



# Investment Outlook

Marknader i väntan  
på vinster

MARS 2014

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

**S|E|B**



# Innehållsförteckning

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| Inledning .....                                                  | 5  |
| Portföljstrategi .....                                           | 6  |
| Tema: Afrika söder om Sahara erbjuder möjligheter .....          | 10 |
| Tema: Samtidig (obefogad?) oro för deflation och inflation ..... | 14 |
| Tema; Världens energikarta under omritning.....                  | 17 |
| <b>MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG</b>                                 |    |
| Makrosammanfattning.....                                         | 20 |
| Nordiska aktier.....                                             | 22 |
| Globala aktier .....                                             | 26 |
| Räntor.....                                                      | 28 |
| Hedgefonder .....                                                | 30 |
| Fastigheter.....                                                 | 32 |
| Private Equity .....                                             | 34 |
| Råvaror .....                                                    | 36 |
| Valutor.....                                                     | 38 |

Denna rapport publicerades den 4 mars 2014  
 Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 26 februari 2014

**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,  
 SEB Investment Management  
 + 46 8 763 69 21  
 hans.peterson@seb.se

**Lars Gunnar Aspman**

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

**Victor de Oliveira**

Head of Investment Strategy Luxembourg,  
 SEB Asset Management  
 + 352 26 23 62 37  
 victor.deoliveira@sebgrouplu

**Lars-Henrik Røren**

Economist  
 +47 9822 8506  
 lars.henrik.roren@seb.no

**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,  
 SEB Asset Management  
 +352 26 23 63 50  
 reine.kase@sebgrouplu

**Carl-Filip Strömbäck**

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

**Stefan Lukacs**

Economist  
 +46 8 763 69 37  
 stefan.lukacs@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 mera information om specifika bolag som finns tillgänglig på [www.seb.se/mb/disclaimers](http://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. Värdet 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](http://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.



## Marknader i väntan på vinster

*Konjunkturen fortsätter att stabiliseras och världsbilden målas i ljusa färger. Räntorna är låga, riskaptiten god, aktiemarknaden har utvecklats väl och nu tar också företagsaffärerna fart. Kan vi räkna med att dessa trender kommer att fortsätta eller är nästa steg en paus?*

För ett år sedan (i *Investment Outlook* utgiven i mars 2013) konstaterade vi att "Aktier går mot ny vår" - vilket visade sig stämma ganska väl. Frågan är var vi står idag? Världens samlade makroexpertis blir alltmer samstämmig i att de globala konjunkturutsikterna ser allt bättre ut. Men ger högre BNP-tillväxt automatiskt bränsle till fortsatt stigande aktiemarknader? Både ja och nej. Börsen är en ledande indikator, det vill säga börsen stiger på förhoppningar om en ljusare framtid - och när vi väl synar korten och konstaterar att tillväxten faktiskt tar fart, har aktiemarknaden ofta redan tagit ut delar av segern i förskott. Samtidigt ger en ökad optimism självfallet möjligheter till högre vinster, vilket är det mest effektiva bränslet till börsen. Förra året steg aktier främst på förhoppningar om högre vinster - nu är det upp till bevis. Nu måste vi se en accelererande vinsttillväxt för att ta börsen vidare till högre höjder.

Global ekonomi, med USA i spetsen, fortsätter att utvecklas väl. Räntorna är fortsatt låga, samtidigt som värderingen på aktiemarknaden stigit. Eller rättare sagt, värderingarna har stigit på de mer utvecklade ländernas börser. Emerging Markets halkar alltså efter, tyngda av strukturella utmaningar och lägre tillväxttal. Hur ska man se på tillväxtmarknaderna? Förutsättningarna är mycket olika för olika regioner och länder. I detta nummer av *Investment Outlook* har vi valt att studera Afrika närmare. En region som många framhåller som spännande med stor potential. Liksom när vi i förra utgåvan (utgiven i december 2013) gick på djupet i analysen av BRIC-

länderna, konstaterar vi att förutsättningarna mellan enskilda länder är mycket olika. Och att det inte alltid går att dra ett likhetstecken mellan intressanta ekonomier och intressanta investeringsmöjligheter.

I spåren av en global ekonomi som återhämtar sig sakta och än så länge inte uppvisar några som helst spår av inflation, frågar sig många om vi är på väg in i en farlig period med deflation. Pristrycket är mycket lågt, samtidigt som vi haft en lång period av mycket stora ekonomiska stimulanser. Borde vi inte se en något mer "normal" inflation i denna miljö? Ska vi oroa oss för ett deflationsscenario på fler håll än i Japan, där vi sett det under lång tid? Denna frågeställning adresserar vi i temat "Samtidig (obefogad?) oro för deflation och inflation".

På råvarufrenten håller världens energikarta på att ritas om markant. Skifferoljans och skiffergasens framväxt, främst i USA, håller oljepriset i schack, men innebär också stora förändringar för såväl oljebranschen som för den globala politiska spelplanen. Vi har gjort en djupdykning i vad som händer inom detta spännande område och tittat närmare på potentiella konsekvenser.

Portföljstrategiskt är allokeringsfrågan idag en balansgång mellan å ena sidan relativt högt värderade aktiemarknader i industrivärlden, lägre värderade - men mer instabila - tillväxtmarknader och å andra sidan en räntemarknad som ger en fortsatt låg nominell avkastning. Vårt beslut är att hålla en balanserad risknivå. Vi föredrar fortsatt en lägre värderad europeisk aktiemarknad framför en högre värderad amerikansk. Vi väljer att ta vår tillväxtmarknadsexponering i Asien och vi håller fortsatt en relativt hög risk i våra ränteportföljer med fokus på företagsobligationer inom High Yield-segmentet.

**ANN GREVELIUS**  
*Global Head of Investment Strategy*



## Aktievänligt med beredskap för volatilitet

Aktiemarknadernas naturliga tillstånd är att de "går före" den reala utvecklingen, de diskonterar framtiden. Aktiemarknaderna är ur ett historiskt perspektiv relativt högt värderade, vilket förutsätter en bra konjunkturutveckling och goda resultat i företagen. Sannolikheten för att detta ska inträffa inom en 12-månadersperiod är relativt hög. Med en kortare horisont är bilden mer osäker. Vi har sedan någon månad tillbaka fått en serie svagare makrodata levererade från USA, vilket kan komma att testa såväl investerarens tålamod som tron om en resultatutveckling som lever upp till förväntningarna. Vår uppfattning är dock att vi befinner oss i en aktievänlig fas, och sett över hela 2014 kommer aktier att vara tillgångsslaget med bäst förutsättningar. Dock är det viktigt att ha beredskap för viss volatilitet i och med att värderingarna har kommit upp.

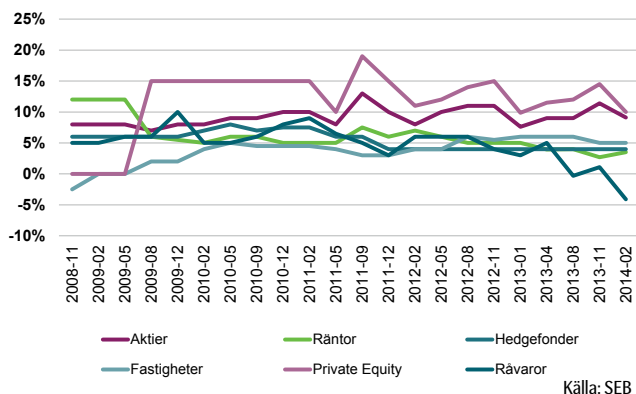
Ränte- och obligationsmarknaderna drivs just nu av låg inflation. Långsiktigt, över 12 månader, är räntenivåerna på väg upp. Centralbankerna fortsätter att hålla en stimulerande politik även om den amerikanska gradvis minskar sina obligationsköp. Obligationsmarknaderna ligger idag på nivåer som delvis styrs av den korta räntan och delvis är en följd av tidigare låg tillväxt och inflationsförväntningar. Vi ser inga förutsättningar för kursvinster framöver utan fortsätter att ha en försiktig löptidstrategi (det vill säga kort duration). Företagsobligationsmarknader av olika slag är dock fortsatt intressanta, inte minst den europeiska.

Vi har en fortsatt ödmjuk inställning till kraften i konjunkturåterhämtningen, de problem som finns inom Emerging Markets och det lite för försiktiga momentum vi märker av i aktiemarknaderna, där defensiva sektorer går bättre än konjunkturkänsliga. Det gör att vi håller ned andelen investeringar som är beroende av en hög riskvilja.

### FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER

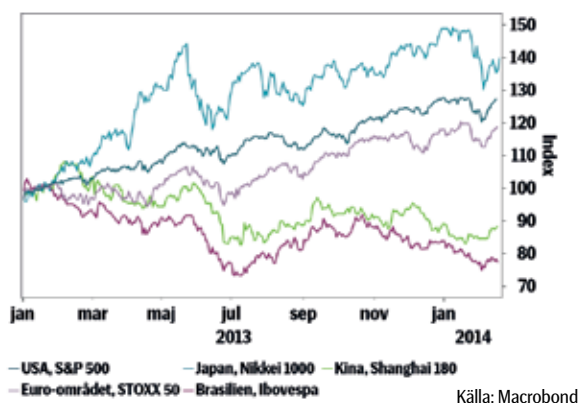
Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House view och bygger på vårt makrosenario (se sid 20). Förväntningarna gäller de kommande 12 månaderna.

| TILLGÅNGSSLAG  | FÖRVÄNTNINGAR KOMMANDE 12 MÅN |      | KOMMENTAR                                                                                                                                                                               |
|----------------|-------------------------------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                | AVKASTNING                    | RISK |                                                                                                                                                                                         |
| Aktier         | 9%                            | 13%  | Förväntad risk och total avkastning för globala aktiemarknaden mätt med MSCI World All Countries i lokal valuta.                                                                        |
| Räntebärande   |                               |      |                                                                                                                                                                                         |
| Obligationer   | 2,8%                          | 5,0% | 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          | 0,8%                          | 0,1% |                                                                                                                                                                                         |
| 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 | 10%                           | 16%  | En betajustering av globala aktier, mätt som utveckling på LPX50 Total Return och MSCI World AC LOC de senaste sju åren.                                                                |
| Råvaror        | -4%                           | 15%  | 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 1,28 (-6,6%), EUR/SEK 8,50 (-5,5%) och USD/SEK 6,64 (+1,2%). |



## FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

Sedan förra utgåvan av *Investment Outlook* (utgiven 3 december 2013) har vi gjort bedömningen att råvaror kommer bidra negativt till avkastningen kommande 12 månader. Vi har också justerat ned den riskjusterade avkastningen för aktier och Private Equity något.



## NEGATIV INLEDNING AV 2014 EFTER STARKT 2013

Efter förra årets kursuppgångar tappade aktiemarknaderna mark i januari. Världens breda index visade överlag negativa siffror, där börsen i Japan backade mest efter fjolårets starka utveckling.

## HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING

- Aktieinriktning – industriländerna fortsätter att dominera, Europa mest intressant**  
 Vi är i en aktiefas som idag främst gynnar industriländerna, där är konjunkturåterhämtningen starkast och riskerna minskar. Vi fortsätter att se Europa som ett viktigt område att investera i. Europa gynnas av att den inhemska konjunkturen förstärks, det finns fortfarande omvärderingseffekter i krisländerna och valutan (euron) har visat sig vara oväntat stabil.
- Konjunkturen kommer att bäras av konsumenter och privatinvesteringar**  
 Företag och konsumenter är underinvesterade efter en lång period med svag tillväxt, åtstramningar och besparingar. I de delarna av ekonomin finns grunden för tillväxt framöver och sektorer som gynnas av ökad privatkonsumtion eller ökade företagsinvesteringar är det fokus vi har för våra investeringar.
- Företagsrelaterade obligationsplaceringar fortsätter att vara intressanta**  
 Europa är i en fas när kreditmarknaderna utvecklas. Allt mer upplåning går via företagsobligationer. Det skapar möjligheter för såväl enskilda obligationer som för hedgefondförvaltare med fria mandat inom räntemarknaden. Det fortsätter att vara ett fokusområde för oss.
- Hedgefonder gynnas i ett stabilt klimat**  
 I ett marknadsklimat som drivs av en stabil konjunkturutveckling får ofta hedgefonder bättre betalt för sina strategier än i mer volatila tider. För oss är det ett sätt att identifiera möjligheter till annan avkastning än den rena marknadsrörelsen (det vill säga avkastning via alfa snarare än beta).

| TILLGÅNGSSLAG         | VIKT*         | KOMMENTAR                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Aktier</b>         | 1 2 3 4 5 6 7 | Vi behåller vår positiva strategiska syn på aktier. Den globala konjunkturåterhämtningen ger stöd för det. Dock gäller att värderingarna har kommit upp på nivåer som gör att vi kortsiktigt intar en försiktig hållning. Vinstprognoserna fortsätter revideras ned och trots relativt bra signaler från inköpschefer låter bolagsvinsterna vänta på sig. Europa är förstavalet bland aktiemarknaderna, med Asien som god tvåa. För fortsatta uppgångar krävs bättre vinster, och årsboksluten gav oss inte önskat utfall. |
| <b>Räntebärande</b>   | 1 2 3 4 5 6 7 | Företagsobligationer inom High Yield-segmentet framstår alltjämt som mest lockande i räntemarknaden tack vare bland annat god företagshälsa, centralbankers stimulanspolitik och utsikterna till högre riskvilja. Stigande statsobligationsräntor i DM (Developed Markets) med ogynnsamma effekter på obligationskurserna gör dessa oattraktiva för ränteplacerare. Höga obligationsräntor (effektivräntor) och chanser till vissa kursvinster på en del håll återfinns istället i Emerging Market-området (EM).           |
| <b>Hedgefonder</b>    | 1 2 3 4 5 6 7 | Marknaderna fortsatte under 2013 att "normaliseras" med minskade effekter från politikers utspel och mer fokus på bolagens fundamenta. Både Equity L/S och Relative Value-förvaltare med fundamental ansats har haft bra avkastning de senaste 12 månaderna, och vi räknar med att de fortsätter leverera. Även klimatet för Event driven-strategier är fortsatt gynnsamt.                                                                                                                                                 |
| <b>Fastigheter</b>    | 1 2 3 4 5 6 7 | Stimulativ penningpolitik och tecken på förbättrad tillväxt i Europa och USA talar för fastigheter. Dock är bristen på investeringsalternativ och ökad räntekänslighet alltjämt skäl att ställa sig avvaktande till tillgångsslaget.                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Private Equity</b> | 1 2 3 4 5 6 7 | Utsikterna för tillgångsslaget Private Equity är de kommande åren positiva. Allt fler fundamentala förbättringar i framför allt Europa och USA tillsammans med det fortsatta sökandet efter alternativa avkastningskällor ger ytterligare potential. Det stigande antalet exits är ett gott tecken på att marknaden har återhämtat sig efter ett par stramare år.                                                                                                                                                          |
| <b>Råvaror</b>        | 1 2 3 4 5 6 7 | Riskerna har ökat och vi räknar inte med någon avkastning kommande 12 månaderna. Industrimetallmarknaden är balanserad. Oljepriset förväntas ligga på samma nivåer om ett år och guldpriset bedöms fortsätta sjunka. För jordbruksråvaror generellt räknar vi med stigande lager och fallande priser ytterligare en tid. Väderfenomen som La Niña och El Niño har självfallet potential att förändra denna bild.                                                                                                           |
| <b>Valutor</b>        | 1 2 3 4 5 6 7 | Under 2013 stärktes den ekonomiska tillväxten i USA och Storbritannien, samtidigt som Euroland lämnade recessionen. Detta gagnade USD, GBP och EUR. Den enda stora valuta som sjönk i värde betydligt under fjolåret var JPY, vilken tyngdes ned av den synnerligen stimulerande ekonomiska politiken i Japan (Abenomics). För svenska kronans del spår vi en förstärkning mot EUR men försvagning mot USD under 2014.                                                                                                     |

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

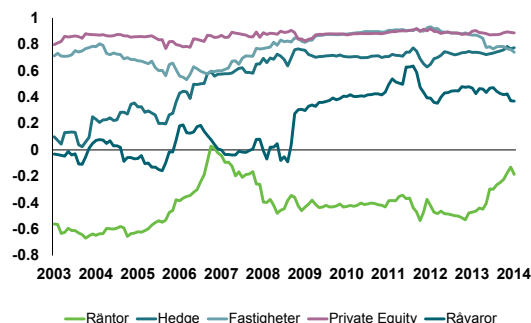
Källa: SEB

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 (2004-02-28 TILL 2014-01-31)

|                       | Aktier | Räntor | Hedje | Fastigheter | Private Equity | Råvaror |
|-----------------------|--------|--------|-------|-------------|----------------|---------|
| <b>Aktier</b>         | 1,00   |        |       |             |                |         |
| <b>Räntor</b>         | -0,32  | 1,00   |       |             |                |         |
| <b>Hedje</b>          | 0,71   | -0,34  | 1,00  |             |                |         |
| <b>Fastigheter</b>    | 0,83   | -0,08  | 0,57  | 1,00        |                |         |
| <b>Private Equity</b> | 0,87   | -0,29  | 0,70  | 0,87        | 1,00           |         |
| <b>Råvaror</b>        | 0,35   | -0,23  | 0,66  | 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.

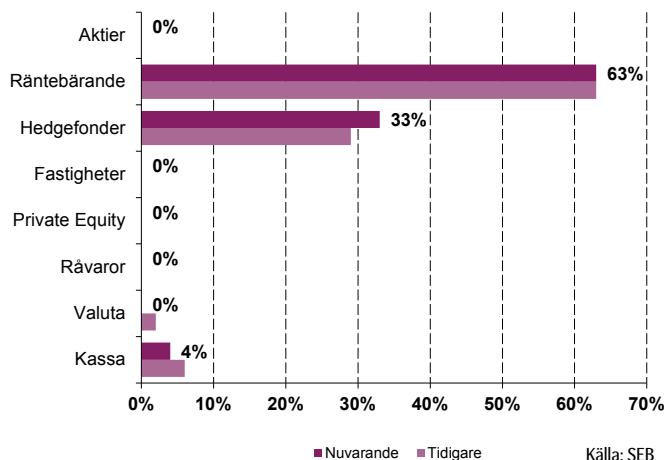
Källa: SEB



## MODERNA INVESTERINGSPROGRAM I TRE RISKNIVÅER – FÖRDELNING AV TILLGÅNGSSLAG

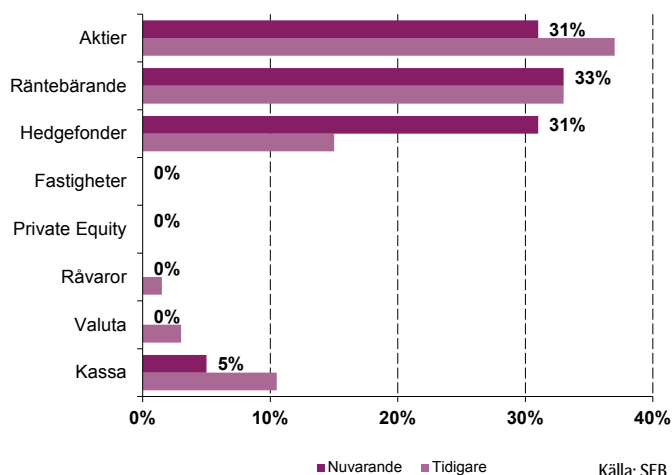
## MODERN PROTECTION

Fokus för Modern Protection är allttjämt ränteneutrala strategier. Vi har sedan oktober gradvis ökat upp andelen hedgefonder genom främst Credit Long/Short-strategier, vilket gett resultat – över hälften av portföljens avkastning de senaste tre månaderna har kommit från våra Credit L/S- och Market Neutral-förvaltare. Vi har inte gjort några förändringar i ränteportföljen och Senior Loans/High Yield uppgår fortsatt till 11,5 procent medan Absolute Return står för 26 procent av portföljen. Våra förvaltare fortsätter att leverera i linje med våra förväntningar och de olika tillgångsslagen kompletterar varandra väl. Vi räknar med fortsatt stabil avkastning framöver.



