

Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Förhoppningarna
kräver bevis

DECEMBER 2013



S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Från BRIC till C	10
Tema: Nya värden i nya världen	13

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning	16
Nordiska aktier	18
Globala aktier	22
Räntor	24
Hedgefonder	26
Fastigheter	28
Private Equity	30
Råvaror	32
Valutor	34

Denna rapport publicerades den 3 december 2013

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 26 november 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.



Förhoppningarna kräver bevis

Tillväxten i världen är på väg att lyfta, men det går sakta och förhoppningarna är just nu större än bevisen i många fall. Aktiemarknaderna har i viss mån tagit ut segern i förskott.

Man brukar säga att marknaden är en konjunkturindikator som ligger 6-8 månader före den reala ekonomin. Om vi för ett ögonblick låter den reala ekonomin representeras av företagets vinstprognoser kan man konstatera att de i stort sett ligger still samtidigt som börserna stiger, ur det perspektivet verkar talesättet stämma. För skeptikerna blir det lite väl spännande, marknaden har hamnat i limbo där förväntan uttrycks i kursutvecklingen och den reala utvecklingen uttrycks i termer av vinster. Detta gap kan med goda skäl göra många nervösa. Vi analyserar detta vidare i vår nordiska aktietext.

Emerging Markets har med snabb tillväxt varit ett investerings-tema under lång tid. Nu ser bilden annorlunda ut. Begreppet BRIC bryts isär och kvar står ett ensamt men starkt C...

Förutsättningarna för Emerging Markets (EM)-investeringar är på väg att förändras. Den återhämtningsfas vi nu är inne i har lite annan karaktär än de tidigare. Efter finanskrisen 2008 leddes återhämtningen delvis av att Kina ökade sina investeringar kraftigt. Det blev fortsättningen på den konjunkturuppgång som drev råvarupriser under hela början av 2000-talet. Investeringar i utvecklingsländer i tung infrastruktur var en av de viktiga faktorerna bakom konjunkturuppgången.

Man kan säga att vi gått igenom tre faser i EM-historien. Första fasen fram till 1997-98 med snabb uppbyggnad, outsourcing av tillverkning till nya länder och snabb industrialisering ledde till svaga statsfinanser och en finanskris när Ryssland och delar av Asien fick allvarliga problem.

Fasen efter, med den snabba uppbyggnaden av tunga råvaruintensiva investeringar, skapade i viss mån också finansiell

sårbarhet i termer av obalanser i handelsströmmarna, bytesbalansunderskott med mera, för en del länder.

Nu är vi i en mognare fas, vi kommer inte att se samma snabba uppbyggnad och vi har inte samma tryck i råvarusektorn. Vi är framme i en fas när man inte längre kan tala om EM som en enhet, utan varje land, dess valuta och aktiemarknad måste värderas mer på egna meriter. Därför skriver vi ett tema om hur BRIC numer kanske "bara" är C.

Slutet av 1990-talet och inledningen av 2000 gav oss en av de största bubblorna i historien, IT-bubblan. Vad har hänt sedan dess? Unga snabbväxande innovativa bolag som hanterar möjligheten att skriva 140 tecken på en dator får miljardvärden är numer en del av vår verklighet, och denna behöver hanteras och värderas.

Vi har tittat närmare på den "nya" ekonomin. Tillväxten är mycket stark och till skillnad mot tiden vid millennieskiftet bärs tillväxten denna gång av ett förändrat beteendemönster hos konsumenterna. Idag är det naturligt att konsumera, låta sig underhållas och hantera sin vardagsekonomi via internet och de kanaler som finns där. Nya varumärken med extrem räckvidd och i många fall lönsamhet skapas regelbundet. Vi tittar närmare på fenomenen, drivkrafterna och ser vad som kan vara verkliga värden i den nya världen.

Det finns en del att fundera på idag. En del gamla mönster är intakta och nya tillkommer. Ingen tid är den andra identiskt lik, även om likheten i flera fall ändå är påtaglig. Innovation och behov skapar tillsammans tillväxt och värden, eviga krafter som vi kan reflektera över och identifiera i väntan på att konjunkturen hinner ikapp aktievärderingarna.

HANS PETERSON
Global Head of Asset Allocation



Marknaderna stöttas av god likviditet

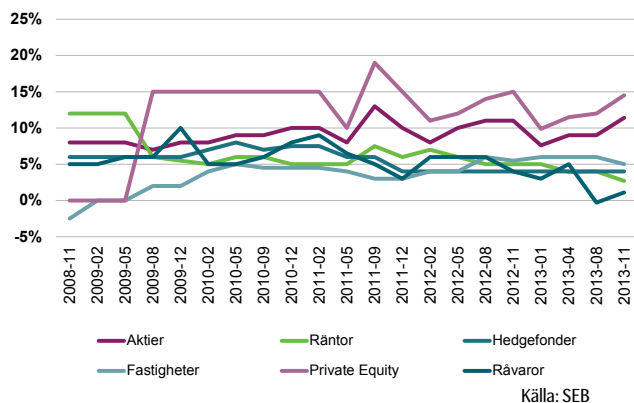
I en förenklad analys behövs tre saker för att driva en marknad: Konjunkturstabilitet, helst med positiva förtecken, god tillgång på likviditet och rimlig värdering. Dagens marknader drivs till stor del av den mycket goda tillgången på likviditet och prognoserna om en bättre konjunktur. Det i sin tur driver upp värderingarna i många fall. Denna numer höga värdering har dock inte rubbat aktiemarknadens stabilitet nämnvärt, och det säger en hel del om hur solid likviditetssituationen är. Efter att amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), med den tillträdande chefen Janet Yellen, ytterligare förstärkt sitt åtagande att hålla igång de kvantitativa lättnaderna (QE) har marknaderna fått än mer stöd och trenden uppåt är intakt.

Bäst utveckling ser vi för tillgångar med låg konjunktürkänslighet, aktier med stabil intjäning och som alternativ till dessa företagsobligationer som ger avkastning. Mer konjunktürkänsliga marknader som Emerging Markets och råvaror släpar i viss mån efter. Detta utvecklingsmönster kommer sannolikt att fortsätta tills vi får tydligare bevis på starkt konjunktur, och/eller att Fed kommunicerar ny inriktning på QE-politiken, de kvantitativa stimulanserna.

FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER

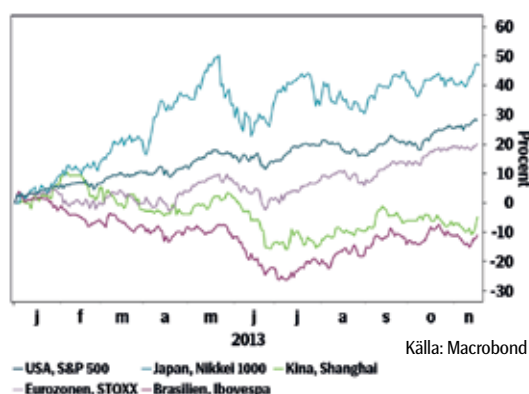
Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House view och bygger på vårt makrosenario (se sid 16). Förväntningarna gäller de kommande 12 månaderna.

TILLGÅNGSSLAG	FÖRVÄNTNINGAR KOMMANDE 12 MÅN		KOMMENTAR
	AVKASTNING	RISK	
AKTIER	11,5%	10,5%	Förväntad risk och total avkastning för globala aktiemarknaden mätt med MSCI World All Countries i lokal valuta.
Räntebärande Obligationer	2,5%	4,0%	Prognosen avser en snittduration på 5,5 år (T-bonds 7 år och High Yield 4 år). Kassa är i detta fall att likställa med avkastningen riskfritt, statsskuldväxlar exempelvis.
Kassa	1,0%	0,0%	
Hedgefonder	4%	4%	Prognosen för risk och avkastning baseras på HFRX Market Neutral Index.
Fastigheter	5%	12%	Prognosen för risk och avkastning baseras på EPRA Index.
Private Equity	14,5%	13,6%	En betajustering av globala aktier, mätt som utveckling på LPX50 Total Return och MSCI World AC LOC de senaste sju åren.
Råvaror	1%	9%	Förväntad risk och total avkastning för Dow Jones UBS Commodity Index med viktningen Energi 33%, Industrimetaller 19%, Agrikultur 36%, Ädelmetaller 13%
Valutor	N/A	N/A	Används som avkastningskälla i vår förvaltning. Våra prognoser (12 mån framåt) på de mest centrala valutaparen är: EUR/USD 1,25 (-7,1%), EUR/SEK 8,40 (-6%) och USD/SEK 6,72 (+1,1%)



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

Sedan förra utgåvan av *Investment Outlook* (utgiven 17 september 2013) har vi gjort justeringar främst för valuta, vi använder det som avkastningskälla, men ger inte prognoser för själva tillgångsslaget. Däremot har vi prognoser för de viktigaste valutaparen (se tabell på föregående sida),



SOLID LIKVIDITETSSITUATION DRIVER VÄRLDENS BÖRSER

Trenden uppåt på världens aktiemarknader håller i sig, där mönstret att marknader med lågt konjunkturberoende går starkast och råvaruberoende konjunkturkänsliga marknader som exempelvis Kina släpar efter.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING

- Konjunkturen framöver kommer att drivas av konsumenter**
 Vi kommer inte att ha samma typ av investeringsdrivna konjunktur som tidigare. Konsumtionsefterfrågan kommer att vara en drivkraft som gör att väldiversifierade aktiemarknader och länder kommer att vara i fokus.
- När Federal Reserve (Fed) minskar sitt stöd ändras förutsättningarna**
 Alla faser då Fed justerar sin penningpolitik ändrar förutsättningarna för finansmarknaderna. Främst påverkas obligationsmarknaderna och valutor. Maj 2013 var genrepet och efter årsskiftet är det sannolikt dags igen, när "tapering" ska verkställas. Dock gäller att nedtrappning av stimulanser i grunden är en bekräftelse på tillväxt.
- Investeringskonjunkturen är långsam, bör accelerera**
 Vi har haft en långsam ökning av investeringar under den senaste tiden, samtidigt som företagen och privatpersonernas behov sannolikt inte har minskat, utan snarare byggts upp. För de marknader som har en del investeringstung industri kan det bli ett intressant spelkort nästa år.
- USA har blivit högt värderat – Kina agerar**
 Marknaden diskonterar konjunkturuppgången och driver upp kurserna ganska högt, inte minst i USA. Där var vinsterna också okej under tredje kvartalet. Det rimliga mönstret nu är att Europa och delar av Asien (Kina) kommer i fokus då dessa gynnas av ökad handel och visar allt bättre vinsttillväxt.
- Positiv utveckling ökar möjligheterna för hedgefonder**
 Behovet av att balansera aktieinnehaven i portföljerna är fortsatt stort och obligationsmarknaden har med dagens ultralåga räntenivåer blivit mindre attraktiv. Räntorna bör röra sig uppåt och sannolikt behöver vi använda hedgefonder för att riskbalansera portföljerna. Strategier som bygger på starka underliggande marknader kommer att vara i fokus.
- I grunden befinner vi oss i en långsiktig aktiefas**
 Med låga räntor och en fundamentalt starkare ekonomi och delvis förbättrad skuldsättning i USA kommer aktiemarknaden under lång tid att vara den primära avkastningskällan. Det blir volatil och värderingarna börjar i en del fall bli kännbart höga.
- Valutamarknaderna kommer att ge möjligheter**
 Volatiliteten på valutamarknaden ökar, USD bör förstärkas när Fed minskar QE, en del EM-valutor har blivit sårbara och JPY kan falla ett steg till. Det går att se kombinationer här som gör valutor intressant.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	Aktier kommer på sikt gynnas av en synkroniserad global tillväxt och positiva flöden. Värderingen av aktier har kommit upp och vi behöver bekräftelse på tillväxt i form av högre vinster för att få en fortsatt uppgång. Vi fokuserar på Europa och Asien i våra portföljer. Dessa regioner har lägre värdering än den amerikanska marknaden. Med en hög andel cykliska bolag bör dessa börser prestera bra när konjunkturen tar fart.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Historiskt låga räntor på statsskuldväxlar och statsobligationer i Developed Markets (DM) gör räntebärande statspapper oattraktiva för placerare som jagar ränta. High Yield-marknaden (HY) och Emerging Markets Debt (EMD) erbjuder betydligt högre effektivräntor. Med beaktande av riskbilden är HY mycket attraktivare än EMD.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Den ökade riskaptiten och minskade korrelationen mellan tillgångsslag har skapat bättre förutsättningar för hedgefonder att generera avkastning. I denna miljö gynnas strategier som bygger på fundamental analys men även relative Value strategier och Event driven strategier. Vidare ger en bättre konjunktur stöd åt makro strategier.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Vi har en positiv grundsyn men beaktat den senaste tidens ökade räntekänslighet samt brist på investeringsalternativ ställer vi oss avvaktande till tillgångsslaget.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	Transaktionsmarknaden har under året fortsatt att förbättras, vilket har bidragit till att allt fler PE-bolag realiserar mogna portföljbolag. Den starka kopplingen till finanssektorn bidrar till att vi har en positiv syn på tillgångsslaget.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Begränsad avkastningspotential för råvaror under 2014. Industrimetallpriserna har störst uppsida till prognos men terminskurvornas lutning minskar potentialen. Vi räknar med odramatisk oljeprisutveckling men geopolitiska oroshärdar har potential att kraftigt påverka priset.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	De stora valutorna USD, EUR och JPY styrs i huvudsak av centralbankernas penningpolitiska kurs. Massiva tillgångsköp av BoJ sänker JPY, fler lättnader från ECB får EUR att falla, medan Feds politik först håller USD svag, för att sedan bidra till att den stärks.

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

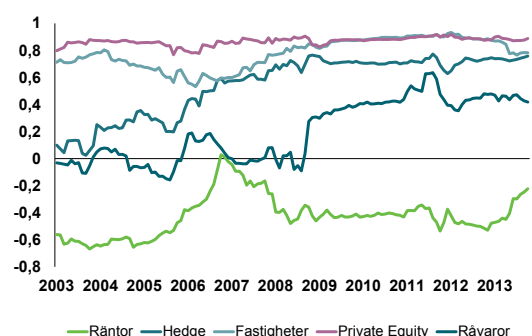
Källa: SEB

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

HISTORISK KORRELATION (2003-11-30 TILL 2013-10-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror
Aktier	1,00					
Räntor	-0,32	1,00				
Hedge	0,70	-0,33	1,00			
Fastigheter	0,83	-0,09	0,57	1,00		
Private Equity	0,87	-0,29	0,70	0,87	1,00	
Råvaror	0,35	-0,22	0,67	0,30	0,41	1,00

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD



Historiska värden är beräknade utifrån följande index:

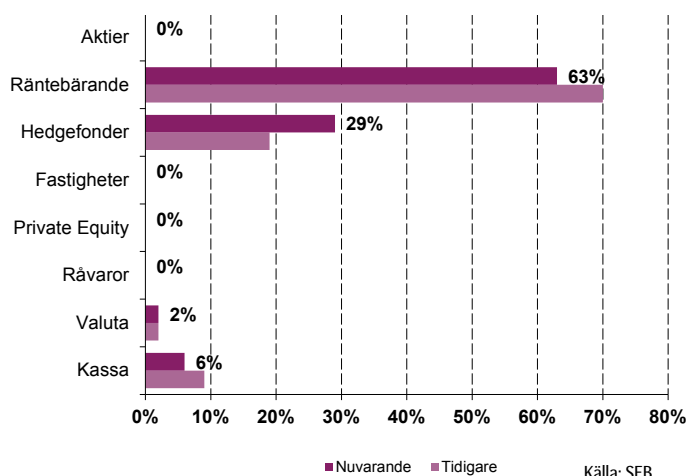
Aktier – MSCI AC World EUR, Räntor – JP Morgan Global GBI EUR, Hedgefonder – HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter – SEB PB Real Estate EUR, Private Equity – LPX50 EUR, Råvaror – DJ UBS Commodities TR EUR.

Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM I TRE RISKNIVÅER – FÖRDELNING AV TILLGÅNGSSLAG

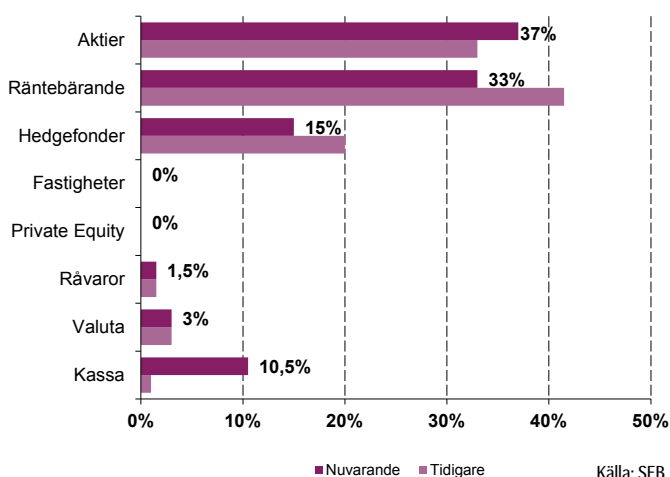
MODERN PROTECTION

Dagens ultralåga räntemiljö med exempelvis tyska 2-åriga statsobligationer på 0,1 procent innebär att vi måste ta risker för att kunna hålla avkastningen i nivå med inflationen. Med fortsatt risk för stigande räntor ligger fokus alltså på ränteriskneutrala placeringar. "Absolute Return"-förvaltare hade svårigheter att navigera under tapering-orn i maj, och i skrivande stund minskar vi allokeringen till Absolute Return från 35 till 26 procent. Istället investerar vi i Credit Long/Short, som inte fokuserar på relativa ränterörelser, utan mer på fundamentala bolags- och statskrediter. Inom High Yield har vi minimerat räntekänsligheten genom att avyttra "normal" High Yield (2,5 procent), och detta block består nu endast av Short Duration High Yield och Leveraged Loans (11,5 procent). Vi har även sålt vår asiatiska valutaexponering (2 procent).



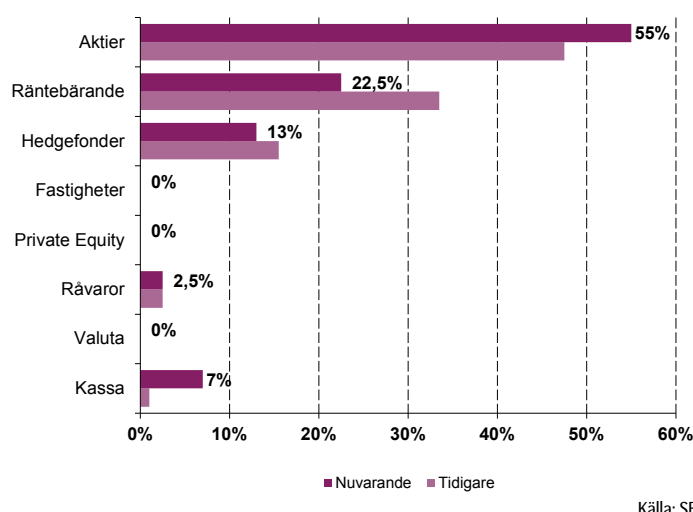
MODERN GROWTH

Även om tapering inte är ett omedelbart hot mot risktillgångar, kommer minsta antydning till nedtrappning att få konsekvenser på finansmarknaderna. Effekterna är svåra att förutse, men sannolikt kommer tillgångar som drabbades i senaste tapering-orn få en tuff period igen. Det innebär stigande räntor, starkare USD och svagare EM-valutor. I Modern Growth har vi fortsatt att minska ränterisken genom att minska "normal" High Yield från 10 till 2 procent, samt sålt innehaven i EM Debt (2 procent) och asiatiska valutor (2 procent). Samtidigt tittar vi på "nya" tillgångsslag som kan ge likvärdiga avkastningsströmmar, men som är mindre korrelerade, såsom katastrofobligationer. Vi har under hösten gradvis ökat exponeringen mot cykliskitet genom framför allt europeiska aktier som nu uppgår till 11 procent.



MODERN AGGRESSIVE

Vi har under hösten arbetat med att göra Modern Aggressive till en ännu mer spetsig portfölj, och i ett första steg har vi börjat ta mer taktiska positioner mot Europa via ETF:er. Aktier uppgår nu till cirka 55 procent, varav exponeringen mot Europa är 14 procent. I likhet med de övriga programmen har vi även minimerat ränterisken genom att sälja "normal" High Yield och minskat valutarisk genom avyttring av EM Debt. Det finns utrymme för något mer risktagande i portföljen som helhet, men för tillfället är vi taktiskt avvaktande. Kassan är tillfälligt hög på grund av pågående analys kring "nya" tillgångsslag.





Från BRIC till C

För drygt 10 år sedan myntades begreppet BRIC och stråkastarna riktades mot de fyra största ekonomierna i Emerging Markets-sfären, och allt fler BRIC-fonder lanserades på marknaden. Men hur stor är relevansen idag att bunta ihop dessa fyra aktiemarknader? Vår analys påvisar att så inte är fallet, eftersom BRIC-ländernas ekonomiska förutsättningar anno 2013 ter sig väldigt olika.

Det var en gång i början på det nya millenniet en grupp länder i Emerging Markets-sfären (EM) som dåvarande analyschefen på Goldman Sachs, Jim O'Neill, gav samlingsnamnet BRIC i analysen "Building Better Global Economic BRICs". Det som förenade dessa ekonomier - Brasilien, Ryssland, Indien och Kina - var att de i EM intog de fyra första platserna i ekonomisk storlek mätt med bruttonationalprodukten, BNP (köpkraftskorrigerat, PPI). I övrigt fanns det inte många likheter länderna emellan, vare sig ekonomiskt, socialt eller politiskt.

Sedan 2001 - när Jim O'Neill myntade begreppet BRIC - har ländergruppens andel av världens BNP ökat från drygt 23 procent till idag närmare 29 procent. Kinas ekonomi har vuxit snabbast under perioden (BNP har ökat 272%), följd av Indiens (147%), Rysslands (93%) och Brasiliens (62%). Jämfört med de prognoser Goldman Sachs publicerade för drygt 10 år sedan har Kinas och Indiens BNP-tillväxt varit överraskande stark, medan Rysslands och Brasiliens ekonomier vuxit långsammare än väntat. Den ekonomiska expansionen i BRIC under denna period har på ländernivå haft olika sammansättning och drivkrafter. Gemensamt har dock varit stora bidrag till BNP-tillväxten från samtliga produktionsfaktorer, främst produktiviteten, men också från realkapitalet (investeringar) och arbetskraften.

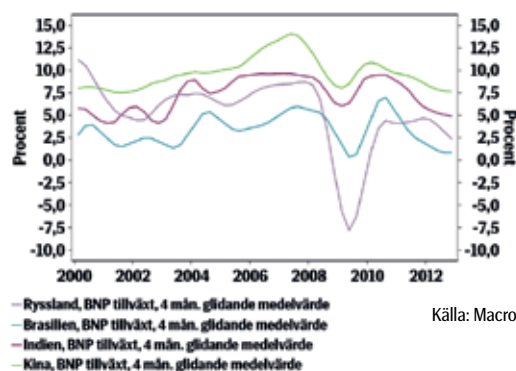
BRIC:s snabba framfart har satt tydliga spår i den globala ekonomin. Under första decenniet på det nya millenniet steg många råvarupriser med besked i spåren av ökad efterfrågan, när inte minst Kina i stor skala byggde ut landets infrastruktur. Detta gynnande råvaruproducerande EM-länder såsom Brasilien och Ryssland, liksom många afrikanska stater.

Den tilltagande industrialiseringen i lågkostnadsländer i EM med delar av BRIC i spetsen ledde till en accelererande

jobbtillväxt - från 1980 till 2010 steg antalet jobb utanför jordbruket med 900 miljoner i EM, mot en ökning på 160 miljoner i DM (Developed Markets) - samt till en tilltagande pris- och kostnadspress på industrivaror. Den internationella konkurrenskraften för EM-länder stärktes påtagligt, och dessa tog i hög utsträckning tillvara på de möjligheter som världshandeln erbjöd. Detta speglades i växande handelsöverskott i EM på DM-områdets bekostnad. För BRIC:s del ökade andelen av världshandeln från 6 procent år 2000 till 15 procent 2010.

I BRIC kulminerade tillväxttakten 2007 - på tröskeln till den globala finans- och konjunkturkrisens utbrott - när Kinas BNP steg drygt 14 procent, Indiens drygt 10 procent, samt Rysslands och Brasiliens 8,5 respektive drygt 6 procent. I den vevan svarade faktiskt BRIC för hela 2/3 av världsekonomin tillväxt. Därefter har emellertid en markerad nedväxling inträffat. BRIC:s andel av den globala BNP-ökningen hade 2012 minskat till knappt hälften - och under 2013-2014 kommer länderna enligt IMF:s (Internationella Valutafondens) aktuella prognos att i snitt växa mycket beskedligt historiskt sett: Kina med 7,5 procent, Indien med 4,5 procent, och Brasiliens respektive Rysslands siffror är 2,5 och 2,2 procent. Vad ligger då bakom denna negativa scenförändring för växtkraften i BRIC?

ÖVERLÄGSEN TILLVÄXTTAKT I KINA SEDAN 2000



BNP-tillväxten i Kina har genomgående varit högre än övriga BRIC-länders sedan 2000, och bakslaget vid konjunktur- och finanskrisen var mycket beskedligt. Chanserna att Kina ska fortsätta växa snabbast i denna grupp EM-länder är också goda.

Av allt att döma är det inte minst uppkomsten av strukturella problem sedan några år tillbaka som förklarar tillväxtens inbromsning i alla BRIC-länder. För det första har den demografiska trenden - en växande andel av befolkningen i arbetsför ålder - som länge gagnat ekonomiernas expansion nu vänt i Ryssland och Kina, länder där den tillgängliga arbetskraften numera minskar. Så blir fallet också i Brasilien inom några år. I Indien, däremot, växer arbetskraften under ytterligare ett par decennier. För det andra förefaller de olika tillväxtstrategierna i samtliga BRIC-ekonomier samtidigt ha börjat tappa energi.

I Brasilien grundlades ekonomins framgångar när de av president Cardoso lanserade marknadsreformerna ihop med kraven på ökad fiskal disciplin och ökat inflationsfokus för centralbanken drevs vidare av hans efterträdare Lula, som tillträdde 2003. Dessutom drog den brasilianska ekonomin mycket nytta av de då höga råvarupriserna. Efter en tid avtog dock reformtakten, och tillväxten drevs allt mer av expansiv finanspolitik och ökad bankutlåning till hushållen, allt mindre av investeringar och export. Sammantaget brottas Brasilien idag med stora makroekonomiska obalanser i form av hög inflation, dålig konkurrenskraft, samt på tok för lite sparande och investeringar.

Ryssland präglas alltjämt av sitt stora stort oljeberoende, vilket rejält gynnade ekonomin för 5-10 år sedan, något som dock i dagens värld med stabilare oljepris riskerar att bli mer av en akilleshäla. Andra delar av det ryska näringslivet har dåligt företagsklimat liksom högt kapacitetsutnyttjande med åtföljande inflationstryck, varför behovet av strukturella reformer är akut. Det är dock tveksamt om sådana sjösätts innan tillväxten trendmässigt växlat ned, och statsfinanserna varaktigt skiftat från svarta till röda siffror.

Liksom andra EM-länder gynnades Indien av export-boomen i början av det nya millenniet, men flera strukturproblem har nu gjort sig tydligt påmind. Till dessa hör överregleringar av arbetsmarknaden och många varumarknader, finanspolitiska satsningar inte på investeringar och infrastruktur utan på rösfiskande bidrag/skattesänkningar ägnade hushållen, samt en oförmåga att kontrollera inflationen med åtföljande tvära penningpolitiska kast.

Efter en mer än decennielång fantastisk ekonomisk resa innebär det aktuella bytet av strategi från investeringar och export och i riktning mot privatkonsumtion att Kinas tillväxt växlar ned. Andra utmaningar som nu ligger på de kinesiska myndigheternas bord är att stävja den på sina håll höga skuldsättningen, risken för briserande spekulationsbubblor i bostadssektorn, och det demografiska trendskiftet. Dessa utmaningar och många andra adresseras emellertid i beslut tagna vid partikongressens tredje plenum, som ägde rum i november. Bland de 60 preciserade punkterna finns bland andra en förändring i ett-barns-politiken, stärkandet av marknadskrafternas roll i resursallokeringen, och fortsatta finansiella reformer.

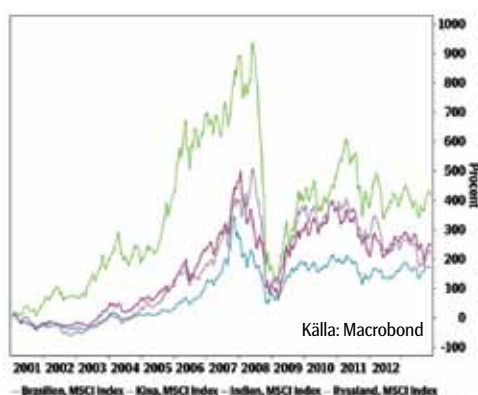
Även om strukturella faktorer gjort att samtliga BRIC-länder tappat växtkraft, ter sig således de samhällsekonomiska förutsättningarna idag väldigt olika för länderna. Detta intryck förstärks av vår makromodell, vilken baseras på jämförelser mellan ekonomiers tillväxt, inflation, statsfinansier och bytesbalanser 2013-2014, samt aktuellt konjunkturmomentum och makroekonomiska

risker/ möjligheter. Modellen rankar Kina långt före Ryssland, och i botten återfinns Brasilien och Indien.

På makroekonomiska grunder är det därför kanske dags att nu gå från BRIC till C? Men vad säger en aktiemarknadsjämförelse?

Börserna i samtliga fyra BRIC-länder hade en mycket stark kursutveckling mellan 2001 och sommaren 2008, för att hösten 2008 falla fritt i samband med Lehman-kraschen. Börserna rörde sig synkroniserat uppåt under åren 2001-2008, men Ryssland var den marknad som överlägset drog ifrån de andra. Den börsen rasade sedan brant under finanskrisen. Efter kraschen återhämtade den ryska aktiemarknaden delar av fallet, för att nå en ny topp 2011. Sedan dess har den dock tappat i värde. Brasiliens och Indiens börser gick bra 2009 och 2010, medan Kinas halkade efter.

BÖRSKURVORNA HAR BÖRJAT SPRETA ISÄR



BRIC-ländernas börser rörde sig uppåt i ett likartat mönster, och utvecklades mycket bra under perioden 2001 till 2008. Ryska marknaden gick överlägset bäst, men föll som en sten vid finanskrisens kulmen hösten 2008. Efter två relativt starka år 2009 och 2010 har börserna i BRIC haft det motigt, och kurskurvorna följer inte varandra på samma sätt som i början på 2000-talet.

Från 2001 fram till idag har den ryska börsen - trots stor volatilitet - presterat bäst avkastning, drygt +500 procent mätt i USD. Därefter kommer börserna i Indien och Brasilien. Kinas kommer sist med +250 procent i USD.

I år har BRIC-börserna haft det motigt, sämst har det gått för den brasilianska, som har tappat drygt 20 procent räknat i SEK. Börserna i Indien, Ryssland och Kina är också på minus i svenska kronor sedan årets början.

