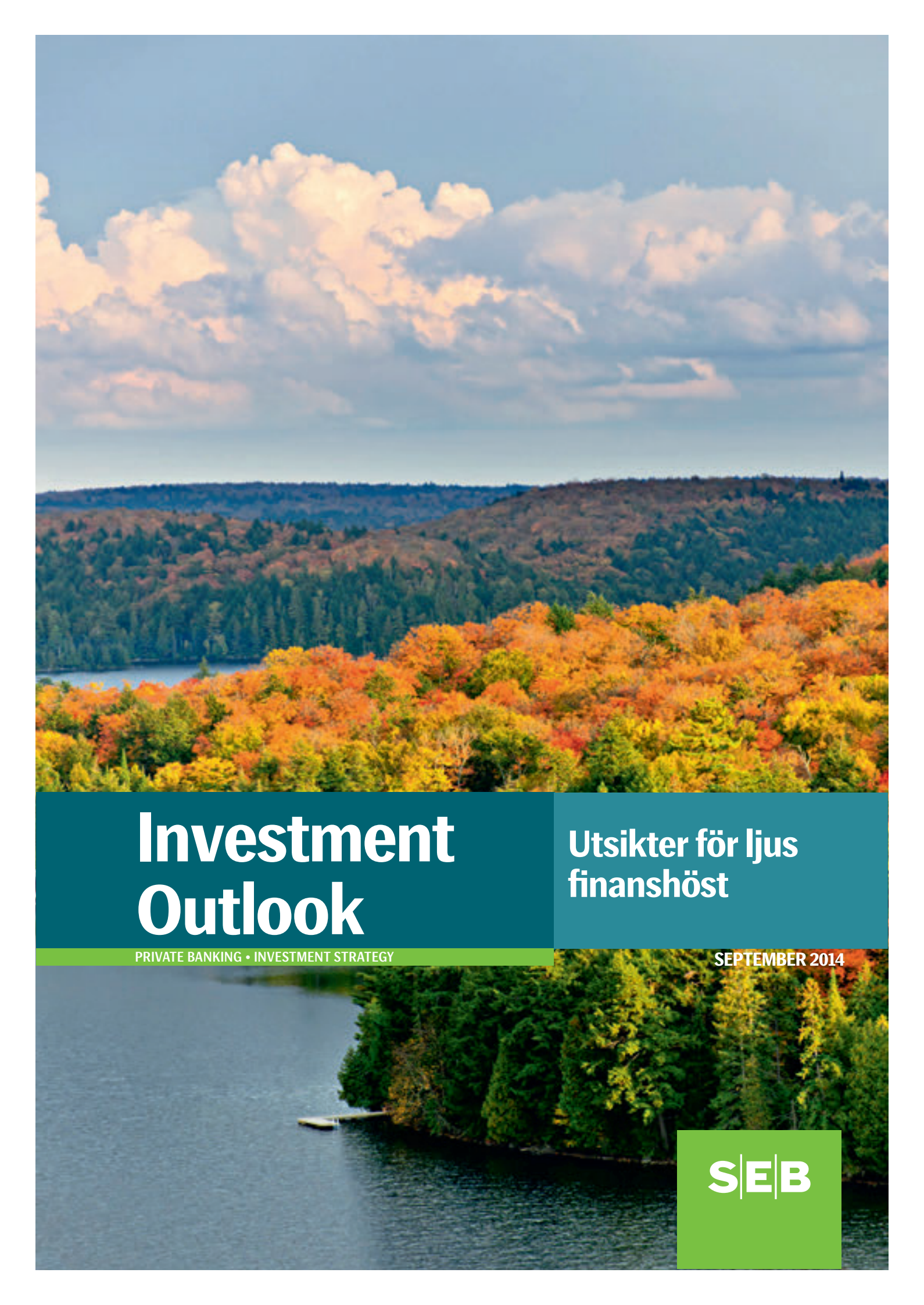




Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Utsikter för ljus
finanshöst

SEPTEMBER 2014

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Fortsatt börs- och konjunkturuppgång i kikaren	10
Tema: Asiatiska tigrar med klös	13
Tema: Stark tillväxt för obligationer i tillväxtmarknader	18
Temauppföljning Östeuropa: Kläms mellan geopolitik och mindre draghjälp	20

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning	21
Nordiska aktier	23
Globala aktier	26
Räntor	28
Hedgefonder	30
Fastigheter	32
Private Equity	34
Råvaror	36
Valutor	38

Denna rapport publicerades den 16 september 2014

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 9 september 2014

Sebastian Siegl

Global Head of Investment Strategy

+ 46 8 763 63 04

sebastian.siegl@seb.se

Hans Peterson

Global Head of Asset Allocation,

SEB Investment Management

+ 46 8 763 69 21

hans.peterson@seb.se

Lars Gunnar Aspmann

Global Head of Macro Strategy

+ 46 8 763 69 75

lars.aspmann@seb.se

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@sebgroupl.lu

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

Detta dokument kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEB:s finansiella instrument. SEB är det globala varumärkesnamnet för Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) och dess dotterbolag och filialer. Varken materialet eller de produkter som beskrivs här är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till person bosatt 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 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. Investeringsprodukter ger avkastning i förhållande till risken. Deras värde kan både stiga och falla och historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida avkastning. 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 såsom faktablad för fonder, informations- och 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.



Utsikter för ljus finanshöst

*Inledningen till Charles Dickens klassiska mästerverk *Två städer* lyder: "Det var den allra bästa av tider och det var den allra värsta". Citatet skulle idag kunna ha bäring på budskapen från aktie- respektive obligationsmarknaden. Börsen har stigit i drygt fem år och sänder nu budskapet fortsatt framtidstro - den allra bästa av tider - medan räntefallet i obligationsmarknaden till historiska bottenrekord i Europa i sig förmedlar ett mycket dystrare budskap; den allra värsta av tider. Vilket budskap tror vi på?*

Den makroekonomiska bilden förefaller vara fortsatt gynnsam för riskfyllda tillgångar drivet av USA:s ekonomiska återhämtning som, till skillnad från den europeiska, verkar vara stabil. Vad vi tror är tillfälligt svag europeisk makrodata är sannolikt mer av en "formsvacka" än ett trenderbrott. Centralbankers fortsatt expansiva politik och tillförandet av likviditet lär på flera håll fortgå även om amerikanska centralbanken Federal Reserve under hösten avslutar sina tillgångsköp samt under 2015 höjer den amerikanska styrräntan. Aktier är det tillgångsslag vi föredrar utifrån ett risk/avkastningsperspektiv. En långsiktig investerare har en hel del positiva fundamenta att stödja sig mot – den bästa av tider.

I förra *Investment Outlook* (utgiven 27 maj 2014) ställde vi frågan: "Vad kan gå fel i en värld med extremt låga räntor, hygglig ekonomisk tillväxt, expansiva centralbanker, stabila aktiemarknader och hög riskaptit?"

Vi diskuterade sedan huruvida värderingarna på vissa tillgångar, framför allt aktier, var ansträngda. Slutsatsen av resonemanget var att riskfyllda tillgångar var fortsatt attraktiva även om förväntansbilden behövde nyanseras genom beaktande av den höga värderingen, men även givet de historiskt sett låga räntorna.

Under sommarmånaderna har en hel del hänt både på börsen och i den reala ekonomin. Perioden har präglats av den geopolitiska oro som förvisso hade aktualiserats redan under våren, men som intensifierades under sommaren. Vi återkommer därför i detta nummer med en uppdatering av det Östeuropatema som presenterades sist.