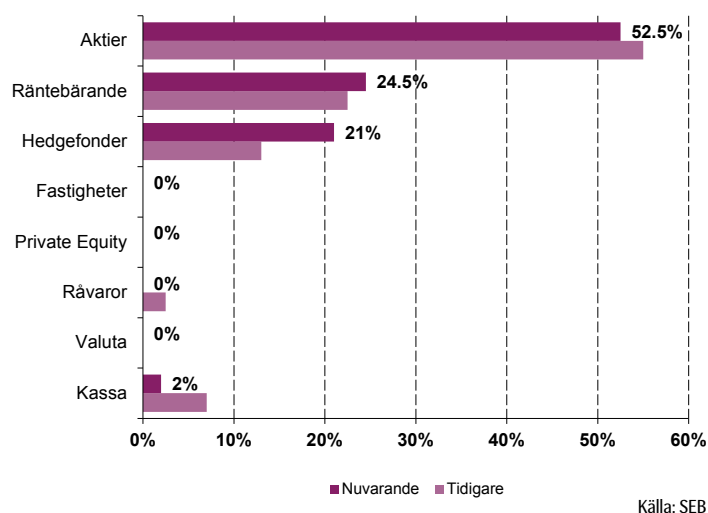
## MODERN GROWTH

Vi har allttjämt en långsiktigt positiv syn på aktier. Mot slutet av januari såg vi dock en betydande risk för en större korrektion mot bakgrund av svagare makrodata och lägre bolagsvinster. Vi valde därför att kortsiktigt minska aktieexponeringen från 39 till 31 procent för att minska portföljens nedsiderisk. I skrivande stund har marknaderna återhämtat sig samtidigt som vinstestimaten fortsätter att nedrevideras. Risken för marknadsturbulens kvarstår och vi har därför investerat i Equity Long/Short, Event Driven och konvertibler för att få en aktielik exponering, men med bättre skydd på nedsidan.



## MODERN AGGRESSIVE

Modern Aggressive var i början av året positionerad för en fortsatt stark aktiemarknad med 62 procent aktier, men i likhet med Modern Growth har vi taktiskt minskat nedsiderisken genom att allokeras om aktier till konvertibler, Equity Long/Short och Event Driven. Dessutom har vi investerat en liten andel i "Contingent Convertibles" eller CoCo's – en ny och växande typ av hybridkapital huvudsakligen utgivna av banker för att uppfylla bankernas kapitalkrav. Aktieexponeringen är allttjämt skruvad åt Europa och Asien – de regioner vi bedömer har bäst tillväxtpotential framöver. Cirka 13 procent av aktieportföljen är i ETF:er (börshandlade fonder) för att snabbt kunna justera riskprofilen om marknadsutsikterna ändrar sig.





## Afrika söder om Sahara erbjuder möjligheter

*Medan Asien, Latinamerika och Östeuropa nått avsevärda samhällsekonomiska framsteg har Afrikas framgångar varit små. Andelen av världens BNP är idag inte ens 3 procent. Förutsättningarna och utsikterna - både när det gäller makroekonomi och börs - är betydligt bättre söder än norr om Sahara. Men för aktieplacering är det svårt att nå den mest intressanta exponeringen.*

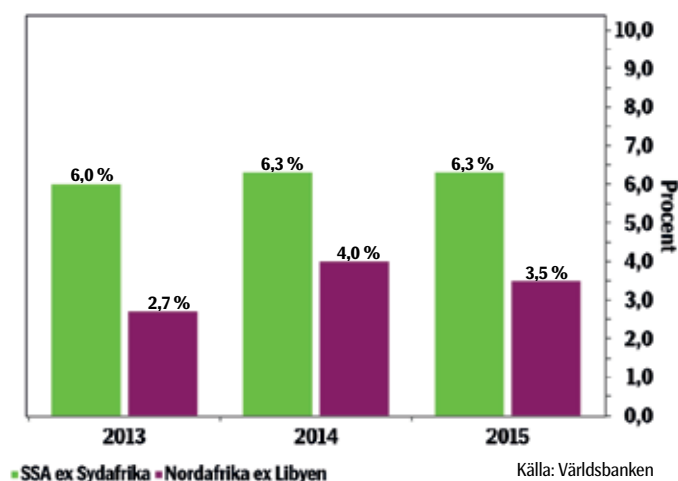
Industrialismen föddes i Storbritannien i mitten av 1700-talet, och spreds under 1800-talet till övriga Västeuropa, Nordamerika och Japan. I dess släptåg följde massiva satsningar på utbyggnad av infrastruktur i form av vägar, järnvägar och vattenburna transporter. Parallellt med industrialismens utbredning föll jordbrukets betydelse för sysselsättning och samhällsekonomi, och det materiella välbefindandet steg.

Industrialismens utbredning på norra halvklotet under slutet av 1800-talet och 1900-talets första hälft åtföljdes av ett växande råvarubehov. Blickar riktades mot Afrika. Kolonialisering följde. Denna innebar att transporter och kommunikationer i någon mån förbättrades på den afrikanska kontinenten. Men framför allt att naturresurser exploaterades.

En konsekvens av kolonialismen - som lever kvar än i dag - var länders koncentration av produktion och export till ett fåtal varor inom områdena jordbruksprodukter/livsmedel, metaller och olja. Afrikanska ekonomiers känslighet för variationer i råvarupriser är därför fortsatt hög.

Under efterkrigstiden har Afrika genomgått ett antal ekonomiska faser. Först försöken till ökad industrialisering - ofta med utländskt bistånd. Man ville minska ländernas jordbruksberoende, men med mindre goda resultat på grund av bland annat en inte särskilt lyckad politik för att ersätta import med inhemsk produktion. Sedan kom sjösättningen av strukturella åtgärdsprogram - avregleringar av marknader, handelshinder och subventioner - som villkor för att afrikanska länder skulle få finansiellt stöd från Internationella Valutafonden (IMF) och Världsbanken. Det gav dock oönskade konsekvenser såsom ökad korruption och fattigdom.

I en någorlunda ny ekonomisk fas har ett antal tillväxtländer visat stort intresse för Afrikas naturtillgångar. Det gäller länder som Kina, Indien och Brasilien, och råvaror som olja, naturgas, kobolt, nickel, aluminium och platina. I utbyte mot fördelaktiga långfristiga motköpskrediter och satsningar i afrikansk infrastruktur söker dessa länder nya marknader för sin export, trygga leveranser av råvaror från Afrika, samt tillgång till jordbruksmark.



### STÖRRE VÄXTKRAFT I SÖDER ÄN I NORR

*I många dimensioner är Afrika söder om Sahara (SSA) samhällsekonomiskt starkare än Nordafrika, och socialt liksom politiskt ter sig riskbilden i Nordafrika också alltjämt allvarligare. I jämförelserna av BNP-tillväxt har Libyen uteslutits i norr då landets BNP-kast är avsevärda under perioden, medan Sydafrika uteslutits i söder då områdets tillväxtstyrka syns tydligare om den stora lågtillväxtekonomin exkluderas.*

Beträffande utfallet för Afrika av denna variant av "nykolonialism" har juryn ännu inte nått ett beslut. Å ena sidan har Afrika onekligen ett stort behov av investeringskapital för infrastruktur liksom för telekom, turism och finansverksamhet. Å andra sidan finns en risk för att en väl hög andel utländskt kapital kanaliseras till "gammaldags" råvarubaserad verksamhet. Detta skulle hämma framväxten av ett mer diversifierat afrikanskt näringsliv.

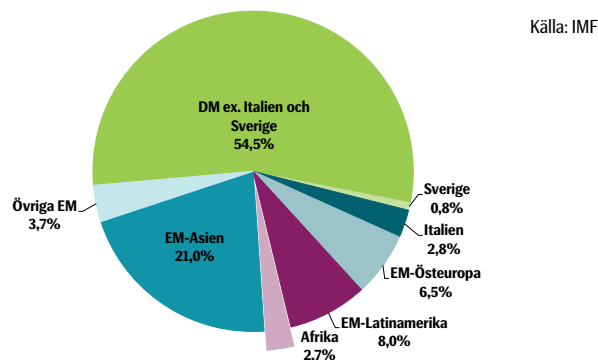
### Afrikas plats på världskartan idag

De tre etablerade Emerging Markets-regionerna (Asien ex Japan, Latinamerika och Östeuropa) har nått ekonomiska framsteg under de senaste decennierna. Enligt IMF:s statistik för 2013 (nominellt och i USD) är Asien ex Japans andel av världens BNP (bruttonationalprodukt) 21 procent, Latinamerikas 8 procent och Östeuropas 6,5 procent. Parallellt har framgångarna för Afrika varit mycket små.

Afrika består idag av 55 länder. Fem av dessa återfinns i Nordafrika (Algeriet, Egypten, Libyen, Marocko och Tunisien), och återstoden söder om Sahara (Sub-Saharan Africa, SSA). Kontinentens befolkning summerar idag till omkring 1 miljard människor - en sjundedel av jordens totala befolkning - medan Afrikas BNP under 2013 bara var 2 017 miljarder USD (IMF-statistik, nominellt).

Samtidigt som var sjunde människa på jorden således bor i Afrika, står kontinenten för endast knappt 3 procent av världens BNP. Det innebär att BNP per capita (person) - ett mått på ekonomiskt välstånd - är synnerligen låg (cirka 13 000 kronor, att jämföra med 356 000 kr i Sverige).

### AFRIKAS EKONOMI - EN LITEN DEL AV VÄRLDSEKONOMIN



Trots att 1 miljard människor bor i Afrika och kontinenten besitter stora råvarutillgångar står Afrika för endast knappt 3 procent av världen BNP (bruttonationalprodukt). I storlek är Afrikas ekonomi ungefär jämförbar med Italiens, och endast knappt fyra gånger större än Sveriges.

Afrikas BNP är i storleksordning jämförbar med Italiens (2 068 mdr USD 2013), större än Indiens och lite mindre än Rysslands och Brasiliens. Kinas BNP uppgick i föl för övrigt till cirka 9 000 mdr USD, och Sveriges till 552 mdr USD - den afrikanska ekonomin är således endast knappt fyra gånger större än den svenska!

Länderna i Nordafrika står tillsammans för drygt 35 procent av hela Afrikas BNP, och SSA-länderna för knappt 65 procent. Särskilt påfallande är den stora spännviden. Sex länder hade i föl en BNP på över 100 mdr USD: Sydafrika, Nigeria, Egypten, Algeriet, Angola och Marocko. Bland länder med minst BNP (under 1 miljard USD) återfinns bland andra Gambia och Guinea-Bissau.

### Fortsatt stort beroende av ett fåtal varor

Ländernas makroekonomiska storlek i Afrika skiljer sig mycket åt, men beroendet av enstaka varor i exporten är en gemensam faktor. Dessa exportvaror är överlag föga förädlade (tillverkningsindustrins andel av afrikansk ekonomi är väldigt liten), och återfinns i allt väsentligt inom råvaru- och livsmedelsområdet. För ett 15-tal länder är olja den viktigaste källan för exportinkomster, för fem länder är det kaffe. I övriga exportkorgar dominerar aluminium, platina, koppar, fosfor, kobolt, diamanter, kakao, tobak, cashewnötter och tonfisk.

Mönstret att mer än 2/3 av exporten är råvaror - speglar väl den näringslivsstrukturen. Hela 50 procent av afrikanerna är sysselsatta i jordbruket, därefter följer detaljhandel, turism, och den offentliga sektorn. Industrijobbens andel är inte ens 10 procent.

Denna "föråldrade" näringslivsstruktur är till stor nackdel för Afrikas ekonomiska välmående och växtkraft. Det finns också många andra problem. Det kan exemplifieras med att cirka 20 procent av afrikanerna behöver gå över 2 kilometer för att hämta vatten, att endast 30 procent av befolkningen i SSA har tillgång till elektricitet, och att i flera av länderna är mer än hälften av befolkningen över 15 år inte läskunnig.

### Grogrund för reformer, chans till ekonomiskt lyft

Dessa svårigheter kan samtidigt utgöra en grogrund och katalysator för genomförandet av ekonomiska strukturreformer, som förbättringar av marknadens funktionssätt, ökad legal trygghet, infrastruktursatsningar på nyckelområden, och politiska förändringar - demokratiseringar, minskad korruption, minskade etniska och sociala motsättningar. Tillsammans skulle det ge avsevärda positiva möjligheter.

Framväxandet av en ekonomisk medelklass i Afrika kan på sikt bli en allt starkare motor på hemmarknaderna. Att drygt 40 procent av befolkningen i SSA är under 14 år erbjuder i sig fantastiska möjligheter, men utgör samtidigt en stor utmaning när det gäller att skapa jobb möjligheter för denna enorma arbetskraftsresurs.

Genomgripande ekonomiska, politiska och sociala förändringar tar dock tid, i Afrikas fall förmodligen lång tid. Utsikterna närmaste åren visar också på stora skillnader mellan olika länder i regionen.

### Afrikanska ekonomiska utsikter 2014-2015

Världsbankens prognoser (januari 2014) för 2014-2015 tecknar onekligen väldigt olika bilder för Nordafrika respektive Sub-Saharan Africa (SSA).

### Nordafrika

Nordafrika har sedan inledningen av "den arabiska våren" för drygt tre år sedan präglats av stor politisk, social och ekonomisk dramatik, med betydande inslag av våld. Osäkerheten och risken för po-

litisk och social destabilisering tynger alltså stämningen bland hushåll och företag, inte minst i Egypten. Tillväxten har därför bromsats in, statsbudgetar och bytesbalanser har försvagats.

En viktig inkomstkälla - utländska turister - har sinat, och detsamma gäller flödena av utländska direktinvesteringar till främst Egypten och Tunisien. Nordafrikaner med arbete i andra delar av världen sänder dock fortsatt hem stora penningbelopp till släkt och vänner.

Regionen präglas sedan länge av avsevärda strukturella problem i form av bland annat hög ungdomsarbetslöshet - en grogrund för socialt uppror - och betydande ojämlikhet när det gäller ekonomiska möjligheter för företag och hushåll.

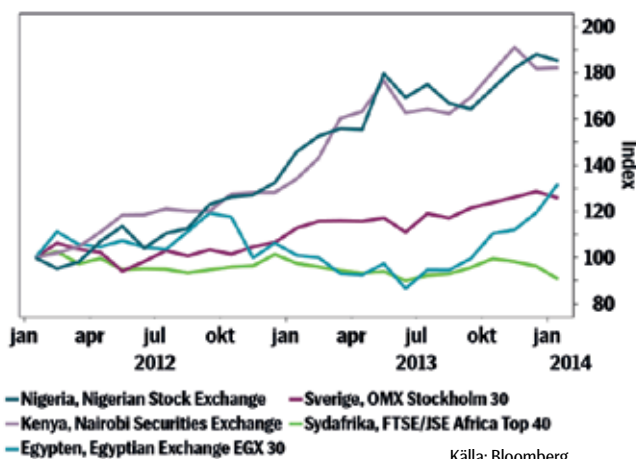
Fortsatt stor tröghet i redan demokratiskt beslutade politiska reformer (Egypten, Tunisien), ihållande social oro, och faran för nya våldsamerheter fördröjer sammantaget nödvändiga reformer, och drabbar även tillväxten, liksom oljeproduktionen i Algeriet och Libyen.

Dessa oljeproducenters statsfinanser och bytesbalanser försämrats också om oljepriset blir lägre än det nu rådande, medan Egypten, Marocko och Tunisien - icke-oljeländer med ganska stora bytesbalansminus - gynnas av oljeprisfall. Högst inflation i Nordafrika återfinns i Egypten och Libyen.

Efter fjolårets knappt 2 procent spår Världsbanken att Nordafrikas BNP växer knappt 5 procent i år och drygt 4 procent 2015. Exklusive Libyen - som bedöms stå inför avsevärda positiva tillväxtrekyler - skulle noteringarna för 2014 och 2015 hamna på cirka 4 respektive 3,5 procent.

### Sub-Saharan Africa (SSA)

Regionen söder om Sahara, SSA, har varit en av världens snabbast växande sedan mitten av 1990-talet med årliga BNP-ökningar på i snitt nästan 5 procent. Även framöver ser utsikterna betydligt bättre ut för SSA än för Nordafrika. Största ekonomier i SSA är Sydafrika, Nigeria och Angola. När det gäller Sydafrika har landets relativt låga tillväxttakt - en följd av bland annat strukturproblem och oro på arbetsmarknaden (gruvindustrin) - på senare år blivit en broms för hela regionens tillväxt.



Tillväxten i SSA har stor bredd. Såväl privatkonsumtionen - motsvarande drygt 60 procent av BNP - som den offentliga konsumtionen, investeringarna och exporten växer nu i en takt av 5-6 procent. Trots utbredd fattigdom och hög arbetslöshet är den inhemska efterfrågan stark i låginkomstländer, som Kenya, tack vare relativt sett ökad köpkraft hos hushållen. Dessa länder får visserligen inte mycket draghjälp från exporten, men tack vare få finansiella länkar med omvärlden undslipper de också större störningar när det stormar på de globala finanshavnen.

Inflödena av utländska direktinvesteringar till SSA var stora 2013. Kapitalet gick främst till råvarusektorn, men även till telekom, finans, detaljhandel och transport. Utländska företags satsningar väntas också förbli en viktig tillväxtmotor i södra Afrika under de kommande åren.

Inflationen i SSA nådde nästan 10 procent i slutet av 2012, men avtog till kring 6,5 procent i slutet av 2013. Ännu lite mindre inflation ligger nu i korten. Det beror delvis på utsikterna till lägre priser på en del råvaror - i sig en utmaning för regionen.

