



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Vägen till rimliga
förväntningar

MAJ 2014

S|E|B

Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Dags att justera avkastningsförväntningarna	10
Tema: Utmanande räntemiljö ställer befogade frågor	13
Tema; Östeuropa - stora skillnader mellan öst och väst	16
MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG	
Makrosammanfattning	20
Nordiska aktier	22
Globala aktier	24
Räntor	26
Hedgefonder	28
Fastigheter	30
Private Equity	32
Råvaror	34
Valutor	36

Denna rapport publicerades den 27 maj 2014
 Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 20 maj 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 Granqvist
 Fixed Income Strategist
 +46 8 763 69 12
 lars.granqvist@seb.se

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

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

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

Reine Kase
 Economist,
 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 den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investment Strategy följer och bevakar olika bolag löpande och tillämpar ingen fast periodicitet på investeringsrekommendationerna. Information om tidigare rekommendationshistorik kan fås på begäran. Analytiker anställda av SEB kan inneha positioner i aktier eller aktierelaterade instrument i bolag där de utarbetar en rekommendation. För mer information om SEB:s investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter med mera, vänligen se <http://www.seb.se/upplysningar-is>. För fonder och andra finansiella instrument är historisk avkastning ingen garanti för framtida avkastning. 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. 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.



Vägen till rimliga förväntningar

Vad kan gå fel i en värld med extremt låga räntor, hygglig ekonomisk tillväxt, expansiva centralbanker, stabila aktiemarknader och hög riskaptit? Många kurvor pekar onekligen åt rätt håll och flera tillgångsslag andas optimism. Samtidigt har vi sett en ökad geopolitisk oro och aktievärderingarna är på sina håll utmanande.

Hur ska man då som investerare navigera i denna miljö? Är hög värdering detsamma som en stor nedsiderisk? Hur mycket risk ska man ta i en väldiversifierad portfölj? Hur kan man få avkastning i en ränteportfölj i dagens låga ränteläge? Frågorna är många och utmaningarna tydliga. Viktigt i denna typ av marknad är att ha rimliga och realistiska förväntningar. Detta behandlar vi i vårt tema "Dags att justera avkastningsförväntningarna".

Högre förväntad avkastning hänger ihop med ett högre risktagande – "There are no free lunches". Ibland är det rätt att på bred basis öka risken i en portfölj, då den förväntade meravkastningen kan ge ett tydligt bidrag. I dagsläget före- drar vi dock mer selektivt risktagande. Vissa risker är värda att ta, andra inte.

Aktiemarknaderna har fortsatt att utvecklas väl, dock med tydliga skillnader mellan olika geografier. Det första kvartalets bolagsrapporter visar på en viss stabilisering, även om många inte nådde analytikernas vinstförväntningar. Vissa signaler var dock tydliga. Flera bolag såg exempelvis positiva

tecken i de europeiska marknaderna, vilket bådär gott för framtiden. Samtidigt är värderingarna på många håll aningen ansträngda. Detta är dock sällan detsamma som en tydlig nedsida för börsen. Men det innebär ändå att potentialen uppåt blir något begränsad, och väcker frågan kring hur man ska resonera kring investeringar på räntemarknaden. De korta räntorna är fortsatt mycket låga. Obligationsränn- torna kommer troligtvis att vända upp i linje med starkare global tillväxt framöver. High yield har fungerat väl under lång tid, men ränteskillnaderna mellan statsobligationer och företagsobligationer har minskat och detsamma gäller av- kastningspotentialen.

I jakten på avkastning har räntemarknaden fortsatt att utvecklas och vi har i temat "Utmanande räntemiljö ställer befogade frågor" tittat närmare på räntemarknadens långsik- tiga förutsättningar och några av de placeringsalternativ som erbjuds.

Sammantaget är vår bedömning att avkastningsförväntning- arna måste nyanseras. Högt värderade tillgångar är fortsatt attraktiva, men den höga värderingen medför begränsad uppsida, och samtidigt erbjuder räntemarknaden få alternativ för den som söker avkastning. Detta utmanande marknads- klimat kräver selektivitet och precision.

ANN GREVELIUS
Global Head of Investment Strategy



Selektivt risktagande i svårnavigerad marknad

Under en konjunkturåterhämtning rör sig en aktiemarknad ofta i tre faser. Den första fasen drivs av ökad riskaptit som en följd av minskad oro och låga räntor som driver avkastningssökande kapital till aktier. Nästa fas inleds när konjunkturen stabiliseras och förväntningarna på ränteutvecklingen ändras, ofta med en lugnare börsutveckling som följd. Sista fasen inleds när kreditexpansionen fått fart och aktörer talar om att "den här gången är det annorlunda, börser skall stiga i oändlighet" - vilket inte sker...

Vi befinner oss nu i inledningen av den andra fasen. Konjunkturen har stabiliserats och USA minskar sitt stöd för marknaderna genom att Federal Reserve löpande minskar köpen av obligationer. Nu skall aktiemarknaderna börja "stå på egna ben" och bäras framåt av allt bättre vinster i företagen. Rapportsäsongen som passerat signalerade att i USA är förutsättningarna relativt goda att det skall ske. I Europa är tecknen gradvis bättre. Resultaten kommer när konjunkturen stabiliserats ytterligare.

När man som vi gjort bedömningen att vi skiftat från en fas till en annan är det viktigt att se vilka marknader och tillgångar som varit i fokus under den förra fasen och bedöma vilka som kommer att vara det i nästa. Obligationer har länge varit en kärninvestering, men nu är avkastningsnivåerna från denna typ av värdepapper klart lägre. Vissa delar av aktiemarknaderna har drivits upp till höga nivåer, medan det i andra delar fortfarande finns möjlighet att hitta lägre värderade marknader och/eller sektorer. Ett sådant exempel kan mycket väl gälla regioner som idag bär något av en krisstämpel, exempelvis delar av Kina och Asien. Dock gäller att identifiera vad som utlöser en värderingsförändring. För att vara intressant ur investerarperspektiv krävs en tro om en bättre fundamental utveckling. För Kinas del är en sådan signal att råvarupriser inte faller längre.

Vi ser det här som en period då vi gradvis överger en del av de tillgångsslag som varit bra under en lång period och successivt styr om våra investeringar till konjunkturdrivna investeringar. Beroende på typ av mandat tar vi risker som kan uppfattas som något högre, men där avkastningspotentialen i det vi överger numer är alltför dålig, kanske till och med negativ, något som är en risk i sig.



— MSCI All Country World Local Index

Källa: Bloomberg

DAGS FÖR AKTIEMARKNADERNA ATT STÅ PÅ EGNA BEN

Konjunkturen har stabiliserats, Federal Reserve har minskat sina obligationsköp och aktiemarknaderna måste nu bäras fram av bättre vinster i bolagen. Förutsättningarna för att detta ska ske är relativt goda i såväl USA som i Europa.

FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER

Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House view. 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 Kassa	2,0% 1,0%	5,0% 0,1%	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 riskfri avkastning, exempelvis statsskuldväxlar.
Hedgefonder	4%	5%	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%	14%	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 1,32 (-3,8%), EUR/SEK 8,90 (-0,9%) och USD/SEK 6,74 (+3,0%).

HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING

- Rishtagarvänligt trots hög värdering**
I grunden är vi i en fas som gynnar risntagande, även om flera av de stora aktiemarknaderna är högt värderade vilket i viss mån begränsar potentialen. Men kombinationen av låga räntor och tillväxt styr kapital till aktiemarknaderna som kan vara högt värderade så länge god tillväxt finns. Värderingen i sig vänder inte trenden.
- Räntefallet är inte långsiktigt hållbart – trenden är stigande långräntor**
Räntorna har fallit mycket kraftigt främst i Europa på förväntningar om låg inflation, åtgärder från den Europeiska Centralbanken och oro i samband med Ukrainakrisen. Det är inte ett långsiktigt hållbart mönster och fallet bör brytas.
- Krympande räntegap ger dålig avkastning på obligationer**
Ränteskillnaderna mellan företagsobligationer och statsobligationer har blivit mycket liten. Den kan förvisso krympa något ytterligare, men avkastningen i förhållande till riskerna är mycket låg, och då avser vi både risken för stigande räntor och i viss mån kreditrisker (om man placerar i enskilda obligationer).
- Värdefickor finns för den som vågar gå mot strömmen**
I den sekventiella konjunkturåterhämtningen, där USA:s konsumenter agerar dragloek och övriga delar av världen följer efter, skapas fickor av värde i en annars ganska högt värderad värld. Det ger möjligheter för den investerare som vågar gå mot strömmen, "the contrarian investor". Det synsättet låter vi återspeglas i våra mandat med högre risntagande.
- Sektor- och regionrotationer att vänta med stabiliserad konjunktur**
När marknaderna inte i samma utsträckning längre drivs av hög likviditet utan en mer fundamentalt förankrad stabil konjunktur kommer traditionella sektorer och länder i fokus. Europa är ett sådant exempel och på sektornivå förväntas ett skifte från tillväxtbolag till mer cykliska bolag.
- Kina nyckeln för Emerging Markets**
Emerging Markets-återhämtningen är än så länge mest en marknadsrörelse mer än en fundamentalt betingad rörelse annat än i valutamarknaderna där höga räntenivåer har gett bättre förutsättningar. Framöver är utvecklingen i Kina en nyckelfaktor för en stabil återhämtning. Tills vidare är Asien vår prioriterade region inom EM.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	På lite sikt kommer en ljusare konjunktur och global tillväxt ge avtryck i bolagsvinsterna. Aktier får sannolikt då stöd av vinster som justeras uppåt. I dagsläget begränsas uppsidan av hög värdering. Europa är den region vi föredrar.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Gradvis högre tillväxt i världsekonomin och avtagande geopolitiska spänningar ger stigande räntor på statsobligationer i DM under de kommande åren. De snabbt krympande räntegapen mot statsobligationer gör att företagsobligationers bästa tid nu ligger bakom oss.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Strategier med fundamental värderingsansats fortsätter att avkasta bra. Event Driven gynnas av bolagsaktiviteter, medan trendföljande strategier som CTA har det svårare då kisten mellan trender varit stora och snabba.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Fundamentala förbättringar dämpar ränteorn och driver på utvecklingen på REIT-marknaden. Även tillfälligt sjunkande långräntor har stöttat REIT-investeringar under första kvartalet.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	Förutsatt fortsatt god riskvilja bland investerare kan PE-marknaden fortsätta att realisera stora värden. Ökad riskvilja ger lägre beta mot aktiemarknaden.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Extraordinära händelser som Ukrainakrisen, gruvstrejker och indonesiskt exportförbud har satt avtryck i råvarupriserna som stigit på bred front.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	Mycket talar för starkare USD mot EUR och JPY. Förmodad räntesänkning tynger SEK i sommar, men 2015 är det fördel SEK då Riksbanken byter fot och inleder räntehöjningar.

* 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. På kundnivå anpassas portföljerna efter individuella behov.

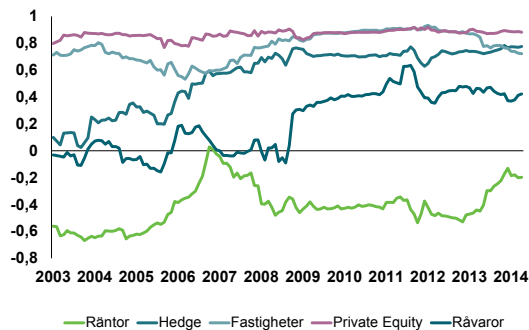
Källa: SEB

HISTORISK KORRELATION (2004-05-31 TILL 2014-04-30)

	Aktier	Räntor	Hedje	Fastigheter	Private Equity	Råvaror
Aktier	1,00					
Räntor	-0,33	1,00				
Hedje	0,71	-0,36	1,00			
Fastigheter	0,84	-0,12	0,57	1,00		
Private Equity	0,87	-0,32	0,70	0,87	1,00	
Råvaror	0,35	-0,25	0,66	0,30	0,41	1,00

Källa: SEB

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD



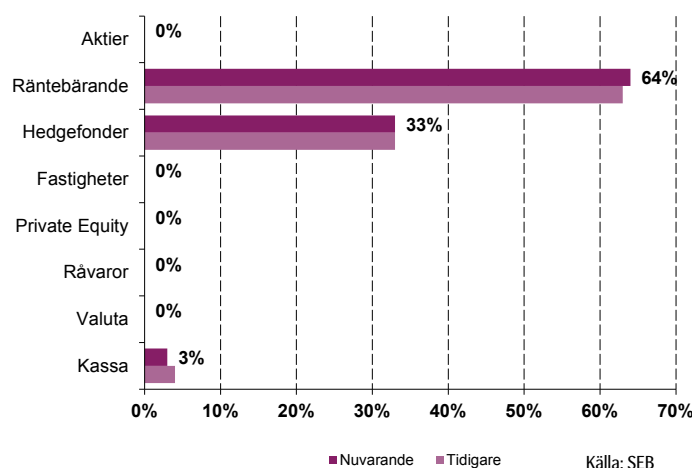
Historiska värden är beräknade utifrån följande index: Aktier – MSCI AC World EUR, Räntor – JP Morgan Global GBI EUR, Hedgefonder – HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter – SEB PB Real Estate EUR, Private Equity – LPX50 EUR, Råvaror – DJ UBS Commodities TR EUR.

Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM I TRE RISKNIVÅER – FÖRDELNING AV TILLGÅNGSSLAG

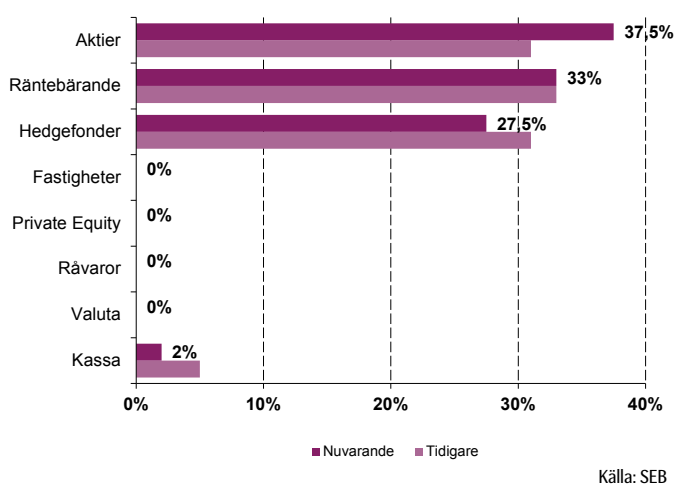
MODERN PROTECTION

Modern Protection fortsätter att avkasta i linje med våra förväntningar, och vi har inte gjort några förändringar hittills i år. Credit Long/Short, som uppgår till cirka 18 procent av portföljen, har bidragit med cirka hälften till årets totalavkastning. MultiStrategy (5 procent) och Equity Market Neutral (10 procent) har hållit sig runt noll-strecket. I den oförändrade ränteportföljen utgör Absolute Return 26 procent, följt av Senior Loans/High Yield (12 procent), Short-term bonds (9 procent), Investment Grade Libor (5 procent) och Money Market (9 procent), och alla delkomponenter har bidragit positivt. Våra förvaltare fortsätter att leverera i linje med våra förväntningar och de olika tillgångsslagen kompletterar varandra väl, och vi räknar med fortsatt stabil avkastning framöver.



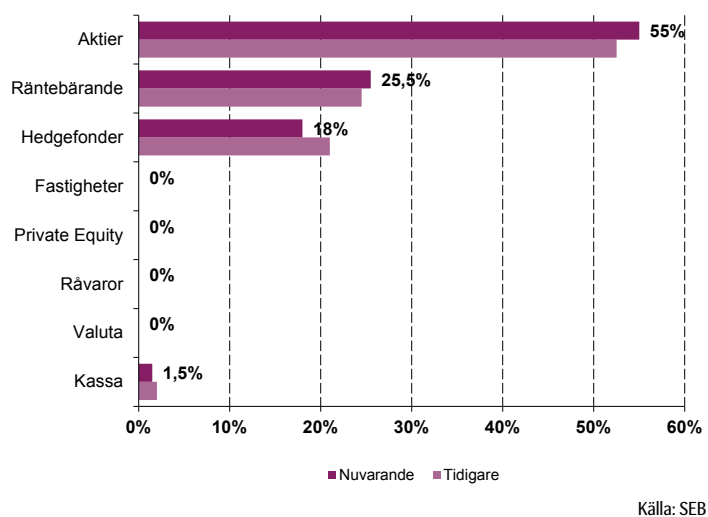
MODERN GROWTH

I Modern Growth försöker vi balansera mellan två motstridiga krafter - global konjunkturuppväxling som fortsatt talar för risktillgångar, mot relativt höga värderingar som gör att avkastningsutsikterna ser begränsade ut på sikt. Det innebär att vi har ökat upp aktieinnehaven de senaste veckorna och för närvarande uppgår dessa till dryga 37 procent av portföljen. Inom räntebärande ser vi begränsad potential för High Yield framöver, och har istället ökat i konvertibler samt börjat ta små positioner i företagsobligationer i tillväxtmarknader (3 procent) och CoCo bonds (3 procent). Total allokering mot räntebärande är i stort sett oförändrad och utgör cirka en tredjedel av portföljen. Hedgefundsportföljen (cirka 27 procent) har tonvikt på Credit Long/Short och Equity Market Neutral, följt av Event Driven och MultiStrategy.