Men även om juli präglades av ökad volatilitet och prisrörelser nedåt i flera tillgångar har vändningen varit stark och under slutet av augusti passerade exempelvis det breda amerikanska börsindexet S&P 500 den magiska indexnivån 2000 för första gången. Utvecklingen sedan den ökända finanskrisen har varit imponerande. Indexvärdet har mer än dubblerats sedan våren/ sommaren 2009 och under drygt fem års tid har vi sett en i princip oavbruten konjunktur- och börsuppgång. Kan resan fortsätta? Tankar kring detta behandlar vi i ett av numrets teman.

Asiens Emerging Markets (EM)-ekonomier har haft en i många stycken imponerande, spännande och dramatisk resa under de senaste cirka 20 åren. I vårt andra tema riktar vi blickarna mot Asien, och förbi de tre jättarna Kina, Indien och Japan. Som avslutande tema skriver vi om det intressanta tillgångsslaget EM Debt - obligationer utgivna i tillväxtmarknader.

Med hopp om intressant läsning.

SEBASTIAN SIEGL
Global Head of Investment Strategy



Stark konjunktur stöder risktillgångar

Finansmarknaderna lever för närvarande med ett betydande antal svårförutsägbara och obehagliga oroshärder globalt. Trots det stiger aktiemarknaderna i hygglig takt. Det bekräftar en gammal tes att marknader kan leva med risker så länge den underliggande konjunkturen förstärks. En annan tes är att den viktigaste konjunkturindikatorn ur marknadssynpunkt är att USA skall vara stabilt, vilket det är och sannolikt fortsätter att vara.

Idag har vi en situation då centralbanker fortsätter att bedriva en stimulerande politik. Exempelvis tog ECB nyligen ytterligare steg för att stimulera och stötta ekonomin genom räntesänkningar. Konsekvensen av allt stöd från centralbankerna är att obligationsräntorna är extremt låga, och därmed har avkastningsmöjligheterna i de marknaderna i princip raderats ut. Mot bakgrund av det bör man jämföra avkastningsförväntningar på de tillgångar som har motsvarande risknivåer, vilket motiverar investeringar i hedgefonder.

Strukturellt är vi i en aktiefas. Vi ser en uppgång och stabilisering av konjunkturbilden det kommande halvåret. Det kommer att gynna olika typer av risktillgångar, främst aktier. Överutbudet på råvarumarknaden efter många år av överinvesteringar i Emerging Markets håller råvarupriserna nere. Det innebär att det traditionella råvarudrivna konjunkturuppgångsmönstret kanske inte repeteras.

Riskerna idag ligger framför allt i att marknadsaktörer räknar med ett lugnt förlopp, trots sannolikheten för att någon av de oroshärder vi idag har ska förvärras. En annan risk är att de åtgärder som vidtas i Europa inte får grepp och att regionen sjunker ned i deflation och stagnation. Det är inget huvudscenario, men det förtjänar ändå viss uppmärksamhet.



Källa: Bloomberg

STARK BÖRSUTVECKLING PÅ FLERA KONTINENTER

Det globala aktieindexet MSCI World har stigit drygt 6 procent i lokala valutor i år. Den indiska börsen ligger i topp, pådriven av förhoppningar om ekonomiska reformer. Brasilien och USA har också gett bra avkastning. Japan och Ryssland hamnar sist i börsligan. Politisk oro i Ukraina hänger över den ryska marknaden och i Japan avvaktar man för att se om premiärminister Abes strukturåtgärder verkligen får effekt på ekonomin.

TAKTISK FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING

Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House View. Förväntningarna gäller de kommande 12 månaderna och revideras en gång per månad, eller oftare om marknadsläget kräver det.

TILLGÅNG	TAKTISK FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
	AVKASTNING	RISK	
Aktier Globala Svenska	8% 10%	11% 16,5%	Förväntad risk och total avkastning för globala aktiemarknaden mätt med MSCI World All Countries index i lokal valuta. För Sverige används SIX Return index.
Räntebärande Obligationer Kassa	3,2% 0,2%	4,6% 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	3,5%	3,3%	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	11%	15%	En betajustering av globala aktier, mätt som utveckling på LPX50 Total Return och MSCI World AC LOC de senaste sju åren.
Råvaror	-1,5%	13%	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 1,27 (-3,5%), EUR/SEK 9,10 (-0,6%) och USD/SEK 7,17 (+3,0%).

HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING

- **Vi är i en aktiefas**
Den pågående stabiliseringen av konjunkturen och centralbankernas agerande styr kapital till aktier. USA har lett trenden, men andra regioner (Europa/Asien) bedöms komma ikapp.
- **Oblighationsräntorna har nått extrema nivåer – är det hållbart?**
Centralbankerna har lagt obligationsräntorna lågt genom styrräntor och kvantitativa åtgärder. Långsiktigt är det inte hållbart. Vi bör se en viss uppjustering av räntenivåerna, om än inte till de "gamla" höjderna. Statsfinanser och skuldsättning är fortfarande en utmaning, inflationen är låg och det finns ett sparandeöverskott, men räntornas riktning är uppåt. Samtidigt är det viktigt att betona att centralbanker mycket långsamt kommer att minska stimulanserna, och det får konsekvenser för avkastningsklimatet framöver.
- **Riskerna i marknaden ger möjligheter**
Vi har en situation där en del tillgångars riskpremie, på grund av osäkerhet kring utvecklingen, har ökat. Europeiska aktier är en sådan tillgång, mindre bolag är en annan. En del tillgångar i Asien drabbas av osäkerhet kring finansiering. För den som vågar bära risken finns det möjligheter bland dessa tillgångar.
- **Rådande konjunkturcykel har inte samma råvarumönster som de tidigare**
Under de senaste åren har det varit en överinvestering i råvarukapacitet parallellt med ändrade konsumtionsmönster i utvecklingsländerna, från tunga företagsinvesteringar till konsumtion av en gryende medelklass. Det ger andra behov och en annan typ av efterfrågan.
- **Under det kommande året bör den globala handeln öka**
En ökad global handel är central för tillväxten. Möjligheterna till god utveckling är störst i regioner med stor export till områden med snabbt stigande efterfrågan, exempelvis tillväxtländer (Emerging Markets).
- **Investeringar ser annorlunda ut idag än för 20 år sedan**
Vi berörde råvarufrågan och det förändrade efterfrågemönstret ovan, men det finns också mer vittgående konsekvenser. Idag sker en större del av investeringarna i teknologi och service och mindre i infrastruktur, något som kommer att gynna nya aktörer.