En annan utmaning är de försämrade statsfinanserna, även om nivåerna inte är särskilt alarmerande. I SSA totalt nådde budgetunderskottet knappt 3 procent av BNP 2013, medan det i låginkomstländerna skrevs till 4,5 procent. Genomsnittet för statsskuden i SSA är 34 procent. Det är i sig en låg nivå, vilken många västeuropeiska länder, USA och Japan säkert avundas.

Skulle oljepriset bli lägre än väntat framöver drabbas oljeproducenten Nigeria, som även har en ganska liten statsfinansiell buffert. Känsligheten för stämningförändringar bland globala investerare är också en tydlig både risk såväl som möjlighet för länder som Nigeria (i vars norra del pågår en militär konflikt), Kenya och Sydafrika.

Enligt Världsbankens aktuella prognoser växer BNP i SSA cirka 5,5 procent både 2014 och 2015, efter fjolårets drygt 4,5 procent. Exkluderas Sydafrika, blir siffrorna för både i år och nästa år istället uppemot 6,5 procent.

### Utmaningar för Afrikaintresserade aktieplaceringar

För placeringar som har för avsikt att investera i Afrika direkt i enskilda bolag eller indirekt via en fond eller en strukturerad

### HETA BÖRSER NÄRA EKVATORN

Diagrammet visar indexerad börsutveckling räknat i svenska kronor för fyra av de största afrikanska börserna, Sydafrika, Egypten, Kenya, Nigeria samt i jämförelsesyfte även Stockholmsbörsen sedan januari 2012. Nigeria och Kenya har haft en mycket stark utveckling och efter en svag inledning har Egyptenbörsen gått upp med mer än 50 procent sedan september 2013, däremot har Sydafrika utvecklats svagt över hela perioden. Räknat i lokal valuta har även Sydafrika haft en klart positiv kursutveckling men en svensk investerare har tappat hela uppgången på den försämrade valutavärdet.

produkt, är det viktigt att känna till att de investeringsmöjligheter som idag finns utanför Sydafrika är begränsade.

För dem som primärt är intresserade av Afrikas enorma naturresurser finns många alternativ och gott om investeringsmöjligheter på afrikanska börser, men också i övriga världen. Stockholmsbörsen erbjuder bolag som fokuserar på att exploatera oljetillgångar i Afrika, och ett av de två största gruvbolagen har sin största tillgång i Kongo-Kinshasa. Internationellt finns massor av råvarubolag som fokuserar helt eller delvis på afrikanska tillgångar, inte minst på Johannesburgbörsen.

Sydafrika - Afrikas största ekonomi - har den överlägset största aktiemarknaden. Börsvärdet där motsvarar 5 340 miljarder kronor, vilket är något mer än Stockholmsbörsens. Gruvbolag och energi är viktiga inslag, men där finns även finans, media, telekom, detaljhandel och konsumentvarubolag. Sydafrikanska bolag har i många fall tidigt identifierat tillväxtpotentialer i övriga Afrika, och etablerat verksamheter över stora delar av kontinenten. Fortfarande är det dock hemmamarknaden eller internationella marknader, som är viktigast. Eftersom Sydafrikas makroekonomiska situation är olik den i Nordafrika, och på flera punkter skiljer sig negativt åt från den i många andra länder i SSA, är det inte självklart att placerare som önskar exponering mot Afrika/SSA vill ha särskilt mycket sydafrikanska aktier i sin portfölj. Afrikafonder har emellertid vanligtvis störst exponering mot just Sydafrika.

### Globala råvaror eller lokala branscher

Framgången för aktieplaceringar i råvarusektorn är vanligtvis främst beroende av den globala prisutvecklingen på respektive mineral. Visserligen kan framsteg på den afrikanska kontinenten vad gäller minskad korruption och förbättrad infrastruktur få stor betydelse för lönsamheten från utvinnandet av mineralerna där. Men en lyckad placering i afrikanska gruv- eller oljebolag är förmodligen mer beroende av en stark industrikonjunktur i västvärlden och Kina, än av de framsteg som görs i Afrika.

Den som söker aktieplaceringar som gynnas av Afrikas unika demografiska situation och den snabba ekonomiska tillväxten i flertalet SSA-länder bör istället fokusera på sektorer som är mer beroende av den inhemska ekonomiska utvecklingen. Exempel är finansiella tjänster, detaljhandel, byggmaterial och livsmedel.

### Sydafrika, Nordafrika och Nigeria

Tyvär är det svårt att hitta investeringsobjekt som passar in på alla kriterier. De största börserna i Afrika, efter Sydafrika, är Nigeria och Egypten. Aktieplaceringar har dock flera anledningar - både kulturella, ekonomiska och politiska - att betrakta Nordafrika och SSA som två helt skilda regioner.

Många placerare finner på goda grunder SSA exklusive både Sydafrika och råvarusektorn som mest intressant. Dessvärre finns det i denna kategori endast 15 aktier med ett börsvärde över 2,5 miljarder kronor och daglig aktieomsättning på mer än 2,5 miljoner kronor. Den listan domineras fullkomligt av Nigeria med elva bolagsnamn, följt av Kenya med tre, och ett bolag från Senegal.

Den nigerianska börsen är överlägset viktigast efter Sydafrika, och domineras i sin tur av ett fåtal bolag. De tre största - en cementtillverkare, ett bryggeri och en livsmedelsproducent - står tillsammans för nära hälften av det samlade börsvärdet. Deras exponering är eftertraktad av många placerare, varför aktierna värderas till P/E-tal på mellan 20 och 37 på vinsterna för 2013. Att Nigeria enligt Transparency International tillhör världens mest korrupta länder tycks inte alls medföra någon osäkerhetsrabatt i aktiemarknaden.

### Sub Sahara spännande, men svårt

Sammanfattningsvis är den ekonomiska utvecklingen i Afrika väldigt spännande. Men för aktieplaceringar är det svårt att få direkt exponering mot den mest intressanta regionen. De placerare som lockas av möjligheterna att investera i Afrikafonder måste därför acceptera ett relativt stort inslag av både råvarubolag och Sydafrika, samt vara medvetna om att Nigeria kommer att väga tungt i portföljen.

| LAND         | BÖRSVÄRDE MDR SEK | HANDLADE AKTIER MED BÖRSVÄRDE ÖVER 1 MILJARD SEK |
|--------------|-------------------|--------------------------------------------------|
| Sydafrika    | 5340              | 164                                              |
| Nigeria      | 486               | 45                                               |
| Egypten      | 320               | 31                                               |
| Ghana        | 177               | 10                                               |
| Kenya        | 144               | 26                                               |
| Marocko      | 81                | 34                                               |
| CFA-regionen | 72                | 15                                               |
| Tanzania     | 39                | 5                                                |
| Botswana     | 33                | 15                                               |
| Tunisien     | 16                | 18                                               |
|              |                   |                                                  |
| Sverige      | 4890              | 190                                              |

Källa: Bloomberg och SEB



## Samtidig (obefogad?) oro för deflation och inflation

*På senare tid har gällt samtidig oro för deflation och inflation. När det gäller inflation har denna ofta ett kortare och mer dramatiskt förlopp, medan deflation kan bli en utdragen plåga. Deflationsrisken förefaller nu störst, men chanserna att undvika generell deflation är goda.*

Förväntningarna på deflation respektive inflation i världen har skiftat tvärt under de senaste 5-6 åren. Sedan mitten av 2011 har en ny tendens präglat den globala ekonomin, nämligen disinflation (avtagande inflationstakt). Och det finns nu många som oroar sig för att disinflation snart ska övergå i deflation, medan andra bekymrar sig för inflationens snara återkomst. Vilken grupp har då störst anledning att oroas?

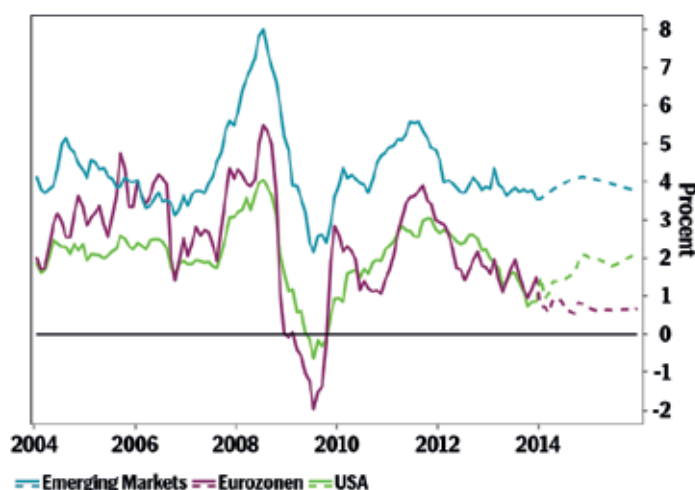
### Deflationens och inflationens konsekvenser

Deflation - ett fall i den allmänna prisnivån - är motsatsen till inflation; en stegring av den allmänna prisnivån. Om priserna på enstaka varor och tjänster sjunker råder med andra ord inte deflation, utan för det krävs en tids nedgång i ett bredare prisindex, såsom BNP-deflatorn eller konsumentprisindex.

Deflationens verkningar är i allt väsentligt en spegelbild av inflationens. Deflation gynnar spararen, medan de som är skuldsatta missgynnas, och deflationen omfördelar förmögenheter "slumpmässigt". Såväl inflation som deflation skapar också osäkerhet om framtiden, vilket bland annat gör det svårt för företagen att snickra ihop välgrundade investeringskalkyler. Deflation, om den paras med en sjunkande realekonomisk aktivitet, är ju även förödande för företagsvinsterna.

I ett samhälle med inflation finns incitament att konsumera snabbt, gärna med lånade medel. I deflationssamhället gäller det omvända; det är rationellt att skjuta upp konsumtionen eftersom varorna/tjänsterna ju blir billigare längre fram, och uppskjuten konsumtion innebär ökat sparande.

När deflationen väl fått sitt grepp om en ekonomi är risken uppenbar för en ond spiral: Förväntningar om fallande priser ger högt sparande/låg konsumtion, vilket i sig - via ett utbudsöverskott - gör att priser faller mer, och det försvagar konsumtionsefterfrågan ytterligare, vilket leder till ännu större prispress, etc. etc. Den onda spiralen får också näring av stigande antal konkurser och, i spåren av dessa, växande kreditförluster i banksystemet.



Källa: Eurostat, BLS, SEB

### VÅR KRISTALLKULA VISAR EN SPRETIG GLOBAL PRISBILD

Sedan tio år tillbaka har prisförändringstakten i världen varierat kraftigt. Inflationen 2008 och 2011 berodde främst på råvaruprisstegringar, medan den skarpa vändningen ned däremellan var en följd av konjunktur- och finanskrisen. Sedan 2,5 år tillbaka gäller disinflation, medan SEB:s kristallkula för 2014-2015 visar en spretig prisutveckling, och att deflationsrisken är störst i Europa.

Inflationsförväntningar kan också frammmana en ond spiral. I denna växer efterfrågan och skuldsättningen allt snabbare, högre kostnader jagar högre priser, marknadsräntor stiger markant, och centralbankirer och finansministrar stramar hårt åt den ekonomiska politiken, varför ekonomin efter ett tag faller brant och bryskt ned i recession.

En inflationsbetingad spiral har vanligtvis mycket kortare livslängd än en deflationsdriven, och är även mindre svår att komma ur. I valet mellan pest och kolera är därför den förstnämnda makrosjukdomen nog att föredra, även om inflationens förlopp präglas av betydligt större dramatik.

### Deflationens drivkrafter

Finanskriser med fallande priser på finansiella tillgångar och fastigheter, "Asset Deflation", brukar resultera i disinflation på varor och tjänster. Globalt på 1930-talet och i Japan på 1990-talet spred sig deflationen till den reala ekonomin där den, på grund av ekonomisk-politiska felgrepp/passivitet, länge blev kvar. Prisfallen på varor och tjänster berodde på att sjunkande värden på finansiella tillgångar fick hushåll och företag att minska sin efterfrågan, med depression/recession och lägre priser som följd.

Allmänna prisfall inträffade också i samband med finans- och konjunkturkrisen 2008-2009, men dessa blev kortvariga (i Europa något kvartal, i USA knappt ett år), och följda av en tendens till tilltagande prisökningstakt under ett par år.

En viktig anledning till att deflationen i tillgångsmarknaderna den gången inte spred sig till den reala ekonomin - marknaderna för varor och tjänster - var den ekonomisk-politiska aktivismen. Först kom akuta finans- och penningpolitiska åtgärder för att "rädda finans- och banksystemet", följda av en monetär stimulans utan like med nollräntepolitik och i en del fall massiva kvantitativa åtgärder (värdepappersköp) från centralbankers sida. Ledstjärna har varit: "Bättre för mycket än för lite, för sent."

Men trots att denna exempellösa penningpolitik alltjämt drivs med full kraft, och trots att den rådande konjunkturuppgången pågått i snart fem år, har således disinflation kännetecknat de senaste cirka 2,5 åren. Troliga förklaringar till detta är:

- Det sannolika trendbrottet till sjunkande råvarupriser.
- Att den senaste finanskrisen resulterade i betydande gap mellan faktisk och möjlig produktion i Developed Markets (DM), och att det därför finns osedvanligt gott om ledig arbetskraft och outnyttjade fabriksanläggningar, av vilket följer löne- och kostnadspress.
- Att finanskriser tar lång tid att verka igenom finanssystemet och den reala ekonomin när stater, företag och hushåll fokuserar på att förstärka sina balansräkningar, något som hämmar tillväxten.
- Teknologiska genombrott inom främst informationsteknologin, vilket har bidragit till ökad produktivitet och prispress.
- Avregleringar av inhemska marknader och mellan länder har lett till ökad konkurrens, varför företag hamnat i en situation utan egentlig möjlighet att själva sätta priserna.

Den lärdom som kan dras är således att deflation generellt gynnar ränteplaceringar, och att kursutvecklingen för aktier kan vara god även vid deflation - givet att den paras med ekonomisk tillväxt. Kombinationen deflation och recession är däremot fördömande för aktier.

En annan viktig slutsats är att deflation är farligt för låntagaren. Deflation betyder att realräntan stiger och att det reala värdet av skulden därmed ökar. Det ekonomer kallar "debt deflation" - att en skuldsatt ekonomi och skuldsatta hushåll tvingas sätta av alltmer av sina inkomster för att klara skuldbördan - kan driva ett land in i en djup recession.

### Inflationens drivkrafter

Under efterkrigstiden har fenomenet inflation helt dominerat över fenomenet deflation. Allmänna prisstegringar kan ofta härledas till att efterfrågan i ekonomin växer snabbare än utbudet, eller till stigande kostnader för företagen som får dessa att höja sina priser. Sådana prislyft brukar prägla slutfaserna av en traditionell konjunkturuppgång.

En annan inflationsorsak kan vara markerade prisuppgångar på råvaror. Slutligen finns samband mellan inflation och en snabb ökning av penningmängden i en ekonomi. Förenklat gäller: Om mängden pengar en längre tid växer mer än mängden nyproducerade varor och tjänster blir följden ett växande utbudsöverskott på pengar - pengars värde faller - och i förlängningen en trolig efterfrågan i den reala ekonomin som överstiger utbudet, följden blir inflation.

I skrivande stund ter sig riskerna för en efterfråge- och kostnadsdriven inflation i DM som små. Detta med tanke på den stora mängden lediga produktionsresurser och de historiskt låga räntorna. Aktuell statistik i USA visar också att styckarbetskraftskostnaderna - en faktor som har stor korrelation med prisutvecklingen - nu faller med omkring 1,5 procent på årsbasis. I Emerging Markets-sfären (EM) uppvisar däremot flera länder nu ett tilltagande kostnads- och pristryck i spåren av brist på produktionsresurser, och fallande valutor. Av det skälet ökar inflationstakten där under 2014, men när de ekonomisk-politiska åtgärder som nu satts in verkat en tid bedarrar sannolikt prisökningarna i dessa länder under 2015.

Inte heller på råvarumarknaderna blinkar några röda inflationsvarningsljus. Tendensen är snarast stabila eller fallande priser, vilket bland annat beror på den nedväxlade tillväxttakten i Kina och i en del andra tongivande EM-länder, gynnsamma klimat- och väderförhållanden samt råvaruspecifika faktorer, exempelvis ett potentiellt utbudsöverskott på oljemarknaden.

Ovan berörda omständigheter påvisar således inte några inflationsshot. Därför bekymrar sig nog de som tror att inflationsspöket snart ska dyka upp främst för följderna av den massiva kvantitativa centralbanksstimulansen signerad Federal Reserve (Fed), Bank of Japan och - i någon mån - Bank of England, vilken Europeiska Centralbanken (ECB) kanske bidrar till i vår.

Men för det första är steget mellan uppblåsningen av exempelvis Feds balansräkning/monetära bas och en snabbt väx-

ande penningmängd i USA ganska långt. Länken mellan den monetära basen och penningmängden utgörs av kreditmultiplikatorn - ett mått på hur aktiva bankerna är när det gäller utlåning/inlåning - som i USA för närvarande uppgår till faktor 3, mot normalt faktor 10. För att en växande penningmängd sedan ska resultera i ökad inflation måste - för det andra - den stigande lånefinansierade efterfrågan från hushåll och företag bli så stor att den lediga kapaciteten i amerikansk ekonomi till stor del tagits i anspråk, och tiden dit förefaller sträcka sig flera år in i framtiden.

### **Deflation ett större orosmoment i Developed Markets**

Kontentan blir att deflationsspöket för närvarande ter sig mer skrämmande än inflationsspöket i DM-världen, medan inflation är ett större kortsiktigt problem på flera håll i EM. Dock finns viktiga länkar mellan dessa två stora regioner.

Marknadsreaktionerna på de makroekonomiska obalanser som en längre tid byggts upp i många EM-länder kan i sig frammana deflationstendenser i DM. Dels via fallande börskurser och statsobligationsräntor samt stigande valutor (som sänker importpriser) i DM, senast illustrerat av skeendet i början av 2014. Dels via minskad efterfrågan från EM, som påverkar tillväxten i DM-länder negativt. Det finns i sammanhanget anledning påminna om att det var Asienkrisen 1997 som fick Japan att trilla ned i deflation.

Men de aktuella pristendenserna i DM är inte enhetliga. I främst Euroland är deflationsrisken tveklöst hög, men om ECB sjsätter nya stora monetära stimulanser - vårt grundtips - torde generell deflation kunna undvikas.

I USA är prisökningstakten sedan en tid tillbaka ganska stabil, och deflationsriskerna mycket mindre än i Europa - särskilt som konjunkturen ser ut att bli stark framöver, och vissa sektorer i amerikansk ekonomi faktiskt uppvisar en del lönellyft. Lite högre - men ingalunda skrämmande - inflation senare i år och under 2015 är grundtipset för USA.

I Japan har den ekonomisk-politiska strategin "Abenomics" fått konsumentpriserna att sluta falla och börja stiga. Huruvida Japan verkligen lämnat det deflationsträsket bakom sig hänger bland annat på om strukturella åtgärder får lönerna i landet att varaktigt börja stiga.