MODERN AGGRESSIVE

Vi har under större delen av första kvartalet haft en återhållsam syn på aktier, men har successivt börjat öka upp aktier inför ett mer positivt makroklimat under andra halvåret. För att få extra utväxling har vi investerat i europeiska småbolag, eftersom dessa tenderar att vara mer känsliga för inhemsk konjunktur. (Vi har valt att ta exponeringen via en indexfond för att få billig och flexibel exponering). Dessutom har vi köpt kinesiska storbolagsindex som domineras av de sektorer som ratats av investerare de senaste åren. Vi räknar med en reversering av trenden drivet av mer tillväxtorienterad politik samt rekapitalisering av banker. Inom räntebärande har vi gjort liknande drag som i Modern Growth, det vill säga minskat High Yield, ökat CoCo-bonds och köpt företagsobligationer i tillväxtmarknader, men dessutom investerat i Emerging Market Local Debt (2,5 procent). EM-valutor har fortsatt nedsiderisk, men internräntan på cirka 9 procent är attraktiv och kompenserar för risken på längre sikt. Hedgefundsportföljen har störst tonvikt på Credit Long/Short.





Dags att justera avkastningsförväntningarna

Att välja rätt portföljrisk bygger till stor del på förväntningar om framtiden och vi står i dag sannolikt på tröskeln till ett mer utamande investeringsklimat.

Det sägs att en av världens mest kända bankirer John Pierpont (J.P.) Morgan sade till en bekant som oroade sig över sina aktieinnehav så till den grad att han inte kunde sova, "Sell down to your sleeping point." Detta har av finansprofessorn Burton Malkiel formulerats som att en investerare har att välja mellan att sova gott eller äta gott. Att välja rätt portföljrisk bygger till stor del på förväntningar om framtiden och vi står i dag sannolikt på tröskeln till ett svårare investeringsklimat.

Som investerare förväntar du dig en positiv avkastning, annars finns ingen anledning att göra placeringen. Först och främst förväntas man kompenseras med den riskfria räntan för den tid man avstår kapitalet. Därutöver vill investerare ha ersättning för den risk som en viss typ av investering innebär, investeringens riskpremie. Oavsett var i konjunkturen vi befinner oss behöver man som placerare alltid ta ställning till ett några saker som till stor del kommer att definiera avkastningsmöjligheterna:

1. Hur fördelningen mellan olika tillgångsslag ska se ut över tiden. Beslutet grundar sig i riskvilja och investeringshorisont. En så kallad strategisk allokering är den långsiktiga tillgångsslagsfördelningen som definierar risken i en portfölj.
2. När i tiden investeringar ska göras. Den så kallade taktiska allokeringen är en aktiv eller passiv avvikelser från den långsiktiga tillgångsslagsfördelningen.
3. Vilka placeringar som skapar bäst förutsättningar inom respektive tillgångsslag.

Strategisk allokering bör styra förväntningarna

Utgångspunkten för portföljens konstruktion är valet mellan tillgångsslag, ofta kallad strategisk allokering. Traditionellt innehåller en portfölj placeringar i aktier och ränteplaceringar. Alternativa avkastningskällor som absolutavkastande hed-

gefonder, private equity, fastigheter, skog och råvaror blir allt vanligare inslag i privata investerares portföljer. Vilken strategisk tillgångsslagsfördelning en viss typ av portfölj ska ha över tiden är inte helt oväntat beroende av individuella faktorer som exempelvis riskvilja och placeringshorisont.

Genom att fokusera på den strategiska allokeringen skapas förutsättningarna för en portföljs långsiktiga framgång eller misslyckande. Med hjälp av portföljoptimering skapas portföljer med så hög förväntad avkastning som möjligt, till den risk investeraren är beredd att ta. I praktiken är detta emellertid komplicerat, eftersom risk- och avkastningsprognoser är det enda vi har att tillgå gällande framtiden. En historisk tillbakablick kan ge oss en indikation om långsiktiga medelvärden och förtydligar samtidigt utfallens stora variation. I jakten på en god genomsnittlig avkastning är en strategisk allokering och tid med andra ord nyckelingredienser.

Taktisk allokering

Taktisk allokering handlar om kortsiktiga avvikelser från den långsiktiga fördelningen. Avvikelserna kan både vara aktiva allokeringsbeslut och drift, det vill säga viktfordelningar som beror på tillgångsslagens värdeförändringar. Med hjälp av makro- och marknadsanalys tar vi ställning till en avvikande fördelning i syfte att parera motgångar och ta till vara på möjligheter. Det är viktigt att komma ihåg att taktisk allokering ändrar risknivån i portföljen i förhållande till utgångsläget, och därmed också den avkastning du kan förvänta dig.

Uppskruvade marknader, framför allt aktiemarknaden, har tidvis skapat orealistiska avkastningsförväntningar och därmed vilselett investerare i sitt taktiska beslutstagande. Inför helåret 2013 var exempelvis vår förväntade avkastning på Stockholmsbörsen cirka 13 procent, inklusive utdelningar. Det faktiska utfallet blev +23 procent, mätt som OMX Affärsvärldens Generalindex med återinvesterade utdelningar. Trots rådande övervikt i aktier bidrar den nuvarande låga marknadsvolatiliteten till att många portföljer vid första anblick ligger underviktade i risk relativt den risk man strategiskt var villig att acceptera. Den förväntade avkastningen på stockholmsbörsen de kommande 12 månaderna är drygt 8 procent, inklusive utdelningar. En överavkastning mot den tagna risken

kan lika gärna innebära en underavkastning ett annat år. Utgår man från den risk man strategiskt var villig att acceptera är det lättare att över tiden veta vilken risk som är värd att ta för att öka möjligheten till extra avkastning.

30 år av gynnsamma förhållanden

Räntorna i västvärlden är på historiskt låga nivåer och uppfattningen bland investerare om var i konjunkturcykeln vi nu befinner oss är ganska splittrad. Ser vi till utvecklingen de senaste 30 åren kan vi konstatera att det varit väldigt tacksamt att investera på de finansiella marknaderna. Jämför man med ännu längre historiska tidsserier är de senaste 30 åren speciella i bemärkelsen att både aktie- och räntemarknaden har gett en mycket god avkastning.

Några faktorer som har bidragit till det positiva investeringsklimatet har varit den aktiva inflationsbekämpningen som tillsammans med minskade regleringar och en snabbt växande globalisering har ökat bolagens incitament att effektivisera och öka lönsamheten. Extremt låga värderingar i kombination med ökade vinster har skapat goda förutsättningar och växande inflöden till aktiemarknaden. Successivt fallande räntor i kombination med finansiella avregleringar i början av 1980-talet gav upphov till ett enormt tryck på kreditmarknaden och prisstegringar på risktillgångar. Penningpolitiska stimulanser började i början på 1990-talet bli allt mer populära och har fram till i dag eldat på investerarnas riskvilja.

Den riskfria räntan varierar i takt med det allmänna ränteläget och har historiskt ofta legat i intervallet 3-5 procent, men

ibland, som nu, väsentligt mycket lägre. Riskpremien är marknadens förväntade avkastning minus den riskfria räntan. Mätt från 1920 och fram till och med 2013 har den genomsnittliga historiska riskpremien på den svenska börsen varit 3 procent, mätt som skillnaden mellan årsavkastningen på Affärsvärldens Generalindex och den svenska 10-åriga obligationsräntan. Förkortar man perioden till de senaste 30 åren har riskpremien varit drygt 8 procent och de senaste fem åren drygt 15 procent. En tydlig trend de senaste 30 åren har varit den successivt fallande räntan, vilken har fått marknadens avkastningsförväntningar på aktier att stiga.

Stigande risker

Man har traditionellt argumenterat för optimala fördelningar mellan aktier och obligationer. En traditionell portfölj har exempelvis haft en strategisk fördelning med 60 procent aktier (amerikanska), 20 procent statsobligationer och 20 procent statsskuldväxlar. Både aktier och obligationer har de senaste 30 åren gett en god årlig avkastning och portföljen har gett drygt 9 procent avkastning per år. Mätt över de senaste 30 åren uppgår portföljens risk mätt som standardavvikelse till drygt 13 procent. Den årliga avkastningen har med andra ord varierat ordentligt. Portföljens värsta år gav exempelvis en negativ avkastning på 27 procent. Ser vi till de senaste fem åren har den genomsnittliga årliga avkastningen hållit i sig men till en betydligt mycket lägre risk. Att portföljens årsavkastning under den här tidsperioden i stället varierat i intervallet 4-24 % kan i sig bli underlag för underskattade riskestimater. En lågt uppmätt risk ökar snarare sannolikheten för en stigande framtida risk.

Värdepapper (amerikanska)	30 år			5 år		
	Årlig nominell avkastning	Årlig real avkastning	Årlig standardavvikelse	Årlig nominell avkastning	Årlig real avkastning	Årlig standardavvikelse
Aktier	10,6%	7,9%	17,4%	12,4%	10,9%	11,5%
10-åriga obligationer	7,5%	4,8%	10,1%	3,3%	1,8%	11,5%
10-åriga statsskuldväxlar	3,8%	1,1%	2,7%	0,1%	-1,5%	0,0%
Portfölj 60% aktier, 20% obligationer, 20% statsskuldväxlar	9,4%	6,7%	13,4%	10,5%	8,9%	7,6%
Genomsnittlig inflation USA	3,3%			2,1%		

Källa: SEB och Macrobond

Beaktat den stimulerande lågräntemiljön vi befinner oss i finns skäl att tro att man över vissa perioder valt att taktiskt avvika från den strategiska allokeringen. Har detta skett till förmån för ökat risktagande har det i vissa perioder lönat sig, i andra inte. Att SEB:s avkastningsprognos för den svenska aktiemarknaden 2013 underskattades är i sig ett argument för att hålla förväntningarna i schack. Utvecklingsmönstret för svenska OMX Affärsvärldens generalindex förtydligar begreppet mean reversion, vars innebörd är att vi över tiden väntas återgå till medelvärdet. Den årliga avkastningen på Stockholmsbörsen har sedan 1902 nominellt varit 7,3 procent. Detta är en god avkastning men normalfördelningen förtydligar att detta bara är ett geometriskt medelvärde med en betydande variation både på upp- och nedsidan. Den uppmätta risken uppgår till 23,8 procent, mätt som standardavvikelse. Det måttet omfattar dåliga år som 2011, men tar inte hänsyn till krisåren 2008 och 1931.

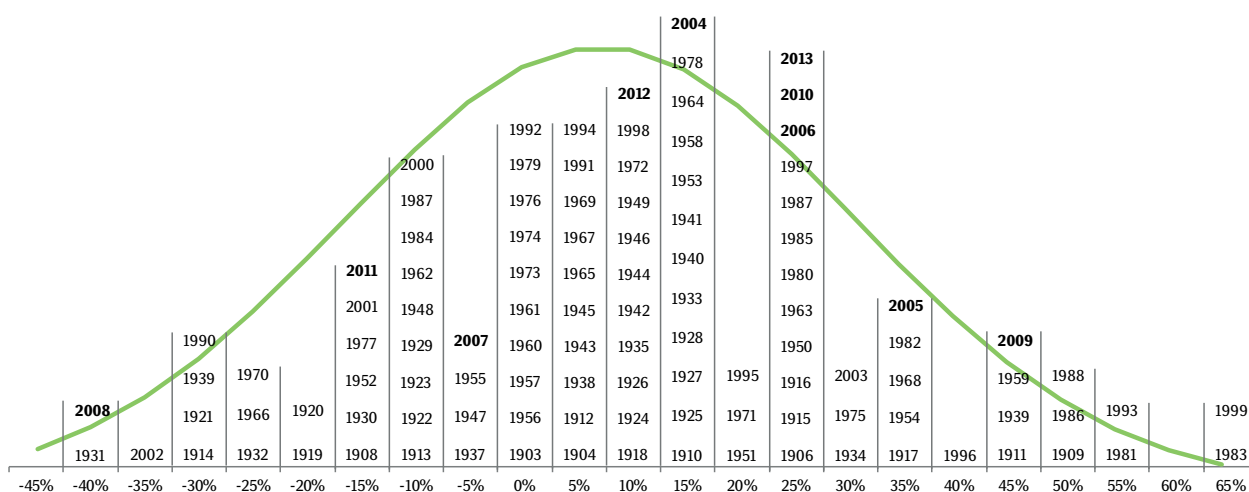
Strategiska portföljvikter leder oss framåt

Faller inflationen ytterligare i västvärlden når vi deflation, vilket skulle vara fördömande för den globala tillväxten och aktiemarknaden. Ledande centralbankers inflationsmål kring 2 procent kommer med andra ord sannolikt att få allt större betydelse framöver. Gällande ränteläget betyder styrräntor i intervallet 0 – 0,25 procent i USA och i EMU (European Monetary Union) att räntan i stort sett bara kan röra sig åt ett håll. Räntehöjningar kommer sannolikt att dröja längre i Europa, givet fortsatt långsam ekonomisk återhämtning och deflationsoro, men stigande

obligationsräntor är att vänta de kommande åren. Värderingen på aktiemarknaden kommer också att påverkas negativt av en stigande ränta. På aktiemarknaden kommer bolagen sannolikt att behålla ett stramare grepp om kostnader, men möjligheterna att förbättra marginalerna i samma utsträckning som under 1990- och 2000-talet kommer att vara mer begränsade. Höga värderingar i framför allt USA jämfört med det historiska genomsnittet förtydligar nedsiderisken på aktiemarknaden, även om det rådande lågränteklimatet har potential att fortsätta att trycka upp värderingarna en bit till.

Ovanstående faktorer, tillsammans med den historiskt låga volatiliteten talar för att utvecklingen de kommande åren inte kommer att vara lika generös som de senaste. Så länge det låga ränteklimatet håller i sig kommer vi taktiskt att övervikta risk. Med stigande räntor är avkastningsförväntningarna på obligationsmarknaden betydligt lägre än vad vi vant oss vid de senaste åren och på aktiemarknaden har vi redan bevittnat en rotation från tillväxtbolag till mer mogna branscher med lägre tillväxt. De finansiella marknaderna är troligen på väg mot ett klimat som succesivt kommer att drivas av fundamentala förbättringar snarare än centralbankernas tillförda likviditet. I ett sådant, mer " normalt " klimat är det läge att justera ned avkastningsförväntningarna samtidigt som vikten av selektering och alfa-generering ökar. I takt med att vi närmar oss ett trendskifte ökar vikten av aktiv diversifiering och valet av risker bör alltid ske mot bakgrund av den strategiska allokeringen.

STOR VARIATION KRING MEDELVÄRDET PÅ SVENSKA BÖRSEN



Källa: SEB och Macrobond

Grafen visar årsavkastning för svenska OMX Affärsvärldens Generalindex mellan 1902 och 2014 i en normalfördelning. Årens avkastning har kategoriserats i avrundade årsavkastningar på den horisontella (x)-axeln och frekvens på den lodräta (y)-axeln. Vi kan konstatera att utfallen är koncentrerade kring medelvärdet, 7,3 % och ju längre ut i normalfördelningens "svansar" vi rör oss, desto mindre sannolika, eller förekommande blir utfallen. Viktigt är dock att konstatera att de finns.



Utmanande räntemiljö ställer befogade frågor

Sedan omkring 100 år tillbaka har statsobligationsmarknaden uppvisat cykler med fallande räntor/stigande kurser varvade med stigande räntor/fallande kurser, och från 1920-talet och framåt har mönstret varit anmärkningsvärt regelbundna cykler om 30 år.

Från början av 1950-talet till en bit in på 1980-talet gällde stigande räntor/fallande obligationskurser, det vill säga en 30-årig "bear market", med mycket låg avkastning på obligationsplaceringar. Bakom det låg bland annat stigande inflation samt snabbt växande efterfrågan på lånekapital för att finansiera investeringar relaterade till dels återuppbyggnaden efter andra världskriget, dels den högre tillväxt och goda ekonomiska tider som rådde på 1950- och 1960-talen.

På tröskeln till 1980-talet hade obligationsräntorna drivits upp rekordhøgt, och centralbanker började med kraft strama åt sin penningpolitik. Centralbankernas starka reaktion fick ganska snabbt avsett resultat; inflationen och inflationsförväntningarna började tydligt falla några år in på 1980-talet.

Denna nedåtriktade inflationsrörelse stod sig sedan under de påföljande decennierna, vilket bäddade för en 30-årig sekulär "bull market" i obligationer med fallande räntor/stigande kurser. Under denna period var avkastningen på obligationer mycket god. Det gällde särskilt perioden sedan millennieskiftet, under vilken den totala nominella avkastningen på placeringar i amerikanska statsobligationer summerade till närmare 135 procent, en historiskt hög avkastning för en sådan tidsperiod.