TILLGÅNG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	Börsens viktigaste trumfkort är fortfarande den relativa attraktiviteten. Vi ser tidiga tecken på att företagens vinster har bottnat och är på väg uppåt. Vi behåller vår långsiktigt positiva syn på aktier med fokus på Europa och Asien.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Europeiska statsobligationsräntor är rekordlåga, men givet att inflationsförväntningarna i Europa ökar 2015 och att Fed då påbörjar räntehöjningar stiger statsobligationsräntor i både Europa och USA. Företagsobligationer High Yield är kortsiktigt lite intressantare efter kursfallet i juli. Emerging Markets Debt har lockande effektivräntor, dock finns valutakursrisker.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Hedgefonder som accepterar ett viss mått av underliggande marknadsrisk har en bra period. Event Driven är en strategi vi har varit positiva till under ganska lång tid och argumenten håller fortfarande. Aktiviteten avseende företagsförvärv och företagsfusioner ökar., både i USA och i Europa.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Marknaden för noterade Real Estate Investment Trusts (REITs) har sedan årsskiftet gett en utomordentligt god avkastning. Fundamental tillväxt, och fallande statsobligationsräntor, har bidragit. Trots påvisad negativ korrelation behöver inte stigande räntor utgöra ett hot så länge tillväxten fortgår.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	Statsobligationsräntor kommer på sikt att stiga, men sker det parallellt med förbättrad tillväxt och ökade vinster finns förutsättningar för fortsatt god avkastningspotential för Private Equity.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Inga kraftiga prISRörelser att vänta i råvarusektorn där överutbud tynger oljeprisutvecklingen. Ökad efterfrågan på bensindrivna bilar i kombination med geopolitisk oro har gett högre pris för palladium, vilken är den ädelmetall vi bedömer ha störst potential.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	Kombinationen av stark konjunktur och utsikter till att Federal Reserve börjar strama åt penningpolitiken under våren 2015 talar till USA-dollarns fördel mot euro och yen. För SEK innebär hösten ytterligare kronsvaghet, som dock under 2015-2016 kan följas av en viss återhämtning.

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

Källa: SEB

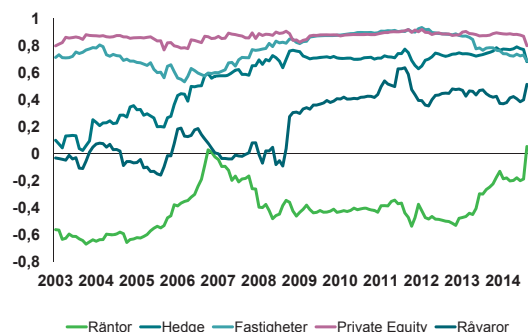
Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn på tillgången. På kundnivå anpassas portföljerna efter individuella behov.

HISTORISK KORRELATION (2004-09-30 TILL 2014-08-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror
Aktier	1,00					
Räntor	-0,32	1,00				
Hedge	0,70	-0,35	1,00			
Fastigheter	0,85	-0,11	0,57	1,00		
Private Equity	0,87	-0,31	0,70	0,87	1,00	
Råvaror	0,35	-0,25	0,67	0,29	0,41	1,00

Källa: SEB

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD



Historiska värden är beräknade utifrån följande index:

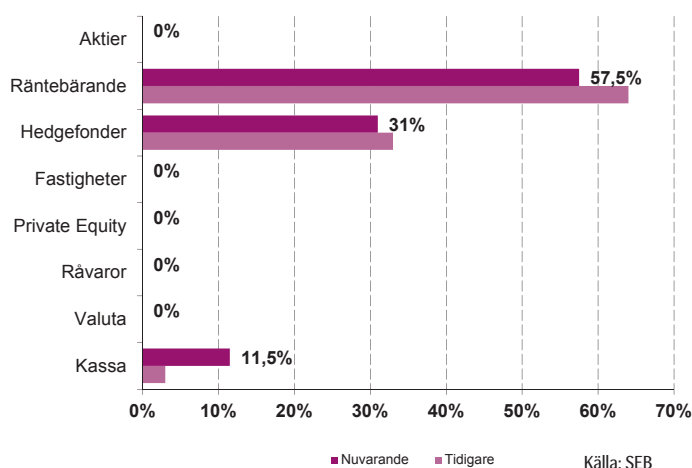
Aktier – MSCI AC World EUR, Räntor – JP Morgan Global GBI EUR, Hedgefonder – HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter – SEB PB Real Estate EUR, Private Equity – LPX50 EUR, Råvaror – DJ UBS Commodities TR EUR.

Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM I TRE RISKNIVÅER – FÖRDELNING AV TILLGÅNGAR

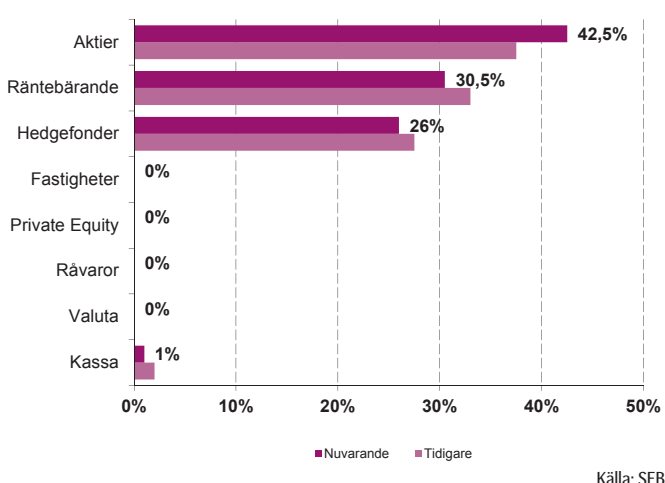
MODERN PROTECTION

Kreditspreadar hade inför sommaren krympt ihop rejält samtidigt som spretande statsobligationsräntor gjorde det svårt för de flesta Absolute Return-förvaltarna. I Modern Protection har vi inte gjort några förändringar det senaste kvartalet och låtit inflöden taktiskt ligga i kassa. I stort sett alla kreditmarknader har haft en svag sommar, vilket onekligen påverkar portföljen. Sett till hela året har Credit Long/Short, som uppgår till cirka 17 procent av portföljen, bidragit med cirka hälften av totalavkastningen, följt av Absolute Return (25 procent), Short Term Bonds (8 procent) och Senior Loans/Short Duration High Yield (11 procent). Rörelsen i kreditmarknaden ser vi som en normalisering av värderingar och företagsobligationer bör kunna fortsätta sin trend framöver. Även ur historiskt perspektiv brukar kreditmarknader sällan ha negativ avkastning längre än ett kvartal. Vi tittar nu på att investera kassan.



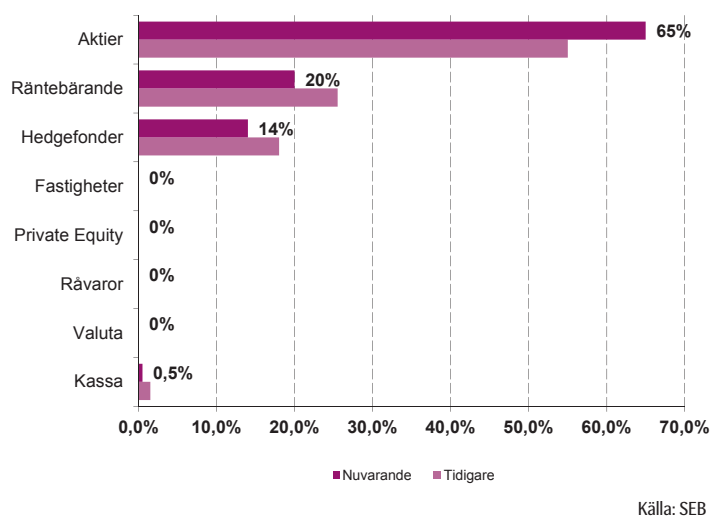
MODERN GROWTH

Vi gick in i sommarmånaderna med en taktiskt avvaktande hållning med tanke på de geopolitiska riskerna samt det faktum att sommarmånader tenderar att vara svaga. Makro- och mikrobilden är dock att risktillgångar bör stöttas av fortsatt konjunkturåterhämtning som leder till vinsttillväxt och/eller likviditetsinjektioner från centralbanker. Vi har därför ökat aktier till knappa 43 procent från tidigare 37, i samband med marknadsdipparna i mitten av juli och augusti. Vi minskade High Yield som såg relativt dyrt ut, samt hedgefonder som haft svårt att prestera under våren med ett par procent vardera. Inom räntebärande ligger tonvikten på Senior Loans (11 procent), Short Duration High Yield (7 procent), Konvertibler (6 procent), EM Corporate bonds (3 procent) och CoCo bonds (Contingent Convertibles) (3 procent). Grundstrategin är att fortsätta öka risken under hösten, med ett öga på den geopolitiska och konjunkturella utvecklingen.