Klumpas priser ihop till ett konsumentprisindex som täcker hela DM (OECD) visar SEB:s aktuella prognos +1,4 procent 2014 och + 1,7 procent 2015, efter fjolårets +1,6 procent. Varken deflation eller inflation, alltså.

På allra sista raden gäller därmed: Inget spöke i sikte de närmaste två åren, men betänk att spöken är oberäknliga...





## Världens energikarta under omritning

*På bara några få år har nya utvinningsmetoder gjort det möjligt att komma åt enorma olje- och gasfyndigheter som tidigare varit kommersiellt oåtkomliga. Världens energikarta är på väg att ritas om och detta kommer få effekter på många områden.*

Väl över 90 procent av världens oljeproduktion sker idag ifrån konventionella resurser/reserver. Då avses olja och gas som borrar fram ur en geologisk formation där reservoaren och dess flödesegenskaper tillåter oljan och naturgasen att lätt strömma till borrhålet.

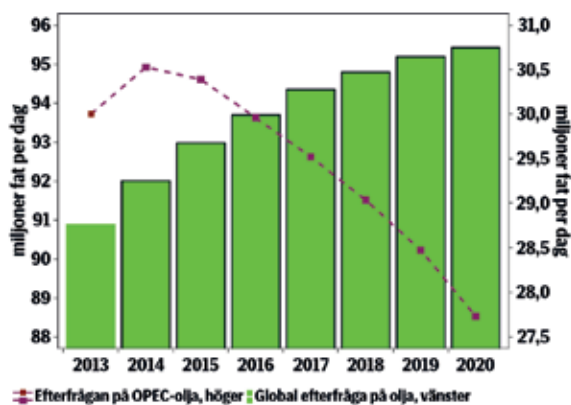
Det har länge påståtts att vi närmar oss "peak oil" – att oljeresurserna är på väg att ta slut och att produktionen kommer att sjunka, samtidigt som efterfrågan stiger. Vi argumenterar nu för att båda dessa påståenden kraftigt bör nyanseras alternativt är direkt felaktiga.

Nya utvinningsmetoder som kombinerar så kallad "fracking" (hydraulisk spräckning) och horisontell borrhning har frigjort enorma resurser och möjliggjort utvinning av så kallade

okonventionella reserver de senaste åren. Nordamerikansk skifferolja, kanadensisk oljesand och ett antal så kallade "heavy oil"-projekt i Venezuela är exempel på okonventionella reserver. Produktionstillväxten från dessa resurser har varit mycket stark. Så stark att det oljeproduktionsfall som pågått i USA under cirka 20 år har återhämtats de senaste fem åren. I princip innebär det att produktionstillväxten under denna femårsperiod har varit fyra gånger så stor som den genomsnittliga årliga minskningen de föregående 20 åren.

I kombination med övergången till alternativa drivmedel och allt bättre energieffektivitet kan man nu snarare definiera "peak oil" som att det är efterfrågan som har nått sin topp – med helt andra konsekvenser för världsekonomin än om det vore utbudet som toppat.

Marknaden generellt har sett 110 dollar per fat (Brent) som ett slags golv för oljepriset framöver, men vår bedömning är att den siffran snarare kan bli ett tak. Potentialen från de okonventionella resurserna är mycket stor. Teknisk sett kan man tala om närmast obegränsade tillgångar.



Källa: SEB

### OPEC INTE SAMMA MAKTFAKTOR FRAMÖVER?

*Vår bedömning är att den samlade oljeefterfrågan kommer att fortsätta att öka. Som en konsekvens av detta ser vi utmaningar för OPEC. Vår slutsats är att OPEC kommer att få en svagare roll de kommande åren, eftersom efterfrågan på OPEC-olja kommer att minska.*

Bara i Bakken-formationen i North Dakota i USA bedöms det kunna finnas runt 900 miljarder fat olja (så kallad "oil in place") – det skulle motsvara 30 års global förbrukning. I dagsläget räknar man med att fyra procent av den volymen är att betrakta som ekonomiskt utvinningsbara reserver. Även det en ansevärd mängd, och andelen ökar dessutom snabbt i takt med att den tekniska utvecklingen går framåt.

Bakken-formationen är ett av flera liknande områden. Tillgångar med skifferolja och gas som nu snabbt blir lönsamma att utvinna finns lite varstans på jorden. I Australien, Sydamerika, Ryssland, Sydafrika, Kina och i Europa är utvecklingen (såväl den tekniska som den politiska) i full gång för att lönsamt kunna utvinna okonventionella resurser. Idag är långtifrån alla områden kommersiellt gångbara, men framtiden ser ljus ut. Med snabb teknikutveckling och en behovsbild som driver efterfrågan blir dessa områden sannolikt lönsamma inom en snar framtid. Det som idag kan tyckas otänkbart kommer i många fall att vara beprövade verktyg inom bara några få år – frågan är inte om, utan hur snabbt det kommer att gå. Det betyder enligt vår bedömning att en ständigt större andel av världens okonventionella resurser kommer att bli politiskt, tekniskt och ekonomiskt möjliga att utvinna under detta decennium.

### Ökad självförsörjning i USA minskar importbehovet

USA står för över en femtedel av världens oljekonsumtion då landet konsumerar runt 19,5 miljoner fat per dag. Produktionen i landet har varit stadigt fallande i över fyra decennier (samtidigt som efterfrågan ökade). Toppnoteringen för den inhemska produktionen kom 1971, då man utvann 10 miljoner fat/dag. 2008 låg produktionen runt 5 miljoner fat/dag, fortfarande med en stadigt stigande efterfrågan. Det ökade efterfrågegapet gav ett större behov av att importera olja från framför allt Mellanöstern. Något som i sig inte varit helt problemfritt.

På bara tre-fyra år har USA ökat sin oljeproduktion med cirka 60 procent motsvarande 3 miljoner fat per dag. Vår bedömning är att ökningen kommer fortsätta åtminstone tre-fyra år framöver, även om takten kan variera från år till år. Denna tillväxt beror helt och hållet på nya och okonventionella utvinningsmetoder, som gör det lönsamt att ta upp olja och gas från tidigare oåtkomliga formationer. Utvecklingen drivs på av starka marknadskrafter och av myndigheter som ser värdet av att öka landets självförsörjningsgrad. För tio år sedan var det glesbefolkade North Dakota (Bakken-formationen) en av USA:s fattigaste delstater. Nu blomstrar delstatens ekonomi och allt växer kraftigt tack vare utbyggnaden av oljeproduktionen. North Dakota är numer USA:s näst största oljeproducerande stat efter Texas.

### Positiva miljöeffekter

Nu handlar ju inte de nya utvinningsmetoderna av okonventionella resurser enbart om olja. En stor del handlar om gas. Gas som i allt större utsträckning kommer att ersätta kol inom kraftindustrin och gradvis också ersätta dieselkonsumtionen i transportsektorn. Detta innebär betydande utsläppsminskningar. Kombinationen av effektivare motorer och mer gasdrift kommer sammantaget att underlätta möjligheterna att nå klimatmålen. Vi påstår dock inte att man löser klimatfrågan med de nya utvinningsmetoderna, men vi kommer att få se positiva effekter.

Miljökritiken mot nya utvinningsmetoder handlar främst om utvinning av oljesand. Denna utvinning sker antingen i dagbrott eller genom en värmeprocess på plats i vilken oljesanden värms upp med vattenånga som på det sättet smälter ut råvaran. Båda processerna är energikrävande och i den sistnämnda förbrukas dessutom stora mängder vatten. Den förstnämnda processen ger mycket synliga och stora miljöavtryck då stora arealer grävs ut och processanläggningarna är omfattande. Vidare innehåller oljesand en högre svavelhalt än vanliga råoljekvaliteter och processen från råvara till raffinerad produkt är långt mer krävande.

Kritiken är enligt vår mening befogad, men man bör samtidigt poängtera att all utvinning som sker på land är oerhört mycket effektivare och mer skonsamt mot miljön än dagens offshoreprojekt (borring till havs). Arbetet på oljerigg till havs kräver enorma mängder energi och miljöriskerna är stora.

### OPEC:s roll allt svagare?

Vi uppskattar att världens totala energiförsörjning är i förändring. Utbudssidan ökar när det gäller olja samtidigt som efterfrågan dämpas något i spåren av ökad gasanvändning. Samtidigt effektiviseras utvinningsmetoderna (produktionskostnaderna sjunker). Vi räknar med att den samlade oljefterfrågan kommer att fortsätta att öka, dock i en klart lägre takt mot slutet av detta årtionde än i dag. Som en konsekvens av detta ser vi utmaningar för OPEC. Vår slutsats är att OPEC kommer att få en svagare roll de kommande åren, eftersom efterfrågan på OPEC-olja kommer att minska.

Vilka ekonomiska konsekvenser får då de nya olje- och gasfyndigheterna? Exakt vilka konsekvenserna blir är lite tidigt att förutspå, men en sak är vi övertygade om – detta är bara början på väldigt stora förändringar. Om tio år kanske USA klarar sig nästan helt utan oljeimport. Med tillgång till billig energi och ökande produktion som ger fler arbetstillfällen kan det bli USA:s revansch som ekonomisk stormakt, med stora effekter på ekonomin och bytesbalansen. Man kan anta att ett ökat oberoende också leder till ett minskat amerikanskt intresse för Mellanöstern (med möjligheter till besparingar på militärbudgeten) när OPEC:s inflytande möjligtvis minskar.

Låga priser och stabil tillgång på energi bör kunna få positiva konsekvenser för konsumenter och för tillväxten på de flesta håll i världen. Inte minst energiintensiva företag kommer att dra nytta av det.

De största förändringarna kommer dock att ske inom oljeservice-sektorn generellt och framför allt inom E&P (exploration and production), något som kommer ha stor betydelse för den globala transportsektorn, kraftindustrin och den petrokemiska industrin. Följaktligen kommer det att vara ett tema viktigt att följa för de företag som är direkt eller indirekt involverade i dessa sektorer.

Vårt huvudbudskap är att energikartan håller på att ritas om och att detta kommer att påverka många områden. Rådet blir att ta dessa förändringar på allvar. Därför säger vi: "When facts change, we have to change mindset" (ungefär "nya fakta kräver nya tankesätt"). De som klarar att möta framtiden proaktivt och



är vakna på de förändringar som pågår kommer lyckas bättre än de som passivt betraktar (och kanske rent av förnekar skendet). Den snabba utvecklingen av utvinning av okonventionell olja och gas globalt kommer innebära stora förändringar, vare sig vi vill eller inte.

I själva verket är det en evolution som pågått i över 150 år. Det som däremot hänt under senaste decenniet är att förändringen sker betydligt snabbare och att det är både efterfrågan och utbudet som nu förändras. Detta gör att konsekvenserna blir långt

mer omfattande och får betydelse långt utanför själva olje- och gasindustrin. Detta är absolut inte ett övergående fenomen, utan vi räknar med ett allt större fokus på konsekvenserna av detta framöver. Vi räknar också med att nya okonventionella former av energi kommer att dyka upp. I detta sammanhang kan det vara värt att nämna metanhydrat (naturgas i frusen form som iskristaller). Detta ligger dock sannolikt längre fram i tiden, men om/när man löser de tekniska och ekonomiska utmaningarna pratar vi om energiresurser som är större än dagens totala olje-, gas- och kolresurser...



## Världsekonomin andas morgonluft

- *En allt mer stabil global konjunkturuppgång*
- *Ljusare utsikter i DM, kvarvarande oro i delar av EM*
- *USA:s tillväxt kan överträffa högt ställda förväntningar, Feds "tapering" kan drabba tillväxten i EM*

Världskonjunktorens uppgång förefaller allt stabilare. Industrilandsområdet OECD (DM, Developed Markets) har nått flera samhällsekonomiska framgångar i vinter med stöd av en fortsatt ultralätt penningpolitik och avtagande finanspolitisk motvind. Samtidigt har Emerging Markets-sfären (EM) drabbats av tydliga problem. EM-länder med kombinationen hög inflation, stora underskott i bytesbalanserna och politisk instabilitet är speciellt illa ute. Men givet att den globala konjunkturuppgången fortsätter ter sig risken för en EM-kris i paritet med den i Asien i mitten av 1990-talet som liten. Om USA:s tillväxt blir högre än i huvudscenariot kan världen växa oväntat snabbt (20% sannolikhet), medan en svagare global tillväxt än väntat (20% sannolikhet) främst torde bero på om centralbanken Federal Reserves (Feds) nedtrappning av stödjande obligationsköp ("tapering") drabbar tillväxten i EM-länder.

### Bitarna i USA:s tillväxtpussel faller på plats

Växande förmögenheter tack vare stigande bostads- och aktievärden tillsammans med en successivt bättre arbetsmarknad talar för att amerikanerna ökar sin konsumtion snabbare framöver. Samtidigt ökar företagens behov att investera, och den finanspolitiska motvinden avtar från att ha påverkat BNP med drygt 1,5 procent 2013 till endast 0,2 procent i år. På sista raden bedöms därför den amerikanska BNP-tillväxten höjas från under 2 procent i fjol till nästan 3,5 procent i år och drygt 3,5 procent 2015. Inflationen förblir låg, men tenderar att krypa uppåt. Arbetsmarknaden blir gradvis hetare - arbetslösheten kan redan i år falla till 6 procent - vilket gör att företagens lönekostnader ökar lite snabbare. Det talar för att Fed fortsätter sin nedtrappning av obligationsköpen i nuvarande 10-miljardertakt, och att den första räntehöjningen verkställs sommaren 2015.

### Ljuspunkter men också bekymmer för Euroland

Euroland har tagit sig ur recessionen. Efter fjolårets fall på knappt 0,5 procent spås BNP växa 1 procent i år, och drygt 1,5 procent 2015. Finanspolitiken i unionen som helhet blir i stort sett neutral för tillväxten 2014-2015. Åtgärder från den Europeiska Centralbankens (ECB) sida tillsammans med minskande finansiella obalanser och förbättrad konkurrenskraft har sänkt statsobligationsräntor i länder som Irland, Spanien och Portugal betydligt. Sydeuropa har dock inte helt lämnat krisen bakom sig, varför en viss risk för marknadsbesvikelser kvarstår. Bland bekymren i Euroland kan noteras rekordhög arbetslöshet, och ett ännu inte normalt fungerande banksystem. Det senare ihop med oro för deflation (allmänt fallande priser) talar för att ECB snart erbjuder bankerna ännu ett långt lån (LTRO), samt sjsätter ett obligationsköpsprogram. Samtidigt ligger ECB:s styrränta kvar på 0,25 procent under mycket lång tid.

### Brittisk ekonomi - en stor positiv överraskning

Konjunktoren i Storbritannien har varit en av höstens och vinterns största positiva överraskningar. Tillväxten har hissats upp bland annat tack vare bättre konkurrenskraft och högre huspriser, samtidigt som landets banker nått fastare mark. BNP - som steg knappt 2 procent 2013 - prognostiseras öka närmare 3 procent i år, och endast lite långsammare nästa år. Inflationen har minskat oväntat mycket, och en ännu långsammare prisökningstakt framöver ger Bank of England anledning att stå fast vid rådande stimulanspolitik. Allt lägre arbetslöshet bäddar dock för en första räntehöjning från dagens 0,50 procent framåt sommaren nästa år.

### Olika möjligheter och svårigheter i Norden

Olika vägar väntar Nordens ekonomier. I Danmark återhämtar sig bostadsmarknaden, vilket bäddar för ökad privatkonsumtion. Finsk ekonomi har många svårigheter - sämre konkurrenskraft, ogynnsamma pristendenser i utrikeshandeln och strukturella branschproblem - varför Finland halkar efter övriga Norden. Den svenska exporten var under fjolåret ett sorgebarn medan hemmamarknaden utvecklades väl. Med stöd av global tillväxt breddas åter expansionen och exporten växlar upp. Största risken i Sverige är fallande bostadspriser. Den norska ekonomin gynnas av oljan och offentliga finanser i världsklass, men högt kostnadsläge, skuldsatta hushåll och fallande bostadspriser tynger. Nordens BNP spås öka drygt 2

procent i år och uppemot 2,5 procent 2015, att jämföra med fjolårets drygt 0,5 procent.

### Osäkerheten om Japan ökar över tiden

Den osedvanligt stimulerande ekonomiska politiken fick Japans konjunktur och börs att stärkas betydligt under 2013. Nu står emellertid finanspolitiken inför en åtstramning (till exempel höjs moms), vilket innebär en utmaning för tillväxten i landet. Efter fjolårets drygt 1,5 procent bedöms BNP både i år och nästa år öka knappt 1,5 procent, medan momshöjningarna och Bank of Japans expansiva politik lyfter inflationen främst i år. På lång sikt ska strukturella reformer (Abenomics "tredje pil") bädda för bättre tillväxt, och höjda löner ska bidra till att inflationen varaktigt blir cirka 2 procent. Men det finns en risk att strukturpolitiken felar, och att företagen förblir obenäma att ge sina anställda löneflyft.

### EM i Asien växer snabbare framöver

Tillväxten i de asiatiska EM-länderna ökar 2014 och 2015 tack vare inte minst mer export till USA och Europa, men handeln inom regionen tar också fart. En exportledd expansion gagnar främst mindre och öppna ekonomier, exempelvis Singapore och Taiwan, medan satsen för råvaruexporterande länder såsom Indonesien och Malaysia blir mindre god. Finansfrossan under 2013 i spåren av Feds då stundande "tapering" slog hårt mot framför allt Indien och Indonesien. Men trots att även början av 2014 präglats av EM-oro, torde denna minska under året.

I Kina bromsar tillväxten in försiktigt 2014-2015 till följd av främst reformarbetet som bland annat innebär en åtstramning av kreditväxten. Det påverkar investeringarna negativt. BNP spås växa knappt 7,5 procent i år och 7 procent 2015, efter fjolårets drygt 7,5 procent. Indien förefaller att ha passerat botten i sin konjunktursvacka, men några tydliga tecken på en starkare återhämtning finns inte. Dessutom är stimulansutrymmet för både penning- och finanspolitik synnerligen snävt, budgetunderskottet är stort och centralbanken har markerat en stark vilja att sänka inflationen. I fjol växte BNP cirka 4,5 procent, 2014 och 2015 bedöms tillväxten bli 5 respektive knappt 5,5 procent.

### Makroekonomiska oroshärder i Latinamerika

Inte minst Argentina och Brasilien har präglats av stor ekonomisk och finansiell oro under det senaste halvåret. Argentinas

centralbank gav nyligen upp försvaret av valutan. Den stora depreciering som följde adderar ytterligare till det redan höga inflationstrycket. I Brasilien har svag valuta ihop med snabba prisstegringar fått centralbanken att fortsätta sin ettriga räntehöjningspolitik. För bägge länder ter sig konjunkturperspektiven minst sagt gråmulna, åtminstone på kort sikt. En annan större ekonomi i regionen som däremot präglas av betydligt bättre makroekonomiska nyckeltal är Mexiko. BNP i Latinamerika som helhet prognostiseras växa drygt 2,5 procent i år (samma takt som i fjol) och drygt 3 procent 2015. Prisökningstakten tilltar 2014, för att dämpas under nästa år.