BRIC-länderna har alla tagit större andelar av MSCI Emerging Markets Index under perioden 2003 till 2013. Indien har ökat minst, Kina står för den största ökningen, från 7 till 19 procent. Sammantaget har de fyra börserna sedan 2003 ökat sin vikt från 25 procent av MSCI EM till idag 43 procent. I världsindex (MSCI AC) uppgick vikten till 1,2 procent 2003, att jämföra med nuvarande 4,8 procent.

När det gäller värdering framstår den ryska börsen som billigast med ett P/E-tal för 2014 på 5,4. Ryssland har emellertid alltid haft en låg värdering på grund av den stora andelen börsnoterade råvarubolag, vilka brukar handlas på låga multiplar. Den

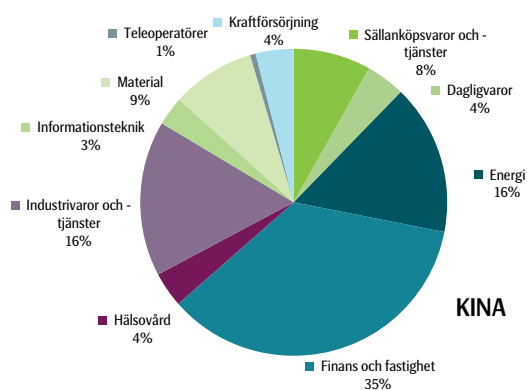
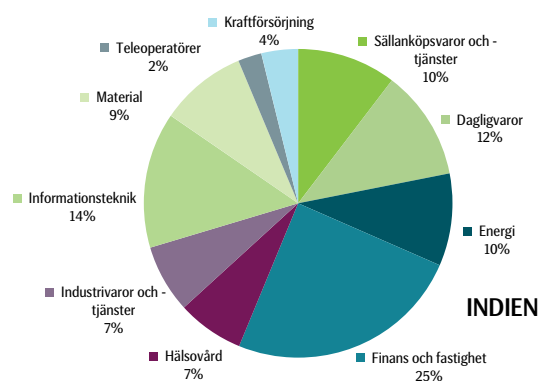
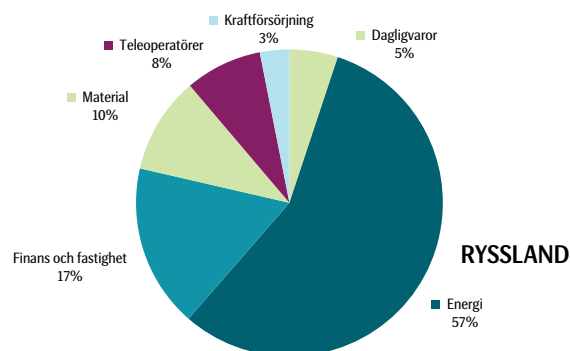
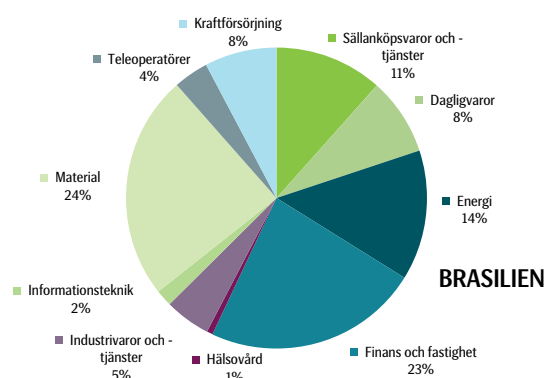
förväntade vinsttillväxten i Ryssland är negativ för 2013 och 2014, något som också förklarar den låga värderingen. Investe-
rarnas förväntningar på de ryska bolagen är med andra ord lågt
ställda. Avkastning på eget kapital (return on equity, ROE) för
de ryska företagen samsas i botten med brasilianska bolags.

Indiska börsen är idag den dyraste av de fyra med P/E på 13,5
för 2014. Vinsttillväxten för bolagen i landet ter sig dock attrak-
tiv. Indiska företag levererar också bäst ROE på drygt 17 procent.
Brasiliens P/E tal ligger på 10,9 för 2014, med en hygglig vinst-
tillväxt för i år och nästa år. Den kinesiska börsen handlas på P/E
8,5 med en stabil vinsttillväxt på 10 procent, vilket får betraktas

som attraktivt, och bolagens ROE ligger på 15,5 procent, näst
bäst efter Indien. BRIC-börsernas värdering sammantaget - P/E
på 13,7 för 2014 - är lägre än värderingen mätt med hela världs-
index.

Vinstrevideringarna är intressanta eftersom de indikerar trend-
riktningen. Revideringarna är för närvarande svagt positiva i
Kina, en negativ trend präglar i Brasilien och Indien, medan de
ryska estimerarna sänkts på sistone. Vinstrevideringarna ihop
med låg värdering och bra underliggande vinsttillväxt talar till
fördel för kinesiska bolag. Slutsats: Från BRIC till C, alltså.

BÖRSINDEX SAMMANSÄTTNING 2013 VISAR ÖKAD VIKT FÖR FINANS UTOM I RYSSLAND



Börsindex sammansättning på sektornivå i BRIC har förändrats en del under resan sedan 2001. I Brasilien har konsumentre-
laterade branscher, finans och råvaror ökat sin andel, medan telekomoperatörer minskat kraftigt i vikt. Även i Indien och på
Shanghaibörsen har finans ökat i betydelse, för att nu dominera. Ryska börsindex består till två tredjedelar av energi, olja och
råvaror, i sig ett potentiellt problem.

Källa samtliga pajdiagram: Macrobond



Nya värden i nya världen

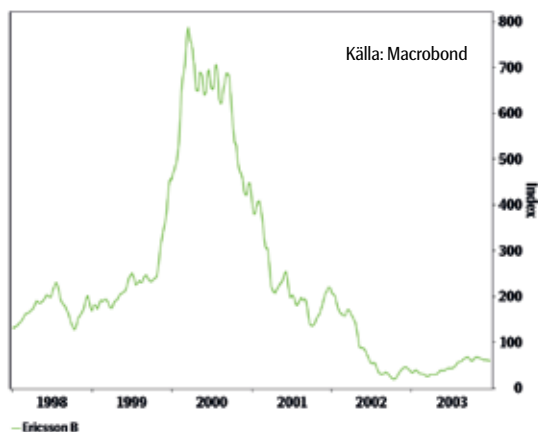
De senaste åren har vi upplevt en revolution, utan att riktigt ha reflekterat över vad som faktiskt har hänt. En ny familj av IT-relaterade bolag växer fram och i tider då smarta mobiltelefoner finns i var mans hand har nya tekniska möjligheter bildat nya konsumtionsmönster och därmed nya företagsidéer.

Vi börjar denna betraktelse med att backa bandet.

6 mars 2000. Börserna runt om i världen har rusat och då särskilt amerikanska tekniktunga Nasdaq. Svenska börsen, som under många år följt den breda amerikanska, har skiftat över till att närmare följa Nasdaqs utveckling. Allt som i bred bemärkelse har något att göra med "IT" rusar. Telekombolag som Ericsson och Nokia når nya kurstoppar liksom många mindre IT-relaterade bolag. Marknadsvärdet för IT-konsulter som Framfab och Icon Medialab växer dag för dag och kapitalförvaltare, som bekymrat sett värderingarna nå astronomiska höjder, mer eller mindre tvingas att försöka hänga med i rallyt.

Ericssons andel av den svenska börsen är som högst närmare 50 procent. Börsintroduktionerna var många och "alla" ville ha "IT-inriktning" på sina bolag, "alla" skulle börja med e-handel. Vi som var med minns fiaskot med Boo.com – en bubbla som sprack innan den ens hann blåsas upp. Så i mars 2000 började allt fler ifrågasätta värderingarna och marknaden började nyktra till. Kurskorrektionen startade med stor kraft och vi låter Ericsson utgöra exempel på denna: Från årsskiftet 1998/99 steg aktien från 174 kr till 826 kr, det vill säga med 374 procent. Därifrån föll kursen med som mest 98 procent och bolaget gjorde hösten 2003 en nyemission på 3 kr per aktie.

Det vi såg under denna period var ett praktexempel på en finansiell bubbla. Men vad har hänt sedan dess? En ny familj av IT-relaterade bolag växer fram. Med den gemensamma nämnaren – att internet, datorer, laptops, läsplattor och inte minst smarta mobiltelefoner har öppnat nya logistiska plattformar och möjligheter. Konsumtionsmönster har ritats om och affärsidéer har kommit och gått i spåren av nya tekniska möjligheter. Ett antal fenomen kan observeras och med dem ett antal unga ytterst framgångsrika företag, där de riktiga veteranerna bland bolagen är 15-20 år och många inte mer än 2-3 år gamla. Den ITustriella revolutionen går snabbt.



NÄR MARKNADEN VAKNADE KOM RASET

Diagrammet visar kursutvecklingen för den vid tiden i särklass största aktien - Ericsson (vägde närmare 50% av Stockholmsbörsen) från 1999 fram till nyemissionen 2003. Kursrörelsen var på intet sätt unik för IT- och telekombolagen vid denna tidpunkt.

Fenomen 1 - handel

E-handel är en del av IT-eran som har levt vidare och där vissa har bolag har upplevt en ny, mer fundamentalt driven vår. Vi har också sett närbesläktade affärsidéer som nätauktionssajterna frodas. Båda dessa branscher har ett förgånget långt tillbaka i tiden. Vem minns väl inte de traditionella postorderkatalogerna?

Det amerikanska bolaget Amazon är ett av världens största e-handelsföretag. Det grundades 1994 och har sedan dess utvecklat verksamheten från böcker till att omfatta flera varugrupper såsom hemelektronik, leksaker och spel. I Sverige har vi bolag som Adlibris, CDON, Dustin, Netonnet och Zalando. Och så alla resebolag, där en mycket stor del av försäljningen idag sker över nätet. Dessutom har idag varje butikskedja av rang en e-handelsverksamhet.

Nätauktionsfirmorna är en annan del av handeln som vinner mark och har förändrat såväl konsumtions- som handelsmönster. Vi återvinner, köper och säljer begagnade prylar som aldrig förr. Ebay grundades 1995 och är idag verksamt i över 30 länder.

På den svenska marknaden dominerar Blocket, som grundades 1996. Idag finns Blocket-konceptet i 40 länder. Det totala värdet som annonserades ut 2012 var 313 miljarder kronor, vilket motsvarar 9 procent av BNP. E-handeln har vuxit kraftigt och på tio år har omsättningen sjufaldigats. Användandet ökar också bland unga, vilket tyder på att fenomenet är här för att stanna. Konceptuellt ligger det också helt rätt i tiden med ökad återanvändning och minskad slit-och-släng-kultur.

Fenomen 2 – information och kommunikation

För att hålla ordning på allt som händer på nätet och kunna söka oss fram i informationsdjungeln kommer vi till fenomenet sökmotorföretag. Google är den klarast lysande stjärnan och så självklart att det har "verbifierats" – varje månad "googlas" det 12,7 miljarder gånger. Bolaget är med sina 15 år en veteran i branschen, men en ungdom jämfört med många andra bolag av samma storlek.

Fenomen 3 – spel och musik

Datorspelbranschen har tagit några riktiga sjumilakliv de senaste åren. Branschen fick ursprunglig kraft när hemdatorerna fick fäste på 1980-talet, men sedan dess har det hänt mycket. För tio år sedan dominerade fortfarande fysiska spel, som både skulle produceras och distribueras. Med de mobila plattformarna där spelen laddas ned i form av en "app" har affärsmodellerna ändrats radikalt. Små bolag kan snabbt och enkelt nå ut på världsmarknaden, vilket inte minst succéföretagen, finska Rovio och svenska Mojang är bevis på.

Rovio grundades 2003 och 2009 lanserades spelet Angry Birds. Sedan dess har en miljard nedladdningar gjorts, bolagets omsättning har vuxit till 152 MEUR 2012, vilket var en ökning med 101 procent från 2011. Vinsten blev 55,5 MEUR, en ökning med 64 procent från året innan. Intäkterna för konsumentprodukter (godis, mobilskal, mjukisdjur med mera) tredubblades och stod 2012 för 45 procent av Rovios totala intäkter. Mojang startade 2009, då också en betaversion av spelet Minecraft lanserades (full version av spelet släpptes 2011). 2012 omsatte bolaget

drygt 1,5 mdr och fortsätter att öka såväl omsättning som vinst i rask takt – och detta är siffror för ett företag som lanserade sin huvudprodukt för bara två år sedan. Denna typ av bolag har låga kostnader och får enorm utväxling på stora volymer, vilket bidrar till mycket god lönsamhet.

Musikbranschen är en annan bransch som förändrats kraftigt, med stort bidrag från internet. Bolag som Spotify och Pandora har erövrat musikvärlden och den tekniska utvecklingen gör att små företag och nya musiker, snabbt kan nå marknaden. Det behövs inte längre en stor, dyr logistik bakom lansering.

Fenomen 4 – sociala medier

Sist men inte minst sociala medier – definitivt en revolution för hur vi kommunicerar och för hur information sprids. Facebook grundades 2004 och har på bara några år erövrat den sociala medievärlden. Idag finns cirka 1,2 miljarder användare, vilket om det vore ett land skulle vara världens näst största efter Kina. Facebook har uppenbart revolutionerat såväl vår vardag som våra möjligheter att kommunicera och hålla kontakt över nationsgränser.

Instagram är veteranen bland de sociala nätverken för foton och lanserades 2010. Redan 2012 lade Facebook vantarna på bolaget, vilket tydligt visar på vikten av koppla samman olika typer av nätverk och hur viktigt det ur intäktsperspektiv är att följa användarna. Slaget om annonsintäkterna styrs av var konsumenterna finns i den digitala världen.

Mikrobloggen Twitter är en annan variant av nätverk som idag har omkring 232 miljoner användare. Även här har vi fått en "verbifiering" och idag "twittras" det flitigt, inte minst av många politiker, opinionsbildare och celebriteter inom musik och kultur. Några kända exempel i Sverige är Carl Bildt och Jonas Gardell. På den globala twitter-scenen har vi bland andra USA:s president Barack Obama.

LinkedIn har riktat in sig på professionella nätverk och har idag cirka 260 miljoner användare.

Gemensamt för alla dessa företag är att tillväxten har accelererat de senaste åren, bland annat driven av fortsatt teknisk utveckling, de mobila applikationerna. Genom att mobilen alltid är tillgänglig har användningsfrekvensen ökat markant.

Investerarperspektivet

Många nya bolag har växt fram på mycket kort tid och blivit globala världsföretag. Vissa är börsnoterade, andra inte. Vissa tjänar pengar, andra inte. Facebook har sedan börsintroduktionen 2012 haft en volatil kursresa, men efter en nedgång under noteringsåret har aktien i år nära nog fördubblats. Twitter börsnoterades i november i år och kursen har redan rusat dryga 50 procent, trots att många ansåg att introduktionskursen var högt satt. Det finns uppenbarligen ett investerarsug efter den här typen av bolag.

Så hur ska man se på detta som investerare? Värderingarna påminner i vissa fall om millennieskiftets IT-boom, främst genom att många bolag ännu inte tjänar pengar.

Intäktsmodellen för många av dessa bolag bygger främst på reklamintäkter, såväl för Google som för de sociala medierna.

Det här är också bolagens stora dilemma. Balansgången mellan användarvänlighet och mängden reklam är hårfin.

Den globala reklammarknaden är enligt Financial Times värd omkring 500 miljarder USD och av dessa har de största sociala nätverken cirka 7 mdr. Det är detta som optimisterna tar fasta på i analyserna, som ser stor intäktpotential framåt i takt med att denna andel förväntas öka. En ökad andel av reklamkakan är definitivt en av branschens tillväxtmöjligheter, men också dess begränsning och ett av skälen till att bolagen ständigt söker nya kunder/användare och gärna gör förvärv.