MODERN AGGRESSIVE

I Modern Aggressive har vi liksom för Modern Growth haft en återhållsam inställning till aktierisk inför sommarmånaderna, men har köpt in oss på marknadsdipparna i juli och augusti. Aktieexponeringen uppgår nu till 65 procent från tidigare 55 procent. Inom globala aktier har vi huvudsakligen ökat upp exponeringen mot Europa, från 13 till 16 procent. Nytt i aktieportföljen är Frontier Markets (2 procent) – dessa marknader är intressanta med stark ekonomisk tillväxt som drivs av inhemsk efterfrågan och är inte lika beroende av den globala konjunkturen. Inom ränteportföljen har vi inte längre någon High Yield utan fokuserar på Senior Loans (10 procent), CoCo bonds (Contingent Convertibles) (3,5 procent), Konvertibler (2,5 procent), EM Local Debt (2 procent) och EM Corporate Bonds (2 procent). Inom Hedgefondsportföljen har vi sålt av Market Neutral (3 procent) för att få mer marknadsexponering, och kvar är Multi Strategy (6,5 procent), Event Driven (3 procent) och Credit Long/Short (4,5 procent).





Fortsatt börs- och konjunkturuppgång i kikaren

Längden på konjunktur- och börsuppgångar varierar eftersom orsakerna till en recession präglar efterföljande återhämtning. Det talar för att nuvarande uppgång kan fortsätta en bra tid framöver.

Rådande konjunkturuppgång i USA och många andra delar av världen inleddes sommaren 2009, och har med andra ord pågått i drygt 20 kvartal. Vissa ekonomer och analytiker anser det vara en lång period, och är oroliga för att en vändning nedåt i recession/lågkonjunktur snart stundar. Andra menar att historien ger stöd åt slutsatsen att den uppgång vi befinner oss i kan fortsätta ett bra tag till. Vilken grupp har bäst förutsättningar att få rätt?

En blick i den makroekonomiska backspegeln med amerikansk ekonomi i fokus (den ekonomisk-historiska statistiken där är av god kvalitet) visar att USA sedan slutet av 1950-talet och fram till utgången av 2007 haft åtta perioder kännetecknade av konjunkturuppgång. Den genomsnittliga längden på dessa har varit 20 kvartal, alltså fem år. Det överensstämmer med snittet för längden på "bull markets" för aktier i samma tidsspann. De som oroas för att den nuvarande uppgången för konjunkturen och börsen sjunger på sista versen kan alltså här få historiskt stöd.

Spännvidden när det gäller högkonjunkturerna har dock varit stor. Den kortaste pågick endast tre kvartal, den längsta 35 kvartal (längre tillbaka var högkonjunkturerna i USA ofta korta, varför snittet för de senaste 150 åren är cirka 14 kvartal).

Längden på uppgångsfaserna för ekonomin och börsen har alltså varierat en hel del, något som i hög grad förklarats av att orsakerna till en recession/lågkonjunktur ofta har satt sin prägel på den efterföljande återhämtningen.

De amerikanska konjunkturuppgångarna mot slutet av 1950-talet och under "det goda" 1960-talet bröts av traditionella cykliska orsaker. I början av 1960-talet kom en markrad omsvängning i företagen från uppbyggnad av lager till lagerminskning. I slutet av 1960-talet bröts konjunkturen till följd av en penningpolitisk åtstramning för att bekämpa ökad inflation i spåren av bland annat det sedelpressfinansierade Vietnamkriget.

I början och slutet av 1970-talet upphörde högkonjunkturer när ekonomin utsattes för oljeprischocker. Dessa gröpte ur hushållens köpkraft, ökade företagens kostnader och ledde till stigande räntor.

Den första uppgången på 1980-talet bröts i stort sett omgående då en "double-dip" inträffade, när centralbanken Federal Reserve under ledning av Paul Volker kraftfullt stramade åt penningpolitiken via räntehöjningar och penningmängdsstyrning. Syftet var att kämpa ned den då mycket höga inflationen.

Avslutningarna för de tre därpå följande konjunkturuppgångarna i början av 1990-talet, i början av 2000-talet och åtta år in på det nya millenniet rymde alla inslag av brustna spekulationsbubblor. Spekulationsbubblorna var i tur och ordning: Efterdyningar av sparbankskrisen och "Black Monday" på Wall Street hösten 1987, en dag då Dow Jones Index föll osannolika 22 procent, den brustna IT/telekom-bubblan i början av nya millenniet och slutligen den brustna subprime-bubblan med dess konsekvenser för konjunkturen och hela det internationella finanssystemet. Efter denna såg vi dessutom brustna fastighetsbubblor i flera europeiska länder, exempelvis Storbritannien, Irland och Spanien.

En historisk tillbakablick visar att högkonjunkturfaserna i USA som föregått den nu rådande dels var avsevärt längre än de under perioden 1950-talet fram till början av 1980-talet (1960-talet undantaget, se diagram på nästa sida), dels bröts när spekulationsbubblor brast. Dessutom inträffade inga förnyade konjunkturrella bakslag, "double-dips", i inledningen av dessa uppgångsfaser.

Den nuvarande konjunkturåterhämtningen med start kring halvårsskiftet 2009 var initialt snabb, delvis som en reflex av den tidigare så djupa svackan. Men därefter har uppgången varit både långsam och påtagligt ryckig. Det senare har inte minst varit en följd av upprepad stor finansoro i spåren av de statsfinansiella kriserna i GILIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) åren 2010-2012. Även sänkningen av USA:s kreditbetyg sommaren 2011 och amerikanska politikernas oförmåga att träffa budgetöverenskommelser har triggat finansiella orosstötter.

Tidigare konjunkturuppgångar efter brustna spekulationsbubblor har också varit långsamma. Orsakerna går framför

allt att finna i svagheter på bostadsmarknaden till följd av stora utbudsöverskott på bostäder och bankers tuffa kreditprövning. En annan förklaring är hushållens och företagens strävan att öka sparandet/minska skuldsättningen med åtföljande svag utveckling för privatkonsumtionen och investeringarna. Till sist har förbättringarna på arbetsmarknaden varit mycket tröga, vilket inneburit osäkra jobbsikter som också hämmat konsumtionen.

Under uppgångsfasen sedan sommaren 2009 ska också adderas de stora kraven på budgettätstramningar i USA och många europeiska länder. Dessa åtstramningar är dock på väg att avklinga när finanspolitiken i DM (Developed Markets, OECD) styr in i en mer neutral fas.

Rådande uppgång har (liksom de närmast föregående) präglats av gott om ledig produktionskapacitet, både när det gäller arbetskraft och realkapital (maskiner, anläggningar etc.). Det har bäddat för ett lågt kostnads- och pristryck, och avsaknaden av överhettningstendenser har banat väg för mycket låga räntor. Det har i sin tur skapat en makromiljö som utgjort grogrund för en fortsatt stigande konjunktur. Dagens historiskt låga såväl styrsom obligationsräntor på båda sidor av Atlanten förklaras givetvis även av centralbankernas exempellösa stimulanspolitik.