### Tyskland ger Östeuropa en hjälpande hand

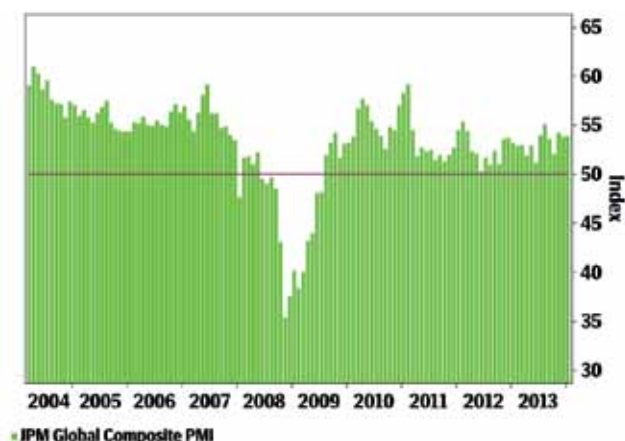
Med undantag av Ryssland och Ukraina har merparten länder i Östeuropa i höst/vinter inlett en konjunkturåterhämtning. Förbättringarna är tydligast i den centrala regionen, som fått draghjälp från Tyskland och stabiliseringen av ekonomin liksom finanssystemet i Euroland. Länder som nu visar ekonomiska framfötter är Polen, Tjeckien och Ungern. På många håll i Östeuropa ökar privatkonsumtionen snabbare framöver när låg inflation bidrar till en god utveckling för köpkraften. Investeringskonjunkturen ser dock ut att förbli svag, med undantag för en del större infrastruktursatsningar. Expansionen i Baltikum blir starkare och får större bredd när exporten i år tar rygg på den sedan länge stabila uppgången för den privata konsumtionen. Lettland och Litauen förblir EU:s snabbast växande ekonomier, medan Estland nu repar sig efter fjolårets tvära inbromsning. Lettland anslöt till eurozonen den 1 januari i år, vilket på kort sikt knappast påverkar ekonomin i någon större utsträckning. Sannolikheten är nu stor att Litauen, som sista baltstat, övergår till euron 2015.

### Världen vädrar morgonluft

Världsekonomin växlar upp. Global BNP bedöms växa knappt 4 procent i år och 4 procent 2015, efter fjolårets drygt 3 procent. EM-sfären växer alltjämt snabbast med cirka 5 procent per år 2014-2015. Tillväxtgapet mot DM-området blir emellertid avsevärt mindre, när BNP i DM har förutsättningar att öka knappt 2,5 procent 2014 och drygt 2,5 procent 2015, att jämföra med endast 1,3 procent 2013.

### VÄRLDSEKONOMIN ÄR NU INNE I EN STABIL EXPANSION

Under de tre senaste månaderna har globala inköpschefsindex för industri och tjänster (Composite) legat vid nivån 54, vilket signalerar en god tillväxt i världsekonomin (över 50 innebär tillväxt, under 50 tillbakagång). I januari 2014 lade den globala tjänstesektorn i en högre växel framåt, medan världsideindustrin växlade ned något. Delindex förebådar en god konjunkturstyrka i världen även i vår.

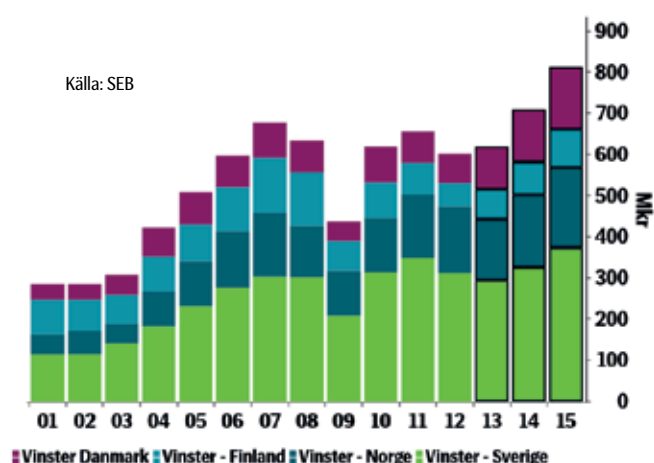


Källa: Macrobond

# Vinsttillväxt eller icke? Det är frågan

- **Besvikelserna dominerade boksluten för 2013, vinstprognoserna fortsätter justeras ned**  
Efter tre år med ständigt återkommande nedjusteringar av vinstprognoser hade en vändning varit mer än välkommen i början av 2014. Istället inleddes året med en osedvanligt stor andel rapportbesvikelser när boksluten för 2013 presenterades.
- **Bättre industrikonjunktur avgörande för att vinstlyft ska materialiseras**  
Verkstäder och basindustri har pressad lönsamhet och väntas leverera kraftiga vinstlyft både 2014 och 2015, men endast med en förbättrad industrikonjunktur är en sådan utveckling rimlig.
- **Vinsttillväxt centralt för fortsatt börsuppgång**  
Efter två år av stark börsuppgång samtidigt som bolagens vinster minskat är det nu kritiskt för en fortsatt positiv börsutveckling att vinstutvecklingen förbättras.

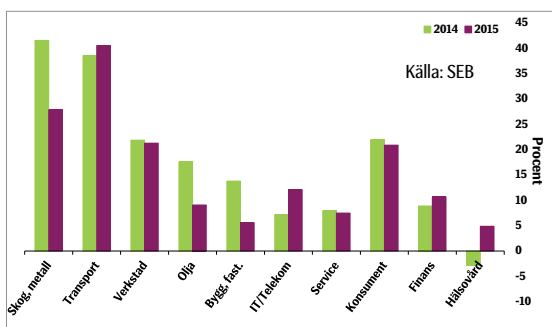
## REKORDVINSTER REDAN I ÅR?



Diagrammet visar de nordiska börsbolagens aggregerade vinster i miljarder svenska kronor, uppdelat per land. Bolagen på Stockholmsbörsen genererade rekordvinster 2011, men därefter har vinsterna krympt två år i rad. Med våra prognoser väntas nya rekordvinster i Sverige 2015. I Norden som helhet har vinsterna ännu aldrig nått tillbaka upp till rekordåret 2007, men enligt våra prognoser väntas ett nytt rekord redan i år.

Stockholmsbörsen har nyligen nått nya rekordnivåer och intresset för aktier bland allmänheten har ökat påtagligt. Dessvärre har uppgången varit helt driven av nedjusterade avkastningskrav, det vill säga aktiemarknaden har tagit in effekterna av låga räntor. Något stöd från bolagens vinstutveckling har vi inte fått. Tvärtom har vinsterna minskat med 5-10 procent både 2012 och 2013.

## HÖGA FÖRVÄNTNINGAR PÅ CYKLISKA BOLAG



Diagrammet visar prognoser för den procentuella vinststillväxten 2014 och 2015 för bolagen på Stockholmsbörsen uppdelat per sektor. Vinstlyft väntas framför allt inom cykliska sektorer som råvaror, verkstad och transport men även konsumentvaror (Hennes & Mauritz) väntas bidra till att lyfta vinsterna 2014/2015.

En snarlik bild råder för Norden som helhet, även om Danmark avviker genom att bolagen där genererade nya rekordvinster 2013. I Finland ökade vinsterna med över 20 procent 2013, men förbättringen är från en mycket låg nivå och de sammanlagda vinsterna är fortfarande bara något över hälften av vad de var under rekordåret 2007.

För 2014 räknar analytikerna med rejäla vinstlyft i hela Norden, 14 procent, medan de för Sverige räknar med ett vinstlyft på 10 procent. Infrias förväntningarna betyder det nya rekordvinster i Norden för första gången sedan 2007, men de svenska bolagens intjänning blir fortfarande något sämre än under rekordåret 2011.

## Kan bolagen leva upp till förväntningarna?

Det finns dock en oro bland många investerare för att bolagen inte ska kunna leva upp till analytikernas förväntningar. Tittar vi närmare på prognoserna för bolagen på Stockholmsbörsen framgår tydligt att det är de konjunkturkänsliga eller cykliska sektorerna som ska stå för merparten av resultatförbättringarna. Den förväntade utvecklingen kräver därmed även en förbättrad industrikonjunktur, inte bara i USA och Tyskland utan globalt.

En sådan vinstutveckling skulle även få värderingen, mätt som P/E-tal, att se mindre ansträngd ut. De största procentuella resultatförbättringarna väntas inom cykliska sektorer som skog, stål och metall samt transport och verkstadsindustri. Sektorer som inte är lika konjunkturberoende, framför allt hälsovård, finans och teleoperatörer väntas bidra betydligt mindre till vinsttillväxten. I absoluta tal är det främst verkstadsbolagen som

måste leverera enligt förväntningarna för att de sammanlagda vinsterna ska växa enligt plan. Verkstadssektorn förväntas bidra med 45 procent av det totala vinstlyftet för bolagen på Stockholmsbörsen 2014.

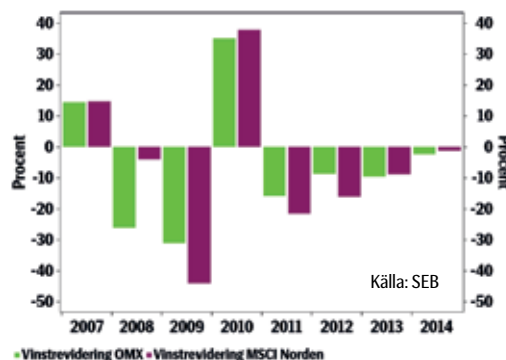
## Svag start oroar

Vinstprognoserna har under tre års tid befunnit sig i en stadigt fallande trend. De svenska börsbolagens sammanlagda vinster för 2013 och 2012 blev slutligen cirka 10 procent lägre än vad förväntningarna låg på i början av respektive år. I övriga Norden var utvecklingen ännu sämre.

Vi räknar idag med 10 procents vinststillväxt i Sverige i år, men om de senaste årens revideringstrend inte bryts eller åtminstone mattas av kommer investerarna inte att våga lita på att utfallet kommer att bli i närheten av så bra.

Besvikelserna var många när boksluten för 2013 presenterades och det är tyvärr fortfarande inte möjligt att se någon förbättring av revideringstrenden. Redan efter sju veckor på det nya året har vinstprognoserna för 2014 justerats ned med mer än 2 procent.

## FJÄRDE ÅRET AV NEDJUSTERADE PROGNOSEER?



Diagrammet visar våra justeringar av vinstprognoserna i procent för de nordiska respektive svenska börsbolagen från 1 januari respektive år fram till boksluten blivit kända cirka 14 månader senare. Vi har nu tvingats justera ned vinstprognoserna kontinuerligt i mer än tre års tid. Resultaten för 2013 blev cirka 10 procent sämre än vad vi räknade med 1 januari 2013. Tyvärr har även 2014 inletts med fortsatta nedrevideringar. Det skapar oro för att bolagen inte ska kunna leva upp till förväntningarna om 10-14 procents vinststillväxt i år.

## Spelar prognoserna någon roll?

Om analytikerna under de senaste åren missat så grovt med prognoserna ett år i förväg, spelar det då någon roll hur de nu reviderar prognoserna och finns det överhuvudtaget någon anledning att titta på prognoserna? Ja, vi menar att de aggregerade prognoserna vid varje tillfälle trots allt ger bästa möjliga bild av vinstutsiktarna för innevarande år, givet den information som är tillgänglig för stunden. En stabilisering av prognoserna avspeglar därmed att nyhetsflöde och statistik inte längre tvingar analytikerna att skruva ned sina prognoser. En stabilisering blir därmed ett av de första tecknen på att företagen ser ut att nå upp till förväntningarna som är ställda på dem.

### Betydade förbättringspotential

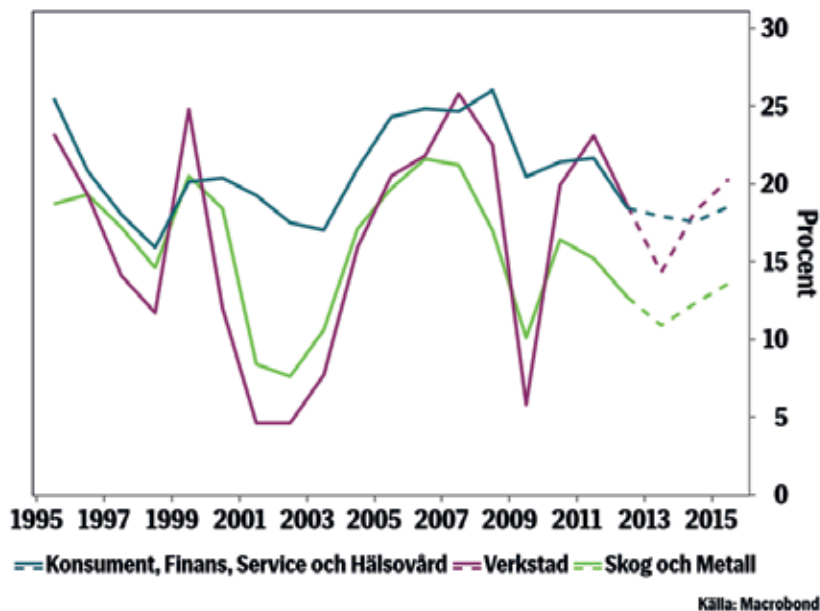
Även om det är stora förbättringar som analytikerna idag räknar med att företagen ska leverera under kommande år, är det från pressade nivåer. Bortser vi från det extrema lågkonjunkturåret 2009 var räntabiliteten på eget kapital för de svenska börsbolagen på 10-årslägsta 2013.

Basindustrin (skog, stål och metall), har inte haft lika dålig lönsamhet som ifjol sedan 1993 och verkstadsindustrins räntabilitet har försämrats med nära 40 procent på två år. Lönsamhetssvängningarna har historiskt ofta varit betydande och snabba. Faktum är att när vändningarna väl kommer, blir

de ofta överraskande stora. Snabbheten i återhämtningen 2010 underskattades grovt när den väl inleddes.

Förväntningarna om rejäla vinstlyft 2014 är med andra ord inte alls orimliga sett i ett historiskt perspektiv. Frågan är snarare – är det nu vändningen kommer? Om den inte gör det, kommer förklaringar av typen ”det är annorlunda den här gången” inte att låta vänta på sig. Många kan då förväntas bli oroliga över att det ligger strukturella förändringar bakom lönsamhetsförsämringen och att de goda tiderna inte kommer att komma tillbaka.

### BÄTTRE LÖNSAMHET VÄNTAS I INDUSTRIEN



Diagrammet visar räntabiliteten på eget kapital för verkstadsbolag respektive basindustri samt snittet för de mer stabila sektorerna konsumentvaror, finans, service och hälsovård. Lönsamheten är idag hårt pressad inom basindustrin och på den lägsta nivån på 10 år i de andra grupperna (undantaget verkstad 2009). I absoluta tal är lönsamheten dock riktigt god i jämförelse med rådande ränteläge. Vi räknar med förbättringar de närmaste åren för både verkstäder och basindustri.

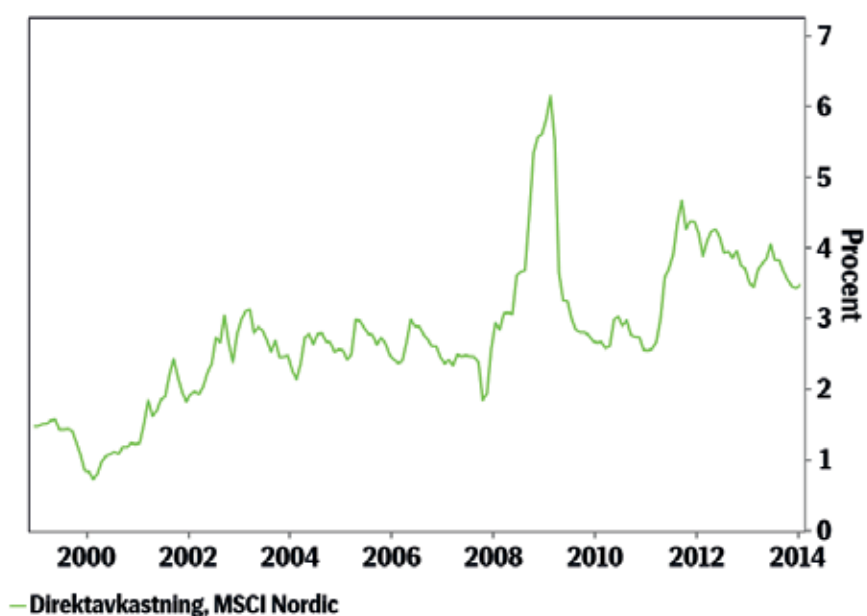


### Aktier – det minst dåliga alternativet

Vi menar att en bättre vinstutveckling är central för att börsen ska få energi att klättra vidare från nuvarande nivå, samt för att den uppgång som redan varit ska framstå som fundamentalt underbyggd. Samtidigt är det viktigt att minnas att uppgången de senaste åren inte varit driven av vinsterna utan av positiva kapitalflöden, i sin tur skapade av investerare som jagat bättre avkastningsalternativ till extremt pressade räntor

på statspapper och högkvalitetsobligationer. Den situationen består än idag. Med en direktavkastning på 3,5 procent för 2013 och 3,8 procent för 2014 i både Sverige och Norden (högre i Finland och Norge, men lägre i Danmark) sticker aktier ut som ett relativt attraktivt alternativ, även om det efterlängttade vinstlyftet drar ut på tiden. Låga räntor kommer att ge stöd åt börsen även i år, men det skulle vara bra om vi fick mer stöd från bolagens egen vinstutveckling.

### ATTRAKTIV DIREKTAVKASTNING



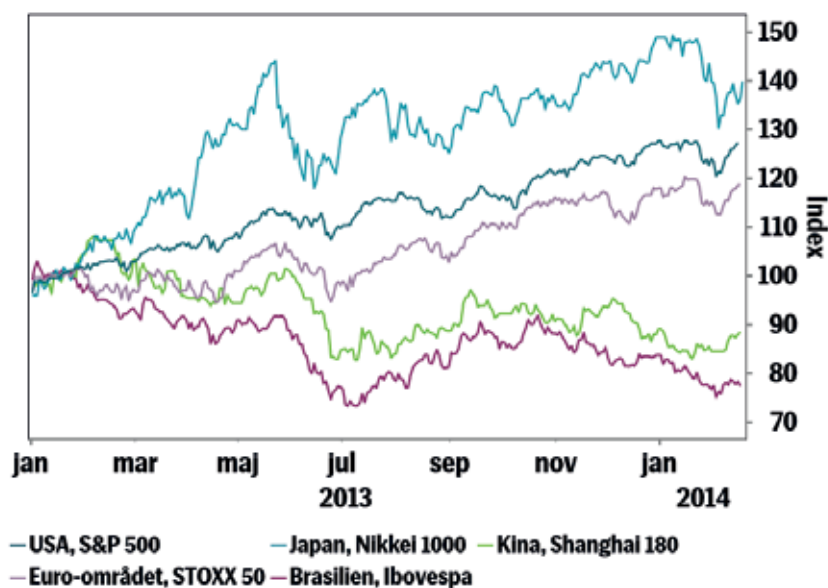
Källa: Bloomberg

Diagrammet visar direktavkastningen för den nordiska aktiemarknaden i procent, beräknat på utdelningarna för den senaste 12-månadersperioden (rullande). Trots att börsen redan värderats upp rejält framstår 3,5 procents direktavkastning för många som ett attraktivt alternativ i jämförelse med andra investeringar.