Landskapet ändras snabbt och med varje vinnare finns det ofta en förlorare. Som investerare är det lika viktigt att se på båda sidor av myntet. Om vi tar exemplet e-handel: Vinnare kan naturligtvis vara de mest framgångsrika e-handelsföretagen, men det är en bransch med låga marginaler så analysen är inte så enkel. Kanske är det istället den traditionella retailern, som lyckas kapitalisera på både traditionell handel och e-handel som blir vinnare? Eller kanske är det transport- och logistikföretagen som hanterar det snabbt växande antal paket som ska transporteras runt i världen? Enligt vår mening gäller det alltså att se dessa fenomen i ett bredare perspektiv och anlägga en tematisk ansats, snarare än att gå direkt på de specifika bolagen.

Ett tydligt mönster bland dessa nya IT-branscher är konso-
lidering, vilket skapar möjligheter inte bara för dessa bolags

grundare/ägare utan även för de investerare som tidigt lyckas identifiera uppköpsobjekten. Att investera i bolag enkom av skälet att man tror att det är en uppköpskandidat är dock sällan en tillräcklig analys för en lyckad avkastning.

Oavsett hur man som investerare ser på explicita investeringar i just dessa nya tekniska bolag och branscher, så är det mycket positivt för aktiemarknaderna runt om i världen att de fylls på med nya bolag. Under många år har trenden snarast varit att riskkapitalbolag dränerat börserna på välskötta bolag. Och även de innovativa bolag som aldrig når börsen, bidrar indirekt till att driva den tekniska utvecklingen och entreprenörskapet inom dessa områden till nya höjder. Kapital frigörs till kreativa grundare, som tenderar att i sin tur investera vidare i nya idéer.

En ITustriell revolution?

Det fanns de som trodde att internet var en fluga och att allt redan var uppfunnet för tjugo år sedan, men den tekniska utvecklingen fortsätter i hög takt, och vi kan vara helt säkra på att vi inte sett allt ännu...

Den industriella revolutionen i slutet av 1800-talet har gått till historien som en världsomvälvande teknisk utvecklingsfas. Den digitala världskartan har ritats om på bara 15 år. Och det vi har sett de senaste åren är sannerligen också en revolution, en ITustriell revolution.

BOLAG	AMAZON	APPLE	EBAY	FACEBOOK	GOOGLE	LINKEDIN	TWITTER
Grundades	1994	1977	1995	2004	1998	2003	2006
Börsnotering	1997	1980	1998	2012	2004	2011	2013
Kursutveckling sedan börsnotering	+24 071%	+13 690%	+2 583%	+22%	+845%	+380%	+58%
Kursutveckling 3 år	+101%	+67%	+67%	-	+72%	-	-
Marknadsvärde nov 2013 (MUSD)	165 960	463 365	65 234	115 696	341 540	25 814	23 277

Källa: Bolagsrapporter från bolagen ovan, Bloomberg



Världen vinner alltmer växtkraft

- *Världsekonomin har goda möjligheter att växa snabbare framöver*
- *Chansen till oväntat stark konjunktur hänger främst på USA, ekonomiskt-politiska händelser kan ge ett sämre scenario än väntat*
- *Tillväxten i DM accelererar, EM når inte upp till tidigare takt*

Vår kristallkula visar bra förutsättningar, inte minst fortsatt låg inflation, för en högre global tillväxt de närmaste åren, med USA iklädd ledartröjan. Möjligheterna för andra delar av världsekonomin att hänga på USA skiljer sig åt, både i industrilandsområdet OECD (DM, Developed Markets) och i Emerging Markets-sfären (EM). De konjunkturcykliska skillnaderna kommer därför att bestå framöver. I EM leder bland annat strukturella problem till att BNP-tillväxten inte når upp till tidigare gängse takt.

Chansen till en högre global tillväxt än i huvudscenariot hänger främst på om USA:s konjunktur blir överraskande stark (20 % sannolikhet). En svagare utveckling än väntat (25 %) torde i första hand bero på ekonomisk-politiska händelser, där nya finanspolitiska lösningar i USA kortsiktigt utgör den största risken.

Amerikanska tillväxten växlar upp med besked

Effekterna av oktobers finanspolitiska bråk bedöms bli små och tillfälliga på USA:s tillväxt, och inför nästa år finns det anledning att känna konjunkturoptimism. Skälen är bland andra en bättre arbetsmarknad, starkare balansräkningar hos hushållen, större investeringsbehov i företagen och mindre finanspolitisk motvind. Till den politiska bilden hör även deadline för en ny federal budgetuppgörelse den 15 januari nästa år, och för skuldtakets höjning någon gång i slutet av det första kvartalet. Troligen blir det politiska strulet mindre än i höstas. BNP bedöms växa drygt 1,5 procent i år och runt 3,5 procent 2014 och 2015. Bestående låg inflation samt viss kortsiktig osäkerhet om konjunkturen och finanspolitiken gör att Federal Reserve (Fed) nog avvaktar med nedtrappningen av sina månatliga obligationsköp, "tapering" till mars 2014. Styrräntan spås ligga kvar på 0,25 procent fram till hösten 2015.

Ryggsäck tynger Eurolands ekonomi

Eurolands ekonomi växer igen, men tyngs alltjämt av en ryggsäck innehållande stora skulder och hög arbetslöshet. Flera av krisländerna - i första hand Grekland och Portugal - torde behöva få uppmjukade lånevillkor, och eventuellt också ytterligare finansiellt stöd. Europeiska Centralbanken (ECB) får också fortsätta att hålla finanssystemet under armarna, liksom att stötta konjunkturen och mota deflations-olle i grind. Samtidigt gynnas Eurolands export av konjunkturuppgången i världen i allmänhet och i USA i synnerhet, samtidigt som budgetåtstramningarna i krisländerna blir mindre omfattande. BNP spås minska knappt 0,5 procent i år, och växa knappt 1 procent nästa år. Låg inflation och konjunkturoro var faktorer som fick ECB att sänka refinansräntan till 0,25 procent i början av november. Nästa ECB-steg blir av allt att döma mer likviditet till bankerna i form av ett nytt långfristigt lån (LTRO), och kanske också regelrätta obligationsköp i större skala (QE).

Brittisk styrka

Tredje kvartalets BNP-tillväxt i Storbritannien var den högsta på över tre år, och expansion kännetecknade såväl industrin som tjänstesektorn, byggandet och jordbruket. BNP-tillväxten bedöms bli knappt 1,5 procent i år, 2,5 procent 2014. Trots gott om lediga produktionsresurser har inflationen hängt sig kvar över Bank of Englands (BoE) mål på 2 procent, och det ser ut att dröja innan den hamnar därunder. BoE har därför ingen brådska att strama åt penningpolitiken. Styrräntan bedöms förbli 0,50 procent fram till slutet av 2015.

Norden - inget enhetligt konjunktrområde

Nordens ekonomiska utveckling fortsätter att spreta åt lite olika håll. I Sverige var tillväxten marginell under det andra kvartalet, men senaste tidens makrodata ger hopp om en acceleration. Pulsen i norsk ekonomi försvagades påtagligt under det första halvåret, men även där stundar bättre tillväxt under 2014. Dansk ekonomi är sedan ett halvår tillbaka inne i en starkare konjunktur, och förutsättningarna för att den tendensen står sig är goda. Finland, däremot, brottas med såväl cykliska som strukturella problem, och den uppgång som trots allt ser ut att komma blir påtagligt svag. Nordens BNP ökar 0,5 procent i år, och omkring 2,5 procent både 2014 och 2015.

Tydliga avtryck i ekonomin av Abenomics

Den nya politiken - Abenomics - har satt tydliga spår i japansk ekonomi. BNP spås växa knappt 2 procent i år och omkring

1,5 procent både 2014 och 2015. Momshöjningen i april och Bank of Japans exemplariskt stimulerande penningpolitik lyfter inflationen, vilket ger chans att bryta deflationsspiralen. När Abenomics inte hela vägen fram (strukturpolitiken felar) lurar stora statsfinansproblem runt hörnet, speglar i en statsskuld på närmare 240 procent av BNP. En åldrande befolkning med stigande kostnader för hälso- och sjukvård och utmanar också statsfinanserna.

EM-ekonomierna i Asien är på väg tillbaka

Signalerna från Fed i våras om en mindre stimulerande politik slog hårt mot många finansmarknader i Asien. Oron påverkade förvisso Kina i liten utsträckning, men Indien och Indonesien drabbades desto mer på grund av ekonomiernas stora obalanser och strukturproblem. Finansturbulensen har nu lagt sig, och regionen har börjat växa lite snabbare igen med draghjälp från högre efterfrågan både i omvärlden och på hemmamarknaderna. Det senare tack vare bättre arbetsmarknader, ordnade statsfinanser och lågt inflationstryck, som bäddar för fortsatt stimulerande penningpolitik på många håll. Regionens BNP-ökning spås bli kring 6 procent 2013 och 2014, lite högre 2015.

Tredje kvartalet accelererade Kinas tillväxt till 7,8 procent. Nu finns dock tecken på att infrastruktursatsningarna börjar mattas. BNP prognostiseras öka cirka 7,5 procent i år och nästa år och 7 procent 2015. Den indiska ekonomin torde - trots stora kvarvarande obalanser och hög inflation - däremot kunna öka takten framåt, och BNP växa drygt 4,5 procent 2013, cirka 5 procent nästa år och 5,5 procent 2015.

Motvind från flera håll i Latinamerika

Latinamerika har upplevt motvind från flera håll under 2013. Feds signaler i våras om mindre monetär stimulans drabbade inte minst Brasilens finansmarknader hårt. Den fallande realen har bidragit till att lyfta inflationen, som i sin tur föranlett en serie brasilianska styrräntehöjningar. De låga eller sjunkande råvarupriserna har samtidigt varit ett ekonomiskt sänke för många länder i regionen. Ett land som i flera avseenden klarar sig bättre är Mexiko. BNP i Latinamerika som helhet prognostiseras växa 3 procent i år, och 3-3,5 procent 2014 och 2015,

samtidigt som prisökningstakten gradvis bedarrar.

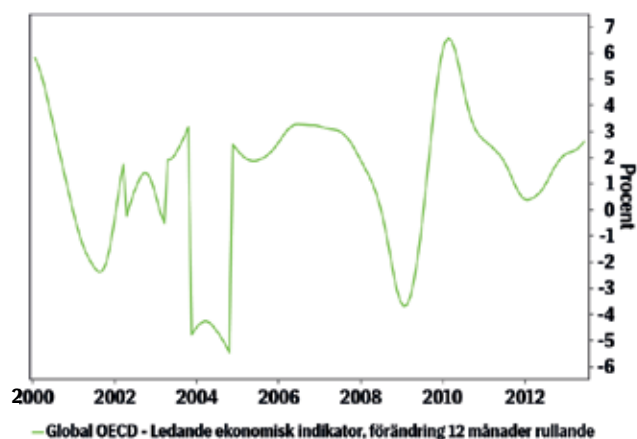
Utsikterna för Östeuropas ekonomi spretar isär

Flertalet ekonomier i Östeuropa har sedan i somras påbörjat en återhämtning. I täten finns den centrala regionen med draghjälp av ökad tysk efterfrågan och tack vare stigande privat konsumtion. I Polen och Tjeckien märks tydliga lyft för industrins inköpschefsindex, och den polska ekonomin står av allt att döma inför en betydande aktivitetshöjning. Även i de hårt pressade länderna i söder - såsom Bulgarien och Kroatien - har tillväxtutsikterna ljusnat en aning. Ryssland har däremot avvikit negativt. Rysk ekonomi har hittills i år bromsat in skarpt och på bred front, och uppväxlingen framöver blir beskedlig. Pristrycket i Östeuropa hålls i schack av stor ledig kapacitet (Ryssland undantaget) ihop med låga eller sjunkande råvarupriser.

Lettland och Litauen förblir i tillväxttoppen bland EU-länder tack vare inte minst växande privatkonsumtion. Tillväxten i den minsta baltiska ekonomin, Estland, slirar dock, och en återhämtning där är avhängt att efterfrågan från utlandet - framför allt Finland och Sverige - kommer igång. Nuvarande obefintliga inflation i Lettland och Litauen blir måttligt högre framöver. Likväl torde Litauen - som sista baltstat - kunna kvala in i eurozonen 2015. Lettland fick i våras/somras klartecken för eurointräde 2014.

Världen vinner alltmer växtkraft

Den globala ekonomin vinner nu alltmer kraft. Världens BNP spås öka drygt 3 procent i år, knappt 4 procent 2014 och drygt 4 procent 2015. EM-sfären växer förvisso alltjämt snabbast med en takt på drygt 5 procent per år 2014-2015. Men skillnaden i tillväxt mot DM-området minskar betydligt. Detta eftersom BNP i DM spås öka cirka 2,5 procent 2014 och 2015, efter årets dryga 1 procent.



KÄNSELSPRÖT PEKAR UT STIGANDE KONJUNKTURVÄG

Ledande indikatorn förebådar en fortsatt resa uppåt för konjunkturen i DM. USA leder uppgången. Även Storbritannien och mindre ekonomier visar god styrka. Eurolands ekonomi återhämtar sig också, dock i långsam takt. Japans ekonomi växer vidare, om än i beskedligare tempo.

Källa: Macrobond

Dyrt, men äntligen normalt

- Börsen upp 50 procent, vinsterna minus 15 procent
- Låga avkastningskrav, normal relativvärdering
- Ett förlorat år för bolagen, men det blir bättre 2014

På två år har Stockholmsbörsen gått upp med 50 procent, men hela uppgången och mer därtill kan förklaras med högre värderingar. Mellan 2011 och 2013 har börsbolagens vinster nämligen minskat med cirka 15 procent. Investerarna värderar idag varje vinstkrona som bolagen genererar till den högsta nivån på 10 år om vi bortser från 2009 då vinstgenereringen var extraordinärt nerpressad, vilket betyder att vinsträntan (vinsterna som andel av bolagens börsvärde) på 6,1 procent är ovanligt låg.

Högsta värderingen sedan 2007

Värderingen av bokfört eget kapital i börsbolagen kan ofta ge en annorlunda bild av värderingen än vinstrelaterade nyckeltal. Värderingen av eget kapital varslade 2006 om att förväntningarna på bolagens intjänning var på den högsta nivån sedan IT-bubblan punkterades, trots hög vinstränta, medan de som tit-

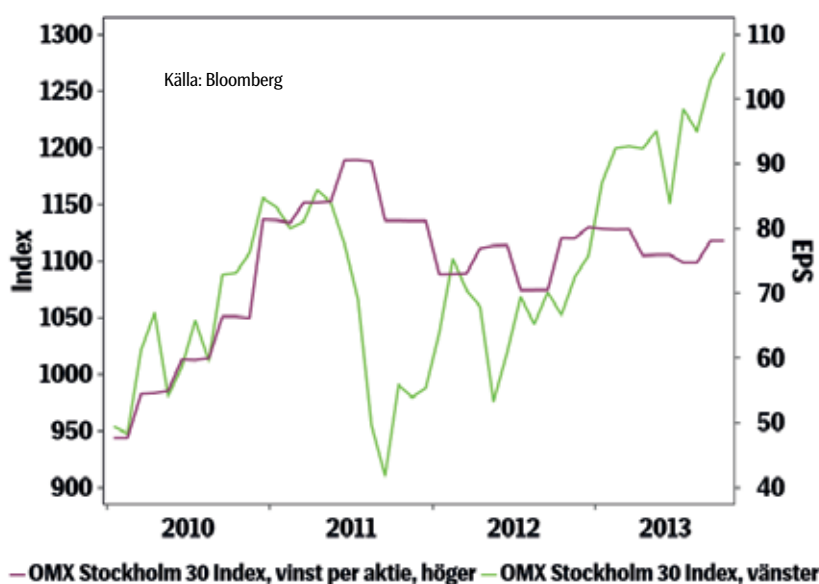
tade på samma nyckeltal 2009 tydligt såg att förväntningarna på bolagens framtida intjäningsförmåga då var mycket lågt ställda trots att vinsträntan var låg (P/E-talet högt).