Att döma av historien stundar efter trettio år med fallande statsobligationsräntor nu en ny "bear market". Vår bedömning är att obligationsmarknaden nu befinner sig i en brytningstid, särskilt då värderingen av statsobligationer i Developed Markets (DM) är historiskt hög. Enligt SEB:s prognos kommer avkastningen på placeringar i amerikanska, europeiska och svenska statsobligationer att bli försumbar eller till och med negativ under det närmaste året.

Argumenten för stigande räntor i statsobligationsmarknaden

på bägge sidor av Atlanten är många, däribland en starkare konjunktur, minskande finansiella risker som gör trygga statsobligationer mindre attraktiva, Federal Reserves nedtrappning av obligationsköpen, och längre fram förväntningar om stigande inflation/minskad oro för deflation.

Någon kraftig uppgång för statsobligationsräntorna finns emellertid inte i våra prognoskort. Riskerna för tydligt högre inflation i DM är små så länge det finns gott om ledig produktionskapacitet. Europeiska Centralbanken kan dessutom mycket väl slå följe med andra tongivande centralbanker och i sommar lansera obligationsköp i större skala. Överlag förblir penningpolitiken i både USA och Europa historiskt stimulerande under ytterligare något år.

Det främsta hotet mot vårt scenario vore om konjunkturen blev oväntat svag och deflationshotet allvarigare än vad vi idag räknar med, en kombination som torde få statsobligationsräntorna att istället sjunka.

Den ränteplacering som nu överväger att köpa statsskuldväxlar i amerikanska eller europeiska penningmarknaden ska räkna med en mycket låg avkastning på 12 månaders sikt. Skälet är att centralbankernas konventionella penningpolitik fortsatt präglas av exempellöst låga styrräntor, och i något fall kan räntor även sänkas ytterligare under 2014. De första räntehöjningarna ser ut att dröja till våren (Norge) och sommaren (USA, Storbritannien) 2015.

Avkastningen på placeringar i företagsobligationer - Investment Grade och High Yield - har sedan många år tillbaka varit betydligt högre än på placeringar i statsobligationer i DM. Under de senaste två åren har dock betydande räntefall i de tidigare akutproblemländerna Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien gjort statsobligationer i dessa till värddiga konkurrenter till företagsobligationer.

I takt med att ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer har minskat ytterligare på senare tid har också attraktiviteten för inte minst Investment Grade men även för High Yield avtagit. Visserligen kan gapen krympa lite till på något års sikt i både USA och Europa, men det skulle av allt att

döma främst bero på att statsobligationsräntor stiger och mindre på att räntor på företagsobligationer sjunker. I så fall avklingar utrymmet för fortsatta kursvinster på företagsobligationer.

EMD (Emerging Markets Debt) erbjuder alltså ränteplaceringar utsikter till en god avkastning, särskilt efter att obligationsräntorna i den delen av världen steg kraftigt under sommaren och hösten i fjol. Exempelvis steg den brasilianska tioåriga statsobligationsräntan från 9 procent i början av 2013 till nästan 13,5 procent ett år senare. Men EMD är samtidigt förknippat med betydligt högre risk (inte minst beträffande valutarörelser) än de räntebärande tillgångar som tidigare har behandlats, varför EMD knappast är ett alternativ för placerare som eftersträvar låg risk i sina ränteportföljer.

Perspektiven för ränteplaceringar som tecknats ovan ter sig således inte särskilt goda, varför utmaningarna för de som av olika skäl söker denna placeringsinriktning är stora framöver. Frågan "Finns det några andra ränteplaceringsalternativ att tillgå?" är befogad. Studerar man fonder med fria investeringsmandat och ränteplaceringar i fokus är det inte omöjligt att man hittar innehav i "Contingent Convertibles", "Leveraged Loans" eller i "Convertible Bonds".

Contingent Convertibles

Ett av de mer intressanta alternativen på räntemarknaden idag är så kallade CoCos, en obligation utgiven av banker som ersätter dagens förlagslån.

En banks kapitalstruktur består dels av kärnprimärkapital, vilket utgörs av upparbetade vinster och aktiekapital, men också av ett antal buffertar som kan tas i anspråk om banken hamnar

på obestånd. Det är i dessa buffertar som kapital från CoCos utgör en byggsten. Flera investerare har goda erfarenheter av att köpa förlagslån utgivna av banker. Dessa buffertar av kapital syftar till att öka stabiliteten i banksystemet.

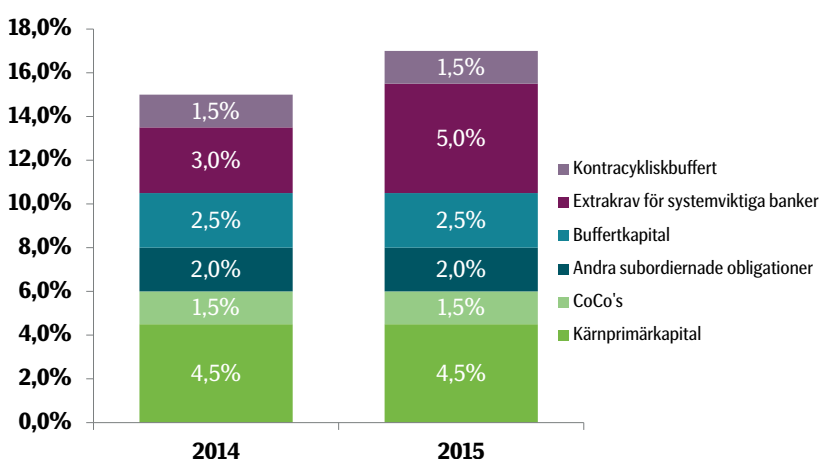
En CoCo förekommer med tre olika egenskaper:

- Det nominella beloppet omvandlas vid en viss tidpunkt till aktiekapital, där konverteringskursen anges i villkoren.
- Det nominella beloppet skrivs ned helt.
- Det nominella beloppet skrivs ned under en viss tid och när banken får ett positivt resultat skrivs värdet upp igen.

Att det nominella värdet kan omvandlas till aktiekapital är en ny företeelse i dessa sammanhang. Går bankens kapitaltäckningsgrad under en viss förutbestämd nivå utlöses denna funktion som leder till en förstärkt andel kärnprimärkapital för banken.

En CoCo kan vara evig (perpetual) och banken ska ange i dokumentationen när den ska kunna återköpas (call date). Detta kan ske tidigast efter fem år och senast efter 15 år efter emission. Vid prissättning av en CoCo bör man som investerare främst få kompensation för risken att obligationen blir konverterad till aktier, fullständigt nedskrivna eller att investeraren förlorar kupong och värde under en period. Man bör även ta hänsyn till att denna typ av obligationer hamnar högt på riskskalan, efter aktiekapitalet.

SNABB FÖRSTÄRKNING AV BANKERNAS KAPITALSTRUKTUR



Källa: SEB

Svenska- och norska banker ligger före många europeiska konkurrenter avseende de nya kapitaltäckningsreglerna. Dock har inga svenska banker ännu emitterat CoCos som fyller en viktig funktion i de nya kapitaltäckningsreglerna.

Leveraged Loans - investeringar i banklån

Marknaden för "Leveraged Loans" (kallas också "Bank Loans", "Senior Loans" eller "Buy-out Loans") är storleksmässigt jämförbar med high yield-marknaden.

Emittenter är vanligen högt skuldsatta företag, och "köparen" måste vara beredd på att konkurs för utgivaren är tänkbart. Detta innebär å andra sidan att räntan man får för att låna ut pengar är relativt hög. Hos emittenterna återfinns lånen som en post i balansräkningen, och hos exempelvis bankerna har den ökade regleringen inom EU, och kravet på minskade balansräkningar, gjort att intressent för Leveraged Loans ökat. Bankerna bryter nämligen ut enskilda lån och säljer vidare till fonder som söker avkastning från ränteplaceringar i dagens lågräntemiljö.

När fonder investerar är det i lån som amorteras och det betalar ränta. Löptiderna är på mellan fem och tio år, men lånen kan också förtidsinlösas varför löptiden vanligtvis är kortare. Avkastningen är ofta kopplad till tre månaders Libor (USD), vilket ger en låg volatilitet och låg ränterisk.

Denna marknad lär fortsätta att växa så länge som tillgången på billig likviditet inte minskar och placerare vill diversifiera sina portföljer. Ränteskillnaden mellan statsobligationer och företagsobligationer har minskat väldigt snabbt, vilket innebär att denna typ av investeringar kommer att utvecklas ännu mer. Lägg därtill bankernas behov av att städa upp i sina balansräkningar till följd av nya regelverk som implementeras.

Convertible Bonds - konvertibler

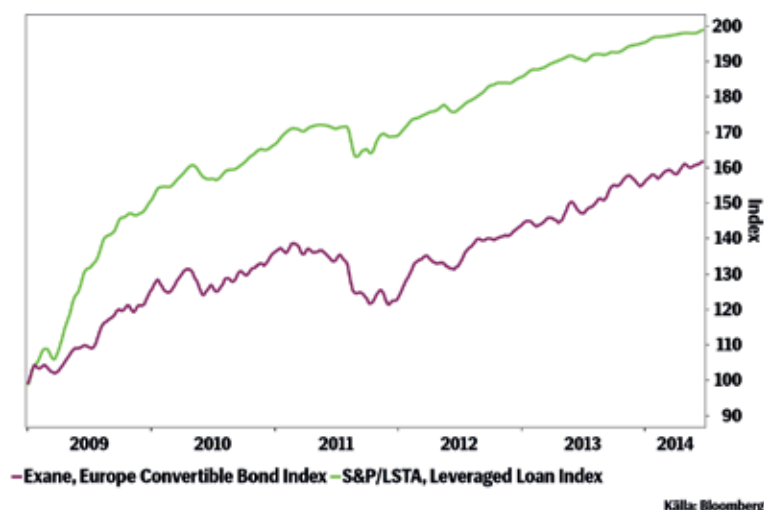
Man kan sammanfatta produkten som en kombination av en företagsobligation och en köpoption på en aktie, en hybridprodukt. Emittenterna kännetecknas vanligen av att de har en lägre kreditrating (BB+ och lägre) men samtidigt hög tillväxtpotential. De erbjuder en lägre kupongränta än jämförbara obligationer därför att investeraren erbjuds en obegränsad uppsida om obligationen omvandlas till aktie. Men för att utgöra ett attraktivt alternativ till att köpa aktien så ger de en högre direktavkastning än aktien. Köparen erhåller kupongutbetalningar från obligationen fram till dess att konvertering sker och detta ger investeraren ett skydd på nedsidan.

Denna typ av obligation är ingen ny företeelse på kapitalmarknaden. De första konvertiblerna skapades redan i mitten av 1800-talet i USA. Marknaden är dock relativt liten (uppskattningsvis knappt 50 Mdr USD) och i Skandinavien finns ganska få utställda konvertibla obligationer.

Slutsats

Sammanfattningsvis innebär det sannolika trendskiftet till gradvis stigande statsobligationsräntor under lång tid att antalet attraktiva ränteplaceringar tryter. Detta gäller inte minst räntebärande statspapper av olika slag, men även företagsobligationer (särskilt Investment Grade), och för många kan EMD te sig lite väl riskabelt. Det finns dock alternativa ränteplaceringar att fundera över, och bland dessa framstår enligt vår uppfattning CoCos som mest intressant.

HÖG AVKASTNING FRÅN KONVERTIBLA OBLIGATIONER



Mellan januari 2009 och maj 2010 gav en investeringar mätt som S&P/LSTA Leveraged Loan index, en avkastning på cirka 60 procent, drivet av bankernas utförsäljning av lån på balansräkningarna. Konvertibla obligationer mätt som Exane Europe Convertible Bond index, gav under samma period cirka 35 procent avkastning



Östeuropa – stora skillnader mellan öst och väst

Östeuropa är en region präglad av skillnader. Ekonomierna med gräns mot Tyskland förväntas uppvisa ytterligare förbättringar medan Ukrainakonflikten skapar oro i stora delar av före detta Sovjetunionen. Nedan analyserar vi Östeuropas viktigaste marknader där jättarna Ryssland och Polen dominerar såväl finansmarknad som i termer av BNP.

Efter Rysslands annekterande av Krim i mitten av mars 2014 och de oroligheter som därefter blossat upp i östra Ukraina, har konflikten utgjort den allvarligaste geopolitiska risken på mycket länge. Stor dramatik har också i den historiska backspegeln präglat den här delen av världen. Och faktum är att händelser för drygt 20 år sedan har betydande bäring på dagens ryska agerande under ledning av president Putin.

Berlinmurens fall den 9 november 1989 var en nyckelhändelse som förebådade en omvälvande utveckling i Östeuropa (dåvarande Östblocket), vilken kulminerade med Sovjetunionens upplösning den 26 december 1991. Resultatet av upplösningen blev 15 länder (Ryska Federationen, Armenien, Azerbajdzjan, Estland, Georgien, Kazakstan, Kirgizistan, Lettland, Litauen, Moldavien, Tadzjikistan, Turkmenistan, Ukraina, Uzbekistan och Vitryssland). I flera av dessa länder finns betydande rysktalande befolkningsgrupper, av vilka en del efter händelserna på Krim nu i våras agiterar för separatistism. Detta illustreras av de nyligen genomförda så kallade folkröstningarna om självständighet i regionerna Donetsk och Luhansk i östra Ukraina.

En titt i den historiska backspegeln visar också omvälvande skeenden på andra håll i forna Östeuropa. Främst bland dessa finns Tjeckoslovakiens fredliga uppdelning i Tjeckien och Slovakien vid årsskiftet 1992/1993, samt den synnerligen dramatiska utvecklingen på Balkan med de jugoslaviska krigen - vilka 1992 utmynnade i att ett antal tidigare provinser blev självständiga stater.

I dag kan 29 länder anses tillhöra Östeuropa. Av dessa återfinns 12 i det som kallas Oberoende staters samväld, OSS (Ryssland och ytterligare 11 av de tidigare Sovjetstaterna), samt 17 i övriga Östeuropa (Emerging and Developing Europe) där bland andra Polen, Tjeckien, Rumänien och de tre baltiska

staterna ingår. Vi har i denna analys valt att exkludera Turkiet från Östeuropa.

Östeuropa - en ganska liten del av EM

I makroekonomiska termer uppgick BNP (i löpande priser och köpkraftsparitetsjusterat) under 2013 till 3 655 mdr USD i OSS, och till 2 633 mdr USD i övriga Östeuropa. Det vill säga Östeuropas BNP summerade i fjol till 6 288 mdr USD, vilket motsvarade en andel på cirka 14 procent av hela Emerging Markets (EM)-sfärens BNP.

Tillväxten i Östeuropa var under 2012 och 2013 betydligt långsammare (2-2,5% per år) än i EM-sfären i stort (knappt 5%), och detta mönster består 2014-2015 att döma av Internationella Valutafondens (IMF:s) aktuella prognoser (april 2014). Andra bedömningar för 2014-2015 signerade IMF visar att Östeuropa hävdar sig ganska väl jämfört med EM som helhet när det gäller inflation och offentliga finanser, medan den östeuropeiska bytesbalansen spås visa underskott till skillnad mot hela EM:s överskott.

Rysk-ukrainska-konflikten dämpar tillväxten

Den pågående rysk-ukrainska-konflikten påverkar främst dessa länders ekonomier negativt, men leder också till ekonomiska avbräck i andra delar av Östeuropa, främst för några forna Sovjetrepubliker i Centralasien, Bulgarien och i Baltikum. Negativ påverkan sker inte minst via utrikeshandeln (exempelvis går 19% av Litauens export till Ryssland, och drygt 31% av importen kommer därifrån), men också via en något mer tveksam framtidstro som hämmar privatkonsumtion och investeringsaktivitet. I Rysslands fall drabbas ekonomin även av de ekonomiska sanktionerna mot nyckelpersoner och företag vilka USA/EU satt in som svar på den ryska aggressionen mot Ukraina.

Vår bedömning är dock att den rysk-ukrainska-konflikten (givet att konflikten inte eskalerar) inte på allvar sätter käppar i hjulen för den konjunkturuppgång som i höstas inleddes i främst centrala delen av Östeuropa, särskilt som ökad tillväxt i Tyskland och övriga Västeuropa skapar ökad efterfrågan på östeuropeiska varor och tjänster.

De 5 största ekonomierna står för nästan 70 procent av Östeuropas BNP

De fem största östeuropeiska ekonomierna i BNP-termer under 2103 var Ryssland (2 556 mdr USD), Polen (817), Ukraina (337), Tjeckien (286) och Rumänien (285). Dessa fem länder svarade därmed för hela 68 procent av Östeuropas totala produktion av varor och tjänster – enbart Ryssland stod för 41 procent. Mot denna bakgrund finns anledning att fortsättningsvis fokusera analysen på dessa ekonomier. Notervärt i sammanhanget är att såväl Polen, Tjeckien som Rumänien är medlemmar i både EU och NATO.