# Nyhetskänsliga marknader får stöd av tillväxt

- **Året inleds i tveksamhetens tecken**  
Efter fjolårets uppgångar på världens börser inleddes året med tveksamma investerare och sjunkande kurser. Börserna backade mest i Japan, Brasilien och Hong Kong. Osäkerhet kring tillväxt och politik i Emerging Markets hamnade överst på agendan efter svag makrostatistik från Kina.
- **Ljusare makro- och mikroutsikter i Europa**  
Stödande strukturåtgärder från regeringar i Euroland i kombination med bolagens egna framgångsrika strävanden att bli kostnadseffektiva och konkurrenskraftiga ger positiva signaler. Global tillväxt och ökad konsumtion i Asien bör gynna de europeiska företagen.
- **Tillväxt kommer ge stöd åt globala aktier**  
Marknaden är känslig för negativa nyheter. På lång sikt är aktier helt klart att föredra jämfört med andra tillgångslag och börserna kommer få stöd av fortsatt global tillväxt. Vi avvaktar dock med att höja risken i portföljerna tills vi ser klara tecken på bättre bolagsvinster.

### ETT HACK I KURVAN FÖR VÄRLDENS BÖRSER UNDER JANUARI



Efter förra årets kursuppgångar tappade börserna mark i januari. Världens breda index visade överlag negativa siffror, där Japan backade mest efter fjolårets starka utveckling. Kinesiska inköpschefsindex för tillverkningsindustrin gick ned mer än väntat med börsfall på Emerging Markets som följd.

Källa: Macrobond

FJOLÅRET BJÖD PÅ FINA KURSUPPGÅNGAR och världsindex steg hela 26 procent i lokala valutor. Skillnaden i börsutveckling mellan regioner var dock häpnadsväckande stor. Japan, USA och Europa presterade betydligt bättre än Emerging Markets (EM) och övriga Asien. Oron för den amerikanska centralbankens agerande fick investerarna att söka sig till tryggare alternativ i form av Developed Markets (DM). Den japanska börsen steg över 50 procent i lokal valuta, följt av amerikanska Nasdaq som var upp 38 procent. Sämst gick det för Brasilien där index backade 15 procent, men även Ryssland och Kina sjönk. Starkast utveckling bland EM-länderna sågs i Taiwan och Indien.

### Hack i kurvan i januari

2014 har börjat i moll, världens breda index uppvisade överlag minussiffror i januari. Börskurserna backade rejält i Japan, Brasilien och Hong Kong. Oro för EM blossade upp efter kreditåstramande åtgärder i Kina. Kinesiska inköpschefsindex för tillverkningsindustrin föll mer än väntat och tillväxtländernas valutor försvagades markant. Nedgången i år har varit bred. Bolag inom läkemedel och allmännyttiga företag uppvisar marginellt positiv avkastning medan övriga sektorer har tappat i värde. Telekomoperatörer, energi och konsumentrelaterade branscher ligger i botten globalt sett. Förra årets vinnare, bolag inom sällanköpsvaror, har tappat i år.

### Fortsatt hygglig vinsttillväxt

Blickar vi framåt uppvisar bolag inom råvaror, verkstad och informationsteknologi bäst vinsttillväxt för 2014 medan telekomoperatörer och allmännyttiga bolag växer långsammast. Finans och råvaror värderas lägst och konsumentrelaterade bolag och läkemedel är dyrare än genomsnittet. IT-sektorn ser inte lika attraktiv ut längre efter starka uppgångar under fjolåret. Hög vinsttillväxt och låg värdering finner vi främst inom råvaror, men bolagen här är också mest beroende av att konjunkturen verkligen tar fart och att vinstprognoserna infrias.

Bolagens samlade vinster förväntas växa med 10 procent 2014 där utsikterna för EM ligger högre på nära 14 procent. Bäst vinsttillväxt ser vi i Japan och Indien, medan vinsterna sjunker i Ryssland. Europeiska bolagsvinster spås öka med 12 procent i år och bilden här ljusnar alltmer. Ansvarsfulla regeringar i Euroland har genomfört betydande reformer och slimmade företag konkurrerar nu effektivt mot asiatiska uppstickare från traditionella lågkostnadsländer. Nära hälften av de europeiska bolagens försäljning går till övriga delar av världen och de gynnas därmed i allra högsta grad av en ökad global tillväxt, konsumtion i Asien och nya trender inom teknologi. Vi finner intressanta placeringsalternativ bland välskötta små- och medelstora bolag och inom den konsoliderande finanssektorn.

### Aktievärdering åt det högre hållet

Aktiemarknaden globalt värderas på P/E 14,5 för 2014, vilket är något högre än historiskt snitt. EM är billigare med P/E 10 där Östeuropa ligger lägst (P/E 8), som dock vid närmare anblick förlorar dock i attraktionskraft då vinsterna inte ökar. Amerikanska bolag värderas lite högre än genomsnittet och europeiska och japanska något lägre. På sikt fortsätter vi att lyfta fram Asien som intressant med P/E-tal 10,5 och vinsttillväxt på 12,5 procent. Den kinesiska marknaden är i dagsläget lågt värderad (P/E 8) och vinsterna växer med 10 procent.

Aktiemarknaden är känslig för negativa nyheter och vi behöver se bättre vinstutveckling för att möjliggöra expansion av P/E-talen (och därmed högre börskurser). Tvetydig makrodata är i nuläget en utmaning eftersom värderingarna inte är lika attraktiva längre. Aktier är helt klart att föredra långsiktigt jämfört med andra tillgångsslag och marknaden kommer så småningom att få stöd av fortsatt global tillväxt. I det korta perspektivet är vi dock försiktiga och avvaktar med att öka risken i portföljerna tills vi ser klara tecken på bättre bolagsvinster.

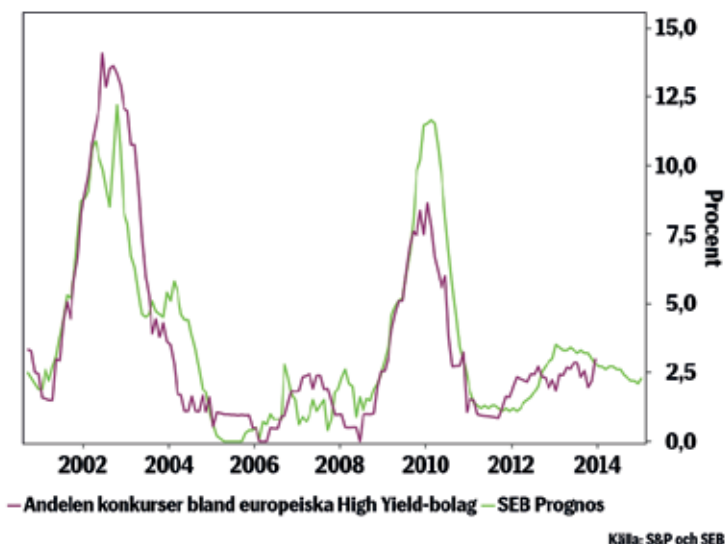
| REGION   | VIKT*         | KOMMENTAR                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Globalt  | 1 2 3 4 5 6 7 | På lite sikt kommer globala aktier ha fortsatt stöd av global tillväxt. För att se en P/E-expansion och högre börskurser krävs uppjusteringar av vinstprognoser och bättre vinstutveckling. Värderingen av aktier är högre än historiskt snitt och marknaden blir därmed mer känslig för negativa nyheter. |
| Europa   | 1 2 3 4 5 6 7 | Vi överviktat Europa i våra portföljer då makrodata förbättras löpande och värdering och vinsttillväxt ser attraktiva ut jämfört med USA och EM. Europeiska Centralbanken och finanspolitiken är stödjande och företagen är kostnadseffektiva och konkurrenskraftiga.                                      |
| USA      | 1 2 3 4 5 6 7 | Relativt stabila makrodata och bättre vinstutveckling och bolagsrapporter har redan 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 viss försiktighet i nuläget. Instabila prognoser 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 fall i valutatan. Politiken börjar få genomslag i makrodata. Höga vinstprognoser och vinster som justeras uppåt, men från låga nivåer. Åtgärderna får positiv effekt för Asien i dess helhet.                                          |

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

## Ränteplacersares blickar riktas alltjämt mot HY

- Ihållande nollräntepolitik och fortsatta värdepappersköp**  
 Mycket låg inflation, ett fortsatt värnande om finansiella system och konjunktorens uppgång får ton-givande centralbanker att hålla fast vid den exempellösa stimulanspolitiken ett bra tag till.
- Lång period med stigande statsobligationsräntor har sannolikt inletts**  
 På kort sikt bidrar centralbankspolitiken i sig till att statsobligationsräntor hålls nere, men argumenten för stigande sådana räntor vinner vartefter mera kraft. Av allt att döma markerade sommaren 2012 räntebotten i den senaste trettioåriga räntecykeln, vilket nu och framöver innebär stora utmaningar för ränteplacera-re.
- Bättre High Yield än low yield**  
 Företagsobligationer inom High Yield-segmentet (HY) framstår alltjämt som mest lockande i ränte-marknaden tack vare bland annat god företagshälsa, centralbankers stimulanspolitik och utsikterna till att placera-re ska vara villiga att ta risk för att nå bättre avkastning. På åtminstone något års sikt kan glansdagarna bestå, men sedan ökar riskerna för ett sämre HY-klimat.

### CENTRALBANKER OCH BÄTTRE KONJUNKTUR BÄDDAR FÖR FÅ FÖRETAGSKONKURSER



Avkastningen på placeringar i High Yield-obligationer beror i allt väsentligt på effektivräntans (running yield) nivå, om obligationernas kurser faller (räntorna stiger) eller stiger (räntorna faller) samt huruvida de företag som emitterat obligationerna råkar ut för konkurser eller inte. Att döma av SEB:s prognos för Europa är konkursrisken historisk låg under det närmaste året.

ETT TRENDMÖNSTER SOM FINNS ALL ANLEDNING att påminna om är de trettiåriga räntecykler som existerat sedan nästan 100 år tillbaka. Den senaste perioden med trendmässigt stigande statsobligationsräntor pågick från inledningen av 1950-talet till början av 1980-talet, och därefter har statsobligationsräntorna tenderat att sjunka i cirka 30 år. Räntenedgången har i första hand berott på att inflationstakten blivit allt lägre (risken för deflation är nu större än risken för inflation, läs mer i vårt tema), vilket inte minst varit en följd av centralbankers starka fokus på inflationsbekämpning.

På senare år har också nollräntepolitik och en mycket aktiv okonventionell penningpolitik (främst obligationsköp) från tongivande centralbankers sida bidragit till att sänka obligationsräntorna än mer. Men frågan är om inte botten i den senaste trettiåriga räntecykeln nåddes sommaren 2012, och att färdriktningen för statsobligationsräntor under mycket lång tid framöver blir norrut.

Visserligen ser Federal Reserves (Fed), Bank of Englands (BoE), Europeiska Centralbankens (ECB) och Bank of Japans (BoJ) nollräntepolitik ut att bestå ett bra tag till - vi spår att första räntehöjningarna (Feds och BoE:s), dröjer till sommaren 2015 - samtidigt som Feds och BoJ:s balansräkningar via värdepappersköp totalt växer med ytterligare drygt 1 100 mdr USD under 2014, trots att Fed stegvis sänker inköpstakten. Dessutom spås ECB inleda obligationsköp under våren.

Likväl är grundtipset att statsobligationsräntor gradvis stiger, till att börja med under 2014 och 2015. Argumenten är bland andra förstärkt global konjunktur, god riskaptit (som skulle hämma efterfrågan på statsobligationer), i utgångsläget ganska låga realräntor (nominella räntor minus prisförändringar) samt att Fed och BoE ihop med en del mindre centralbanker - exempelvis Norges Bank och svenska Riksbanken - av allt att döma inleder räntehöjningar 2015. Högre både tillväxt och inflation i USA än i stora delar av Europa ihop med de penningpolitiska perspektiven (se ovan) gör att amerikanska statsobligationsräntor stiger klart mer än många europeiska de närmaste åren.

Stigande statsobligationsräntor i DM (Developed Markets) med åtföljande ogynnsamma effekter på obligationskurserna gör dessa oattraktiva för ränteplacereare. Höga obligationsräntor (effektivräntor) och chanser till vissa kursvinster på en del håll återfinns istället i Emerging Market-området (EM), och i företagsobligationsmarknaderna i DM.

Obligationer utgivna i EM drabbades mycket hårt efter att Fed under det andra kvartalet 2013 flaggade för lägre takt i obligationsköpen. Den allmänna EM-oro som präglade inledningen av 2014 har sedan sänkt EM-obligationers värden ytterligare, särskilt mätt i DM-valutor. Det går därför att hävda att EM-obligationer kan vara köpvärda, men den osäkerhet som präglar EM-sfären ännu en tid manar i nuläget till stor försiktighet.

Ränteplacerares blickar riktas således alltiämt främst mot företagsobligationsmarknaden i allmänhet, och High Yield-segmentet (HY) i synnerhet. Här har förvisso räntor sjunkit till historiskt ganska låga nivåer, och räntegapen mot statsobligationer har pressats ihop. Men kombinationen starkare världskonjunktur som förbättrar företagsvinster/balansräkningar, den fortsatt exceptionellt stimulerande penningpolitiken och utsikter till god riskaptit/stigande aktiekurser är ekonomiska förhållanden som i hög grad gynnar HY.

Intresset för HY bland ränteplacereare är också fortsatt stort. Detta speglas i stora inflöden till sådana fonder, tecknen på efterfrågeöverskott i samband med emissioner av HY-obligationer (emissionsaktiviteten - inte minst i Europa - var fortsatt livlig i januari 2014), och i det faktum att HY-marknaden stod väl emot den våg av riskflykt i finansmarknaderna som präglade inledningen av det här året.

Men gyllene tider varar inte för evigt, och när Feds första räntehöjning framåt våren 2015 börjar närma sig skulle detta kunna bli en trigger för ett sämre HY-klimat.

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

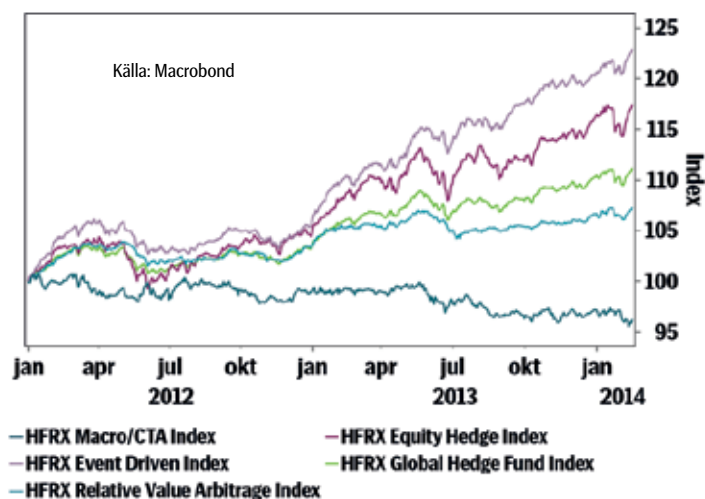
Källa: SEB

\* 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.

## Hedgefonder mot ytterligare en ljus vår

- **Strategier med fundamental värderingsansats fortsätter att avkasta**  
Marknaderna fortsatte under 2013 att "normaliseras" med minskade effekter från politikens utspel och mer fokus på bolagens fundamenta. Både Equity L/S och Relative Value-förvaltare med fundamental ansats har haft bra avkastning de senaste 12 månaderna, och vi räknar med att de fortsätter leverera.
- **Event Driven gynnas av bolagsaktiviteter**  
Bolag har svårt att växa organiskt och bör engagera sig i så kallade "spin-offs" och förvärv, vilket gynnar Event Driven-strategier. Fortsatt omstrukturering av europeiska banker skapar också möjligheter för dessa förvaltare.
- **Vi skönjer gryningen för trendföljande strategier**  
Trendföljande strategier har haft ett svårt år med ett fåtal händelser som styrt majoriteten av avkastningen. Mindre "risk av/risk på"-beteende är bra för CTA, men alltså snabba kast i trender gör att vi är fortsatt försiktiga till Macro/CTA.

### "NORMALISERING" AV MARKNADERNA GYNNAR HEDGEFONDER



Fjolåret blev ett bra år för flera hedgefondstrategier. Bäst utvecklades Equity L/S och Event Driven. Tyngre gick det för trendföljande strategier som CTA, där vi fortsätter ha en försiktig hållning.

2013 BLEV ETT BRA ÅR FÖR hedgefonder som helhet. HFRX Global Hedge Fund Index stängde året med en uppgång på 6,72 procent (i EUR). Det sista kvartalet började trögt med problematiken kring det amerikanska skuldtaket som dock nådde en lösning i sista stund. Aktörerna förblev dock fokuserade på makrostatistik samt den nyutnämnda Federal Reserve-chefen Janet Yellens agerande i obligationsmarknaden. Equity Long/Short-förvaltarna kunde fortsätta att skapa mervärde i en mer fundamentalt driven tillvaro, tillfälliga oroshärdar till trots, och blev en vinnande strategi med en uppgång för HFRX Global Equity Hedge med hela 11,14 procent (i EUR) för 2013.

Feds uttalanden i maj 2013 kring en framtida nedtrappning av stödköp i obligationsmarknaden hade orsakat avsevärd turbulens under sommarmånaderna. När neddragningarna väl annonserades sent i december åtföljdes de av en framtida guidning som försäkrade att räntor skulle förbli låga under en lång tid, vilket gav nytt mod till investerarna. Uppjusterade BNP-prognoser för både USA och Storbritannien hjälpte också till att hålla humöret uppe. I Japan hade valutan, JPY, fallit till femårslägsta mot amerikanska dollarn, vilket gynnade den stora exportindustrin och därmed den hårt ansatta japanska deflationsekonomin. Europa däremot visade ytterligare tecken på att återhämtningen går långsamt och ECB sänkte styrräntan med hänvisning till den låga inflationen och höga arbetslösheten. Men inte heller ogynnsamma nyheter från Europa sänkte humöret i mogna marknader. För tillväxtländer förblev dock bilden något blandad.