Att döma av analysen i SEB:s *Nordic Outlook* daterad augusti 2014 är det inte troligt att brist på lediga produktionsresurser, med åtföljande räntestegringar, kommer att bryta den rådande högkonjunkturer under de närmaste åren.

Varaktigheten för konjunkturerens uppgång avgörs sannolikt istället av penningpolitikens utformning framöver. Den stora utmaningen för centralbankerna blir att utforma en "exit-strategi" som undviker både en abrupt konjunkturedgång och upplå-

sandet av nya finansiella bubblor. Denna balansakt torde emellertid inte komma att prövas på allvar förrän efter 2016.

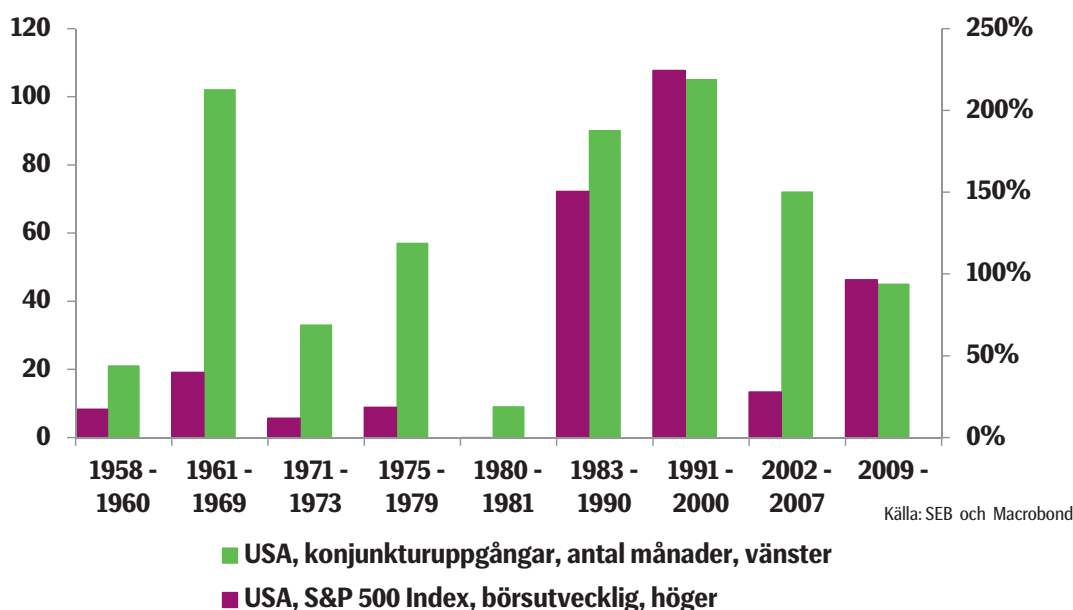
Beträffande skeendet i obligationsmarknaderna är det viktigt att veta vad som initierar stigande räntor under kommande år. Om det är en tro i marknaden på starkare ekonomisk tillväxt och/eller en följd av centralbankers mindre stimulans, då ska räntepågången klassas som "godartad", och åtminstone i sin första fas inte utgöra något konjunkturhot. Om däremot ökad inflation/stegrade inflationsförväntningar ligger bakom räntepågången, då finns anledning att hissa varningsflagg. Det senare är emellertid inte vårt scenario.

En annan aspekt som gäller statsobligationsmarknaderna är huruvida de senaste årens markanta kursstegringar/räntefall på dessa marknader i inte minst USA, Europa (räntorna på korta tyska statsobligationer har till och med hamnat under noll) och Japan innebär att en finansiell "bubbelvarning" bör utfärdas. Den risken ska ingalunda avfärdas, men eftersom centralbankerna av allt att döma har verktyg att tygla önskat stora räntestegringar/kursfall på statsobligationer förefaller risken här vara ganska låg.

Men finns det då bubbelrisker i andra marknader?

Det har en tid diskuterats livligt om Kinas fastighetsmarknad står inför en större prisjustering, efter att priserna på bostäder och kommersiella fastigheter på flera håll i landet stigit mycket snabbt. Exempelvis ökade fastighetspriserna i Shanghai med betydligt mer än 100 procent under perioden 2003-2010. På andra platser har den urstarka byggkonjunkturer lett till många tomma kontorsbyggnader och shoppingcenter, en överkapacitet som kan ta decennier att absorbera.

LÄNGRE KONJUNKTUR- OCH BÖRSUPPGÅNGAR UNDER DE SENASTE DECENNIERNA



Jämfört med tidigare under efterkrigstiden präglades såväl 1980-talet som 1990-talet i USA av kombinationen långa högkonjunkturer och stark börsutveckling. Inledningen på det nya millenniet uppvisade också en utdragen konjunkturuppgång, men denna parades med en svag aktiemarknad. Rådande konjunktur- och börsuppgång inleddes våren/sommaren 2009, och enligt vår analys kan den fortgå ett bra tag till.

Mot denna bakgrund har en växande skara ekonomer varnat för att en kinesisk fastighetsbubbla blåsts upp, och spekulerat i vad en krasch skulle få för konsekvenser för kinesisk och global tillväxt. Den här marknaden har dock kylts av en del sedan ett par år tillbaka. Priserna på nybyggda bostäder har tenderat att sjunka hittills i år, och fastighetsutvecklare i Kina har på sina håll tvingats sänka priserna, fördröja nya projekt och erbjuda potentiella köpare olika typer av incitament.

En annan möjlig fastighetsbubbla kan finnas i Sverige. Liten nybyggnation och billiga lån har fått svenska bostadspriser att mer än fördubblas sedan 2000, och utländska experter såsom Nouriel Roubini och Robert Shiller har höjt varningens finger för bubbel-tendenser i den svenska fastighetsmarknaden. Bostadsmarknaden i Sverige är emellertid unik i ett par avseenden. Avsaknaden av hyresalternativ i storstäder som Stockholm, Göteborg och Malmö tillsammans med en betydande inflyttning till dessa storstäder och lågt nybyggande gör att andra bedömare inte anser att svenska bostäder är övervärderade.

Huruvida aktier är övervärderade eller inte beror naturligtvis på vilken börs och vilka sektorer som analyseras. Efter en kraftig kursuppgång under drygt fem år på många börser finns det analytiker som anser att övervärdering nu är ett allmänt aktiemarknadsproblem. Vår uppfattning är dock att aktiemarknaden i generell mening får anses vara värderad ungefär i linje med historiskt snitt, men att det finns bubbel-tendenser i småbolag, företag som arbetar med social media och inom bioteknik. Att dessa förekommer i begränsade delar av aktiemarknaden kan samtidigt erbjuda goda köptillfällen på annat håll, där den relativt låga värderingen gör dessa alternativ attraktiva.