Denna gång är dessvärre bilden densamma oavsett måttstock, vinsträntan är låg och samtidigt tangerades nyligen den högsta värderingen av bolagens egna kapital sedan 2007.

Förväntningarna har kommit på skam

För ett år sedan var det visserligen uppenbart att bolagen skulle prestera svaga resultat för första kvartalet 2013, men därefter skulle vi se en stadig förbättring under året. Dessvärre har verkligheten inte levt upp till våra förväntningar. Vi räknade då med positiv vinsttillväxt 2013, men det ser istället ut att bli andra året i rad med fallande vinster. Vi har hittills i år tvingats justera

STARK BÖRS, SVAG VINSTUTVECKLING



Diagrammet visar Stockholmsbörsens utveckling, OMXS30, samt vinstutvecklingen för samma bolag på rullande historisk 12-månadersbasis sedan 2010. De senaste två åren har börsen gått upp med cirka 50 procent samtidigt som vinsterna minskat med cirka 15 procent.

ned vinstprognoserna för 2013 med nära 15 procent och för 2014 med 13 procent.

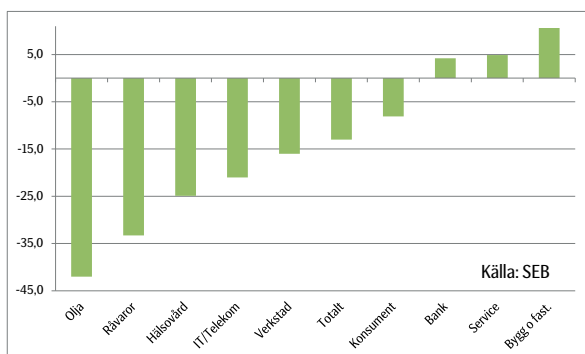
BOLAGENS KAPITAL HAR VÄRDERATS UPP REJÄLT



Diagrammet visar värderingen av bokfört eget kapital för bolagen på Stockholmsbörsen, OMXS30, sedan 1995. Efter fyra år med en starkt stigande trend har värderingarna återigen kommit upp på relativt höga nivåer, men är ännu långt under de gamla topparna.

Fördelningen mellan olika sektorer är dock långt ifrån jämn, det är primärt cykliska sektorer som stått för de stora besvikelserna under 2013 som resulterat i rejäla prognossänkningar. På den positiva sidan sticker banker, bygg och fastigheter samt servicesektorn ut. Det är dock svårt att se stora vinstlyft för börsen som helhet från nuvarande nivåer eller att trenden med nedrevideringar av vinstprognoser, ska vändas utan att industrisektorn tar fart. Glädjande nog borde en förbättring för industriföretagen vara nära. Vi räknar med 12 procents vinstlyft 2014 för de svenska börsbolagen (17 procent för de nordiska).

VINSTPROGNOSENA HAR JUSTERATS NED



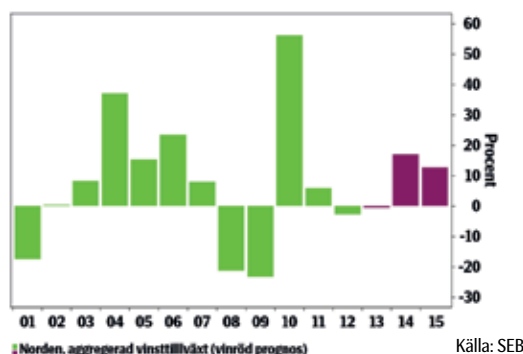
Diagrammet visar våra vinstprognosjusteringar per sektor hittills i år, avseende vinsterna för 2014. Analytikerna har tvingats justera ned prognoserna i flera omgångar, främst för industriföretag och råvaror, och en accelererad nedgång kunde skönjas efter rapporterna för årets tredje kvartal.

Hopp om ett bättre 2014

Historiskt har inköpschefsindex varit bra ledande konjunkturindikatorer. Även om det är svårt att känna igen inköpschefernas glädjeskutt under sommarmånaderna i de rapporter som börsbolagen nyligen presenterade för tredje kvartalet så är

det orimligt att konjunkturbilden ska förbli så kluven som idag under någon längre period. Vanligtvis ska en god och stigande konjunkturpuls i inköpschefsindex också vara synlig i industriföretagens ordergång. Analytikernas förväntningar om en nära förestående vändning för det bättre i de cykliska industrierna börjar vid det här laget påminna om sagan om "Peter och vargen". En nära förestående vändning för det bättre har skjutits på framtiden upprepade gånger och investerare tycks i flera fall ha gett upp hoppet. Cykliska bolag dominerar på listan över årets förlorare på börsen, kanske är det nu upplagt för revansch 2014?

VINSTERNA LYFTER IGEN

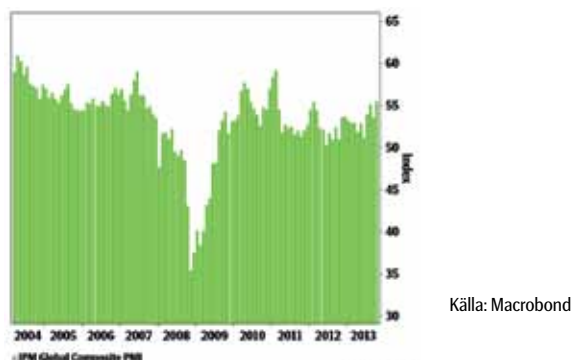


Diagrammet visar historisk vinsttillväxt för de nordiska börsbolagen samt våra prognoser för 2013, 2014 och 2015 i procent. Förväntningarna för 2013 har kommit rejält på skam mot vad vi räknade med för ett år sedan, men är det dags för ett lyft 2014 istället?

Upp- och nervänd syn på risk

De senaste årens starka börsutveckling har visserligen fört med sig högre värderingar, men ironiskt nog upplever många investerare att riskerna med aktieinvesteringar har minskat snarare än ökat till följd av detta.

PÅTAGLIGT STÄRKT FRAMTIDSTRO



Diagrammet visar ett vägt index över de globala inköpschefsundersökningarna från både industri och tjänstesektorerna sammanställt av JPMorgan. Indexet är således en bra ledande indikator för den globala konjunkturen och har de senaste månaderna klättrat till 55,5 vilket är förenligt med god tillväxt och den högsta nivån sedan februari 2011. Kommer detta att konfirmeras i kommande kvartalsrapporter?

Till och med den som gick in i den svenska aktiemarknaden (OMXS-index) vid sämsta möjliga tillfälle, vid de rekordhög noteringarna under sommaren 2007, har fram till idag har tjänat cirka 25 procent tack vare utdelningarna.

Det är visserligen något sämre än vad en portfölj svenska statsobligationer har gett under samma tid, men bättre än vad som rimligen kan förväntas från en sådan över de kommande sju åren. Uppgången har medfört att det gamla klassiska synsättet att aktier är bäst över tiden har dammats av och återigen börjat influera investerarnas beteende.

Det förhärskande sättet att mäta risk i finansmarknaden är volatilitet, det vill säga prissvängningarna. Detta förespråkas av såväl Nobelpristagare som av de myndigheter som reglerar institutioner på finansmarknaden. Volatiliteten var historiskt hög under en lång period 2008-2011 men har minskat dramatiskt sedan dess.

Det är värt att notera att världens mest framgångsrika aktieinvestorer, Warren Buffet, är kritisk till volatilitet som måttstock för risk och istället förordar säkerhetsmarginaler vid värderingen av tillgångar (ju lägre värdering, desto större säkerhetsmarginal mot att något går fel och därmed lägre risk). Med Buffets resonemang har risken med aktieinvesteringar ökat påtagligt de senaste åren, men eftersom så många investerare istället fokuserar på historisk avkastning och volatilitet så upplevs risken med aktieinvesteringar istället som betydligt lägre.

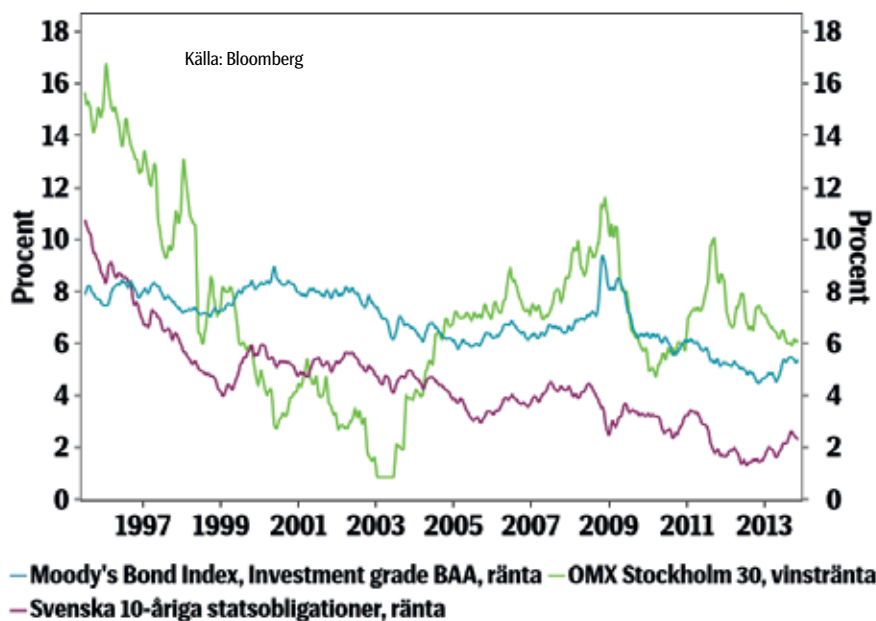
Värderingsbubbla eller normalisering?

Utvecklingen på den svenska och nordiska aktiemarknaden är inte unik internationellt, i jämförelse med världsindex har uppvärdering av bolagens vinster och bokförda kapital snarast varit modest.

Aktiemarknaden är inte heller extremt värderad i relation till andra tillgångar. Medan värderingen börjar se ansträngd ut i absoluta termer, det vill säga vinsträntan är historiskt låg, så är den relativa värderingen snarast normal. Observera dock att det är svårt att definiera "normalt" när historiken inkluderar en euforisk period vid millennieskiftet samt Lehmankraschen då situationen var den motsatta. Tittar vi på ett diagram över vinsträntan på Stockholmsbörsen mot två typiska investeringsalternativ, räntan på långa svenska statsobligationer och räntan på långa amerikanska företagsobligationer av investeringskvalitet så syns det att avkastningskraven på alla tre är relativt låga, men den inbördes relationen mellan dem är inte anmärkningsvärd. Riskpremien på aktier är idag nära medianvärdet för de senaste 18 åren.

De låga räntorna driver också på inflöden av kapital till aktiemarknaden trots att värderingarna inte ser lockande ut. Investerare tvingas välja mellan högt värderade aktier och andra placeringsalternativ med ännu högre värderingar. Börsens trumfkort har under det gångna året, då bolagens vinstutveckling inte har imponerat, varit att aktier framstår som det minst dåliga alternativet.

AVKASTNINGSKRAVEN HAR FALLIT PÅ BÅDE AKTIER OCH OBLIGATIONER



Diagrammet visar vinsträntan (inverterat P/E-tal i procent) på Stockholmsbörsen mot räntan på 10-åriga svenska statsobligationer och räntan på långa amerikanska företagsobligationer av relativt god kvalitet (BAA). Avkastningskraven har justerats ned dramatiskt på alla tre tillgångsslagen under den senaste 15-årsperioden.

Förväntningar och lämplig strategi

Det finns bubbeltendenser i delar av aktiemarknaden idag, förväntningarna är i vissa fall mycket högt ställda men det gäller inte marknaden som helhet i ljuset av de låga räntorna. Om våra prognoser om tvåsiffrig procentuell vinsttillväxt 2014 och 2015 slår in så kommer vinsterna att växa ikapp dagens värderingar relativt snart, även i absoluta termer, och under tiden kan investerarna kamma hem årliga utdelningar på 3,7-4,0 procent.

I ett scenario med en sidledes börsutveckling där utdelningarna står för den större delen av totalavkastningen, vilket vi finner rimligt, så bedömer vi att investerare kommer att identifiera tre vägar till att generera en bättre avkastning: För det första kommer jakten på höga utdelningar sannolikt att fortsätta. För det andra blir valet av enskilda aktier ännu viktigare, vilket bland annat betyder att det stora intresset för småbolagsaktier sannolikt kommer att hålla i sig.

Och till sist, det kommer även betyda att de som klarar av att utnyttja de kortsiktiga svängningarna rätt kan utklassa börsen men investerarna som kollektiv kommer per definition inte att lyckas.

Sammanfattning

Börsen har värderats upp rejält de senaste åren, vilket betyder att förväntningarna är högt ställda och risken för besvikelser högre. Den goda kursutveckling i kombination med en lägre volatilitet medför dock att många tvärtom upplever risken som lägre än tidigare. Aktier framstår trots allt som det minst dåliga alternativet för många idag. Visserligen har 2013 varit en rejäl besvikelse vad gäller de cykliska bolagens vinstutveckling, men inköpschefsindex varslar om att de snart kan ta revansch.

Världens börser fortsätter att leverera

- **Fina kursuppgångar efter uppskjuten "tapering"**

September och oktober bjöd på kursuppgångar efter att amerikanska centralbanken överraskande sköt verkställandet av "tapering" till nästa år. 2013 ser ut att bli ett bra börsår, hittills har världsindex stigit med cirka 25 procent i svenska kronor.

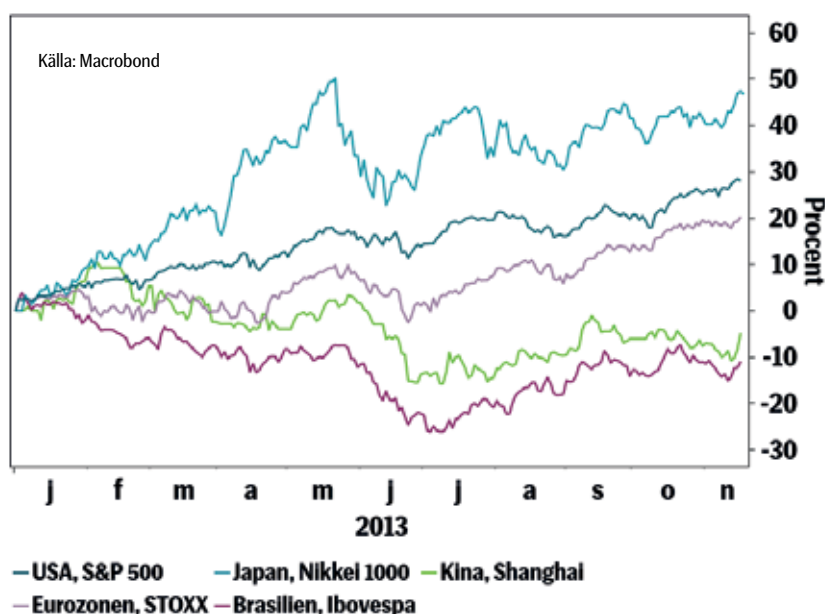
- **Mycket talar för att investera i Europa**

Europeiska bolagsvinster växer snabbare än amerikanska. Makroekonomiska data och en stödjande finanspolitik i Europa sänder också positiva signaler. Marknadsledande cykliska och konsumentrelaterade bolag bör gynnas av en stigande konjunktur och hög andel av försäljningen mot Asien och övriga Emerging Markets (EM).

- **Vi behöver se högre vinster för att uppgången ska hålla i sig**

Världens börser har gett bra avkastning under en längre tid och värderingarna har gått upp. Vi befinner oss i ett läge där vi behöver se ökad bekräftelse på tillväxten i form vinster som justeras upp för att möjliggöra högre börskurser.