Ryssland - rubeln försvagas och negativ trend består

Redan långt innan den rysk-ukrainska-konflikten uppvisade Rysslands ekonomi tydliga tecken på att röra sig åt fel håll, med minskade bytesbalansöverskott, försvagade statsfinanser, och sedan ett par år tillbaka avtagande tillväxttakt. Orsakerna är främst strukturella; fallande investeringskvot, ogynnsam demografi, ekonomins stora energiberoende (65% av exporten är olja/gas och 50% av statsinkomsterna kommer från energisektorn) samt uselt företagsklimat. Allt är dock inte svart i den ryska makrovärlden. Statsskulden är låg, arbetsmarknaden stark och utvecklingen i jordbrukssektorn god. Dessutom är banksektorn förhållandevis stabil och välkapitaliserad.

För att höja tillväxttakten till en långsiktigt möjlig nivå på cirka 4,5 procent krävs ekonomiska reformer tillsammans med ett markerat uppsving för investeringarna. I nuläget finns emellertid inga tecken på att dessa villkor är på väg att uppfyllas. Vårt grundtips blir därför att de negativa trenderna i rysk ekonomi består under åtminstone de närmaste åren.

De kortsiktiga ekonomiska perspektiven för Ryssland uppmuntar inte heller. I bästa fall stagnerar landets BNP under 2014. En recession ska heller inte uteslutas i spåren av ihållande kapitalutflöden, börsfall och sjunkande reala investeringar. Skulle oljepriset sjunka mer än väntat närmaste året, säg till under 100 USD per fat, skulle landets ekonomi och finanser tyngas än mer. Rubelns försvagning sedan årsskiftet - som bedöms fortsätta - har lett till höjda importpriser vilka eldat på inflationen. Som respons på de ökade inflationsriskerna har ryska centralbanken i vår höjt styrräntan två gånger, och fler höjningar finns ligger i korten.

Polen - minskad statsskuld, ökad inhemsk efterfrågan

Polens ekonomi befinner sig i ett helt annat, bättre läge. Polen var det enda EU-land som undgick recession i samband med finans- och konjunkturkrisen 2008-2009, och sedan flera år tillbaka har de samhällsekonomiska obalanserna minskat betydligt. Bytesbalansens minus föll i fjol till beskedliga 1,5 procent av BNP. Den offentliga skulden - som enligt polska regler inte får överstiga 55 procent av BNP - var i fjol otillåtet hög, men tack vare en finanspolitisk åtstramning och ett nytt radikalt grepp (bland annat överförs en stor del av privata pensionsfonders tillgångar till staten) faller skulden i år till omkring 50 procent av BNP. Men det underliggande budgetunderskottet är alltjämt önskat stort (drygt 3% av BNP).

Den återhämtning i polsk ekonomi som inleddes under fjolåret var först ledd av exporten. Polen gynnas av det stora handelsutbytet med Tyskland (25% av exporten går dit, 21% av importen kommer därifrån) och andra västländer, och av att beroendet till Ryssland är litet (drygt 5% av exporten går dit, 14% av importen kommer därifrån). Successivt tar även den inhemska efterfrågan i Polen alltmer fart, vilket syns i stigande hushållshumör och ökad omsättning i detaljhandeln.

Inflationen i Polen är låg, och med marginal under centralbankens mål på 2,5 procent. Styrräntan sänktes i snabb takt från 4,75 procent i slutet av 2012 till rekordlåga 2,5 procent under sommaren i fjol, och att döma av en endast långsamt stigande prisökningstakt dröjer det till nästa år innan räntan börjar höjas. Den i flera avseenden gynnsamma situationen i polsk ekonomi talar för att valutan Zlotyn - som väl stått emot den EM-oro som förekommit sedan sommaren 2013 - stärks under det närmaste året.

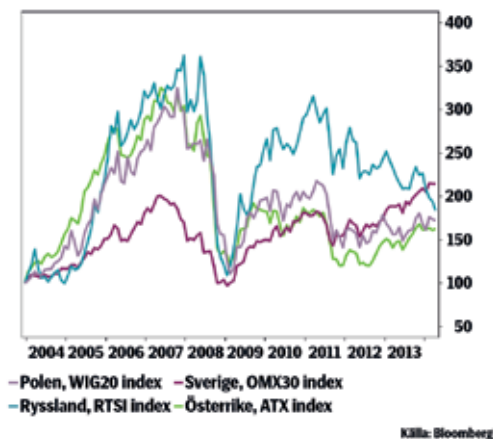
Ukraina - fallande BNP, stigande inflation

Läget och utsikterna för den tredje största östeuropaekonomin - Ukraina - är i många stycken alarmerande. Detta illustreras av det accelererande underskottet i bytesbalansen till uppemot 10 procent av BNP 2013, och av vår prognos om ett BNP-fall på 6 procent i år parat med ett inflationslyft till 6 procent (från smärre prisfall 2013). Det senare beror inte minst på ett ras för valutan Hryvnian med cirka 30 procent mot USD till följd av konflikten med Ryssland.

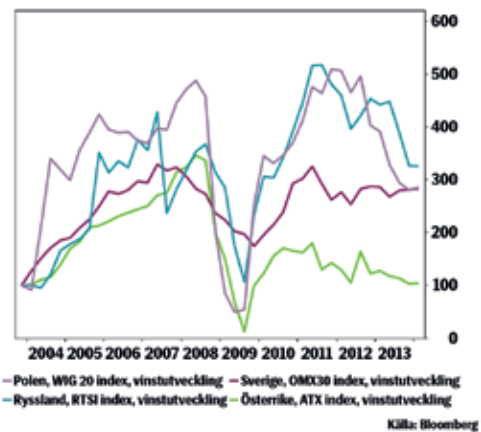


RYSKA INDUSTRIEN HAR RULLAT BAKÅT

Efter uppsvinget 2009 i samband med att världsekonomin arbetade sig upp ur den djupa globala finans- och konjunkturkrisen har Rysslands industriproduktion tenderat att minska. Att döma av aktuella inköpschefsindex för industrin kommer sektorns svaghet att tillsvidare bestå.

FORTSATT TUFFT FÖR ÖSTEUROPAS BÖRSER

Diagrammet visar kursutvecklingen i svenska kronor för de tre viktigaste östeuropeiska börserna samt Sverige under de senaste tio åren. Före finanskrisen var Moskva, Warszawa och Wien heta, men de har till skillnad från Sverige inte återhämtat sig efter kraschen.

VOLATILA VINSTER I ÖST

Diagrammet visar index över nettovinsterna för de största börsbolagen i Polen, Österrike och Ryssland i lokala valutor samt i jämförelsesyfte även Sverige. Förklaringen till den sämre börsutvecklingen för de östeuropeiska börserna jämfört med Sverige de senaste tio åren ligger främst i att den relativa värderingen av östeuropeiska bolag sjunkit.

De nyligen godkända stödlånen på 30 mdr USD från IMF och EU torde dels innebära att valutan stabiliseras (tiden runt presidentvalet den 25 maj kan dock innebära ökad valutavolatilitet), dels att risken för inställda betalningar på de statliga utlandslånen rimligen är undanröjd. Dessa stödlån följs av tuffa krav i form av bland annat sänkta gassubventioner till hushåll och företag, och ett krympt budgetunderskott. Ukrainas BNP sänks på kort sikt av denna åtstramning liksom av konflikten med Ryssland, samt även av att hög inflation gröper ur hushållens köpkraft. Först framåt 2016 finns en chans att ekonomin stabiliseras, även om valutafallet gradvis ger draghjälp åt exporten.

Tjeckien - konjunkturen ljusnar

Efter en tvåårig recession ljusnar nu situationen för den tjeckiska konjunkturen. Grunden lades i vintras när BNP-tillväxten växlade upp markant och på bred front. På sistone har också industriproduktionen accelererat, och inköpschefsindex hävt sig upp på hög nivå. Parallellt har dock detaljhandelskommersen svalnat något, trots att stabila priser ökat hushållens köpkraft.

Liksom Polen har Tjeckien i nuvarande läge en klar fördel av det stora handelsutbytet med Västeuropas ekonomiska lokomotiv Tyskland, dit drygt 30 procent av den tjeckiska exporten går (importandelen är cirka 25%). Andra viktiga exportländer för Tjeckien är Slovakien, Polen, Frankrike och Storbritannien.

I termer av samhällsekonomiska fundamenta klarar sig Tjeckien bra i en östeuropeisk jämförelse. Underskottet i de offentliga finanserna är endast drygt 1 procent av BNP, den offentliga skulden knappt 50 procent av BNP, och landets bytesbalans går nästan jämnt upp.

Utmaningar saknas emellertid inte. På kort sikt finns en deflationsrisk - trots att valutan Koruna en tid sjunkit i värde (valutastabilisering är grundtipset för återstoden av 2014). Långsiktigt behöver ekonomins kapacitetsgap minska och tillväxten höjas via åtgärder som ökar konkurrenskraften samt förbättrar inhemska marknadens effektivitet.

Tjeckiens centralbank sänkte styrräntan till 0,05 procent redan i november 2012, och första höjningen ser ut att dröja länge, särskilt då inflationen sannolikt ligger kvar under målet 2 procent en längre tid och ekonomins uppväxling inte blir särskilt snabb framöver.

Rumänien - god ordning, utrymme för mer stimulanser

Samhällsekonomi i Rumänien - Östeuropas femte största - är på många sätt i ganska god ordning. Offentliga skulden och underskottet är mindre än 40 procent respektive cirka 1,5 procent av BNP (ungefär samma gäller för bytesbalansen). Finansmarknaden ger också landet gott betyg; den tioåriga statsobligationsräntan har sedan början av 2012 fallit från 7,5 procent till cirka 4,75 procent.

Aktuella indikatorer tyder på stigande aktivitet i industrin, för den privata konsumtionen och i exportsektorn - precis som för Polen och Tjeckien är Tyskland överlägset största handelspartner för Rumänien både på export- och importsidan. Samtidigt är den faktiska inflationen (drygt 1%) liksom i många andra länder lägre än centralbankens mål (2,5%). Därför kan ytterligare monetära stimulanser mycket väl komma att sjösättas, kanske främst i form av sänkta kassakrav på bankerna. Styrräntan är idag 3,50 procent.

Östeuropeiska aktiemarknader

De flesta börserna i Östeuropa är av obetydlig storlek, alla utom tre har ett sammanlagt börsvärde som är mindre än SEB:s. Ryssland är överlägset störst följt av Polen på god andra plats, men även Tjeckien är i någorlunda storlek. Övriga börser är relativt små, men i vissa fall kan investerare som önskar exponering mot regionen hitta detta via bolag på andra börser. Det finns exempelvis många bolag på börserna i Stockholm och Helsingfors som har en betydande verksamhet i Östeuropa. Utöver börserna i det egentliga Östeuropa menar vi att det även är relevant att inkludera Österrike eftersom Wienbörsen domineras av bolag där en majoritet av verksamheten bedrivs i Östeuropa. Österrikiska bolag har expanderat kraftfullt i Östeuropa sedan Berlinmuren föll. Det gäller såväl banker som teleoperatörer

och oljeraffinaderier. För de tre största börsbolagen i Wien är Östeuropa den klart viktigaste marknaden och hälften av de sex storleksmässigt nästföljande bolagen har också en stor andel av verksamheten i Östeuropa.

Pressad lönsamhet, hög direktavkastning

Samtliga börser i regionen är relativt lågt värderade i ett internationellt perspektiv, men låga P/E-tal har varit det normala i Östeuropa i många år och förutom i Ryssland, Ukraina, Rumänien och Slovenien så är nuvarande P/E något högre än snittet de senaste sju åren. I ett internationellt perspektiv är P/E-talen dock genomgående låga eller mycket låga.

Om vi istället tittar på rögrörliga multiplar som värderingen av eget kapital i relation till snittet de senaste sju åren så är i princip samtliga marknader historiskt billiga. Polen värderas 29 procent under historiskt snitt, Österrike 44 procent och Ryssland 56 procent under historiskt snitt. Direktavkastningen är också relativt hög, över 5 procent i Ryssland, och över 4 procent i Polen och Tjeckien.

Banker och olja

De östeuropeiska börserna domineras kraftigt av mineralutvinning och/eller finansiella tjänster. I Ryssland står olja och gas för mer än halva börsvärdet och om vi inkluderar andra råvaror representerar olika mineraler mer än två tredjedelar av det totala börsvärdet. Därutöver är det framför allt banker som väger tungt på Moskva-börsen. De största börsbolagen är gas och oljebolagen Gazprom, Rosneft och Lukoil följt av Sberbank. Av dessa är endast Lukoil kontrollerat av privata ägare, medan de andra tre är majoritetsägda av staten.

På Warszawa-börsen är det istället bank och finans som dominerar. 13 banker står tillsammans för 30 procent av fritt börsvärde.

Om vi även inkluderar försäkringsbolag och övriga finansbolag kan vi räkna till 53 bolag, med en sammanlagd indexvikt på över 40 procent. Bland de 20 största börsbolagen är dominansen av bankerna ännu större. De fyra största bolagen i Polen är PKO Bank, Bank Pekao, försäkringsbolaget PZU och kraftbolaget PGE. De två största bankerna har tillsammans ett lika stort börsvärde som SEB i Sverige.

Även i Österrike är det bank och finans som dominerar. De tre största börsbolagen i Wien är bankerna Erste Group Bank och Raiffeisen Bank International samt raffinaderi och oljebolaget OMV. Dessa har alla betydande verksamheter i Östeuropa och närvaro i länder som Ungern, Tjeckien, Slovakien, Rumänien med flera. PragbörSENS största bolag är kraftbolaget CEZ följt av Komercni Banka.

Sammantagen bedömning

De östeuropeiska börserna är generellt lågt värderade, vilket kan verka lockande, men samtidigt är det en återspeglning av den relativt höga risknivå investeringar i dessa marknader representerar. Uppvärderingspotentialen är stor om dagens alla orosmoln skulle skingras, men givet de enorma ekonomiska och politiska risker vi ser i Ryssland menar vi att chans/risk-relationen i bästa fall kan betraktas som balanserad. Polen och Tjeckien är däremot ekonomiskt intimt sammankopplade med den tyska ekonomin och övriga eurozonen, där utsikterna förbättrats påtagligt på senare tid. Det är därmed inte alls osannolikt att de relativt höga förväntningar på vinsttillväxt som finns på börsbolagen i dessa länder ska kunna realiseras samtidigt som riskpremien kan minska igen. Vi finner därför de västligaste länderna i Östeuropa mest lockande för investeringar idag och förordar investeringar i Östeuropa exklusive Ryssland framför en bredare satsning på hela regionen.

LAND	FRITT BÖRSVÄRDE FÖR MEST LIKVIDA AKTIER, MSEK	P/E 2014	P/E PREMIE/RABATT MOT 7 ÅRS RABATT	DIREKT-AVKASTNING	P/BV	P/BV PRE-MIE/RABATT	VINST-TILLVÄXT 2014 I %	VINST-TILLVÄXT 2015 I %
Ryssland	3 653 551	5,0	-47%	5,0	0,56	-55%	26	3
Polen	800 506	13,8	18%	4,4	1,29	-28%	4	12
Österrike	609 717	13,5	26%	3,0	0,98	-47%	51	28
Tjeckien	362 596	14,4	13%	4,3	1,17	-47%	532	17
Rumänien	136 808	8,9	-38%	5,0	0,98	-46%	-2	18
Kazakstan	135 666	6,3	na	3,5	-	na	279	14
Ungern	117 569	11,2	11%	3,3	0,83	-51%	116	18
Kroatien	84 649	12,8	63%	3,2	0,92	12%	-7	31
Slovakien	45 287	10,0	-52%	na	0,82	-66%	1	17
Ukraina	36 500	4,2	-74%	2,4	-	-69%	463	19
Baltikum	22 251	9,8	28%	5,6	1,30	19%	9	10

Tabellen visar nyckeltal för de viktigaste börserna i Östeuropa. Nyckeltalen avser index för de mest likvida aktierna på respektive marknad, vilket dock i flera fall är snarlikt marknaden som helhet. Börserna är små men samtliga marknader är lägre eller väsentligt lägre värderade än Stockholm-börsen. Värderingen av eget kapital är historiskt låg, delvis på grund av pressad lönsamhet men analytikerna räknar i många fall med stark vinsttillväxt de närmaste åren. I synnerhet väntas börsbolagen i Österrike, Tjeckien och Ungern visa hög vinsttillväxt både i år och nästa år. Vi bedömer att kvaliteten på prognoser med mera för Ukraina kan vara påtagligt påverkade av den politiska situationen i landet.