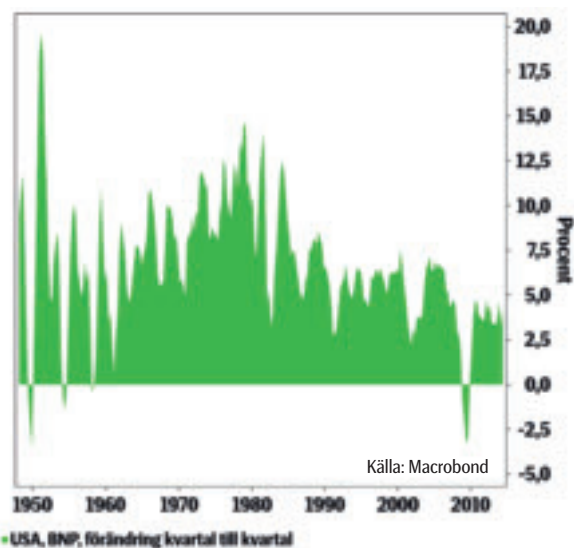
Sammanfattningsvis, det som har brukat bryta konjunkturuppgångar och "bull markets" i aktier liksom andra risktillgångar är:

1) Hög tillväxt och högt kapacitetsutnyttjande, som får kostnader och priser att öka snabbare, varför centralbanker höjer styrräntor och obligationsräntor stiger, vilket får företag att minska sina lager och investeringar och hushåll att dra ned på sin konsumtion. 2) Dramatiska råvaruprisstegringar på inte minst olja som gröper ur köpkraften i oljeimporterande länder och orsakar högre inflation och bytesbalansunderskott, varför styrräntor höjs och obligationsräntor stiger. 3) Brustna spekulationsbubblor med dramatiska prisfall på finansiella tillgångar och fastigheter som följd, med åtföljande risk för allmänna prisfall även i den reala ekonomin (deflation), där såväl stater som hushåll och företag tvingas öka sparandet/minska skuldsättningen och djup recession följer.

SEB:s aktuella analyser här i *Investment Outlook* och i *Nordic Outlook* tecknar ett huvudscenari som speglar en ganska låg risk för att den börs- och konjunkturuppgång som inleddes våren/sommaren 2009 ska brytas. Grundtipset är istället att uppgångarna kan pågå ett bra tag till.

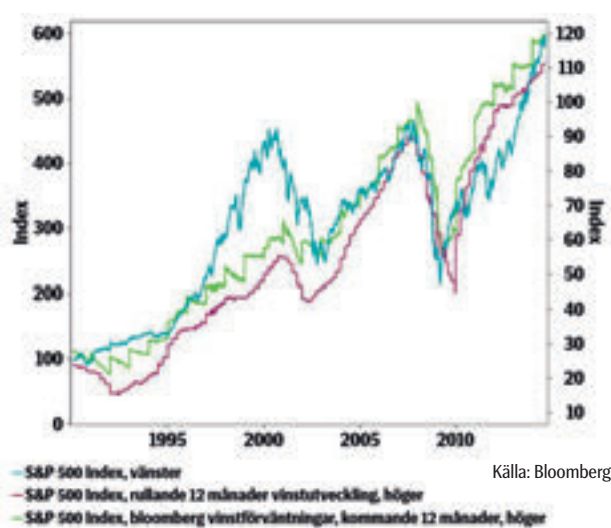
I det här temat har mycket av analysen kretsat kring den amerikanska ekonomin och börsen, och när det gäller konjunkturcykelns rörelser har amerikanska makrodata använts för att illustrera. I nuläget finns det anledning att räkna med att USA:s konjunktur har förutsättningar att fortsätta stiga under åtminstone ytterligare några år, och detsamma gäller konjunkturen i Storbritannien och Asien inklusive Japan. I Euroland dröjer det av allt att döma ännu längre innan brist på ledig kapacitet riskerar att bryta en konjunkturuppgång.

LÄNGRE OCH LÅNGSAMMARE UPPGÅNGAR



De senaste konjunkturuppgångarna i USA har varit längre och samtidigt långsammare liksom en del skakigare än de första under efterkrigstiden (1960-talet delvis undantag). Främsta förklaringen är typen av recession som föregått uppgången. Gemensamt för de senaste är att recessionerna utlösts av brustna spekulationsbubblor.

VÄXANDE VINSTER GER STÖD ÅT BÖRSUPPGÅNGEN



Börsuppgången, i diagrammet illustrerat av amerikanska S&P 500, stötts av god vinstutveckling och av förväntningar om fortsatt stigande vinster. Börsen klarar en hög värdering så länge den underliggande konjunkturen är stark och vinsterna stiger.



Asiatiska tigrar med klös

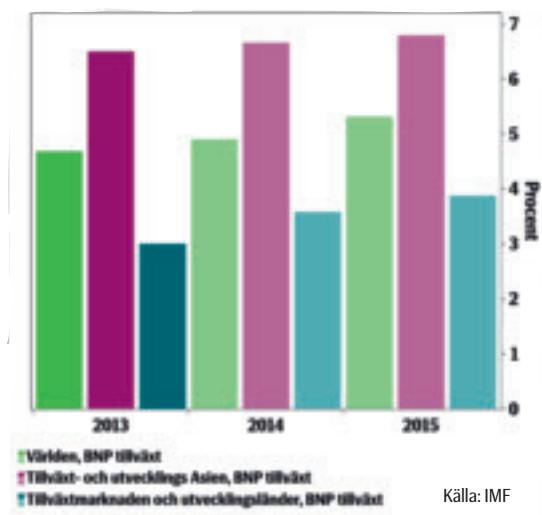
Många av Asiens ekonomier och deras börser är intressanta, men sju av dessa lockar extra. Asiatiska börstigrar med mest klös enligt vår kombinerade analys av makroekonomi och börsnyckeltal är Taiwan och Singapore.

Asiens Emerging Markets (EM)-ekonomier har haft en i många stycken imponerande, spännande och dramatisk resa under de senaste cirka 20 åren. Fjolårets finansdramatik i EM, som kulminerade först i januari 2014, bidrog till att kyla av konjunkturen i hela EM-sfären. Utlösande faktor var ett tal av dåvarande chefen för Federal Reserve (Fed) Ben Bernanke den 22 maj 2013, i vilket denne flaggade för att Fed nog snart skulle komma att trappa ned sina stora obligationsköp (QE3). Följden blev stigande statsobligationsräntor i USA som fick motsvarande räntor i EM att rusa i höjden, börskurser där att falla brant och CDS-premier (försäkringar mot förlust om exempelvis ett land ställer in betalningarna) att stiga. I viss mån kompenserades denna finansiella åtstramningseffekt på konjunkturen av att asiatiska EM-valutor föll i värde (exporten gynnades).

En bit över tröskeln till 2014 stabiliserades den finansiella situationen, när globala investerare åter lockades att köpa aktier och obligationer i EM inklusive den asiatiska delen. Denna efterfrågan stärkte även valutor i inte minst EM-Asien. Vidare har vinterns och vårens svagare konjunkturpuls i regionen nu följts av tecken på en viss pulshöjning, tack vare både bättre internationell draghjälp – och gynnsammare tendenser på hemmamarknaderna i flera länder.

EM-Asien står för 30 procent av världsekonomin
I vår definition av EM-Asien ingår 33 ekonomier, de 29 som anses tillhöra "Emerging and Developing Asia" och fyra ekonomier som av Internationella Valutafonden (IMF) klassas som "Advanced Economies", nämligen Sydkorea, Taiwan, Hong Kong och Singapore. Bruttonationalprodukten BNP (i löpande priser och köpkraftsparitetsjusterat, PPP) i EM-Asien enligt vår definition summerade 2013 till 25 881 mdr USD (Källa: IMF). Det motsvarade uppemot 30 procent av världsekonomin, och nästan 55 procent av hela EM-sfären.