JAPAN I BÖRSTOPP I VÄRLDEN



Den japanska börserna ligger i topp i börslistan i år. Det har dock skett en försvagning av den japanska yenen vilket gör att uppgången omräknat i kronor inte är lika stark. Amerikanska och europeiska aktier har också utvecklats bra. Sämst har det gått för börserna i Brasilien, Ryssland och delar av Asien.

POSITIVA TONGÅNGAR HAR PRÄGLAT världens börser under hösten. I början av september överraskade amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), investerarna med att skjuta upp beskedet om "tapering" till efter årsskiftet, vilket gav bränsle åt marknaderna. Både september och oktober bjöd på kursuppgångar och hittills i år har världsindeix stigit drygt 25 procent i svenska kronor. Börserna på Emerging Markets har hängt med i rallyt under hösten med Ryssland, Indien och Brasilien som draglok. Den stora skillnaden i utveckling mellan EM och DM (Developed Markets) från årets början kvarstår dock. Börserna i Japan, USA och Europa har stigit mellan 20 och 40 procent i lokala valutor, medan Kina, Hong Kong och Brasilien har tappat i värde. Börsindex för EM har framför allt dragits ned av de latinamerikanska länderna.

Cykliska branscher och IT är lågt värderade

Defensiva branscher har fortsatt att gå bättre än konjunkturskänsliga globalt. Aktier inom läkemedel och sällanköpsvaror har stigit nära 30 procent i år medan råvaruaktier som är starkt korrelerade med den globala tillväxten, har tappat i värde. Cykliska och konsumentrelaterade branscher har den högsta förväntade tillväxten 2014 och framstår därmed som intressanta placeringsalternativ. Läkemedel och sällanköpsvaror är högt värderade med P/E-tal runt 16. Informationsteknologi och andra cykliska branscher har däremot låg värdering och är att föredra framför de defensiva sektorerna.

Fokus på Europa

Bolagens vinster förväntas växa 6 procent för 2013 och 11 procent för 2014 där utsikterna för EM ligger lite högre (8 procent) för i år. Vinsterna för EM har därmed justerats ned under året och kommit allt närmare DM. Europeiska vinstestimater ligger i topp inom DM med 14 procent för nästa år, medan amerikanska bolagsvinster ökar med 10 procent. Det talar för att investera i Europa snarare än USA. Den europeiska bilden

förbättras succesivt med låg värdering som stöd. En stabilisering i makroekonomiska data och stödjande finanspolitik ger också positiva signaler. Cykliska bolag i Europa bör gynnas av en stigande konjunktur. Vi återfinner också många marknadsledande exportörer (exempelvis Nestlé, LVMH och H&M) i Europa inom verkstad, konsument och lyxvaror med en stor andel av försäljningen i Asien och Kina.

Positiva vinstjusteringar i Japan

I Japan har vinsterna justerats upp kraftigt. Japanska bolag inom konsumentrelaterade branscher och finans visar störst förbättringar. Inom EM har Korea och Taiwan bäst vinsttillväxt. Kinesiska bolagsvinster spås öka med 10 procent i år och 9 procent nästa år medan de ryska bolagens vinster inte växer alls.

Globala aktiemarknaden handlas på P/E-tal 16 för 2013 och P/E 14 för nästa år, vilket får sägas vara i linje med historien, men åt det höga hållet. Anmärkningsvärt är att japanska börsen, vilken historiskt har handlats på multiplar över 20, nu tack vare positiva vinstrevideringar har hamnat på ett mer "normalt" P/E 14,5 för nästa år. USA handlas på P/E 15 medan Europa ligger lägre (P/E 13). EM sammantaget är billigast med P/E 10 för 2014. Kina och Korea framstår som särskilt attraktiva ur värderingsperspektiv.

Högre vinster behövs

Världens börser har gett bra avkastning under en längre tid. Värderingen har ökat succesivt under året eftersom vinsterna inte har kommit in i takt med börsutvecklingen. Trenden i marknaden är positiv och vi är försiktigt optimistiska. Tecken på global tillväxt och centralbankernas stöttande agerande kommer sannolikt ge ökat bränsle åt marknaden. Vi befinner oss dock i ett läge där vi behöver se bekräftelse på tillväxten i form av högre bolagsvinster och vinster som justeras upp för att möjliggöra att börskurserna ska röra sig uppåt från denna nivå.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Trenden är positiv men marknaderna har en tvekan inställning efter rapportperioden på grund av fortsatta nedjusteringar av vinstprognoser. Värderingen av aktier har kommit upp. Vi behöver bekräftelse på tillväxt i form av högre vinster. Riskfaktorn i nuläget är USA:s takt på "tapering".
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Den europeiska bilden förbättras löpande. Värderingen är låg jämfört med USA och världen och vinsttillväxten är attraktiv. Europeiska Centralbanken (ECB) och finanspolitiken utgör en positiv stödjande kraft och makrodata stabiliseras.
USA	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata har varit relativt stabila, vilket redan har gett en stark marknad som handlas på rekordnivåer. Värderingen börjar bli hög, vilket begränsar potentialen.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Asien fortsätter att vara tillväxtplacering på lång sikt, 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 ett kraftigt fall i valutan, JPY. Politiken börjar också få genomslag i makrostatistiken. Höga vinstprognoser och vinster som justeras uppåt, om än från låga nivåer. Åtgärderna får positiv effekt för Asien i dess helhet.

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

Olika räntemönster i världen

- Penningpolitisk kurs skiljer sig åt i DM och EM

Medan en påtagligt stimulerande penningpolitik med historiskt låga och stabila styrräntor präglar merparten utvecklade länder (Developed Markets, DM) spretar penningpolitikens inriktning i utvecklingsländerna (Emerging Markets, EM) rejält isär, i vissa länder höjs styrräntor, i andra sänks de.

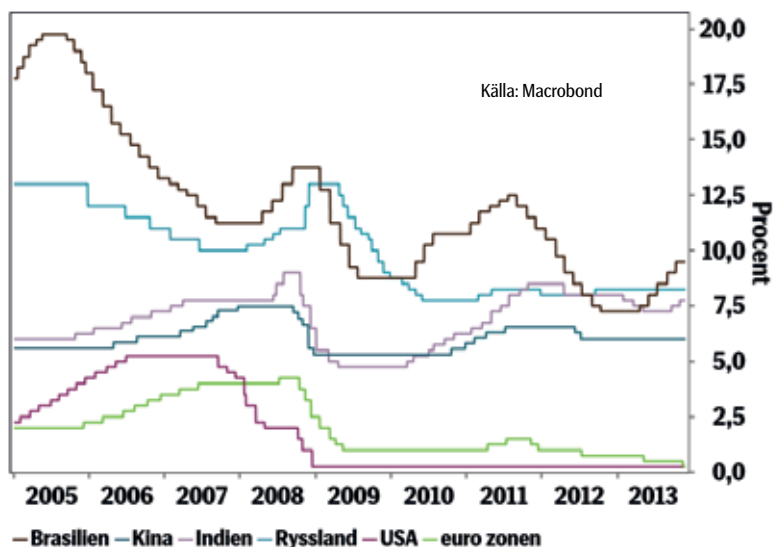
- Skillnader i inflation är en viktig förklaring

I DM bäddar låg inflation för låga styrräntor och endast långsamt stigande statsobligationsräntor, i EM finns en grupp länder med hög inflation och valutakursfall som bäddar för höjda styrräntor och obligationsräntelyft

- Jakten på ränta gynnar High Yield

Historiskt låga räntor på statsskuldväxlar och statsobligationer i DM gör att ränteplacerare som jagar ränta riktar blickarna mot High Yield-marknaden (HY) och Emerging Markets Debt (EMD). Med beaktande av riskbil den är HY mycket attraktivare än EMD.

HÖGA STYRRÄNTOR I BRIC, VÄSENTLIGT LÄGRE PÅ BÄGGE SIDOR AV ATLANTEN



I BRIC-området finns ett höjningstryck på styrräntor på grund av inte minst hög inflation. Brasiliens liksom Indiens centralbanker har under 2013 trappat upp sina styrräntor, och Kinas bedöms följa efter under 2014. I USA och Europa är däremot styrräntorna mycket låga, och Europeiska Centralbanken (ECB) verkställde i början på november ytterligare en sänkning. Samtidigt gör Federal Reserve i USA stora obligationsköp, och ECB kan komma att sjösätta sådana i vår.

TROTS DEN STIGANDE konjunkturen i industrilandsområdet OECD förblir penningpolitiken - kombinationen konventionell räntepolitik och okonventionella tillgångsköp - exempellt stimulerande på de allra flesta håll. I EM-sfären spretar däremot centralbankernas penningpolitik isär. I vissa länder trapas styrräntor ned, i andra länder höjs de. Orsakerna bakom dessa skilda räntemönster går i huvudsak att finna i olika makroekonomiska förutsättningar.

I DM är tendenserna till avtagande inflationstakt (disinflation) alltså tydliga, även om konjunkturuppgången fortgått i drygt fyra år, och den penningpolitiska stimulansdosen är mycket väl tilltagen historiskt sett. Orsakerna är flera. Till de viktigaste hör stor ledig produktionskapacitet som håller kostnaderna i schack, en lugn råvaruprisutveckling, samt en ganska beskedlig tillväxttakt i spåren av reparandet av balansräkningar och krympandet av skulder hos såväl stater, företag som hushåll.

Avsaknaden av inflationstryck - på sina håll risk för deflation (allmänt fallande priser) - ger centralbanker i DM stora frihetsgrader liksom anledning att bedriva en expansiv politik. Låga styrräntor ihop med obligationsköp samt låg inflation bäddar sedan i sin tur för endast långsamt stigande statsobligationsräntor på bägge sidor av Atlanten.

Flera ekonomier i EM-sfären präglas å andra sidan av överhettningssymtom i form av stigande inflation och växande underskott i bytesbalanserna, något som i somras parades med fallande valutakurser. Via dyrare import fick därmed inflationen ytterligare näring. Exempel på länder som befinner sig en sådan överhettningssits är Indien, Indonesien och Brasilien. I dessa har räntehöjningar tillgripits under 2013 för att minska de makroekonomiska obalanserna och hejda valutornas fall. Exempel på andra EM-länder vilka präglas av klart mindre

samhällsekonomska obalanser och där räntevapnen inte behövt tillgripas är Kina, Sydkorea, Mexiko och Polen. Den polska styrräntan har för övrigt sänkts i flera omgångar under det senaste året.

I backspegeln sedan årsskiftet och i kristallkulan för 2014 är - mot denna bakgrund - rörelserna för statsobligationsräntorna i EM inte alls lika likriktade som i DM, vilket i sig innebär en risk vid ränteplaceringar i EMD (Emerging Markets Debt). Till detta ska också fogas den vanliga förekomsten av betydande valutakurssvängningar för många EM-valutor.

Medan det således finns anledning att för stunden höja ett varningens finger för EMD, är statsobligationer i DM inte heller lockande. Dels är marknadsräntorna (effektivräntorna) historiskt låga, dels står vi av allt att döma inför stigande statsobligationsräntor med åtföljande kurspress på obligationerna och avkastningsutsikterna för statsobligationer i DM är allt annat än goda.

Liksom tidigare framstår företagsobligationer i High Yield-segmentet (HY) alltså som det mest attraktiva tillgångsslaget i räntevärlden, särskilt sådana obligationer med ganska kort löptid (duration). Argumenten är liksom tidigare god företagshälsa avseende såväl resultat- som balansräkningar och en liten andel företagskonkurser, ränteplaceras jakt på ränta, den osedvanligt stimulerande penningpolitiken i DM, samt ett allmänekonomiskt klimat framöver som torde gynna investerarens riskaptit. Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer inom HY och statsobligationer har förvisso krympt betydligt sedan ett par år tillbaka, men effektivräntorna på HY-obligationer är fortfarande på lockande nivåer och risken för tydliga räntelyft med tillhörande större kursförluster på HY-obligationerna framstår som liten.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	FÖRVÄNTAD AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER		RISK	
		SEK	EUR	SEK	EUR
Statsskuldväxlar	1 2 3 4 5 6 7	0,9%	0,1%	0,0%	0,1%
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-0,6%	0,4%	4,4%	3,9%
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	1,6%	0,6%	3,0%	3,0%
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	5,9%	5,0%	3,8%	3,8%
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	7,0%	7,0%	10,4%	11,5%

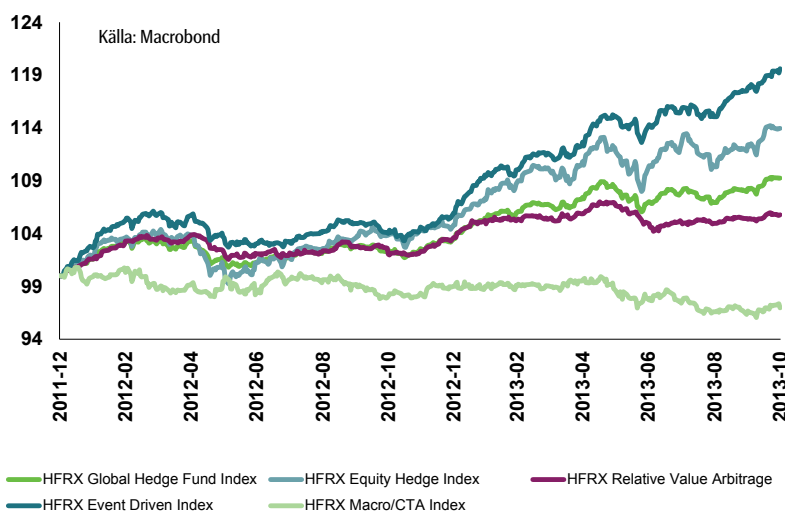
Källa: SEB

* 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.

Minskad korrelation gynnar flera hedgefonder

- Marknadsklimatet för hedgefonder har förbättrats, korrelationen mellan olika tillgångsslag har minskat
- Förvaltares strävan att diversifiera portföljer driver stora inflöden till hedgefonder globalt
- Konjunkturbilden gynnar aktiebaserade strategier och de som bygger på företagsaffärer (Event Driven)

ÖKAD AFFÄRSAKTIVITET GÖR EVENT DRIVEN TILL VINNARE I ÅR



Ökade riskvilja i marknaden är en effekt av minskad korrelation mellan olika tillgångsslag, och utgör ett bra klimat för flera hedgefondstrategier. Event Driven-strategierna har hittills i år lyckats bäst med uppgångar på närmare 13 procent.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		YTD (31okt) 2013	H1 2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	5,5	3,2	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	8,7	4,6	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	2,1	1,4	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	12,9	7,4	6,0	-4,9	2,0
Macro	HFRX Macro	-2,1	-1,1	-1,0	-4,9	-1,7

UNDER OKTOBER DÄMPADES MARKNADERNA av diskussionerna runt det amerikanska skuldtaket och det eventuella borttagandet av det penningpolitiska stödet i USA (QE). Oron avtog dock i slutet av månaden och marknaden har sedan dess skjutit fart. Detta har skapat bättre fortsättningar för många hedgefondstrategier och kommer gradvis att synas i utvecklingssiffrorna. Vi ser relativt goda förutsättningar för de strategier som stöds av en stabil underliggande marknad där mönstret är tydligt i exempelvis kreditfonder som investerar i företagsobligationer och i många av de aktiedrivna mandaten.

Hedgefondförvaltning generellt gynnas ofta av ett bra klimat på kapitalmarknaderna. När riskviljan hos marknadens aktörer ökar och förvaltarna är mer investerade blir ofta avkastningen bättre. I ett stabilt klimat ökar skillnaden mellan hur olika tillgångar utvecklas det vill säga korrelationerna minskar. Minskade korrelationer ger hedgefondförvaltare bättre förutsättningar att få utväxling för sin syn då prissättningen drivs av fundamentala faktorer snarare än psykologi och investerarnas rädsla, något som varit en svårbedömd faktor de senaste åren. Hedgefonder är ett viktigt verktyg för att styra risker i portföljer och för att uppnå önskad avkastningsprofil. I dagens klimat med de extremt låga obligationsräntorna blir det än viktigare. Marknadsförutsättningarna för hedgefondinvesteringar är goda. Vi går mot ett finansiellt klimat med förhoppningsvis något mindre risker av typen "euron kollapsar" eller "Kina hårdlandar". I ett sådant stabilt klimat ökar riskviljan och de förutsättningarna vi talar om ovan faller på plats.