Globala ekonomin på uppgångspåret

- *Takten varierar geografiskt, men världsekonomin strävar uppåt med USA som draglok*
- *Många Emerging Markets-ekonomier har fortsatt motvind och sfären som helhet förmodar inte växla upp i år*
- *Rysk-ukrainska-krisen utgör den största risken*

Världsekonomin strävar vidare uppåt, dock i olika takt i skilda regioner och med tillfälliga säsongmässiga konjunkturbakslag inte minst under vintrar och vårar. Men att döma av aktuella indikatorer finns nu förutsättningar för bättre fart i den globala ekonomin, med USA i täten. I EM-sfären (Emerging Markets) hämmas konjunkturuppgången på flera håll av regleringar och strukturella svagheter. I allmänna termer har ändå majoriteten EM-länder visat god motståndskraft under den geopolitiska konflikten mellan Ryssland och Ukraina. Risken för att denna konflikt ska eskalera och få globala konsekvenser är visserligen relativt liten, likväl resulterar den i något större nedsiderisker för världsekonomin än tidigare.

USA växlar upp när Kung Bore släpper sitt grepp

På grund av en osedvanligt sträng vinterväderlek tappade USA:s ekonomi i stort sett all tillväxtkraft under det första kvartalet, men enligt färskta känslspröt stundar nu en tydlig konjunkturell uppväxling med hushållens ökade efterfrågan som främsta motor. BNP bedöms växa drygt 2,5 procent i år och lite mer än 3,5 procent 2015. Trots att inflationskurvorna pekar uppåt blir prisökningstakten alltså låg under de närmaste åren. Samtidigt blir jobbtillväxten ganska hög, och arbetslösheten faller ytterligare. Federal Reserve spås därför fortsätta nedtrappningen av sina obligationsköp och avsluta dessa i oktober 2014. Styrräntan - idag 0,25 procent - bedöms vi börjar höjas sommaren 2015.

Eurolands ekonomi segar sig uppåt

Euroland präglas nu av en svagt positiv konjunkturtrend, och att döma av många indikatorer - exempelvis inköpschefsindex för näringslivet - torde takten i uppgången komma att öka. Tysk ekonomi visar särskild styrka, och flertalet GIIPS-länder (Grekland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) har förbättrat sin

konkurrenskraft. Ekonomierna i den östra delen av regionen påverkas mest av krisen mellan Ryssland och Ukraina. Medan endast 3 procent av Tysklands export går till Ryssland, är motsvarande andelar för exempelvis Lettland och Finland 19 respektive drygt 9,5 procent. Unionens BNP spås växa 1 procent i år och drygt 1,5 procent nästa år. Växande deflationsrisker ihop med sjunkande bankutlåning talar för att Europeiska Centralbanken sjsätter ett kraftfullt obligationsköpsprogram i sommar, medan styrräntan (idag 0,25%) knappast sänks ytterligare.

Bred brittisk expansion

Storbritanniens ekonomi expanderar på bred front. BNP spås i år växa med 3 procent, och trots ett visst farttapp kan takten 2015 hamna en bit över 2,5 procent. Inflationen har varit fallande en tid, och tendensen är fortsatt nedåt. Därför har Bank of England (BoE) ingen brådska med att strama åt penningpolitiken, utan den första räntehöjningen från dagens 0,50 procent dröjer till nästa sommar. De snabba husprisstegringarna - i London är ökningstakten nu hela 18 procent på årsbasis - bedöms inte få BoE att agera tidigare. Om den finansiella stabiliteten utmanas torde istället regleringar aktualiseras.

Nordens ekonomier på olika vägar

Konjunktoren i nordiska länder pekar åt lite olika håll och har olika karaktär. I Sverige leds tillväxten av bostadsbyggandet och privatkonsumtionen, medan exporten är svag. I Norge talar bra köpkraft och högre bostadspriser för ökad hushållsefterfrågan, medan fallande investeringar inom olja, gas och bostäder bromsar BNP. Dansk ekonomi växlar upp på ganska bred front, och bytesbalansen visar rekordöverskott. Finland är däremot på efterkälken på grund av strukturproblemen i skogs- och IKT-sektorn (Informations- och Kommunikationsteknik), och här spås BNP falla 2014 för tredje året i rad. Hela Nordens BNP bedöms öka knappt 2 procent i år, och strax under 2,5 procent 2015.

Abenomics övertygar inte

Tillväxten i Japan - tidigare i hög grad påeldad av stimulerande penning- och finanspolitik inom ramen för Abenomics - tappade kraft i slutet av 2013 när pluseffekterna för utrikeshandeln av tidigare yen-fall avklingade. Höjningen av momsen från 5 till 8 procent den första april i år förorsakar nu ytterligare ett hack i tillväxtkurvan. Till en del motverkas detta av in-

frastrukturprojekt och lägre skatter för företag. Om Abenomics uthålligt ska höja tillväxten hänger på strukturreformerna, men dessa övertygar inte. Enligt vår prognos växer BNP 1 procent i år och knappt 1,5 procent 2015. Kortsiktigt finns chans att inflationen når upp till målet 2 procent. Om det lyckas på sikt är dock osäkert. Långsiktiga inflationsförväntningar är alltså parerade en bra bit under målet. Det lutar därför åt att Bank of Japan (BoJ) lite senare i år utvidgar sina värdepappersköp.

EM-ekonomierna i Asien behåller tättplatsen

De asiatiska EM-ekonomierna växer alltjämt snabbare än andra delar av världsekonomin. Sammantaget pekar det mesta på en gradvis uppväxling av tillväxten 2014 och 2015 - BNP i regionen spås öka med 6,5-7 procent årligen - med undantag för Kina där inbromsningen väntas fortsätta. Inflationen i Asiens EM-länder har tilltagit något på senare tid på grund av dyrare livsmedel, men bilden av en historiskt låg inflation rubbas inte då kärninflationen är låg och stabil på de flesta håll.

Den kinesiska regeringen förefaller acceptera en lite lägre tillväxt än målet 7,5 procent, men om nedväxlingen blir oönskat stor finns utrymme att sätta in ekonomisk-politiska stimulanser. Vår prognos är en BNP-tillväxt i Kina på drygt 7 procent i år och 7 procent 2015. Inbromsningen i Kina beror främst på en fallande investeringskonjunktur, varför råvaruexporterande länder i Asien såsom Indonesien påverkas mest av detta, ett land precis som Indien är sårbart på grund av stora bytesbalansunderskott. I Indien ställs nu förhoppningar till att valvinsten för Modis BTP ska leda till reformer och stora investeringar, förhoppningar som dock kan vara lite högt ställda. Indiska BNP-tillväxten spås bli 5 procent i år och cirka 5,5 procent 2015.

Latinamerika brottas med makroproblem

Den latinamerikanska ekonomin har en tid uppvisat samhällsekonomiska problem i form av inbromsad tillväxt, ökad inflationstakt och tilltagande bytesbalansunderskott. Däremot har underskottet i de offentliga finanserna förblivit ganska beskedligt. Argentina är illa ute med kombinationen sjunkande BNP och accelererande prisökningstakt, Brasilien presterar

någorlunda i makrotermer, medan ekonomiska läget i Chile och Mexiko är bättre. BNP i Latinamerika som helhet prognostiseras växa uppemot 2,5 procent i år, och knappt 3 procent 2015, samtidigt som den höga prisökningstakten bedarrar något nästa år.

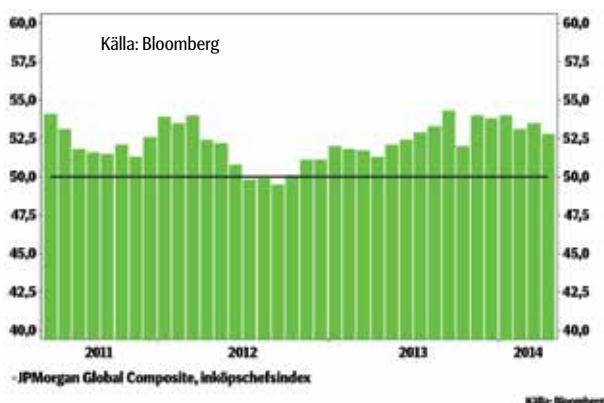
Rysk-ukrainska-krisen kastar mörka skuggor

De militära och politiska spänningarna mellan Ryssland och Ukraina/Nato/västländer har ökat dramatiskt sedan Ryssland annekterade Krim i mitten av mars 2014, och det skärpta läget riskerar bli utdraget. Men sannolikheten för en rysk militär invasion i Ukraina eller störda energileveranser från Ryssland är alltjämt relativt liten, och både västmakterna och Ryssland torde i det längsta dra sig för att starta handelskrig. Hur som helst gör krisen negativa avtryck i den östeuropeiska konjunkturen, inte minst i Ukraina där BNP krymper i år och i Ryssland som balanserar på gränsen till recession. Även den sydöstra delen av regionen drabbas tydligt, liksom Baltikum (läs mer i vår tematext om Östeuropa).

Krisen gör ganska djupa negativa avtryck i den baltiska tillväxten under 2014 via främst export- och investeringskanaler. Den kan även hämma utvecklingen på längre sikt då handeln med Ryssland är betydande, särskilt för Lettland och Litauen. Tack vare inhemska buffertar - hög köpkraftstillväxt, sjunkande arbetslöshet och gott hushållshumör - är emellertid risken för recession i Baltikum liten, och goda ekonomiska fundamenta i termer av bytesbalanser och offentliga budgetar ger finansiell motståndskraft.

Världstillväxten växlar gradvis upp

Den globala tillväxten får gradvis upp högre fart. Världens BNP spås öka drygt 3,5 procent i år, och knappt 4 procent 2015, efter fjolårets drygt 3 procent. EM-sfären växer visserligen fortsatt snabbast med en takt på 4,5-5,0 procent per år 2014-2015. Gapet mot DM-området krymper dock betydligt, när BNP-tillväxten i EM sjunker något i år, medan DM-tillväxten växlar upp rejält från drygt 1 procent 2013 till drygt 2 procent 2014. och till en bit över 2,5 procent 2015.



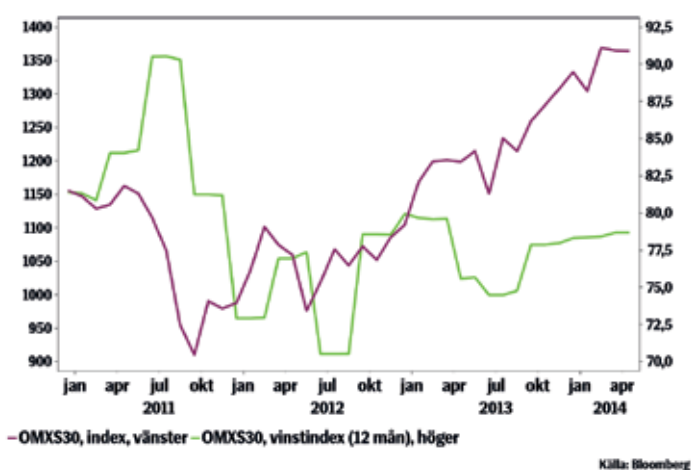
JAPAN BAKOM HACK I GLOBALA KONJUNKTURKURVAN

Mätt med JPM/Markit's globala inköpschefsindex Composite (industri och tjänster) växlade världsekonomin ned i april jämfört med mars. Bakom det låg en japansk inbromsning efter momshöjningen den 1 april, räknat exklusive Japan steg den globala ekonomin något snabbare i april.

Europa räddar vinsterna

- **Höga värderingar håller börsen tillbaka**
De senaste årens börsuppgång har inte ackompanjerats av högre vinster. Uppvärderingen har gjort aktier dyrare än på många år.
- **Kvartalsvinsterna var återigen lägre än väntat, men Europa inger hopp för framtiden**
Efter sju magra år kvicknar den europeiska marknaden nu till. Det kan betyda efterlängtade vinstlyft för många börsbolag.
- **Penningpolitiken håller avkastningskraven låga**
Centralbanksstimulanser håller nere räntorna, vilket ger få avkastningsalternativ och gör aktiemarknaden lockande, trots de höga värderingarna.

BÖRSRALLY UTAN VINSTSTÖD



Diagrammet visar börsutvecklingen för OMXS30, de 30 största bolagen på Stockholmsbörsen, sedan 2011, samt index för vinstutvecklingen i samma bolag över samma period. Från bottenoteringarna under sommaren 2011 har börskurserna gått upp med cirka 50 procent samtidigt som vinsterna minskat.

DE SVENSKA BÖRSBOLAGENS RAPPORTER för första kvartalet var återigen en besvikelse om vi ser till de sammanlagda vinsterna som företagen presterade, dessa var cirka 10 procent under analytikernas förväntningar. Spridningen var dock betydande och det var lika många som överträffade prognoserna som inte levde upp till dem. Tre stora bolag, med riktigt svaga rapporter, förklarar hela den aggregerade avvikelserna.

Trots att vinsterna svek för första kvartalet har analytikerna nästan inte ändrat sina helårsprognoser alls. Viktiga ljuspunkter fanns nämligen i många rapporter, det våras för Europa. Efter en lång period av svag efterfrågeutveckling i regionen stämmer nu nästan samtliga börsbolag in i en kör av lovord kring de förbättringstecken som kan skönjas.

En lovande vinstmotor

Europa är fortfarande den enskilt största marknaden för många av börsens industri- och tjänsteföretag. Trots att den relativa betydelsen av europamarknaden har minskat stadigt under det senaste decenniet, till följd av en ökad exponering mot framför allt Asien och andra tillväxtregioner, men även de senaste årens snabbare återhämtning i Nordamerika, är Europa fortfarande viktigt. Utöver den direkta exponeringen finns det dessutom ofta dynamiska effekter (som vinsternas beroende av konjunkturläget i Europa) som är större än vad andelen försäljning dit indikerar.

En lite bättre tillväxt i Europa kan få stor effekt på lönsamheten i många av de tunga börsbolagen i Norden och utgöra en viktig pusselbit för att den vinsttillväxt vi prognostiserar, 9 procent för 2014 och 15 procent för 2015, ska realiseras. En sådan vinsttillväxt skulle få bolagens vinster att växa ikapp de frikostiga värderingarna. Högre vinster är också kritiskt för att vi ska kunna inta en mer positiv syn på aktiemarknaden i ett längre perspektiv.

KONSUMENTERNA VISAR VÅRKÄNSLOR

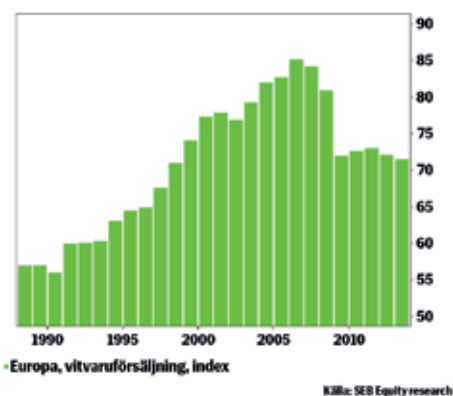


Diagrammet visar index över konsumentförtroende i EMU-området. Efter en kraftfull återhämtning det senaste året tycks hushållen nu vara mindre besvärade över de ekonomiska framtidsutsikterna än någon gång sedan 2007. Det bådär gott för börsbolagens försäljning i Europa.

Konsumentförtroendet stärks i hela regionen

Konsumentförtroendet stärks nu i hela Europa och i synnerhet i EMU. Det är inte bara i Tyskland som konsumenterna har blivit mer optimistiska. Även i Spanien och Italien pekar undersökningarna mot förbättring trots att arbetslösheten fortfarande är hög. Indikatorerna fångar upp förändring och det är förändringen som är viktig för börsbolagens vinster. De har redan anpassat produktion och kostnader till att den absoluta försäljningsnivån är låg. Under de svåra åren efter Lehman-kraschen och eurokrisen har hushåll och företag i Europa skjutit på alla slags investeringar och inköp. Exempelvis har vitvaruförsäljningen under flera år understigit ersättningsbehovet för gamla apparater som blir utslitna. På sju år har marknaden krympt med en sjundedel och trots hårda kostnadsbesparingsprogram har tillverkarna i princip inte kunnat generera några vinster alls i regionen. I kvartalsrapporterna nämns även frekvent att aktiviteten inom byggsektorn i Europa har förbättrats och nybilsförsäljningen visar också en tydlig förbättring från mycket låga nivåer.

EFTER SJU ÅR I FRYSEN KOMMER VÄRMEN



Diagrammet visar den totala vitvarumarknaden i Europa i miljoner enheter per år sedan 1988. Den senaste lågkonjunkturen i Europa är den längsta och djupaste i modern tid.

Börsens trumfkort

Tecknen på en återhämtning i Europa inger hopp för att börsbolagen efter två år av krympande vinster nu återigen ska börja visa positiv vinstutveckling. Men framför allt är det en helt annan faktor som ger aktiemarknaden stöd, samma drivkraft som ligger bakom de senaste årens starka börsuppgång. En extraordinär stimulerande penningpolitik håller räntorna låga och likviditeten i det finansiella systemet är mycket god. I jakten på avkastning finner många investerare därmed att aktier, trots en hög värdering i ett närhistoriskt perspektiv, är det minst dåliga alternativet. Vi ser att kapital snabbt flödar in så fort någon form av orosmoln leder till en börsrekyl och att index snabbt återhämtar varje nedgång.