Enligt SEB:s bedömning stärks konjunkturen i EM-Asien under de närmaste kvartalen. Exporten till DM (Developed



EM-ASIEN GÅR FORTSATT VINNANDE UR TILLVÄXTKAMPEN

Medan Emerging Markets-sfärens BNP växer betydligt mer än världsekonomin BNP 2013-2015 blir tillväxten i EM-Asien (i diagrammet "Emerging and developing Asia") klart snabbare än snittet för hela EM-området. EM-Asien förblir med andra ord den snabbast växande delen av global ekonomi.

Markets, OECD) ökar snabbare, medan en alltså stimulerande penningpolitik och styrka på arbetsmarknaderna gynnar den inhemska efterfrågan. Samtidigt förblir inflationen låg ännu en tid på de flesta håll (Indien och Indonesien undantag).

Kreditåstramning stundar 2015

Ett stycke in på 2015 dämpas emellertid expansionen, när tillväxten i regionens makro-jätte Kina bromsar in och penningpolitiken i många asiatiska länder börjar stramas åt på grund av främst en önskat snabb kreditstillväxt. Effekterna på konjunkturen av en kreditåstramning kan bli avsevärda i en del länder. Sannolikheten för ett aktivitetsfall liknande det som inträffade vid Asienkrisen i mitten av 1990-talet är dock liten, eftersom regionen idag kännetecknas av rörliga växelkurser och starkare balanser mot omvärlden. En osäkerhetsfaktor är förvisso Feds stundande åstramning av penningpolitiken (se räntekapitlet), men vår bedömning är att finansdramatiken i EM under 2013 inte kommer att upprepas.

Ur makroekonomisk synpunkt är Asien som helhet intressant, men för aktieinvestorer är det sju länder i regionen - förutom Kina, Indien och Japan - som är mer intressanta än de övriga. Länderna är Sydkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, Malaysia, Filippinerna och Singapore. Det är dessa ekonomier och börser vi fokuserar på nedan. För att få nyckeltal som är så tillförlitliga som möjligt och en bild av respektive aktiemarknad som baseras på de största och mest likvida aktierna i respektive marknad har vi dessutom avgränsat nyckeltalsanalysen till index över de största aktierna på respektive marknad.

Inhemskt eller globalt exponerad börs?

Som investerare i internationella aktiemarknader är det av stor vikt att veta vad investeringen ger exponering mot. De asiatiska börserna erbjuder vitt skilda exponeringar. Sydkorea och Taiwan domineras av elektronikföretag med global försäljning och aktiemarknaderna där ger endast en begränsad exponering mot konjunkturen i hemlandet. Filippinerna och Indonesien dominerar istället av inhemskt orienterade företag.

Tillfällig inbromsning för Sydkoreas ekonomi

Sydkorea har med hygglig marginal störst ekonomi av de sju länderna. I fjol uppgick BNP (köpkraftsparitetsjusterat, PPP) till 1 667 mdr USD, medan BNP/capita (nominellt) var 26 100 USD.

De makroekonomiska utsikterna för 2014-2015 ter sig överlag goda, och präglas av god tillväxt, låg inflation och överskott i både offentliga finanserna och bytesbalansen. Hittills i år har dock konjunkturen varit något tvekan på grund av att hemmamarknaden tyngts ned av en hög privat skuldsättning (ca 70% av BNP), och exporten till övriga Asien har utvecklats svagt. I augusti hämmades exporten också av en strejk i bilindustrin. Högre global tillväxt framöver skulle dock ge exportberoende Sydkorea fin draghjälp.

Av allt att döma dämpas inflationen på kort sikt, vilket ihop med en relativt svag efterfrågan på investeringar ger växande sparöverskott med åtföljande press nedåt på marknadsräntorna. Styrräntan, vilken sänktes i mitten av augusti, spås av SEB ligga kvar på 2,25 procent fram till sommaren 2015, då den gradvis börjar höjas. Trots den lite tvekan konjunkturen har koreanska wonen (KRW) stärkts sedan årsskiftet, och vår bedömning är att

den fortsätter att stiga i värde mot USD under det närmaste året.

Stora exportbolag dominerar sydkoreanska börsen

Seoulbörsen är den största av dem vi tittar närmare på i detta nummer med ett totalt börsvärde som är cirka 1,3 gånger större än Stockholmsbörsen. Endast en femtedel av börsvärdet återfinns i branscher med stor exponering mot den inhemska ekonomin, såsom bygg, detaljhandel och banker.

Elektronikkonglomeratet Samsung Electronics med verksamhet inom allt från mobiltelefoner och hemelektronik till halvledare och bildskärmar har ensamt lika stort börsvärde som de inhemska orienterade sektorerna tillsammans. Listan över de fem största börsbolagen inkluderar även biltillverkaren Hyundai Motor, halvledarjätten SK Hynix, ståljätten Posco och fordonskomponenttillverkaren Hyundai Mobis. Därtill kommer en lång rad betydande företag inom elektronik, kemi, fordon och tung industri. Den sydkoreanska börsen är sammantaget faktiskt så tungt exponerad mot den globala industrikonjunkturen att börsindexet, Kospi, i vissa sammanhang används som en internationell konjunkturindikator.

Föga förvånande reflekteras detta även i att vinstutvecklingen för börsbolagen i Sydkorea varit fallande de senaste tre åren. Analytikerna är förhoppningsfulla om en vändning i år, trots en försämrad lönsamhet för Samsung Electronics inom flaggskeppsdivisionen mobiltelefoner. Konsensusförväntningarna ligger på en vinststillväxt om 6 procent för helåret. Av de asiatiska börser vi granskar i detta tema är Sydkorea dessutom en av de två som idag värderas med en signifikant rabatt på eget kapital, 29 procent, mot snittet de senaste 10 åren. Direktavkastningen är av tradition låg i Sydkorea och nuvarande 1,4 procent är inte konkurrenskraftigt i ett internationellt perspektiv. P/E 11 på konsensusprognosen för innevarande år är klart billigast i regionen men ändå 5 procent över snittet för de senaste 10 åren.

Makronyckeltalen talar inte till Indonesiens fördel

Indonesiens BNP (PPP) var 1 293 mdr USD under 2013, samtidigt som BNP/capita (nominellt) var 3 470 USD. Nyckeltalen för indonesisk ekonomi i år och 2015 är mindre goda jämfört med exempelvis Sydkoreas. Trots en nedväxling från i fjol på grund av bland annat minskad efterfrågan från Kina är visserligen tillväxten alltså hög, men det är också inflationen och arbetslösheten, och offentliga finanserna liksom bytesbalansen visar negativa siffror.

En snabb kreditstillväxt i landet har bromsats in med hjälp av räntehöjningar upp till 7,50 procent, och såväl hushållens skuldsättning (ca 15% av BNP) som den offentliga sektorns (knappt 30% av BNP) är låga i en asiatisk jämförelse.

Indonesiens rupiah (IDR) - som utvecklats väl i år tack vare en bättre handelsbalans, hopp om reformer efter att Widodo valts till president, och lägre inflation - spås fortsätta stiga i värde mot USD fram till hösten 2015. Indonesiens ställning som råvaruexportör är emellertid i sig en riskfaktor, en annan är effekter på inflationen av nedtrappningen av stora bensinprissubventioner. **Stabila branscher men hög värdering på börsen** Indonesien erbjuder, liksom Malaysia och Thailand, en relativt stor

andel defensiva aktier i branscher som tobak, gasdistribution och teleoperatörer. Sektorer med sådan begränsad konjunktur-exponering utgör nära 40 procent av Jakartabörsens LQ-45 index. Samtidigt är Indonesien, näst efter Filippinerna, den asiatiska börs som ger störst exponering mot den inhemska konjunkturen. Liksom i Filippinerna har detta bidragit till stark vinsttillväxt under lång tid och en fin börsutveckling, men också höga värderingar. En sammanvägning av nyckeltalen indikerar att Jakarta är regionens dyraste börs näst Filippinerna.