De låga obligationsräntorna adderar också i viss mån nya förutsättningar. I princip alla portföljförvaltare arbetar med ledstjärnor som diversifiering, riskkontroll, flera olika avkastningskällor. I dagens klimat med låga och förväntat stigande obligationsräntor måste förvaltare runt om i världen söka en annan diversifiering än obligationer till sina aktieinnehav, om inte annat för att behålla riskkontrollen. Det är en av förklaringarna till de stora inflöden som globala hedgefonder har haft i år. Det totala investerade kapitalet i hedgefonder i världen har stigit de senaste fem kvartalen där tillväxten märks i alla hedgefondkategorier, men där det senaste kvartalet strömmat mer kapital in i aktiebaserade fonder. En intressant företeelse är att vi den senaste månaden har sett en ökning av antalet hedgefondaktörer i Kina. Detta är effekten av att en ny kundgrupp kapitalägare efterfrågar nya placeringsmöjligheter.

Med globala förutsättningar på plats i termer av ökad geopolitisk stabilitet och en generellt sett bättre konjunkturbild har riskerna i marknaden minskat (exempelvis mätt med volatilitetsindex, VIX). Det ger ökade skillnader i avkastning mellan tillgångsslagen, minskad korrelation och större möjligheter för hedgefonder att generera avkastning. Dock är skillnaderna mellan olika strategier fortsatt stora, och nedan redovisar vi vår syn på de olika inriktningarna:

Aktiebaserade strategier (Equity long/short)

Som en del av den förbättrade riskaptiten har förutsättningarna för att göra ett bra aktieurval ökat, vilket innebär att strategier som bygger på fundamental aktieanalys har större möjligheter att lyckas. Stabiliseringen i eurozonen och Kina är en faktor bakom detta. HFRX Equity Hedge har senaste året stigit närmare 9 procent och bakom den starka utvecklingen ligger just en mindre volatil marknad som underlättar för förvaltare att skapa avkastning genom specifikt risktagande i marknaden, aktieurvalet. Så länge marknaden är i denna stabila trend kommer de här förutsättningarna att gälla.

Relativvärderingsstrategier (Relative Value)

Strategier som bygger sin avkastning på att hitta prissättningsskillnader mellan olika tillgångar, arbitrage, gynnas även de av ökad riskaptit eftersom prisrörelserna mellan olika tillgångar (exempelvis konvertibler och aktier) blir större. Den här typen av strategier är beroende av en rörlig penning och obligationsmarknad. Som aggregat har Relative Value avkastat ganska svagt hittills i år (+2,07 procent). Förklaringen är att centralbankerna i många fall har förankrat styrräntor på en extremt låg nivå, vilket får effekt på räntepapper i flera löptider än de allra kortaste. Konsekvensen blir att ränteskillnaderna mellan korta och långa räntepapper och även mellan olika kreditrisker "trycks ihop" och skillnaderna blir för små för att kunna hitta affärsmöjligheter. Inom kreditdelen av den här typen av strategier är möjligheterna bättre och där ser vi också goda möjligheter framöver.

Händelsedrivna strategier (Event Driven)

Ytterligare en strategi som gynnas av ökad riskvilja i marknaden då antalet företagsaffärer tenderar att öka i ett sådant marknadsklimat. Dessa företagsaffärer utgör grogrunden för event driven-strategierna. Vi ser redan nu en ökning av företagsaffärer (M&A) och en generellt ökad aktivitet. Ökningen har varit störst i USA, men trenden kommer att fortsätta till Europa. Event Driven-strategier är en av vinnarna i år (+12,87 procent) och möjligheterna att ge avkastning bör inte försämrats framöver. Företagen har stora kassor och investeringsviljan kommer att öka i takt med konjunkturåterhämtningen.

Globala Makrofonder och CTA

En bättre generell konjunkturutveckling skapar förutsättningar för fonder inom Global Macro som rör sig fritt mellan olika strategier och mellan olika tillgångsslag som valutor, aktier, obligationer och råvaror. Prissättningen på tillgångarna är oftast en funktion av konjunkturutvecklingen. När det gäller trendföljande strategier som CTA har dessa haft svårt att hitta bra långa trender i dagens marknadsläge. Dessa fungerar bättre i motsatt läge, det vill säga när korrelationerna och volatiliteten ökar. Den här fondkategorin släpar mest i avkastning, -2,06 procent i år är en svag siffra som förklaras främst av att de systematiska trendföljande makrostrategierna har haft svårt att hitta bra trender att utnyttja

Fortsatt ökad riskaptit i jakten på avkastning

- **Stigande bostadspriser gynnar återhämtningen i USA**
Bostadsmarknaden påverkar både konsumentförtroendet och kreditmarknaden. Med ökande värden på säkerheterna ökar bankernas vilja att låna ut kapital, samtidigt som konsumenternas konsumtionsutrymme blir större.
- **Hög riskaptit och låg ränta talar för alternativa avkastningskällor**
Fortsatt hög riskaptit har ökat intresset för fastigheter i regioner som Sydeuropa.
- **Het kinesisk bostadsmarknad oroar**
Det går att finna argument både för och emot en växande bostadsbubbla i Kina.

REIT-INDEX SPEGLAR LÅNGA OBLIGATIONER VÄL SEDAN I VÅRAS



Källa: Macrobond

Utvecklingen för det globala REIT Index (GPR 250 REIT Index i lokal valuta) har sedan maj i år följt utvecklingen på den breda räntemarknaden, mätt som långa statsobligationer (OMRX T-bonds Index).

INNEVARANDE ÅR HAR FRAM TILL IDAG PRÄGLATS av en stark riskvilja driven av låga räntor och kvantitativa centralbanksstimulanser. Marknadens beroende av de sistnämnda har vid ett par tillfällen i år påtalats av Federal Reserves (Fed) dåvarande chef Ben Bernanke. Tolkningar gällande när Fed kommer att påbörja nedtrappningen av obligationsåterköpen har resulterat i ökad volatilitet, framför allt i perifera marknader. Stigande långräntor har också påverkat priserna på den globala fastighetsmarknaden.

I förra numret av Investment Outlook beskrev vi hur jakten på avkastningen har fortsatt att driva investerarna längre ut på riskskalan. Vidare förtydligades att tillgångsslagets nära koppling till kredit- och räntemarknaden i hög grad kommer att påverkas av kommande penningpolitisk riktlinjer.

Real Estate Investment Trusts (REIT) är noterade värdepapper som investerar antingen i fysiska fastigheter eller i bostadslån. Investeringar i fysiska fastigheter genererar avkastning från hyresintäkter medan investeringar i bostadslån ger avkastning från ränteintäkter. Avkastningen för denna investeringsform är med andra ord beroende av både prisutvecklingen för bostäder samt det generella ränteläget.

Den starka återhämtningen av priserna på den amerikanska bostadsmarknaden bidrog under våren och sommaren till prisuppgångar för REIT:s. I USA steg bostadspriserna i de 20 största städerna med närmare 13 procent från augusti förra året till augusti i år. Prisutvecklingen på bostadsmarknaden är en viktig drivkraft i den amerikanska återhämtningen då den påverkar både konsumentförtroendet och kreditmarknaden. Med ökande värden på säkerheterna ökar såväl bankernas vilja att låna kapital som konsumenternas konsumtionsutrymme.

Vi skrev i september även om institutionella investerares ökade närvaro på fastighetsmarknaden. Institutionella investerares intresse för alternativa avkastningskällor har bidragit till ett stort köptryck på bostadsmarknaden i USA. Deras köp av bostäder i större block har minskat utbudet för privatpersoner, vilket har lett till ytterligare prisökningar. Denna typ av

"förpackning" har också medfört en ökad volatilitet för marknaden som helhet. Standardavvikelsen för globala REIT-index (GPR 250 Index i lokal valuta) är sedan början av 2009 cirka 19 procent, vilket kan jämföras med 15 procent mätt från 1990.

Transaktionsvolymerna gynnas av att allt fler institutionella och privata investerare allokera om kapital från ränteplaceringar med lägre avkastning till alternativa avkastningskällor som fastigheter. Den globala transaktionsvolymen är upp med 16 procent det tredje kvartalet jämfört med samma period förra året, ett gott tecken på att den globala återhämtningen är på rätt köl.

Det låga ränteläget och intresset för fastigheter som alternativ avkastningskälla har under en längre tid pressat ned avkastningspotentialen på marknader och i regioner som anses säkra. Den ökade riskaptiten har bidragit till ett ökat intresse i regioner som Sydeuropa där priserna har kommit ned till attraktiva nivåer givet den rådande situationen.

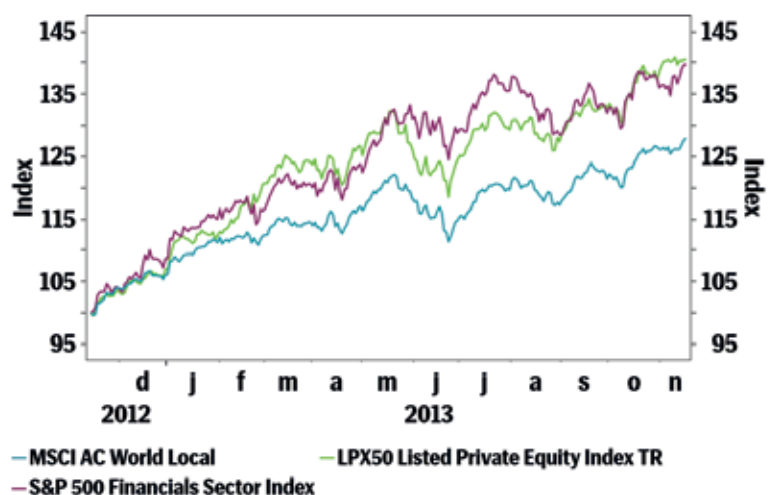
Oron för skenande bostadspriser i Kina har den senaste tiden färgat investerares syn på landets utveckling. Enligt en rapport från E-House China steg huspriserna med 10,5 procent det senaste året. Kinesiska myndigheters ansträngningar att hålla tillbaka prisutvecklingen tycks således ha misslyckats. Forbes rapporterade att det i vissa kinesiska städer står fyra tomma hus på varje invånare och i genomsnitt äger 15 procent av bostadsägarna två eller fler bostäder. Stigande löner och stora skillnader mellan bostadsmarknaden i det kinesiska inlandet och i regioner runt de större industristäderna där utbud och efterfrågan möts är samtidigt argument för att utvecklingen inte behöver vara ohållbar.

Oron för minskade stimulanser har bidragit till högre räntor och noterade fastigheter har framför allt den senaste tiden uppvisat stor känslighet mot ränterörelser. Utsikterna kommer framöver i hög grad ligga i händerna på den penningpolitiska utvecklingen men intresset för marknader som Sydeuropa är en gott tecken på att investerare tror på mer fundamentala förbättringar.

Värdeskapande finansiering genom PE

- **Fortsatt hög aktivitet gynnar Private Equity**
Den starka riskviljan har gynnat Private Equity genom ökade transaktioner vilket även återspeglas i ett växande antal börsintroduktioner.
- **Riskviljan i händerna på Federal Reserve**
Federal Reserves kommande nedtrappning av de kvantitativa stimulansprogrammen kommer sannolikt att resultera i en mer avvaktande inställning till risk.
- **Stora finansieringsgap skapar möjligheter**
Utmaningen i att hitta finansiering bidrar till att Private Equity får allt större betydelse i ekonomin. Många statskassor talar vidare för en ökad grad av privat finansiering.

TAPERING-ORO DRABBAR PRIVATE EQUITY HÅRDAST



Index för noterad Private Equity är det senaste året upp dryga 40 procent. Rädslan kopplad till Fed-chefen, Ben Bernankes, uttalande i maj gjorde större negativa avtryck på PE som i regel upplevs som mer riskfyllt, jämfört med index för finansaktier som är upp cirka 45 procent det senaste året.

Källa: Macrobond

MARKNADEN FÖR PRIVATE EQUITY (PE) ÄR som bekant beroende av den generella riskaptiten. Priserna på risktillgångar har under innevarande år eldats på av både stimulerande penningpolitik från ledande centralbanker och av tecken på en tydligare ekonomisk återhämtning. Den fortsatta lågräntemiljön har också bidragit till att avkastningspotentialen på risktillgångar relativt lågriskplaceringar framstår som än mer attraktiv.

Oron för Federal Reserves kommande nedtrappning av de kvantitativa stimulansprogrammen har dock gjort avtryck i marknadens förhållande till risk. Uttalanden från den avgående amerikanska centralbankschefen Ben Bernanke bidrog i början av sommaren till fallande priser på risktillgångar och stigande räntor. Den tillträdande centralbankschefen Janet Yellen ställer sig dock till synes mer skeptisk till att börja nedtrappningen för tidigt, vilket har ökat marknadens hopp om att stimulanserna fortsätter ett tag till.

I förra numret av Investment Outlook (utgiven i september i år) beskrev vi hur den starka riskviljan har öppnat upp PE-bolagens möjligheter att realisera mogna portföljbolag på den så kallade exitmarknaden. Detta är ett fortsatt tema på den breda PE-marknaden, och riskviljan har även i hög utsträckning bidragit till en växande marknad för börsintroduktioner (Initial Public Offering, IPO) både i USA och i Europa.

Enligt en rapport utgiven av konsultfirman Ernst&Young Global Ltd är andelen börsintroduktioner stöttade av PE-bolag 36 procent av den globala marknaden för börsintroduktioner under 2013 (till 30 september). Antalet börsintroduktioner, stöttade av PE-bolag var under det andra kvartalet i år det högsta på två år. Marknadens oro för Federal Reserves kommande nedtrappning av de kvantitativa stimulansprogrammen bidrog dock till en något minskad aktivitet under det tredje kvartalet. Hittills i år är antalet PE-stöttade börsintroduktioner 28 procent högre jämfört med samma period föregående år och det sammanlagda värdet är i år 77 procent högre jämfört med samma period 2012. Aktiviteten på den så kallade transaktionsmarknaden är således god, vilket på sista raden gynnar Private Equity-marknaden.

Private Equity-bolags bidrag till den globala konjunkturåterhämtningen är långt ifrån obetydlig. Vi är i regel bekanta med vilka börsnoterade bolag som på olika sätt påverkar våra liv i vardagen, men kännedomen om de onoterade bolagens påverkan är sällan lika stor. En intressant reflektion på temat har gått att följa via det sociala nätverket Twitter. Där har Wall

Street Journal MoneyBeats (@WSJMoneyBeat) reporter Becky Pritchards (@beckspritchard) har försökt att leva en vecka utan Private Equity. Inläggen vittnar om hur stor betydelse PE-bolag faktiskt har i vår vardag när det kommer till exempelvis kommunikation, kläder, mat och läkemedel. Den omfattande skaran av PE-finansierade varumärken vittnar om vilken betydelse PE-industrin har för ekonomin och för tillväxten.

Infrastruktur är en annan sektor där vi bedömer att PE-bolagen kan komma att växa närmaste åren. Stora underhållsbehov i kombination med sköra statsbudgetar och låga räntor skapar sannolikt goda möjligheter för PE-bolag. I en artikel i CNBC ("Private equity sees opportunity in all things that crumble" från 15 november 2013) påpekar hedge- och PE-förvaltaren Mariner Investment Groups VD att Världsbanken och World Economic Forum estimerat den totala kreditemissionsvolymen för projektfinansiering till intervallet 205-370 miljarder USD per år. Samtidigt väntas det totala finansieringsbehovet röra sig i spannet 2,8 till 3 triljoner USD årligen fram till 2030. Det rådande statsfinansiella läget bidrar således till ett stort finansieringsgap, vilket tillsammans med fortsatt låga kreditkostnader skulle kunna översättas till möjligheter för världens PE-bolag.