Vår syn på börsen

Sammantaget har vi en neutral syn på börsen, då penningpolitik och låga räntor ger ett bra stöd, samtidigt som de höga värderingarna och medioker vinstutveckling begränsar uppsidan. Konjunkturutvecklingen i Europa inger dock hopp om att när vi så småningom lämnar det rådande dödläget mellan svag vinstutveckling och låga/fallande avkastningskrav kan det bli vinsterna som tar överhand.

Hopp om vinster när konjunkturbilden ljusnar

- **Sidledes marknadsrörelser under första kvartalet**

Efter januaris kursfall studsade marknaden tillbaka i februari följt av små kursuppgångar i mars och april. Indien och Brasilien fick en bra start på året och toppar borsligan tillsammans med europeiska aktier, medan Japan och Ryssland har haft det motigare.

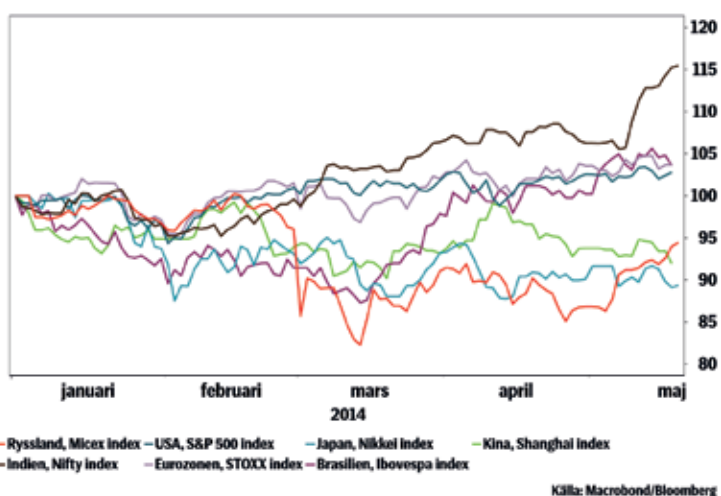
- **Tillväxtaktier tappade på bred front**

Ett oväntat trendsifte och en kraftfull sektorrotation inträffade i slutet av mars. Investerarna tog hem vinster i tillväxtbolag och köpte i stället lågt värderade aktier (Valuebolag). Den amerikanska Nasdaq-börsen, där teknologi och bioteknikaktier väger tungt, tappade rejält under april.

- **Mycket talar för aktier om vinsterna skjuter fart**

Stabila makrodata under första kvartalet pekar åt rätt håll. På lite sikt kommer en ljusare konjunktur och global tillväxt att ge avtryck i bolagsvinsterna. Aktier får sannolikt då stöd av vinster som justeras uppåt och en bättre förväntad avkastning jämfört med andra tillgångsslag.

GEOGRAFISK BREDD I TOPPEN AV BÖRSUTVECKLINGSLIGAN



Börsen i Indien (svart) har utvecklats klart bäst, men även Brasilien (vinröd), Europa (lila) och breda S&P i USA (blågrön) står på plus sedan årsskiftet. Ryssland (orange) och Japan (turkos) ligger i botten. Osäkerhet kring fortsatta strukturåtgärder orsakade vinsthemtagningar i japanska aktier, medan den politiska oron i Ukraina ledde till börsfall i Ryssland. Världsindex har stigit 1,4 procent i lokala valutor.

ÅRET INLEDDES MED VIKANDE KURSER på världens börser. Nedgången i januari var bred med Japan, Brasilien och Hong Kong i botten. Förnyad oro kring Emerging Markets (EM) spökade bland investerarna efter tveksamma siffror från kinesiska inköpschefer. Marknaden fick oväntat snabbt luft igen och studsade tillbaka med stöd av stabil amerikansk makrodata. Mars och april bjöd på modesta kursuppgångar och världsinde har stigit 1,4 procent i lokala valutor och drygt 4 procent i SEK sedan årsskiftet. EM har sammantaget haft en bra utveckling, vilket är drivet av börserna i Indien och Brasilien medan de kinesiska och ryska bolagen har tappat i värde. Den indiska marknaden har stigit inför parlamentsvalet och hopp om ekonomiska reformer. Japan och Ryssland har utvecklats sämst i år. I Japan såg vi vinsthembtagningar under första kvartalet då införandet av höjd moms skapade osäkerhet om återhämtningen av ekonomin i allmänhet och av den japanska konsumtionen i synnerhet.

Trendskifte i marknaden?

Utvecklingen för globala branscher följde till en början samma trender som vi har sett under en längre tid. Tillväxtbolag inom IT och läkemedel och typiska kvalitetsbolag överträffade marknaden i stort. I slutet av mars inträffade dock en kraftfull sektorrotation. Investerarna tog hem vinster i tillväxtbolagen och köpte i stället lågt värderade aktier (value). Amerikanska Nasdaqbörsen där teknologi och bioteknikaktier väger tungt har tappat i värde. Det är dock för tidigt att säga om vi ser ett trendskifte eller ett bra tillfälle att köpa kvalitetsaktierna till lägre kurser. Värt att notera är att bolag inom IT-sektorn fortsätter att leverera bättre vinsttillväxt än marknaden som helhet, vilket talar för fortsatt kurspotential. Vi ser även bra tillväxt inom konjunktursänksliga branscher som verkstad, råvaror och sällanköpsvaror. Värderingen globalt visar inte på några stora skillnader i nuläget, ingenting sticker ut som extremt attraktivt eller mycket högt

värderat. Bolag i finanssektorn värderas lite lägre än genomsnittet medan konsument- och läkemedelsbranschen, i linje med historien är dyrare.

Vinsterna har justerats ned

Bolagens samlade vinster förväntas växa med 9 procent i år och 11 procent 2015. Vinsterna har därmed justerats ned något sedan i februari då 10 procent tillväxt för 2014 låg i korten. Globala aktier värderas till P/E 15 för 2014, vilket är åt det högre hållet jämfört med historiskt snitt. En hög värdering i kombination med uteblivna positiva överraskningar i bolagsrapporterna gör oss lite försiktiga till aktiemarknaden på kort sikt. Amerikanska aktier framstår som dyrast med P/E-tal på drygt 16, medan börserna i Europa och Japan ser billigare ut. Vi övervikt därför europeiska bolag i våra portföljer. EM och framför allt Asien är alltså billigt där Kina och Ryssland sticker ut med lägst P/E tal i världen. Ryssland bör man dock vara försiktig med eftersom bolagen brottas med krympande vinster medan de kinesiska bolagsvinsterna å andra sidan spås växa med 10 procent i år och 11,5 procent nästa år.

Strategiskt positiva

Världens aktiemarknader har rört sig sidledes en tid i väntan på bättre vinstutveckling som skulle kunna möjliggöra expansion av P/E-talen. Konflikten i Ukraina och frågetecken kring Kinas långsiktiga tillväxt har gjort investerarna tveksamma. Makrodata under första kvartalet pekar dock åt rätt håll och på sikt kommer en ljusare konjunktur och global tillväxt ge avtryck i bolagsvinsterna. Aktier kommer sannolikt även få stöd av en bättre förväntad avkastning jämfört med andra tillgångslag. 2014 kommer troligtvis sluta som ännu ett bra börsår för globala aktier även om vi får vänta till framåt hösten för att se varaktiga kursuppgångar.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Värderingen av aktier är hög i ett historiskt perspektiv, vilket begränsar potentialen på kort sikt. På längre sikt kommer globala aktier ha fortsatt stöd i tillväxt. För att se en P/E-expansion och högre börskurser krävs uppjusteringar av vinstprognoser och bättre vinstutveckling. Stabila makrodata bådär gott för framtida bolagsvinster.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Vi övervikt Europa i våra portföljer, då ekonomisk statistik visar på en stabil och kontinuerlig förbättring. Värdering och vinsttillväxt ser attraktiva ut jämfört med USA och Emerging Markets (EM). ECB och finanspolitiken är stödjande och företagen är kostnadseffektiva och konkurrenskraftiga.
USA	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata försätter att förbättras, men bra vinstutveckling och slimmade bolag har redan gett en stark marknad under en lång tid. Värderingen är hög, vilket begränsar potentialen.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Asien fortsätter att vara tillväxtplacering på lång sikt, men viss försiktighet bör iaktas i nuläget. Instabila prognoser och osäkerhet kring politiska beslut 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 valutan JPY. Vinstprognoserna är höga och vinsterna justeras uppåt, men från låga nivåer. Åtgärderna får positiv effekt för Asien i dess helhet. Viss osäkerhet huruvida stimulansåtgärderna lyckas genomföras i sin 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.

Räntemarknadskartan på väg att ritas om

- **Olika penningpolitiska vägval i USA och Europa**

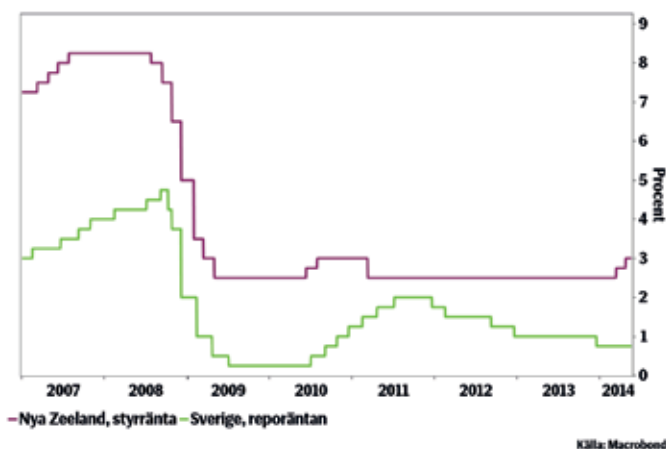
Medan Federal Reserve troligen avslutar sitt obligationsköpsprogram i höst, ligger Europeiska Centralbanken i startgroparna för att inleda ett sådant, och svenska Riksbanken kommer sannolikt att sänka reporäntan i juli. Deflationsoro i Europa, men inte i USA är ett viktigt skäl till olika vägval.

- **Vår prognoskikare visar stigande statsobligationsräntor i DM**

I början av 2014 sjönk statsobligationsräntor på båda sidor av Atlanten när konjunkturen överraskade negativt och riskaptiten minskade på grund av Ukraina-krisen, men givet vår prognos om gradvis högre tillväxt i världsekonomin och avtagande geopolitiska spänningar blir riktningen för räntorna på statsobligationer i DM (Developed Markets) rimligen uppåt under de kommande åren.

- **Företagsobligationers bästa tid ligger bakom oss**

Räknat från början av 2009 har företagsobligationer, inte minst High Yield, erbjudit ränteplaceringar en fantastisk resa - även beaktat värdetappet under det tredje kvartalet 2011 - och alltjämt är inramningen gynnsam. Likväl innebär de snabbt krympande räntegapen mot statsobligationer att företagsobligationers bästa tid nu ligger bakom oss.



I SKILDA STYRRÄNTEVÄRLDAR

Medan Nya Zeelands centralbank RBNZ i vår har höjt sin styrränta två gånger (vinnröd linje), har svenska Riksbanken låtit reporäntan (grön linje) ligga still efter sänkningen i december 2013. Troligen höjer RBNZ räntan ytterligare i sommar eftersom landet präglas av hög ekonomisk tillväxt och inflationsrisker. Samtidigt är sannolikheten mycket hög för att Riksbanken - på grund av de svenska deflationsriskerna - sänker räntan i juli, och kanske en gång till i höst.

DE FLESTA DELAR AV DEN GLOBALA räntemarknaden gav god avkastning under årets fyra första månader. Inte minst statsobligationer i Europa överraskande positivt. Det som generellt bäddade för lägre räntor/högre obligationskurser var 1) en övervikt för negativa konjunkturöverraskningar i början av året i såväl DM (Developed Markets) som EM (Emerging Markets), 2) alltså mycket låg inflation/oro för deflation i delar av DM, och 3) tidvis fallande riskaptit i spåren av det geopolitiska dramat med Ryssland och Ukraina i huvudrollerna, något som särskilt ökade efterfrågan på "trygga" statspapper.

Kurserna på europeiska statsobligationer steg under dessa månader betydligt mer än kurserna på amerikanska motsvarigheter. Det berodde främst på ett kraftigt fall för statsobligationsräntorna i GIIPS-området (Grekland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) till följd av globala ränteplacerares stora aptit på dessa länders räntepapper - en spegling av jakten på ränta (yield) - men även på de större deflationsriskerna i Europa jämfört med i USA. Den som vid årsskiftet valde att/vågade köpa en korg med spanska statsobligationer kunde fram till slutet av april glädjas åt en avkastning på hela 7 procent (i EUR).

De placerare som under samma period satsade på företagsobligationer High Yield (HY) i USA fick en större värdetillväxt än på amerikanska statsobligationer, och europeiska HY överträffade i avkastningstermer statsobligationer i Eurolands kärnländer, exempelvis Tyskland. EMD (Emerging Markets Debt) har hittills i år haft den svängigaste ränteresan, facit för januari-april blev en avkastning som var lägre än för både GIIPS-obligationer och HY.

Främsta nycklar till värdeutvecklingen på placeringar i obligationer är ränteriktningen, och vad som sker med ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer (kreditspread). Hittills i år har statsobligationsräntor på båda sidor av Atlanten sjunkit, medan räntegapen mot HY minskat. Det senare har inneburit att räntor på företagsobligationer fallit mer/kurser stigit mer än på motsvarande statsobligationer. Detta visas av att en placering i HY-marknaden i USA gett 3,5 procent avkast-

ning mot 2 procent i den amerikanska statsobligationsmarknaden under perioden januari-april (mätt i USD).

I vår kristallkula syns en förstärkning av konjunkturen i DM-området, med USA iklädd ledartröjan. Det ihop med utsikter till lite högre amerikansk inflation på ett par års sikt gör att Federal Reserve nu gradvis trappar ned sina obligationsköp och enligt vår prognos inleder sin räntehöjningscykel nästa sommar. Det talar för stigande amerikanska statsobligationsräntor under de kommande åren.

I delar av Europa är förutsättningarna annorlunda. Tillväxten blir förvisso successivt högre, men uppväxlingen klart beskedligare än i USA, och på sina håll finns även deflationsrisker. Såväl Europeiska Centralbanken (ECB) som svenska Riksbanken bekymrar sig över dessa. Därför är vår prognos att ECB i sommar sätter ett stort obligationsköpsprogram, och Riksbanken sänker reporäntan. Men då dessa åtgärder till stor del redan är diskonterade kommer statsobligationsräntorna i Euroland och Sverige knappast att sjunka så mycket mer på kort sikt, för att i höst och under 2015 slå följe med de amerikanska uppåt.

I mångt och mycket är inramningen till företagsobligationsmarknaden alltså gynnsam - företagshälsan är god, andelen företagskonkurser låg, konjunktursiktorna ganska ljusa, centralbankens stimulanspolitik intakt - men ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer har minskat rejält, och närmat sig de nivåer som gällde 2007 före finans- och konjunkturkrisen. Utrymmet för ytterligare kursvinster har därför krympt ihop, och bästa tiden för både HY och Investment Grade i den här räntecykeln ligger nu bakom oss.

Höga effektivräntor på EMD efter räntestegringen under delar av fjolåret gör att tillgångsslaget kan framstå som lockande. Osäkerheten beträffande utsikterna för konjunkturen i delar av EM-sfären och risken att valutor i sfären (som steg snabbt i värde i vintras) kan rekylas ned igen, manar dock till försiktighet på kort sikt.

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

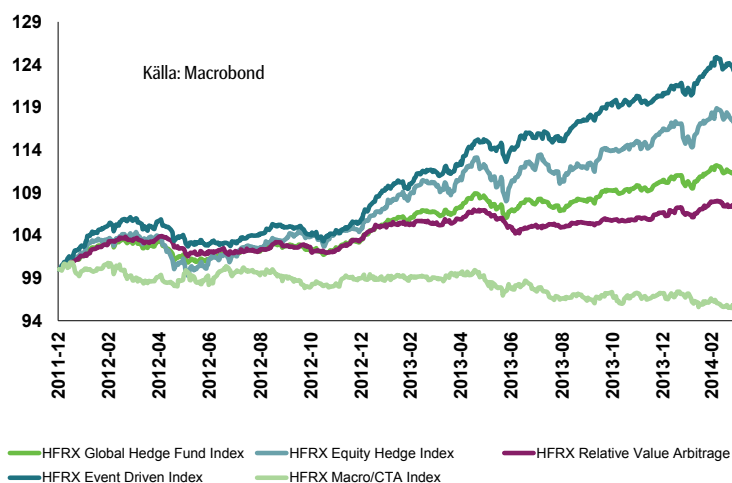
Källa: SEB

* 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 långsiktiga strategiska syn på tillgångsslaget.

