till katalysatorer för bensinbilar, vilket är vanligast i Europa. Då utvecklingen i Europa nu ser lite bättre ut bör det ge stöd. Utbudsidan är koncentrerad till Sydafrika där över 70 procent av global produktion sker och även om tidningsrubriker om våldsamheter i sydafrikanska gruvor har minskat är parterna fortsatt långt ifrån överens. Gruvarbetarna kräver löneökningar på 100-200 procent och aktuellt erbjudande ligger på 5 procent så situationen riskerar fortsatt att kraftigt störa utbudet.

Odramatisk prisutveckling för agri om vädret håller

Efter den exceptionella prisuppgången på jordbruksprodukter från juni 2010 till mars 2011 på cirka 90 procent i spåren av väderfenomenen La Niña och El Niño har priserna fallit tillbaka och nått nivåer i paritet med nivåerna 2009. Vi bedömer att dagens nivå är rimlig och räknar på aggregerat med priser runt dagens även om ett år. Det finns dock alltid risk för torka eller översvämningar med potential att helt förändra prognosbilden.

Kinas konjunkturutveckling fortsatt viktigast

2013 har präglats av prisfall på industrimetaller, trots att flera metaller prissätts under dess marginalproduktionskostnad. Nedgången är kopplad till oron för utvecklingen i Kina då majoriteten av vårens och sommarens statistik från landet har varit besvikelser. Den senaste tiden har dock sifferfloran från Kina i många fall överträffat prognoserna med metallprisuppgångar som följd. Vi bedömer att industrimetaller är den underkategori inom råvaror med störst potential att stiga på ett års sikt, men det kräver fortsatt konjunkturförbättring och ett stabilt Kina, vilket också är vår bedömning. Av industrimetallerna framstår koppar och nickel som mest attraktiva. Metallerna är väldigt cykliska och möjligheter till snabba utbudsökningar är begränsad. Aluminium är lågt prissatt, men globala lager ligger för närvarande på rekordnivåer. Ur ett placeringsperspektiv är det också viktigt att ta hänsyn till terminskurvan som nu är i contango, vilket innebär att marknaden redan diskonterar en viss prisuppgång.

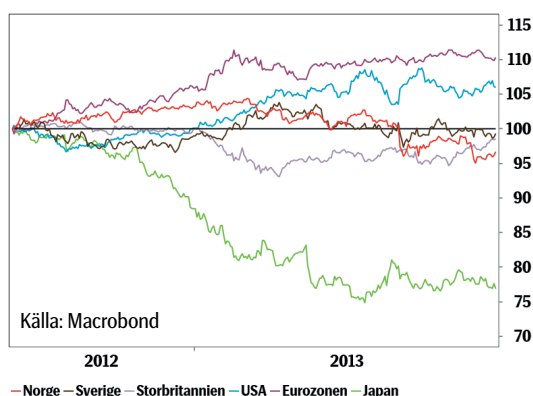
TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Givet att inte de geopolitiska oroligheterna eskalerar ytterligare bedömer vi att oljepriserna är något lägre om ett år.
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Industrimetallerna är den undergrupp inom råvaror med störst potential till stigande priser. Det kräver dock fortsatt konjunkturförbättring och framförallt en stabil utveckling i Kina.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Vi räknar med fortsatt fallande guldpris om inte inflationsförväntningarna stiger kraftigt. Platina ser vi som den mest intressanta ädelmetallen drivet bland annat av en förbättrad europakonjunktur.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Prisutvecklingen på jordbruksprodukter bör på aggregerad nivå vara relativt oförändrat om ett år.

* 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.

Fortsatt försvagning av JPY

- **Penningpolitiken fortsätter att ha en avgörande betydelse för valutamarknadens utveckling**
Styrräntorna förblir på låga nivåer, vi förväntar oss en sänkning av ECB innan årsskiftet, samt små räntehöjningar i Norge och Sverige 2014.
- **Federal Reserves signal om "tapering", nedtrappning av obligations, kom som en överraskning**
Det ledde till kraftiga försvagningar av EM-valutor där indiska rupien fallit som mest 25 procent mot USD under sommaren. Tapering-debatten ledde till att så kallade "safe haven"-valutor stärktes.
- **Emerging markets-valutor har dragit med sig obligationsmarknaden i prisfallet**
Försvagningen av EM-valutor har bland annat lett till att Brasiliens och Turkiets centralbanker svarat med att höja styrräntorna med syftet att stärka sina valutor. Troligen är reaktionen överdriven då Federal Reserve sannolikt kommer att vara försiktig med sin tapering.

JPY HAR FÖRSVAGATS MEDAN EURON HAR STÄRKTS



Grafen visar vilka stora effekter bytet av premiärminister fick för JPY. Sedan dess har valutan konsoliderats och fallet avstannat. En följd av att Federal Reserves tapering-diskussion fick investerare att fly från EM-valutor, och som vanligt under tider med oro i säkra och likvida valutor.

ÅTERHÄMTNINGEN I USA: S EKONOMI har visat på fortsatt styrka: Långa räntor har stigit drivet av den ekonomiska utvecklingen och de minskningar i köp av amerikanska stats- och bostadsobligationer som förebådats av centralbanken och som SEB prognostiserar kommer att ske från och med september (nuvarande takt är 85 Mdr USD per månad). Utvecklingen i Europa har börjat visa tecken på mindre pessimism.