### Equity Long/Short

Det mesta talar för en fortsatt god utveckling för strategin; fortsatt låga räntor, en stadig återhämtning i amerikansk ekonomi och mindre korrelation mellan enskilda aktier. Fundamentala faktorer får råda och "smarta" pengar kan söka sig till undervärderade aktier och dessutom kan förvaltarna blanka de motsatta. Naturligtvis finns alltid osäkra faktorer som kan skapa turbulens. Januari är ett exempel med en nedgång drivet av oron för tillväxtmarknader och dess valutor. Det råder en oro kring Kinas kreditmarknad och landets resa mot en friare ekonomi som kan komma att påverka globalt, men framför allt regionalt. Skickliga och välinitierade förvaltare kan naturligtvis dra fördel av denna oro genom att analysera individuella företags påverkan från regionen och positionera sig därefter. Equity market neutral och Long Short i mogna marknader har goda förutsättningar att göra bra ifrån sig. Dock bör man sannolikt undvika rena Emerging Market Equity L/S-strategier under de närmaste kvartalen, då risken för ökade korrelationer är stor.

### Relative Value Arbitrage

Strategin slutade året med en uppgång på knappt 3 procent. Under sista kvartalet har kreditspreadarna nästan undantagslöst haft en trend av att gå ihop, vilket framför allt gynnat Credit L/S-förvaltare med en "long bias" som kunnat leverera låga tvåsiffriga avkastningstal. Trots att långa statsräntor framför allt i USA steg under förra årets sista månader har den underliggande marknaden varit stark. Styrräntor runt om i västvärlden förväntas ligga på låga nivåer en lång tid framöver samtidigt som det finns en klar oro kring tillväxtmarknadernas obligationer, vilket lämnar få alternativ i jakten på högre räntor. Strategin förblir en av våra absoluta favoriter.

### Event Driven

Förutom att strategin blev den vinnande strategin 2013, var det även det bästa året sedan 2009. Bolag som involverat sig i förvärv belönades väl under fjolåret. Begränsade möjligheter att växa organiskt eller att skära i kostnader ökar viljan att göra avknoppningar i syfte att öka aktieägarvänligheten. Under 2013 gjordes utförsäljningar motsvarande 1 300 miljarder USD, det högsta beloppet sedan 2007. Bolag som var motvilliga till förändringar i företagsstrukturen drabbades av aktivistinvestorers vars kampanjer ökade med 65 procent från föregående år. Prognoserna pekar uppåt med fortsatt stinna företagskassor kombinerat med ett fortsatt behov av konsolidering i sektorer som läkemedel, teknologi och råvaror. I Europa pågår fortsatt en kapitaliserings- och omstruktureringsprocess av banker som kommer att skapa möjligheter. Utsikterna för strategin är ljusa.

### Macro /CTA

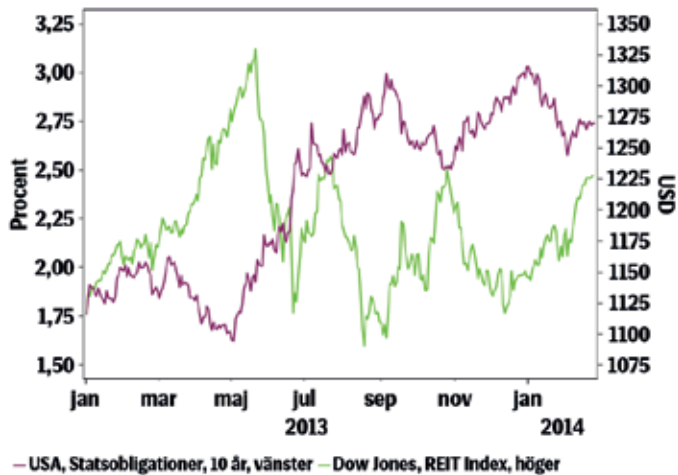
Året slutade på minus 1,79 procent. Mogna aktiemarknader var drivkraften under det sista kvartalets uppgång på 1 procent, men många systematiska modeller hade svårt att hantera de svåra marknadsförhållandena inom räntor och råvaror. På räntefronten drabbades förvaltarna av debatten kring Federal Reserves "tapering" som ledde till ett ökat fokus på statistik och FOMC-möten. Ju mer fokus som ligger på enskilda händelser desto svårare blir det att ta positioner med övertygelse. Råvaror bidrog negativt för många förvaltare där framför allt nedgången i guldpriset spelade en stor roll. Jämfört med förra året bör centralbankers ingripanden bli färre till antalet och därmed minska risk av/risk på-beteendet. Dock kvarstår risken för besvikelser kring arbetslöshet i västländer samt den finansiella hälsan på kreditsidan i Kina som åter kan fästa fokus på centralbankers agerande och göra tillvaron svår för trendföljande strategier. Allt annat lika borde 2014 bjuda på bättre förutsättningar, men vi är inte helt övertygade även om vi inser diversifieringsvärdet rent portföljtekniskt.

| STRATEGI       | INDEX                         | UTVECKLING % (USD) |         |      |      |       |      |
|----------------|-------------------------------|--------------------|---------|------|------|-------|------|
|                |                               | YTD (31 jan) 2014  | Q4 2013 | 2013 | 2012 | 2011  | 2010 |
| Global Hedge   | HFRX Global Hedge Fund        | -0,2               | 2,3     | 6,7  | 3,5  | -8,9  | 5,2  |
| Equity Hedge   | HFRX Equity Hedge             | -1,0               | 4,2     | 11,1 | 4,8  | -19,1 | 8,9  |
| Relative Value | HFRX Relative Value Arbitrage | -0,2               | 1,2     | 3,0  | 3,6  | -4,0  | 7,7  |
| Event Driven   | HFRX Event Driven             | 0,4                | 2,7     | 13,9 | 6,0  | -4,9  | 2,0  |
| Macro          | HFRX Macro                    | -0,1               | 0,9     | -1,8 | -1,0 | -4,9  | -1,7 |

## Låga räntor gynnar fastighetsmarknaden

- **En allt tydligare återhämtning stärker fastighetsmarknaden**  
Stimulativ penningpolitik och en starkare tillväxt har gynnat både kredit- och aktiemarknaden och har skapat goda förutsättningar för det generella investeringsklimatet.
- **Kortsiktigt har stigande långräntor drabbat REIT-marknaden**  
Stigande långräntor i spåren av en ökad oro för räntehöjningar har fått REIT-marknaden (Real Estate Investment Trusts) i framför allt USA att reagera negativt. Lägre långräntor i Europa har bidragit till att europeiska REITs haft en bättre utveckling.
- **Klimatet på den amerikanska bostadsmarknaden guidar konsumentförtroendet**  
Klimatet på den amerikanska bostadsmarknaden har enligt NAHB Index länge förbättrats och det har historiskt varit en ledande signal för det amerikanska konsumentförtroendet.

SVAGARE UTVECKLING PÅ DEN AMERIKANSKA REIT-MARKNADEN



— USA, Statsobligationer, 10 år, vänster — Dow Jones, REIT Index, höger

Källa: Bloomberg

Från botten i mars 2009 till februari i år har amerikanska REIT Index gett en total avkastning på 163 procent i SEK. Utvecklingen var dock inte lika stark förra året. Efter att Ben Bernanke i maj annonserat planerna på att trappa ned de kvantitativa stimulanserna ökade oron för stigande räntor. Utvecklingen för REIT Index under andra halvan av 2013 blev en volatil historia och slutade året på +1,5 procent i SEK.



SETT ÖVER EN TIOÅRSERIOD VAR 2013 ett av de bättre åren för risktillgångar. Breda aktieindex MSCI World All Countries i lokal valuta slutade på +23 procent. Inledningen på innevarande år har dock varit mer turbulent. Amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) fortsätter nedtrappningen av obligationsköpen som inleddes i december förra året. Detta har tillsammans med strukturella problem på flertalet tillväxtmarknader bidragit till stora rörelser på valutamarknaderna och ökad oro. Med undantag från en del negativa effekter i spåren av en kall amerikansk vinter pekar mycket på en fortsatt återhämtning i USA. En starkare amerikansk tillväxt ger anledning att tro att Fed kommer att fullfölja nedtrappningen av obligationsköpen under innevarande år. Styrräntorna förväntas vara låga en bra tid framöver såväl i eurozonen som i USA, men långa statsobligationsräntor har från och med maj förra året stigit ordentligt.

Ekonomisk återhämtning är i regel positivt för fastighetsmarknaden. Förbättrad efterfrågan och stigande beläggning driver upp hyrorna och den löpande avkastningen. I denna fas finns tillväxtpotential trots att nyproduktionen i regel först kommer i gång i en mer mogen fas av konjunkturen. På sikt är stigande räntor dock något som begränsar avkastningspotentialen i termer av högre kostnader för belåning och minskad avkastning på det egna kapitalet. Ränteläget är således av stor vikt för utvecklingen på fastighetsmarknaden, vilket även har visat sig det senaste året. Tittar man på utvecklingen för Standard & Poor's breda REIT Index tillsammans med den tioåriga amerikanska statsobligationsräntan finns ett tydligt negativt samband.

Fortsatta strukturella problem samt deflationsrisker i delar av eurozonen har bidragit till att den europeiska långräntan inte stigit lika mycket som den amerikanska. Givet det mer kortsiktiga räntesambandet mellan fastighets- och räntemarknaden är detta sannolikt en bidragande orsak till att den europeiska REIT-marknaden, mätt som EPRA Index fick en bättre avslutning på föregående år. EPRA Index slutade året på +10,3 procent.

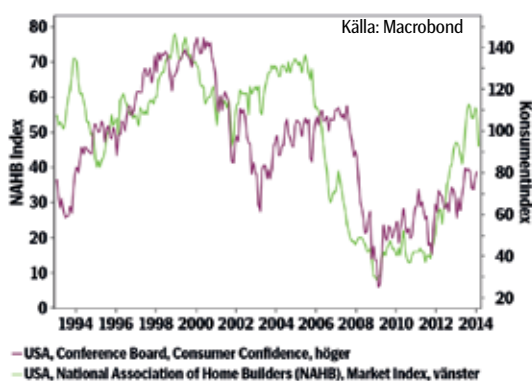
Transaktionsmarknaden i Asien har som första region passerat toppnoteringarna från 2007. Investeringsaktiviteten har gynnats av en återhämtning både i kredit- och aktiemarknaden, men även av ökad likviditet. Transaktionsvolymerna i Japan dubblades förra året i lokal valuta och även Kina, Australien och Singapore noterade rekordhöga transaktionsvolym. Fler multiassetförvaltare allokera mer kapital till tillgångsslaget fastigheter och investeringsaktiviteten ser ut att fortsätta under

2014. Oron för effekterna av Federal Reserves nedtrappade obligationsköp bidrog dock till att den asiatiska REIT-marknaden, mätt som Bloomberg Asia REIT Index föll -2,8 procent förra året.

Över en längre tidsperiod är dock sambandet mellan ränteläget och utvecklingen på fastighetsmarknaden annorlunda. De negativa influenserna har varit betydligt mycket större under perioder av recession och avtagande utbud än under perioder med stigande räntor. Under perioder av ränteförändringar är dock känsligheten stor mellan olika typer av fastighetsinvesteringar. Precis som på obligationsmarknaden är valet av kontraktens löptid en påverkande faktor. Ju kortare löptid desto mer flexibilitet och minskad känslighet för ränterörelser. Räntekänslighet står dock i motsatt samband med känsligheten för konjunkturella rörelser. Hotellbranschen har exempelvis med sina endagers rumskontrakt en låg känslighet för ränterörelser, men är av naturliga skäl mer utsatt för konjunkturella efterfrågestörningar.

National Association of Home Builders (NAHB) registrerar månatligen klimatet på den amerikanska bostadsmarknaden. I studien får de tillfrågade gradera både rådande klimat för försäljningen av nya bostäder samt vad de tror om klimatet de kommande sex månaderna. Sentimentet har i stort sett förbättrats oavbrutet sedan september 2011, men föll från 57 till 56 i januari i år. Dock gäller att en notering över 50 indikerar positivt klimat, så även om riktningen var negativ indikerar rådande nivå fortfarande optimism. I USA har det låga ränteläget bidragit till stigande huspriser, vilket i sin tur har ökat bankernas vilja att ge ut nya lån. Detta är en viktig faktor för återhämtningen av konsumtionen.

Innevarande år ser ut att kunna bli ett bra år för fastighetsmarknaden. Fundamentala förbättringar både i Europa och USA talar för ett förbättrat företagsklimat och utökade investeringar. En allt starkare kreditmarknaderna har i framför allt USA supporterat transaktionsmarknaden. Emissionerna av kommersiella bostadslånsobligationer (Commercial mortgage-backed securities, CMBS) i USA steg med 87 procent under 2013 och bedöms stiga ytterligare under 2014. Kreditmarknaden i Europa har inte sett samma styrka, men visar tecken på fortsatta förbättringar. Bättre finansieringsmöjligheter talar för fortsatta inflöden till fastighetsmarknaden, där begränsade avkastningsmöjligheter på primärmarknader gör att investerare fortsätter att söka sig längre ut på riskskalan där exempelvis Sydeuropa framstår som allt mer attraktivt.



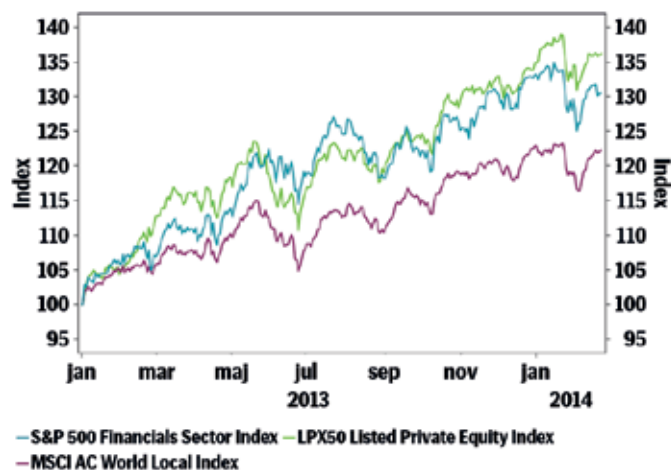
## AMERIKANSKA BOSTADSMARKNADEN LEDER KONSUMENTFÖRTROENDET

I grafen visas utvecklingen för amerikanska Conference Board Consumer Confidence samt NAHB Index de senaste 20 åren. Utvecklingen visar tydligt att humöret på bostadsmarknaden har präglat konsumentförtroendet, mätt som Consumer Confidence Index.

# Låg volatilitet skapar möjligheter

- **Historisk låg volatilitet har gynnat risktillgångar**  
Föregående års låga volatilitet var till mycket en produkt av fortsatt stimulatív penningpolitik. Den låga volatiliteten har bidragit till relativt stabila prismultiplar på Private Equity-marknaden, vilket i sin tur har gynnat exitmarknaden.
- **Ökade volymer men minskat antal fonder**  
Inflödena till Private Equity-investeringar ökade rejält förra året men antalet fonder minskade, vilket kan ses som ett tecken på en ökad konsolideringsgrad.
- **Dyrt, men fortsatt bra potential**  
Värderingarna är efter ett års prisstegringar höga, men fundamentala förbättringar på de mer traditionella marknaderna i Europa och Nordamerika talar för fortsatt potential.

### PRIVATE EQUITY STARKARE UTVECKLING ÄN FINANSSEKTORN 2013



Källa: Bloomberg

Index för Private Equity, LPX50 Total Return i SEK, avkastade betydligt mycket bättre än breda finansindex, S&P 500 Finansindex. Vid ett par tillfällen var dessutom volatiliteten lägre för breda Private Equity-index.

FUNDAMENTALA KONJUNKTURFÖRBÄTTRINGAR tillsammans med fortsatt stimulerande penningpolitik i både Europa och USA bidrog under föregående år till en tilltagande riskvilja hos investerare och låg volatilitet på marknaden. Högre värderingar är till viss del en följd av de fundamentala förbättringarna, men har också varit ren multipelexpansion pådriven av den starka riskviljan och få intressanta avkastningsalternativ.

Trots höga värderingar på Private Equity-marknaden har avkastningen varit god, mest tack vare tillgången på billiga krediter. Det låga ränteläget har drivit på belåningen som nu är tillbaka på 2006 års höga nivåer. Under föregående år noterade vi även att många PE-firmor i allt större utsträckning har sålt innehav istället för att investera i nya. Detta kan förklaras av att fler investeringar var mogna för försäljning efter en längre tid av generell osäkerhet i kapitalmarknaderna. Den höga andelen försäljningar har gynnat intäktströmmarna till managementbolag vars substansrabatter tack vare starka pristegringar har minskat, men nivåerna är alltså historiskt höga.

Noterad Private Equity tillhörde vinnarna föregående år. Index för noterad Private Equity, LPX50 Total Return slutade året på dryga 39 procent avkastning i SEK. Avkastningen kan jämföras med den för breda aktieindex, MSCI World All Countries i lokal valuta som slutade året på 23 procent. Den starka utvecklingen skedde även till en historisk låg volatilitet. Mätt som standardavvikelse hade index för noterad Private Equity en risk på 13 procent, vilket kan jämföras med 9 procent för breda aktieindex. Jämför man detta med volatiliteten de senaste 10 åren är snitten 31,4 respektive 15,4 procent. Volatiliteten under föregående år var därmed exceptionellt låg jämfört med historiska värden.

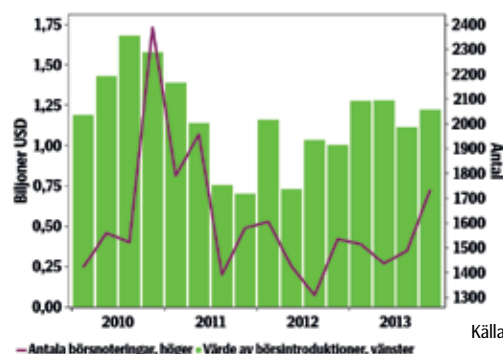
Transaktionsvolymerna från belånade uppköp, så kallade leveraged buyouts, i Europa och USA ökade totalt från 324 miljarder USD 2012 till 504 miljarder USD förra året. Detta kan jämföras med motsvarande volym år 2009 som totalt uppgick till 42 miljarder USD.

Bidraget från eget kapital har successivt minskat i takt med att belåning har blivit allt billigare. Kreditmarknaden har fortsatt att stärkas, framför allt i USA. Värdet på emitterade High Yield-obligationer i Europa och USA ökade från 393 miljarder USD 2012 till 420 miljarder USD 2013 och spreadarna mot statsobligationer har krympt ner till under det historiska genomsnittet både i Europa och USA.

Efter en längre tid av osäkerhet har många Private Equity-firmor aggregerat stora mängder investerbart kapital. Antalet börsintroduktioner har gynnats av fundamentala förbättringar och den tilltagande riskviljan i marknaden. Stora flöden av realiserade vinster har gjort att trenden med belånade utdelningar har fortsatt. Så kallad "recapitalisation dividend" innebär att PE-bolaget, efter att ha amorterat delar av eller hela skulden i ett portföljbolag, ökar belåningen för använda kapitalet till utbetalningar till aktieägarna.