Fundamentala värderingsansatser avkastar

- 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 Long/Short och Relative Value-förvaltare med fundamental ansats har gett 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 engagerar 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 styr majoriteten av avkastningen. Mindre "risk av/risk på"-beteende är bra för CTA-strategier, men alltjämt snabba kast i trender gör att vi är fortsatt försiktiga till Macro/CTA.

EVENT DRIVEN FORTSÄTTER LEVERERA BRA AVKASTNING



Med februari som största bidragsgivare steg HFRX Global Hedge Fund Index med 1,11 procent under det första kvartalet. Vinnande delindex blev HFRX Event Driven med en uppgång på 2,82 procent och förlorare blev HFRX Macro/CTA med en nedgång på 1,04 procent. HFRX Equity Hedge Index steg 1,25 procent, trots två negativa månader under kvartalet, vilket ganska väl speglar MSCI World i USD som under samma period steg 1,42 procent.

Equity Long/Short

Den underliggande marknaden styr i mångt och mycket utvecklingen för strategin. Förutsättningarna för mogna marknader förutspåddes inför första kvartalet vara bättre än för tillväxtmarknader, vilket också blev fallet. Europa- och USA-fokuserade strategier steg med cirka 3 procent under kvartalet, medan exempelvis Emerging Markets, med fokus på Östeuropa och Ryssland, backade cirka 10 procent. Tesen att beta väger tungt i utvecklingen för Equity Long/Short gällde på bred front då utvecklingen gick hand i hand med världsinde. Mer alfaorienterade Market Neutral-fonder gjorde bättre ifrån sig med en uppgång på dryga 2 procent. Strategin hade det dock svårare under mars när trendsiftet från tillväxtaktier (läs: teknologi- och bioteknikaktier) till mer value-orienterade aktier blev tydligt i marknaden. Blickar vi framåt ser vi ett andra halvår med högre riskaptit efter en längre period av konsolidering. Grundförutsättningarna är mer eller mindre oförändrade, med en långsam återhämtning i konjunkturen, fortsatt stödjande centralbanker samt en stabilisering i tillväxtländernas valutor. Detta bådär gott för aktieaptiten i dessa länder. Exempelvis steg brasilianska börsen under de två sista veckorna i mars med 11,5 procent i lokal valuta och 18 procent räknat i EUR utan några signifikanta förbättringar fundamentalt. Med lite tålmod bör investerare få en acceptabel riskjusterad avkastning i denna lågräntemiljö, både i Equity Long/Short och Market Neutral.

Relative Value Arbitrage

Strategin avslutade första kvartalet med en uppgång på knappt 1 procent. Utvecklingsmönstret har haft stora liknelser med Equity L/S under kvartalet, även om fallen har varit klart mer begränsade. Även om hotet i viss mån kvarstår har räds-lan för kraftigt stigande räntor avtagit. Centralbankerna håller fortfarande ned räntenivåerna och det råder en försiktighet avseende borttagandet av stimulanser innan arbetsmarknader och inflationsförväntningar stärks markant. Den omedelbara faran ligger snarare i väldigt små skillnader mellan statsobligationsräntor och motsvarande räntor på företagsobligationer (kreditspreadarna). Eftersom väldigt mycket kapital tillhörande "småsparare" finns allokerat till företagsobligationer i segmentet High Yield är risken hög för snabba och massiva utflöden. Vi anser det därför klokt att omallokera en del av

dessa tillgångar till Credit Long/Short. Avkastningsnivåerna kommer att ligga något lägre under innevarande år, men ändå tillräckligt högt i förhållande till riskfri ränta.

Event Driven

Som nämndes inledningsvis blev Event Driven en vinnarstrategi under första kvartalet med en uppgång på 2,82 procent. Det är en strategi vi varit positiva till under ganska lång tid och argumenten håller fortfarande, kanske till och med i ännu större utsträckning. Aktiviteten avseende företagsförvärv och företagsfusioner ökar markant, framför allt i USA och Europa. USA står för cirka 45 procent av den globala aktiviteten, men även i Europa har den kommit igång på allvar. Förvaltare inom Merger & Arbitrage tar sig an mer komplexa situationer, där just komplexiteten ger en högre avkastningspotential. Skickligheten hos dessa förvaltare är stor, det har vi sett många tecken på. Företagskassorna är fortfarande välfyllda samtidigt som finansieringsmöjligheterna är goda. Ledningarna för bolagen blir mer komfortabla i takt med att ekonomin återhämtar sig och risken för en eurokrasch mer eller mindre har eliminerats. Event Driven blev vinnarstrategin 2013, och har helt klart förutsättningar att bli det även 2014.

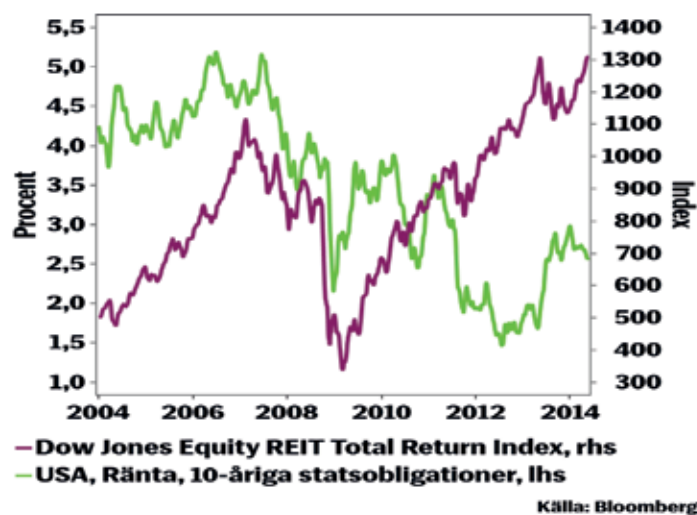
Macro /CTA

Första kvartalet slutade minus en dryg procent, och samtliga tre månader visade negativa siffror. Det sista kvartalet föregående år, med drivkraft från mogna aktiemarknader och mindre risk on/risk off-beteende, fick oss att tro på bättre förutsättningar för 2014 (även om vi hyste en tydlig skepsis). Robusta trender har lyst med sin frånvaro, även om det med facit i hand naturligtvis går att utläsa vissa av dem. Dock har trenderna varit för volatila för att ge den stabilitet som krävs för att trendföljande modeller ska bli framgångsrika. Geopolitik, centralbanksageranden och politiska uttalanden har haft fortsatt negativ inverkan på Macro-strategierna. Sektorrotationen till value-aktier samt rörelserna mellan tillväxtmarknader och mogna marknader spelade också in, samtidigt som vi såg signifikanta valutarörelser. Det går att hävda att strategin ur portföljperspektiv har ett diversifieringsvärde, men vår skepsis kvarstår.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		2014 Q1	2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	1,1	6,7	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	1,3	11,1	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	0,9	3,0	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	2,8	13,9	6,0	-4,9	2,0
Macro	HFRX Macro	-1,0	-1,8	-1,0	-4,9	-1,7

Fundamentala förbättringar dämpar ränteoron

- **Ekonomisk återhämtning ger förbättrat klimat för fastighetsinvesteringar**
Ledande indikatorer i både Europa och USA signalerar viss stabilitet i konjunkturåterhämtningen. Amerikanska Federal Reserve minskar de månatliga obligationsköpen och väntas höja styrräntan före den Europeiska Centralbanken.
- **Mer än bara ränteutveckling bakom positiv REIT-marknad**
Stigande långräntor ledde under förra året till ökad volatilitet på REIT-marknaden (Real Estate Investment Trusts). Under det första kvartalet har långräntorna sjunkit i både Europa och USA, men den positiva utvecklingen för REITs tycks till stor del även vara driven av fundamentala förbättringar.
- **Antalet direktinvesteringar i kommersiella fastigheter fortsätter att öka**
Direktinvesteringar i kommersiella fastigheter ökade ordentligt under det första kvartalet både i Europa och i USA, medan osäkra tillväxtutsikter i Asien bidrog till att direktinvesteringarna i regionen minskade under samma period.



AMERIKANSKA REIT-MARKNADEN PÅ TOPPNIVÅER

Mellan 2004-2007 steg priserna på amerikanska REITs samtidigt som den amerikanska 10-årsräntan steg. Priserna på REIT-marknaden är i dag betydligt högre än nivåerna innan finanskrisen 2008-2009.

VI SKREV I FÖRRA NUMRET av Investment Outlook (utgiven i mars 2014) om den noterade fastighetsmarknadens ökade räntekänslighet. Samtidigt såg vi fundamentala förbättringar både i Europa och USA och transaktionsvolymerna på flera asiatiska marknader nådde förra året toppnivåer.

Den ekonomiska återhämtningen fortsätter och har den senaste tiden stöttats av flera positiva makrosignaler i både Europa och USA. I USA har både arbetsmarknadsdata och konsumentförtroendet överträffat marknadens förväntningar och gett grönt ljus åt den amerikanska centralbanken, Federal Reserve att fortsätta nedtrappningen av de månatliga obligationsköpen och sannolikt höja styrräntan under sommaren nästa år. I Europa väntas snarare ytterligare stimulanser och en fortsatt låg styrränta.

REIT-marknaden har utvecklats starkt hittills i år. Den amerikanska REIT-marknaden har enligt Dow Jones REIT Total Return Index i år gett en avkastning på närmare 14 procent i SEK och i Europa har FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index gett en avkastning på drygt 11 procent i SEK. I Asien är EPRA/NAREIT Asia REIT Index upp knappt 10 procent i SEK.

Trots den starka inledningen på året handlas många REITs till substansrabatter. Enligt ratinginstitutet Fitch var den genomsnittliga rabatten i slutet av april drygt 7 procent mot substansvärdet. Detta tillsammans med minskade avkastningsnivåer på framför allt primärmarknader har gjort att aktieåterköp framstår som attraktivt. Enligt National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) varnar ratinginstitutet för att aktieåterköp kortsiktigt förvisso kan förbättra substansvärdena, men långsiktigt kan de leda till ökad belåning och därmed försämrad kreditrating.

Direktinvesteringar i kommersiella fastigheter steg (enligt Jones Lang LaSalle) globalt med 26 procent (i USD) det första kvartalet jämfört med samma period förra året. Mest bidragande till ökningen var USA medan investeringarna i Asien backade med 15 procent under samma period. Det minskade intresset i Asien beror framför allt på de allt mer osäkra tillväxtutsikterna för flera marknader tillsammans med den till synes sköra finansiella sektorn i Kina. I listan över städer med störst direktinvesteringar i kommersiella fastigheter under det första kvartalet kommer Stockholm på plats 13 som enda nordiska stad på topp 20. Notervärt är även att varken Hong Kong eller Singapore är med på topp 20-listan, vilket beror på statliga interventioner i syfte att kyla ned fastighetsmarknaderna där. Stockholm räknas

globalt som en sekundärmarknad i jämförelse med städer som London, New York, Tokyo och Paris. En trend som tidigare har beskrivits är att de allt högre priserna har pressat ned direktavkastningen på primärmarknader och successivt fått internationella investerare att röra sig ut på riskskalan i jakten på avkastning. Enligt Jones Lang LaSalle Q2-rapport är stigande transaktionsvolymerna på sekundärmarknader (som Stockholm) en trend som bedöms fortsätta.

Vi har i tidigare utgåvor av Investment Outlook redogjort för REIT-marknadens ökade räntekänslighet. Under 2013 har den breda REIT-marknaden visat ett näst intill inverterat rörelsemönster mot långa statsobligationsräntor. Fastighetsinvesteringar är generellt förknippade med belåning, vilket i sin tur skapar ett beroende till det generella ränteläget. En stigande långränta indikerar förväntningar om ett framtida högre ränteläge, vilket allt annat lika ökar räntekostnaden för alla typer av belånade investeringar. Precis som på obligationsmarknaden är kontraktens löptid eller duration av stor betydelse för avkastningskällans räntekänslighet.

Den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan har sedan årsskiftet backat med knappt 14 procent, från drygt 3,0 procent till 2,6 procent. Den tyska motsvarigheten har under samma period backat med nästan 22 procent, från drygt 1,9 till 1,5 procent. Den tidigare observerade negativa kopplingen mellan räntemarknaden och REIT-marknaden är i år inte lika uppenbar. I USA föll den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan kraftigt i januari och har sedan dess vacklat i intervallet 2,6 till 2,8 procent. Samtidigt har det amerikanska REIT-Index successivt stigit, om än med viss volatilitet. Fundamentala förbättringar tillsammans med en sidledes låg men ganska volatil långränta tycks därmed ha varit ett fullgott marknadsklimat för både amerikanska och europeiska REITs.

SEB:s prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor om 12 månader är att de stiger till 3,25 procent i USA och 2,05 procent i Tyskland. Ytterligare penningpolitiska stimulanser från Europeiska Centralbanken i syfte att bekämpa den låga inflationen skulle kunna dämpa ränteuppgångarna i Europa, medan Federal Reserve kan tänkas höja styrräntan under sommaren nästa år. I takt med fortsatta fundamentala förbättringar kommer sannolikt räntenivåerna dock att stiga långsamt. En stabil ränteutveckling i takt med fortsatta fundamentala förbättringar talar för att en mindre positionering i REITs kan vara intressant för den del av portföljen som är ämnad för större risktagande.



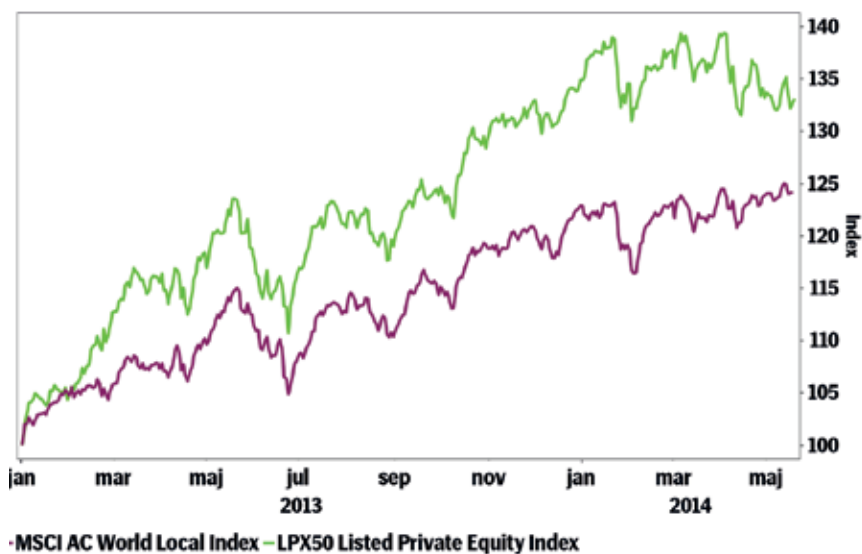
EUROPEISKA REIT-MARKNADEN HAR LÅNGT KVAR TILL TOPPNOTERINGARNA

Priserna på europeiska REITs har likt amerikanska tidigare stigit parallellt med en stigande långränta. I Europa är priserna drygt hälften från nivåerna innan krisen 2008-2009.

Mycket värden kvar att realisera

- **Noterad private equity mer lik aktiemarknaden**
Den tilltagande riskviljan har bidragit till att noterad private equity det senaste året har uppmätt ett lägre beta mot breda aktiemarknaden än vi sett senaste decenniet.
- **Stora värden kvar att realisera**
Trots många exits föregående år talar statistik för att en stor mängd mogna bolag ligger kvar i private equity-fonder. Håller det relativt riskvänliga klimatet i sig kommer värden att fortsätta att realiseras.
- **Allt fler transaktioner på andrahandsmarknaden**
Allt fler portföljbolag säljs till andra private equity-aktörer samtidigt som andelen private equity-stöttade börsintroduktioner under första kvartalet var historiskt låg.

SIDLEDES UTVECKLING EFTER STARKT 2013



Den tilltagande riskviljan gynnade under föregående år noterad private equity. Utvecklingen under det första kvartalet i år är i linje med den breda aktiemarknaden som har utvecklats sidledes.

I FÖRRA NUMRET AV INVESTMENT OUTLOOK, (utgiven i mars 2014) beskrev vi hur den låga volatiliteten på marknaden har skapat möjligheter för private equity som tillgångsslag. Den stimulerande penningpolitiken från ledande centralbanker har ökat den generella riskviljan och bidragit till stabila pris-multiplar som i sin tur har gynnat exit-marknaden. Den höga transaktionsaktiviteten från föregående år har under det första kvartalet i år fortsatt att bekräftas av flera större bud och uppköpsrykten både i Europa och USA. Prisutvecklingen för noterad private equity har hittills inte varit lika stark som transaktionsmarknaden, men har i jämförelse med globala aktiemarknaden heller inte varit mer volatil.

Förra året var generellt ett bra år för risktillgångar och priserna på noterad private equity tillhörde en av fjorårets vinnare mätt som utvecklingen för LPX50 Total Return Index. Noterad private equity (LPX50 Total Return Index) har de senaste tio åren haft ett beta mot MSCI World AC i lokal valuta på 1,4. I takt med den minskade volatiliteten har betat det senaste året minskat till 1,05 och trots att volatiliteten ökat något under inledningen av detta år ligger utvecklingen för noterad private equity i linje med breda världsindex (det vill säga beta nära 1). Med hänsyn till det historiskt höga betat hade man kunnat förvänta sig en mer volatil prisutveckling för noterad PE.