Detta har medfört att tidigare prognoser har reviderats en smula. USD trendar förvisso fortfarande mot en starkare utveckling, men de ljusglimtar som syns i Europa har attraherat köp av EUR-tillgångar. Vår prognos innebär en senarelagd USD-förstärkning, där bedömningen är en kurs EUR/USD på 1,33 vid årsskiftet (ingen större förändring från nuvarande nivå alltså), och vid slutet av 2015 väntas EUR/USD ha fallit till 1,20.

Den japanska yenen (JPY) har redan försvagats, något som understöds av en klart uttalad stimulans där en liberal penningpolitik utgör en hörnsten. Försvagningen startade för knappt ett år sedan i och med att premiärminister Abe tillträdde. Vi har under sommarmånaderna sett en konsolidering av JPY, sannolikt främst som en reaktion på försvagningen under slutet av 2012 och början av 2013.

Alla dessa tre valutor (USD, EUR och JPY) kan dock komma att stärkas om vi får en turbulent höst med stor oro kring Syrien, Egypten eller övriga regionen. Främsta skälet till en förstärkning är att de utgör så kallade "safe havens", säkra hamnar, när tiderna är oroliga. De erbjuder en hög likviditet som prioriteras av investerare världen över. En trendmässigt svagare JPY är dock troligt.

Brittiska pundet (GBP) har sedan 2008 (GBP/USD 2,05) försvagats till nivåer på cirka 1,55 mot USD. Den brittiska ekonomin har sedan finanskrisen visat på en svag utveckling, de tecken på återhämtning som syns under sommaren är däremot uppmuntrande. Vi bedömer att den stimulerande penningpolitiken kommer att bestå, och att GBP fortsätter att vara svagt under kommande ett och ett halvt åren. Förväntade nivåer i december 2015 GBP/USD 1,48, EUR/GBP 0,81 och GBP/SEK cirka 10,12.

Den norska kronan anses fortfarande vara undervärderad med hänsyn till stark fundamenta. Samtidigt försöker den norska centralbanken att motverka en allt för snabb appreciering. Ökande aktivitet i ekonomin och stigande inflation tvingar sannolikt centralbanken att börja höja sin styrränta under sommaren 2014. SEB prognos för EUR/NOK ligger på 7,70 i slutet av 2014, och en ytterligare marginell förstärkning under 2015 till 7,65.

Turbulens i Emerging Markets-valutorna

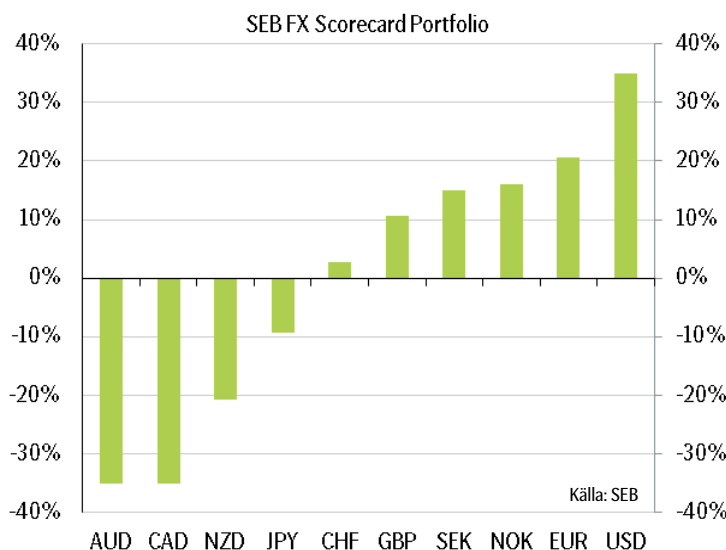
Tapering-diskussionerna i USA försvagade Emerging markets-valutorna rejält. Indiska rupien förlorade cirka 25 procent i värde mot USD under sommaren. Stimulanspolitiken har nått vägs ände i EM och borde ersättas av reformer i ekonomierna för att få fart på tillväxten. En del av länderna brottas med stora underskott i bytesbalansen. För Kinas del försöker ledarna att få till en övergång från export och investeringsledd tillväxt till en ekonomi som mer baseras på inhemsk konsumtion. De har stor chans att lyckas eftersom Kina har en stark bytesbalans.

SEB FX Scorecard

SEB FX Scorecard Index är ett så kallat Total Return index och det mäter avkastningen på en valutastrategi/valutaportfölj som köper eller säljer i tio av de mest handlade världsvalutorna. Valutorna som ingår i strategin är USD, EUR, JPY, GBP, AUD, NZD, SEK, NOK, CHF och CAD.

FX Scorecard är en produkt framtagen inom SEB. Varje valuta betygsätts utifrån 10 olika faktorer som SEB:s valutaanalys-team bedömt som viktiga.

Utfallet av betygssättningen avgör vilka valutor som skall köpas respektive säljas. Den relativa styrkan i betygssättningen avgör sedan storleken på den enskilda positionen. Värt att nämna är att exponeringen tar hänsyn till varje valutapars volatilitet så att de med lägre volatilitet ges en något större exponering. SEB FX Scorecard index är baserat på svenska kronan. Det innebär att vinster och förluster till följd av värdeförändringar definieras i SEK. Modellportföljen justeras i normalfallet en gång per månad då FX Scorecard index uppdateras. Effekten av den nya sammansättningen träder ikraft från och med den andra bankdagen i varje ny månad.



FX SCORECARD

Grafen visar SEB FX Scorecard portfolio efter den senaste rebalanseringen som SEB:s valutateam gjorde i september. Efter förändringen är de största enskilda positionerna att man köpt USD, sålt AUD och CAD. Efter vårens och sommarens inledande oro har den negativa positionen i JPY minskats något.