Det aggregerade värdet som har rests till nya PE-investeringar har successivt ökat sedan botten 2010, men antalet fonder har minskat. 2012 var de 1046 att jämföra med 932 förra året.

## VÄXANDE MARKNAD FÖR BÖRSINTRODUKTIONER



Källa: Bloomberg

Mätt både som antal och i volym, växte den globala nyintroduktionsmarknaden under fjolåret.

Möjigen är detta ett tecken på ökad konsolidering där de mer välkända Private Equity-bolagen attraherar allt större volymer. Detta förtydligar vikten av bra historik. Investerare är selektiva i valet av PE-bolag, och kräver bra historisk utveckling.

Likviditetspremien på stängda Private Equity-investeringar över en 10-årsperiod visar sig vara betydande i jämförelse med utvecklingen på aktiemarknaden. Fram till mitten av 2013 var den genomsnittliga årliga avkastning från PE-investeringar cirka 22 procent, att jämföra med europeiska aktier (MSCI Europe) på 7,5 procent, EM-aktier (MSCI Emerging Markets) på 14 procent och amerikanska aktier (S&P 500) på 7 procent, mätt i lokal valuta (Källa: Preqin Private Equity Spotlight February 2014).

Den strategi som historiskt har visat sig ge den allra högsta årliga avkastningen är så kallade "buyouts" inom vilka Private Equity-bolag köper upp det egna kapitalet och skulder i ett bolag. Denna typ av investering har de senaste tio åren gett en genomsnittlig årlig avkastning på cirka 26 procent (Källa: Preqin Private Equity Spotlight February 2014). Detta har också varit den PE-strategi som har attraherat flest investerare. I januari i år startades den största buyout-fonden sedan 2008. Fonden förvaltas av Apollo och attraherade totalt 17,5 miljarder USD. Detta är såklart ett positivt tecken även för den breda PE-marknaden, men är också ett gott exempel på hur svårtillgänglig den här marknaden är. Långa inlåningar kräver ofta höga inträdesnivåer varför mindre investerare oftast får vända sig till andrahandsmarknaden eller fond-i-fondlösningar.

Geografiskt har många investerare den senaste tiden ställt sig mer skeptiska till investeringar inom Emerging Markets där oro för tillväxt och volatila valutor bidragit till snävrare exit-möjligheter. Starkare signaler om en bättre tillväxt på de mer traditionella marknaderna som Europa och Nordamerika har i stället lockat allt mer kapital.

Utsikterna för tillgångsslaget Private Equity är de kommande åren positiva. Allt fler fundamentala förbättringar i framför allt Europa och USA tillsammans med det fortsatta sökandet efter alternativa avkastningskällor ger ytterligare potential. Det stigande antalet exits är ett gott tecken på att marknaden har återhämtat sig efter ett par stramare år. Växande volymer i nya fonder talar även för potentiellt värdeskapande framöver.

## Råvarumarknader i balans

- **Svaga valutor ger prisdämpande effekt**

Försvagade valutor på tillväxtmarknaderna möjliggör lägre råvarupriser (uttryckt i USD). Detta då de råvaruproducerande länderna har sina kostnader i lokal valuta medan produktionen prissätts i dollar. Vi bedömer dock att en förbättrad global konjunktur kommer hålla emot det potentiella prisfallet.

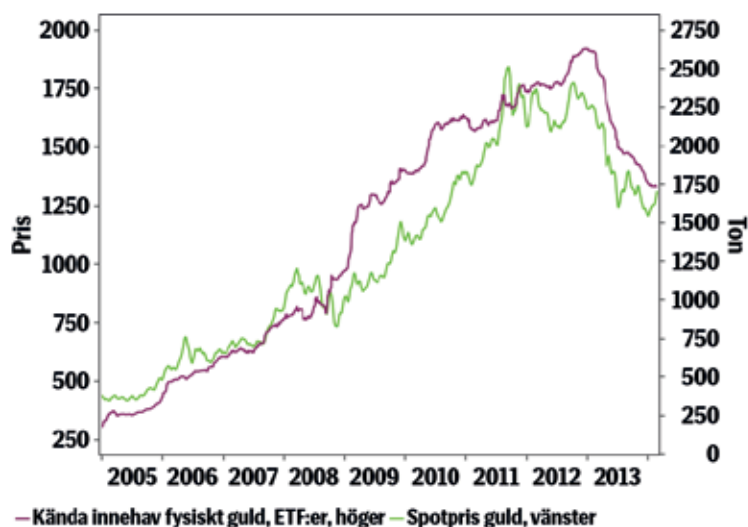
- **Utbudet av olja stiger mer än efterfrågan under 2014**

Global oljefterfrågan kommer att öka under året, men utbudet ökar än mer. Det väntade överutbudet på cirka 500 tusen fat/dag bör inte medföra några anpassningsproblem för OPEC, då de för närvarande producerar mer än på mycket länge.

- **Avsaknad av faktorer för högre guldpris ger fortsatta prisfall**

Guldpriset har, trots mycket svag utveckling 2013, fortsatt fallhöjd. Utestående volym i ETF:er (börshandlade fonder) med fysiskt guld som underliggande ligger fortfarande cirka 6-7000 ton över normal volym. Vidare saknas inflationsförväntningar i någon större utsträckning, samt skäl för investerare att fly till säkra hamnar.

### STARK KORRELATION MELLAN ETF-VOLYM OCH GULDPRISUTVECKLINGEN



*Investerares flykt till säkerhet var ett skäl till att guldpriset steg med cirka 1600 usd/oz. Utestående volym i ETF:er med underliggande fysiskt guld ökade i takt med guldpriset och nådde i januari i fjol 2 600 ton. Med bättre konjunktur och ingen inflation i sikte föll volymen under 2013 till cirka 1 700 ton. En rimlig volym är cirka 1 000 ton, vilket ger utrymme för ytterligare försäljningar.*

Källa: Bloomberg

EN FÖRBÄTTRAD AMERIKANSK KONJUNKTUR signalerar ökad oljekonsumtion, IEA (International Energy Agency) har höjt prognosen för landets efterfrågan till över 20 miljoner fat/dag för första gången sedan 2008. Global oljeefterfrågan bedöms under 2014 öka med 1,3 miljoner fat/dag medan utbudet utanför OPEC väntas öka cirka 1,7 miljoner fat/dag. Organisationen bör därför minska produktionen för att nå marknadsbalans. De viktigaste OPEC-länderna, Saudiarabien, Kuwait och Förenade Arabemiraten har sedan början av 2000-talet producerat 12-16 miljoner fat/dag och kompensert för utbudsstörningar i övriga världen. I fjol stod Saudiarabien för 10 miljoner fat/dag (30-års-högsta). Att anpassa utbudet bör inte vara något problem.

Driftstörningar minskar det globala oljeutbudet med cirka 3 miljoner fat/dag varav Libyen och Iran står för ungefär två tredjedelar. Vi räknar inte med full produktion från länderna i närtid, men potentialen är ytterligare 1,5-2,3 miljoner fat/dag. Shale oil adderade cirka en miljon fat per dag under 2013, sannolikt adderas ytterligare en miljon under 2014. Saudiarabien hävdar att utan Shale oil hade marknadsbalansen varit svår att upprätthålla i fjol. Vi bedömer att OPEC anpassar produktionen och att oljepriset handlas runt dagens nivå även mot slutet av året. Utbudet har kommit ikapp efterfrågan även för koppar.

Marknaden för industrimetaller är relativt balanserad. Under året kommer aluminiummarknaden gå från överutbud till balanserad eller till ett marginellt underskott. Höga lagernivåer dämpar dock prisuppgångar. Även nickemarknaden har präglats av överutbud och stora lager, men då Indonesien (20 procent av global produktion) för en tid sedan bestämt sig för att införa exportförbud på metallen kommer marknaden mer i balans. Vår bedömning är att nickel är industrimetallen med störst prisstegringspotential under året.

Ledtiden för nya koppargruvor är cirka tio år, men under 2014 tillkommer cirka 1,2 miljoner ton och under 2015 ytterligare 1,4 miljoner ton till marknaden. Det faller dock också bort produktion så utbudsökningen netto blir omkring 800- 900 tusen ton per år.

Global kopparefterfrågan har sedan 2004 stigit med cirka 3 procent per år och takten bedöms hålla i sig, vilket ger cirka 600 000 ton i ökad efterfrågan under 2014, ett potentiellt överutbud på 200-300 000 ton. Årsefterfrågan på koppar utanför Kina har fallit med 2 miljoner ton sedan 2008, vilket gett utrymme för Kinas efterfrågeökning. OECD-efterfrågan ligger idag på 11 miljoner ton, vilket innebär att det räcker med en ökning på cirka 2 procent för balans, vilket känns rimligt. Skulle OECD återgå till tidigare nivåer, allt annat lika, blir det brist i marknaden.

### Mycket guld kvar att sälja

Efter guldprisrallyt under millenniets första decennium blev 2013 ett mycket svagt år. Försäljning av guld-ETF:er är en delförklaring som dessutom väntas fortsätta tynga priset. I kombination med väldigt låga inflationsförväntningar, en bättre konjunktur och att "tapering" inletts, blir slutsatsen att priset fortsätter och att guldpriset landar runt 1100 USD/oz vid årets slut. Under kortare perioder är fallhöjden större då det för befintlig produktion räcker med 8-900 USD för kostnadstäckning (vilket också var prisnivån innan krisen).

### Höga lagernivåer håller tillbaka prisuppgångar i platina

Pågående gruvstrejker i Sydafrikas platinagruvor (70 % av global produktion) har lett till stora produktionsstörningar. Platinapriset uttryckt i USD har dock inte stigit i någon större utsträckning, delvis för att lagren varit stora. Den försvagade sydafrikanska valutan Rand (ZAR) har en viss prisdämpande effekt, men inflationen har å andra sidan legat på nästan 10 procent per år.

Gruvstrejker samt en bättre europeisk konjunktur bör lyfta priset på platina (katalysatorer till dieselmotorer, vilket är vanligast i Europa, konsumerar hälften av den globala produktionen). På sikt bör platina handlas till tidigare nivå om 2 gånger guldpriset.

### Jordbruksprodukter bör bli billigare

För jordbruksprodukter generellt räknar vi med stigande lager och fallande priser ytterligare en tid. Väderfenomen som La Niña och El Niño har självfallet potential att förändra denna bild.

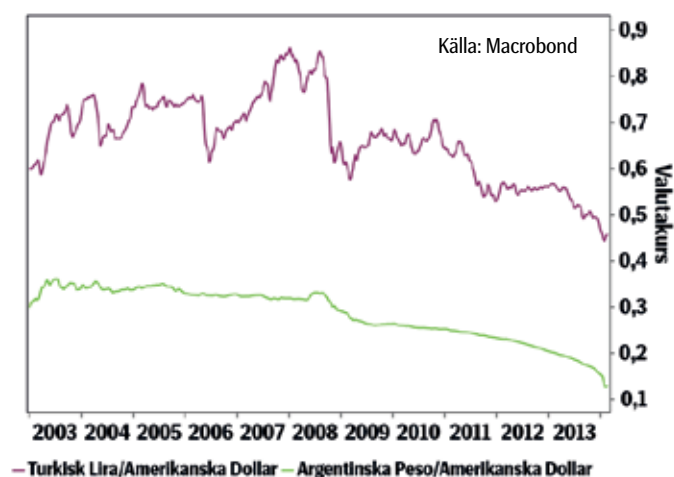
| TILLGÅNGSSLAG    | VIKT*                | KOMMENTAR                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Energi           | 1 2 <b>3</b> 4 5 6 7 | Oljeutbudet väntas öka mer än efterfrågan. Vi räknar med att OPEC anpassar utbudet för balans i marknaden. Oljepriset runt dagens nivå om ett år.                                                                                 |
| Industrimetaller | 1 2 3 <b>4</b> 5 6 7 | Vi räknar med en balanserad marknad för industrimetaller under året. Vi ser störst uppsidepotential i nickel som en effekt av exportförbud i Indonesien.                                                                          |
| Ädelmetaller     | 1 2 3 4 5 6 7        | En bättre konjunktur samt avsaknad av inflationsförväntningar gör att vi räknar med fortsatta utförsäljningarna av guld och ett pris runt 1100 usd/oz vid slutet av året. Bättre europakonjunktur ger dock stöd åt platinapriset. |
| Agri             | 1 2 3 4 5 6 7        | Givet att inga väderfenomen (La Niña, El Niño) stör bilden är vår bedömning att priser på jordbruksprodukter fortsätter att falla.                                                                                                |

\* 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.

## Penningpolitik och tillväxtskillnader avgör

- Allt fler argument för en starkare USA-dollar**  
 USD mötte en del motvind under 2013 när Federal Reserves obligationsköp fortgick i oförändrad takt, och ett stort politiskt strul präglade Washington. I år trappar Fed ned sina köp, amerikanska politiker har nått viktiga uppgörelser, och USA:s ekonomi växer avsevärt mer än Eurolands. Räkna med en starkare USD under 2014.
- Bara en väg för japanska yenen = ned**  
 Japans ekonomisk-politiska strategi (Abenomics) förlitar sig på en starkare konjunktur och en svagare JPY för att etablera inflation i landet. Risken är dock att tillväxten drabbas av momshöjningen i vår, vilket skulle göra det än mer angeläget att JPY försvagas för att inflationsmålet på 2 procent ska kunna nås.
- Svenska kronan och norska kronen på väg mot paritet**  
 Såväl Riksbanken som Norges Bank har under det gångna året verkställt eller förmedlat mjuka penningpolitiska budskap, till nackdel för valutorna. Strax över tröskeln till 2014 är utsikterna för svensk ekonomi lite ljusare än för norsk, varför valutorna rör sig i riktning mot paritet.

### ESKALERANDE MAKROEKONOMISKA OBALANSER SÄNKER EM-VALUTOR



Under lång tid har ekonomiska och finansiella spänningar och obalanser byggts upp i flera Emerging Markets-länder, däribland Argentina och Turkiet. När sedan Fed i vinter inledde nedtrappningen av sina obligationslöp och en serie händelser påvisade stora ekonomiska och politiska problem i EM-sfären, då kom skarpa valutafall som ett brev på posten.

UNDER 2013 HADE VALUTOR TILLHÖRANDE MINDRE länder med starka ekonomiska fundamenta (goda statsfinanser, överskott i bytesbalanserna och låg inflation) svårt att hävda sig. Bakgrunden var bland annat relativt höga värderingar, och centralbanker som antingen sänkte styrräntor, vilket skedde i Australien och Sverige, eller gav kommentarer som försvagade valutan, exempelvis Norges Bank. Vidare blev den svenska och norska konjunkturen svagare än väntat under året, medan den råvaruberoende australiensiska dollarn (AUD) drabbades av de sviktande priserna på råvaror.

Parallellt stärktes under 2013 den ekonomiska tillväxten i stora länder som USA och Storbritannien, samtidigt som Euroland lämnade recessionen och riskpremien på unionens krisländer successivt sänktes. Detta gagnade USD, GBP och EUR. Den enda stora valuta som istället deprecierade (sjönk i värde) betydligt under fjolåret var JPY, vilken tyngdes ned av den synnerligen stimulerande ekonomiska politiken i Japan (Abenomics). Ett sådant mönster bedöms komma att prägla valutamarknaden även under åtminstone det första halvåret 2014. Viktigaste drivkrafter blir förväntningarna om vad centralbankerna ska göra och utsikterna för tillväxten.

Argumenten för att USD ska stärkas mot EUR under 2014 hopas. Enligt vår bedömning fortsätter Federal Reserve i år den gradvisa nedtrappningen av sina obligationsköp (tapering), medan Europeiska Centralbanken (ECB) under våren sjösätter ett obligationsköpsprogram. Vidare visar vår kristallkula att den amerikanska tillväxten blir betydligt högre 2014-2015 både jämfört med konsensusprognoserna och tillväxten i Euroland. Dessutom har den politiska risken i USA minskat rejält i vinter efter kongressens budgetuppgörelse och villkorslösa beslut om höjt federalt skuldtak.

Abenomics kommer rimligen att vara ett sänke för JPY också under 2014. Detta särskilt om misstankar väcks om att den japanska regeringens strukturåtgärder som syftar till att förbättra ekonomins långsiktiga tillväxt och funktionssätt ("tredje pilen") är otillräckliga, och om vårens momshöjning får oväntat negativa effekter på tillväxten.

Det senare skulle kunna äventyra målet om en varaktig japansk inflation på 2 procent. I så fall skulle förväntningar

kunna få fäste i valutamarknaden om att Bank of Japan ska tvingas utvidga sina värdepappersköp jämfört med den ambition som nu råder (att höja den monetära basen till 270 biljoner JPY), vilket skulle försvaga JPY. Om sedan japanska obligationsplaceringar i större skala överger negativa realräntor på hemmaplan och söker högre räntor utomlands vore det ytterligare lök på deprecieringslaxen.

GBP har en tid haft vind i seglen tack vare inte minst de många positiva brittiska konjunkturövertäckningarna sedan i somras. Den fortsatta minskningen av arbetslösheten har gjort att valutamarknaden i sina förväntningar tidigare lagt Bank of Englands (BoE) första räntehöjning till slutet av det här året eller början av nästa år. Samtidigt har dock inflationen i Storbritannien fallit brant för att hamna under målet 2 procent, och där torde den ligga kvar ganska länge. Vår uppfattning är att marknaden är för aggressiv i sin räntesyn, och att det dröjer till sommaren 2015 innan BoE börjar höja styrräntan. Givet detta skulle GBP inte stärkas ytterligare det närmaste året, och kan tidvis även förlora en del i värde.

Medan svensk ekonomi svek förväntningarna och Riksbanken sänkte reporäntan under 2013 växer nu en annan bild av 2014 fram: Tillväxten i Sverige står av allt att döma inför en acceleration, den underliggande inflationen bottenar ur, och Riksbanken har sänkt färdigt (vi spår en första höjning i april 2015). Om tillväxten i Euroland samtidigt blir mycket modest och ECB lanserar ett obligationsköpsprogram finns det anledning att spå en SEK-förstärkning mot EUR i år - med tyngdpunkt under det andra halvåret. Mot USD försvagas dock SEK något under 2014.

NOK var inte någon väloljad valuta under fjolåret när förväntningarna på tillväxten i norsk ekonomi sveks, och Norges Bank förmedlade budskapet att räntehöjningar kommer att dröja. Även om NOK fallit rejält i värde sedan början av 2013 - även mot SEK - är den ändå inte billig sett i skenet av de norska styckarbetskraftskostnadernas snabba uppgång. Ytterligare kursfall för NOK är därför troliga, och mot SEK spår vi att paritet nås i slutet av 2014; 1 euro skulle då kosta 8,50 för både svenskar och norrmän.