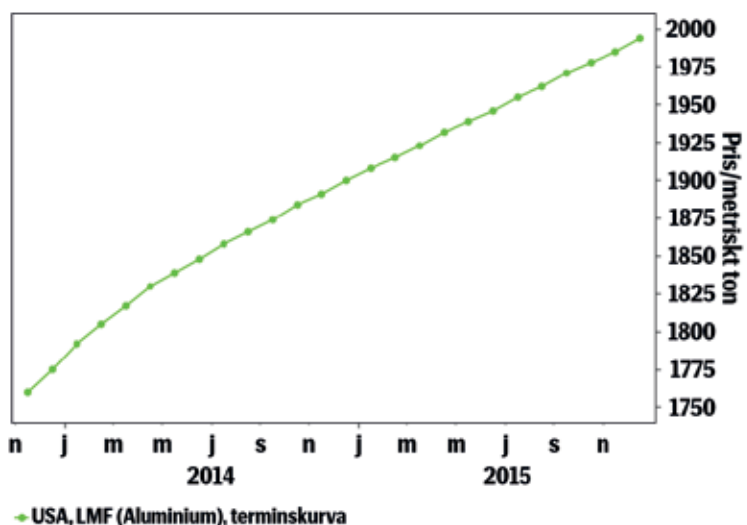
Den goda riskaptiten har under året fortsatt att gynna Private Equity. Index för noterad Private Equity (LPX50 Total Return Index) är i skrivande stund upp dryga 40 procent i lokal valuta jämfört med ett år sedan. Detta kan jämföras med aktiemarknadens prisstegring på cirka 30 procent, mätt som utvecklingen för MSCI World All Countries i lokal valuta. Värt att notera är att den starka utvecklingen dessutom har skett till en historisk låg volatilitet. Volatilitetsindex (VIX) har det senaste året pendlat kring 14, vilket kan jämföras med det historiska snittet på 21 (mätt från 1993). För noterad Private Equity uppgår standardavvikelsen till 12 procent det senaste året, vilket kan jämföras med 19 procent mätt sedan 1993. Motsvarande data för breda aktieindex (MSCI World) är 9 procent det senaste året mot närmare 15 procent sedan 1993.

Givet den höga aktiviteten och en allt tydligare konjunkturåterhämtning är utsikterna för den breda PE-marknaden till synes goda. Dämpas riskviljan, exempelvis till följd av att Federal Reserve väljer att påbörja nedtrappningen av de kvantitativa stimulansprogrammen kommer dock volatiliteten på framför allt noterad PE att öka mer än för den breda aktiemarknaden. Med en längre investeringshorisont finns dock goda skäl att ta del av värdeskapandet som sker på en marknad som får allt större betydelse.

Lägre avkastningspotential för råvaror

- **Odramatisk oljeprisutveckling**
Saudiarabien väntas anpassa produktionen för att hålla marknaden i balans. Givet att inga dramatiska geopolitiska händelser förändrar bilden räknar vi med oljepriser på dagens nivå även om ett år.
- **Utbudet har kommit ikapp efterfrågan för industrimetaller**
Vi bedömer att utbudet växer snabbare än efterfrågan under 2014. Metallpriserna kommer vara något högre, men terminkurvornas lutning indikerar minskad avkastningspotential. Risken för fallande metallpriser begränsas av marginalproduktionskostnaden.
- **Utbudskoncentration och för lågt pris ger potential i Platina**
Återkommande gruvstrejker och olönsamma gruvor måste på sikt få genomslag i priset på Platina. En förbättrad situation konjunktur i Europa ger också stöd då katalysatorer till dieselmotorer är ett viktigt användningsområde för metallen.

TERMINSKURVANS LUTNING INDIKERAR MINSKAD POTENTIAL



Grafen visar att terminkurvan för aluminium är i Contango (uppåtlutad). Samma situation gäller för flertalet industrimetaller. Detta innebär att för den som önskar investera i aluminium exempelvis till slutet av 2014 får betala betydligt mer än aktuell avistakurs, i skrivande stund drygt 8 procent. Investeringar i metaller görs vanligtvis via terminkurvan även om det skulle vara möjligt att köpa den fysiska metallen.

Källa: Bloomberg (2013-11-18)

VÅR PROGNOFÖR ÅRETS TREDJE KVARTAL var ett oljepris (Brent) på 105 USD/fat, men till följd av oroligheterna i Libyen blev utfallet 110 dollar/fat. Landets aktuella oljeproduktion ligger på cirka 250 000 fat per dag att jämföra med toppnivån på 1,6 miljoner fat. Nivån är jämförbar med 2011 då landet präglades av oroligheter och störtandet av Gaddafi.

Under 2014 räknar vi med att oljeproduktionen per dag ökar med 1,7 miljoner fat utanför OPEC och 300 000 fat inom OPEC samtidigt som efterfrågan ökar med 1,1 miljoner fat/dag. Vi landar då i ett överutbud på 900 000 fat/dag, vilket vi bedömer att Saudiarabien kommer att justera genom minskad produktion. Landet har utrymme att minska då de för närvarande producerar cirka 10 miljoner fat/dag, den högsta produktionstakten på 30 år.

Detta leder till vår bedömning att oljepriset (Brent) kommer att handlas runt 105 USD/fat om ett år. Det finns dock geopolitiska risker/möjligheter med potential att både kraftigt höja eller sänka priset. Största uppsiderisken står utvecklingen i Irak för. Än så länge har terrorister fokuserat på att spränga pipelines i landets norra delar, vilket inte stört landets produktion i någon större utsträckning. Skulle attacker riktas mot de södra områdena kring Basra skulle det däremot få dramatiska konsekvenser. Eskalerande oroligheter i Mellanöstern skulle också kunna lyfta priserna.

Om å andra sidan majoriteten av de pågående utbudshämmande oroligheterna (Irak, Iran, Sudan, Sydsudan, Egypten och Libyen) lugnar ner sig skulle oljeutbudet potentiellt öka med 5-6 miljoner fat per dag. En situation som Saudiarabien sannolikt inte är berett att kompensera självt för. Landet skulle då troligtvis låta oljepriset falla ned mot 75 USD/fat för att tvinga övriga OPEC-medlemmar till förhandlingsbordet för att nå en överenskommelse om kvoter.

Inte längre lika optimistiska till industrimetaller

Aktuell prognos för prisutvecklingen för industrimetaller är nedjusterad jämfört med för ett kvartal sedan. En orsak är att vi har sänkt prognosen för nickel med cirka 10 procent som en

följd av utvecklingen i Indonesien. Landet är en stor exportör av nickel (en blandning av järn och nickel) och vi bedömde tidigare att landet skulle införa exportrestriktioner av metallen, vilket nu verkar allt mer osannolikt.

För 2014 räknar vi med en starkare efterfrågetillväxt än under 2013, vi bedömer dock att utbudet växer ännu snabbare som en effekt av att gjorda investeringar nu börjar få genomslag. Detta gäller även för koppar där vi räknar med en marknad i balans för första gången på många år.

Risken för kraftiga prisnedgångar begränsas av att marginalproduktionskostnaden är högre än aktuellt pris på alla industrimetaller förutom på koppar. Vi räknar med att avistapriserna på industrimetaller stiger med 6-7 procent på ett år, men att terminkurvorna är i contango (lutar uppåt) indikerar att avkastningspotentialen är betydligt mindre.

En glimrande industrimetall bland ädelmetallerna

Räkna med en odramatisk utveckling för guldpriset det närmaste året. Vår bedömning är ett pris runt dagens 1 300 USD/oz vid slutet av 2014 om inte kraftigt ökade inflationsförväntningar förändrar bilden. Platina tycker vi emellertid är intressant. Av global produktion används cirka 65 procent till annat än smycken, varav cirka 40 procent till dieselkatalysatorer, vilket gör utvecklingen i Europa viktig. Cirka 70 procent av global produktion sker i sydafrikanska gruvor och arbetarna i dessa är väldigt missnöjda med förhållandena varför strejker avlöser varandra. Utmaningen för dessa gruvbolag är att med aktuellt platinapris drivs samtliga gruvor med förlust samtidigt som arbetarna kräver högre löner, en situation som på sikt måste leda till högre pris.

Väder med potential att förändra utsikterna

Givet att inte väderfenomen såsom El Niño och La Niña eller andra oförutsägbara väderfaktorer stör bilden räknar vi med att priser på spannmål som aggregat kommer att utvecklas relativt odramatiskt närmaste året.

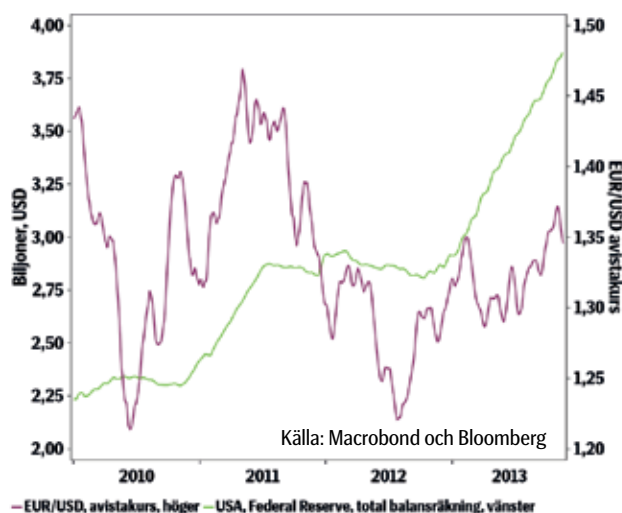
TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Geopolitiska orosmoln på aktuell nivå och att Saudiarabien agerar som väntat leder till oförändrade oljepriser om ett år.
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Utbudet kommer ikapp efterfrågan. Viss prisuppgångspotential som delvis äts upp av terminkurvans lutning.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Om inte oron för inflation ökar räknar vi med oförändrat guldpris. Platina har uppgångspotential drivet av utbudskoncentration och olönsamma gruvor.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	På aggregerad nivå är det endast ogynnsamma väderförhållanden som skulle förändra vår bild av en oförändrad prisnivå kommande året.

* 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.

Valutarörelser speglar centralbankers politik

- **Ett triangeldrama med penningpolitisk kurs i fokus**
De stora valutorna USD, EUR och JPY styrs i huvudsak av respektive centralbanks politiska kurs. Massiva tillgångsköp av Bank of Japan talar för svagare JPY, ytterligare penningpolitiska lättnader från ECB borde sänka EUR, medan Feds politik först håller USD svag, för att sedan bidra till att USD stärks
- **En liten brasklapp för USD**
Det ihållande stora bytesbalansunderskottet i USA kräver finansiering från utländska investerare. Om det blir repriser på oktobers stora politiska bråk i Washington skulle investerarnas intresse nog svalna, i så fall tyngs USD.
- **Starkare valutor i Sverige och Norge – lite längre fram**
Både Riksbanken och Norges Bank har mött oväntat svag tillväxt 2013. Därför har de penningpolitiska budskapen varit mjuka, vilket tyngt valutorna. På kort sikt tappar SEK ytterligare om Riksbanken sänker räntan, men bättre konjunktur 2014 talar för starkare SEK och NOK.

FEDS AGERANDE MED OBLIGATIONSKÖPEN HAR STOR DOLLARPÅVERKAN



Faktiska och inte minst förväntade penningpolitiska åtgärder från Federal Reserve (Fed) kan tydligt avläsas i EUR/USD-kursen. När Fed på försommaren i år flaggade för att obligationsköpen förmodligen skulle trappas ned i höst stärktes dollarn, medan beskedet i mitten av september att nedtrappningen dröjer fick dollarn att försvagas.

CENTRALBANKERNAS PENNINGPOLITIK ÄR alltså en av de allra viktigaste drivkrafterna för vad som händer med de stora valutorna USD, EUR och JPY. Inte minst förväntningar om vad som ska ske med Federal Reserves (Fed) pågående obligationsköp för 85 miljarder USD per månad har gjort djupa avtryck i valutamarknaden under 2013. Signaler om att köpen ska minska i omfattning har stärkt USD, medan besked om att köpen tillsvidare ska fortgå har försvagat USD.

I skrivande stund är grundtipset att en nedtrappning av obligationsköpen anstår till i mars nästa år, en bedömning som fick ökat stöd av budskapen från den tillträdande (1/2 2014) Fed-chefen Janet Yellen vid en utfrågning i senaten i mitten av november. På sista raden menade Yellen att fördelarna med den rådande Fed-politiken överväger nackdelarna, och att USA:s ekonomi behöver komma upp på fastare mark innan politiken ska omprövas.

Givet att valutamönstret från merparten av 2013 står sig torde USD således förbli svagt ett tag till. Men när Feds räntemöte den 18-19 mars närmar sig kommer trenden troligtvis att börja vända. USD får under 2014 och början av 2015 stöd av en mindre stimulerande penningpolitik, och under det andra halvåret 2015 stöd av förväntningar om att Fed som en av de första stora centralbankerna inleder en regelrätt åtstramning av politiken. Vår prognos är att styrräntan höjs från 0,25 till 0,75 procent mot slutet av 2015.

Till USD:s fördel på lite sikt talar även utsikterna till en betydande uppväxling av USA:s tillväxt under de närmaste åren. Det ger stöd åt landets arbetsmarknad, något som i sig minskar behovet av fortsatt penningpolitiskt stöd. En högre tillväxt än i exempelvis Euroland och Japan leder också rimligen till att internationella kapitalflöden i större utsträckning söker sig till USA.

EUR gynnades under våren och sommaren i år av tecken på att Eurolands ekonomi var på väg in i en bättre fas. BNP i unionen

växte igen under det andra kvartalet efter sex kvartal i rad med krympning, och indikatorer har signalerat fortsatt tillväxt framöver. På sistone har dock konjunkturdata i Euroland varit mindre entydigt positiva, något som ihop med att regionen alltså brottas med ekonomiska, finansiella och politiska problem utgör minusfaktorer för EUR. Om Europeiska Centralbanken (ECB) inför en negativ inlåningsränta och styr in på en politik med obligationsköp liknande den Fed för idag, då får EUR ytterligare betydande sänken på sig.

JPY tyngs det närmaste året av Bank of Japans aggressiva penningpolitik präglad av massiva tillgångsköp. På längre sikt skulle växande frågetecken kring den ekonomisk-politiska strategin "Abenomics" möjligheter att uppnå reformpolitiska resultat också kunna sänka JPY. Den japanska valutan hamnar likaså under press om inhemska obligationsplaceringar inte nöjer sig med en realränta på minus cirka 1,4 procent (givet att inflationen når målet 2%), utan säljer i stor skala och söker sig till utländska kapitalmarknader.

SEK har tappat i värde under 2013 då Sverige präglats av upprepade tillväxtbesvikelser, och utländska placeringar övergett spekulationerna om att Riksbanken ska höja reporäntan. Om Riksbanken enligt vår prognos istället trappar ned reporäntan från 1 till 0,75 procent i december torde SEK försvagas ytterligare på kort sikt. Med stöd av bättre global och svensk konjunktur stärks sedan SEK under 2014, och under 2015 får den även stöd av att reporäntan höjs..

Norges Bank (NB) har i år konfronterats med oväntat svag norsk tillväxt och väldigt varierande inflationstakt, en knepig penningpolitisk miljö. Av allt att döma lämnar NB styrräntan på 1,50 procent fram till början av hösten 2014, en nivå klart högre än många andra centralbanksräntor, då den höjs till 1,75 procent. Det ihop med utsikterna till högre tillväxt i Norge under nästa år talar till NOK:s fördel.