Sidledes utveckling under det första kvartalet

Den tilltagande riskviljan gynnade under föregående år noterad private equity. Utvecklingen under det första kvartalet i år är i linje med breda aktiemarknaden som har utvecklats sidledes.

Förra året var ett bra år på transaktionsmarknaden. Börsintroduktioner steg både i volym och i antal. Många private equity-firmor valde att sälja av mogna innehav efter en längre tid av utdragen marknadsoro, men också pådrivet av management-bolagens vilja att realisera värden till sina ägare. Antalet transaktioner på private equity-marknaden ökade successivt under föregående år, men har i år avtagit något. I en studie genomförd av CNN Money som innefattade 7 500

amerikanska bolag ägda av private equity-fonder, har drygt 50 procent legat i fonderna i mer än sex år. Fortsätter det relativt goda riskklimatet och medföljande aktiviteten på transaktionsmarknaden finns det goda möjligheter att realisera genererade värden både via publika och privata marknadsaktörer.

Relativt begränsade nyinvesteringar parallellt med den höga exit-aktiviteten och fortsatt stora inflöden till fonderna har bidragit till att många PE-firmor har stora kassor. Fortsätter försäljningen av mogna investeringar är de stora kassorna resurser för att hålla priserna uppe på andrahandsmarknaden.

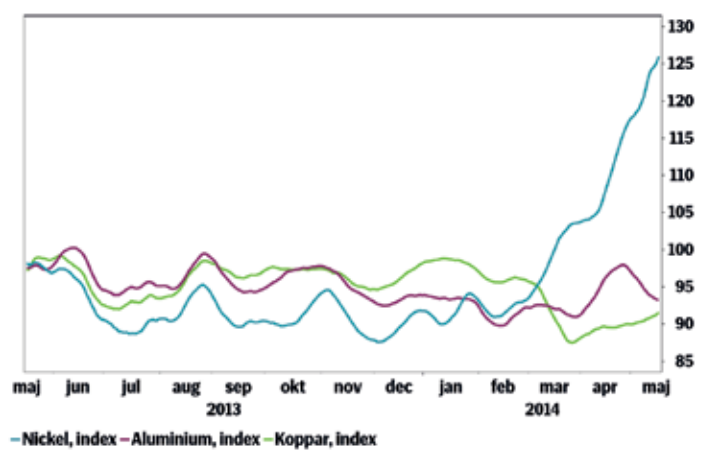
Transaktionsaktiviteten mellan private equity-firmor har det senaste året nått historiskt höga nivåer. Under det första kvartalet visar preliminär data från CNN Money att 45 procent av alla private equity-exits var transaktioner mellan private equity-fonder. Under guldåren 2005-2007 var motsvarande andel 36 procent. Samtidigt var andelen börsintroduktioner stöttade av private equity-bolag historiskt låg. Givet de stora inflödena av nytt kapital till private equity-fonderna är det inte osannolikt att detta är början på en ny trend. Nytt kapital måste förräntas på en marknad med ett växande antal mogna portföljbolag. De höga värderingarna på publikt handlade bolag reflekteras även i private equity-transaktioner där få publika bolag köps ut från börsen.

Ökad volatilitet är dock något som sannolikt skulle begränsa aktiviteten på transaktionsmarknaderna. Ökade spänningar i konflikten i Ukraina, tillväxtoro i Asien, deflationsoro i Europa och snabbt stigande statsobligationsräntor i USA är riskfaktorer som skulle kunna trigga en ökad volatilitet.

Fortsätter tillväxten i Europa och USA utan att rubbas av ovan nämnda riskfaktorer finns goda förutsättningar för tillgångsslaget private equity. I en portfölj med längre placeringshorisont kan man med fördel fördela en del av aktiekapitalet i noterad private equity.

Extraordinära händelser syns i råvarupriserna

- **Geopolitisk dramatik bakom stigande priser**
Den aktuella situationen i Ryssland/Ukraina ligger bakom den oväntat starka prisutvecklingen för palladium, vete och majs. Vi bedömer att det mesta av effekterna av oroligheterna nu är inräknade i dagens priser och uppsidan, som förvisso finns, har minskat.
- **Strejkerna i de sydafrikanska gruvorna fortgår**
Gruvbolagen var förberedda, men nu närmar vi oss smärtgränsen för de utdragna strejkerna i Sydafrika. Både platina och palladium produceras i stor utsträckning i landet och fortsatta prisuppgångar är sannolikt.
- **Indonesiens exportförbud fick kraftigt genomslag**
Våren har bjudit på en variationsrik prisutveckling för industrimetallerna. Indonesiens exportförbud av nickelmalm fick slutligen stort genomslag, men nu närmar vi oss sannolikt slutet av den kraftiga prisuppgången



DRAMATISK PRISFÖRÄNDRING FÖR ÄDELMETALLER I MARS

I väntan på en starkare konjunktur och ett stabilare Kina har metallpriser utvecklats relativt händelselöst det senaste året. Indonesiens exportförbud av nickelmalm som infördes i början av året förändrade bilden dramatiskt, även om det var med någon månads fördröjning. Landet står för cirka 20 procent av global nickelmalmproduktion så pris-effekten är inte anmärkningsvärd.

Källa: Bloomberg

OLJEPRISUTVECKLINGEN HAR VARIT RELATIVT händelselös det senaste året. Bedömningen att global produktion 2014 ökar med cirka 2 miljoner fat/dag och efterfrågan med 1,3 miljoner samt att OPEC (främst Saudiarabien) anpassar produktionen kvarstår. Ett pris något över vår prognos under årets andra kvartal beror på oväntat minskat utbud från Libyen. Oljeexporten från landet låg under fjolåret på 700 000 fat/dag och ligger nu, på grund av produktionsbortfall i väst, endast på drygt 200 000 fat/dag (kapacitet 1,5 miljoner fat/dag). Vi räknar med ett oljepris runt 105 USD även vid årets slut. Full export från Libyen och Iran skulle öka utbudet med cirka 2 miljoner fat/dag, vi bedömer skeendet som osannolikt, men skulle så bli fallet kommer troligtvis inte Saudiarabien acceptera att själva anpassa utbudet utan sannolikt tvingar (antagligen genom att låta oljepriset falla) övriga OPEC-medlemmar till förhandlingsbordet.

Som aggregat har metallpriserna fallit något sedan årsskiftet, men utvecklingen varierar stort där den kraftiga uppgången i nickel sticker ut. Indonesien, vars nickelmalmproduktion motsvarar cirka 20 procent av global nickelproduktion, införde i början av året exportförbud för malmen. Initialt fick detta inte genomslag på priset då landet vid tidigare tillfällen inte verkställt vad som utlovats, och trovärdigheten var därmed låg. Denna gång gick landet dock från ord till handling och förbudet infördes, med prisuppgång som följd. Den aktuella Ryssland/Ukraina-situationen har gett ytterligare bränsle till prisuppgången då Ryssland är en stor nickelproducent (trea i världen), även om landets export ännu inte påverkats. Kopparpriset har utvecklats svagt i år. Större utbudssökning än efterfrågeökning i kombination med fortsatt oro för Kinas utveckling har tyngt. Aluminiummarknaden är i balans, men lagren är alltså höga. Vår bedömning är att priserna på både koppar och aluminium är något högre mot årets slut, medan priset på nickel sannolikt kommer ligga nära dagens nivå.

Efter elva år och nästan 600 procents kursuppgång inledde guldpriset under 2012 sitt fall. Minimala inflationsförväntningar,

inget behov av att "fly till säkerhet" samt minskat spekulativt inslag låg bakom. Vi räknade under inledningen av 2014 med fortsatt fall, inte minst då utestående volym av börshandlade fonder, ETF:er (med fysiskt guld som underliggande) fortsatt var mycket hög. De eskalerande oroligheterna i Ryssland och Ukraina har fått priset att avstanna och har potential att förändra vår syn om fortsatt prisfall.

Nästan hälften av global produktion av palladium sker i Ryssland varför priset påverkats av rådande geopolitiska situation. Även gruvstrejkerna i Sydafrika har bidragit då drygt en tredjedel av den globala produktion sker där. Globala lager har börjat falla och priset har stigit relativt kraftigt.

Trots att strejkerna i sydafrikanska platinagruvor fortgår (2/3 av global produktion) har priset på platina inte stigit nämnvärt. Gruvbolagen var förberedda på en utdragen strejk och hade byggt upp stora lager. De önskade sannolikt inte prisuppgångar då förhandlingsläget säkerligen hade försvagats. Tidpunkten för tömda lager närmar sig nu, och utan överenskommen bör priset därför stiga. Både platina och palladium används i stor utsträckning till katalysatorer i bilar, så en ökad bilförsäljning ger också stöd åt ädelmetallerna, som vi bedömer kommer att stiga i pris.

Vi har under en längre tid räknat med fallande priser på jordbruksprodukter. Även om större delen av väntad nedgång nu sannolikt ligger bakom oss är vår bedömning att priserna bör sjunka ytterligare. Väder och andra oförutsägbara faktorer har alltid potential att rubba denna bild, vilket blev fallet under våren. Torka i Brasilien har lyft kaffepriset med cirka 70 procent sedan årsskiftet och situationen i Ukraina har gett högre priser på både vete och majs (landet är världens fjärde största exportör av majs och sjätte största av vete).

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Oljeutbudet väntas öka mer än efterfrågan under året. OPEC, främst Saudiarabien, anpassar utbudet för marknadsbalans. Oljepriset väntas ligga nära dagens om ett år
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Balanserad marknad med potential till marginella prisuppgångar under året. Nickel i fokus efter exportstopp av malm från Indonesien.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Bättre konjunktur och låga inflationsförväntningar väntas fortsätta tynga guldpriset. Sydafrikanska gruvstrejker och spänningar mellan Ryssland och Ukraina i kombination med förbättrad personbilsförsäljning ger stöd åt stigande priser på palladium och platina.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Vi bedömer att priser på jordbruksprodukter bör bli lägre. Extraordinära händelser kan alltid förändra denna bild, såsom oroligheterna i Ukraina gjort under våren.

* 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.

Valutor styrs av tillväxt, inflation och räntetro

- **Högre tillväxt och inflation = tro om höjd ränta = starkare valuta**
De valutor som stigit i värde under de senaste månaderna tillhör länder där konjunkturen stärkts samtidigt som inflationen närmat sig målet. Tillsammans har det ökat förväntningarna om penningpolitiska åtstramningar längre fram, till valutornas fördel.
- **Argumenten stärks gradvis för USD vs. EUR och JPY**
Hittills under 2014 har USD tyngts av en vinterväderdrabbad amerikansk ekonomi och globala portföljförvaltarens nedviktning av USD. Utsikterna till betydligt högre USA-tillväxt och en mindre stimulerande penningpolitik från Federal Reserve parad med nya stimulansgrepp från ECB och Bank of Japan kommer dock att tala för USD
- **Fördel NOK 2014, fördel SEK 2015**
Samtidigt som Norges Bank har sänkt räntan färdigt spår vi att Riksbanken i spåren av deflationsoro sänker reporäntan i både sommar och höst, vilket tynger SEK. Nästa år väger det sedan över till SEK:s fördel när Riksbanken byter fot och börjar höja igen och svensk tillväxt växlar upp medan norsk planar ut.

DET LUTAR ÅT BAKSLAG EFTER VINTERNS POSITIVA VALUTAREKYLER



Före Federal Reserve-chefen Ben Bernankes besked i maj 2013 att en nedtrappning av obligationsköpen stundade sänkte Emerging Markets (EM)-tillgångar på bred front, vilket i vintras följdes av en positiv rekyll för bland andra Turkiets och Brasiliens valutor. Dessa valutor och andra i EM-sfären kan dock åter komma att falla eftersom övervärdering dominerar EM-valutor, tillväxten i sfären allttjämt bromsar in, tecken finns på att bl. a. Turkiets och Brasiliens centralbanker är på väg att välja en mindre stram kurs, och statsobligationsräntor i USA står i begrepp att stiga efter vinterns fall.

SÅ HÄR LÅNGT UNDER 2014 HAR DE LÄNDER som visat upp kombinationen högre konjunkturpuls och inflation som närmar sig centralbankens mål fått se sina valutor stärkas. Detta eftersom en sådan makroekonomisk mix talar för att en penningpolitisk åtstramning (exempelvis högre styrräntor) inte ligger alltför långt borta. En ekonomisk miljö av detta slag gagnar råvaruvalutor såsom Nya Zeelands NZD, Australiens AUD och Norges NOK (se även nedan). Den nya zeeländska valutan har visat särskild styrka sedan landets centralbank RBNZ i mars 2014 påbörjade sin räntehöjningscykel (RBNZ brukar ganska ofta inneha tätposition i detta sammanhang).

GBP - kan tappa en del i styrka

Även det brittiska pundet GBP har visat styrka på senare tid i takt med att valutamarknaden - med anledning av en stärkt brittisk konjunktur - börjat diskontera ett par höjningar av Bank of Englands styrränta (idag 0,50%) under det närmaste året. Samtidigt har dock inflationen i Storbritannien fallit i riktning mot målet 2 procent, och den kan mycket väl stabiliseras under målet framöver. Parallellt talar stora handelsunderskott för att Storbritannien behöver en ganska svag valuta. Bank of England torde därför komma att guida ned marknadens räntehöjnings-tro, vilket skulle få GBP att tappa en del av den nu rådande styrkan.

Den amerikanska dollarn, USD, har under de senaste månaderna varit oväntat svag som en spegling av att konjunkturdata i USA tyngts rejält. Bakom detta har legat en osedvanligt kärv vinter, att många globala förvaltare minskat USD:s vikt i sina tillgångsportföljer, och att Ukraina-krisen gjort att ryska aktörer dragit ned sin USD-exponering på grund av faran för att USD-konton ska låsas.

Samtidigt har euron, EUR, sedan årsskiftet gynnats av de fortsatta tecknen på en konjunkturåterhämtning i unionsområdet parallellt med att internationella ränteförvaltare köpt EUR för att placera i statsobligationer i GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal, Spanien), vilka lockat med relativt höga effektivräntor.

USD - stärks mot EUR senare i år

De konjunkturrella och penningpolitiska utsikterna talar emellertid för att USD ska stärkas mot EUR senare i år och under 2015. När nu Kung Bore släppt sitt hämmande grepp på USA:s tillväxt

stundar en tydlig uppväxling. Federal Reserve (Fed) fortsätter att trappa ned sina obligationsköp och - enligt vår bedömning - verkställer den första styrräntehöjningen nästa sommar (från nuvarande 0,25%). I Euroland stärks konjunkturen endast beskedligt, GIIPS-ländernas obligationer förlorar gradvis sin idag stora attraktivitet, och i sommar sjosätter Europeiska Centralbanken (ECB) med stor sannolikhet ett betydande obligationsköpsprogram, och styrräntan förblir under lång tid 0,25 procent. ECB följer med andra ord en helt annan monetär väg under de närmaste två åren än vad Fed gör, och i spåren av detta borde EUR försvagas.

JPY - stärks först, försvagas sedan

Efter tidigare stora fall till följd av introduktionen av den stimulerande Abenomics-politiken har japanska JPY stabiliserats mot bland annat USD. JPY kan också kortsiktigt stärkas något på grund av osäkerhet om huruvida Bank of Japan (BoJ) ska leverera ytterligare monetära stimulanser som respons på rådande tecken på konjunkturbakslag i landet. Givet att BoJ om några månader lanserar utökade tillgångsköp kommer JPY rimligen åter att försvagas.

SEK - försvagas inför räntesänkningen

Svenska kronan, SEK, tyngs av förväntningar om att Riksbanken kommer att sänka reporäntan i början av juli. Och om vår prognos visar sig riktig, att Riksbanken därefter sänker räntan ytterligare en gång, stundar en sommar och inledning på hösten präglad av svagare SEK. Valet i september kan också tillfälligt skapa viss osäkerhet, men mot slutet av 2014 och under 2015 tilltar sedan argumenten för att SEK vänder uppåt. Reporäntan har då sänkts färdigt och höjs andra halvåret 2015, svenska ekonomin stärks, och överlag ter sig den underliggande valutaflödesbilden positiv för SEK.

NOK - väntas stärkas begränsat

När det gäller den norska kronan, NOK, har denna på senare tid stigit i värde tack vare en avklingande tro i valutamarknaden om att Norges Bank ska sänka styrräntan från dagens 1,50 procent. Istället tyder mycket på att den norska centralbanken kommer att tillhöra tätgruppen som växlar över till räntehöjningscykeln. Enligt vår prognos inleder Norges Bank höjningar av räntan under försommaren 2015, något som ger NOK stöd. Det faktum att Norges internationella konkurrenskraft är svag gör emellertid att rörelsen uppåt för NOK blir klart begränsad.