Omvärlden styr Taiwans konjunktur

2013 uppgick Taiwans BNP (PPP) till 929 mdr USD, och BNP/capita (nominellt) till 21 100 USD.

Till skillnad mot Indonesien, men i likhet med Singapore, uppvisar Taiwan mycket goda makroekonomiska nyckeltal, dock med ett undantag; de offentliga finanserna går med underskott. Exporten motsvarar mer än 70 procent av BNP, vilket innebär att landets ekonomi i hög grad styrs av omvärldshändelser. Den stärkta globala konjunkturen med USA i täten bådär således gott för Taiwans tillväxt 2014-2015.

Dagens styrränta på knappt 1,9 procent bedöms av SEB börja höjas under sommaren 2015, medan Taiwan-dollar (TWD) ses plana ut mot USD under det närmaste året.

Taiwan – elektronikbörsen

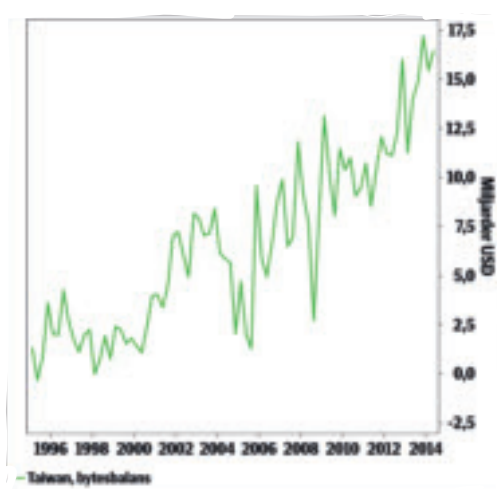
Taipeibörsen är nästan jämnstor med Stockholmsbörsen.

Liksom Sydkorea har Taiwan en påtagligt internationellt exponerad börs, men fokus är mer entydigt mot IT och elektronik som tillsammans står för nära halva börsindex. De största bolagen är TSMC, en världsledande kontraktstillverkare av halvledare samt elektronik-kontraktstillverkaren Hon Hai Precision Industry (mest kända under varumärket Foxconn och för den enorma personalstyrkan, 1,3 miljoner anställda). Knappt 30 procent av börsen består dock av branscher som är mer beroende av den inhemska konjunkturen, exempelvis banker, fastigheter, bygg och byggmaterial samt detaljhandel.

De taiwanesiska börsbolagen visar en stark vinstutveckling hittills i år och analytikerna räknar med 28 procents vinsttillväxt för helåret i år, vilket är bland de bästa i världen och ger Taiwan en tydlig förstaplats i Asien. Vinstprognoserna har dessutom skruvats upp den senaste månaden vilket skiljer Taiwan från övriga marknader i regionen. Medan Samsung Electronics i Sydkorea lider av hård konkurrens från framgångsrika amerikanska IT-bolag som Apple så gynnas istället taiwanesiska bolag i egenskap av underleverantörer. Börsen är inte påtagligt billig, eget kapital värderas 17 procent över snittet de senaste 10 åren.

Kombinationen av stark vinstutveckling, en positiv makrobild och en ok värdering gör dock Taiwan till en av de två mest intressanta marknaderna i regionen idag enligt vår bedömning.

MÅNGA STYRKEPUNKTER I TAIWANS EKONOMI



Källa: Macrobond

Med en exportandel av ekonomin på över 70 procent är Taiwans ekonomi påtagligt inflätad med den globala, och att de löpande betalningarna med omvärlden går allt bättre syns i det växande överskottet i landets bytesbalans (diagram). Andra styrkepunkter är god tillväxt, låg inflation och en liten offentlig skuld.

Utsikterna för Thailand är i hög grad politiskt betingade Fjölårets thailändska BNP (PPP) uppgick till 674 mdr USD, och BNP/capita (nominellt) till 5 700 USD.

Med undantag för röda siffror i offentliga finanser uppvisar också prognoserna för Thailand fördelaktiga makronyckeltal i år och nästa år. Detta förutsätter dock avsaknad av omskakande politiska händelser; under det första kvartalet 2014 ledde den politiska turbulensen till att BNP föll.

Militärens maktövertagande har sedan dess dämpat de politiskt betingade protesterna. Satsningar på infrastrukturprojekt planeras nu, och exporten kan ta bättre fart. En uthållig konjunkturuppgång kräver dock ett framgångsrikt återförande av makten till en folkvald regering.

Den thailändska kreditillväxten och offentliga skuldsättningen är inte hög i en asiatisk jämförelse, men nivån på hushållens skulder är hög. Styrräntan bedöms förbli 2 procent under ytterligare cirka ett år, varefter den börjar trappas upp, medan thailändska bathen i vår prognosvärld sjunker i värde mot USD fram till nästa höst.

Ingen politisk rabatt på börsen i Bangkok

Sammansättningen av Bangkokbörsen ger Thailand en mittposition i regionen i nästan alla dimensioner. Exponeringen mot den inhemska konjunkturen är mindre än för de andra sydasiatiska länderna, men större än för Sydkorea och Taiwan. Exportsektorn är dock främst representerad av råvaror, närmare bestämt av det statskontrollerade oljebolaget PTT inklusive de separat noterade dotterbolagen PTT Exploration & Production och petrokemibolaget PTT Global Chemicala. Samtidigt är inslaget av konjunkturokänsliga branscher stort (men mindre än i Indonesien och Malaysia), branscher som exempelvis teleoperatörer, dagligvaruhandel, hälsovård och kraft representerar en tredjedel av det totala börsvärdet. Även värderingsmässigt ligger Thailand i mitten på de flesta variabler. Trots osedvanligt stor politisk oro i landet så ligger P/E-tal och värdering av eget kapital klart över de historiska snittnivåerna, men direktavkastningen på knappt 3,2 procent är näst högst i regionen efter Singapore

Malaysias framfart behöver bromsas något

Landets BNP (PPP) var 526 mdr USD i fjol, och BNP/capita (nominellt) var 10 400 USD.

Den malaysiska ekonomin sällar sig till de många i Asien som präglas av ett offentligt budgetunderskott, men som i övrigt matchar Indonesien när det gäller tillväxtutsikter, och har starkare bytesbalans och lägre inflation än flera av grannländerna. BNP steg överraskande mycket under det andra kvartalet, men uppväxlingen av tillväxten hålls nu tillbaka av en ekonomisk-politisk åtstramning. Bensinpriset har i år höjts kraftigt, och en högre moms får hämmande effekter på hushållens köpkraft under 2015. Men då Malaysia är en av Asiens mest öppna ekonomier får konjunkturen en hjälpande hand framöver av en starkare omvärldsefterfrågan. I skenet av detta är det rimligt att styrräntan successivt höjs från rådande 3,25 procent. Valutan MYR spås av SEB sjunka något i värde mot USD under det närmaste året. Den offentliga skulden (70% av BNP) är näst högst bland de sju länderna, och hushållens skuldsättning ligger i topp, å andra sidan är kreditillväxten måttlig.

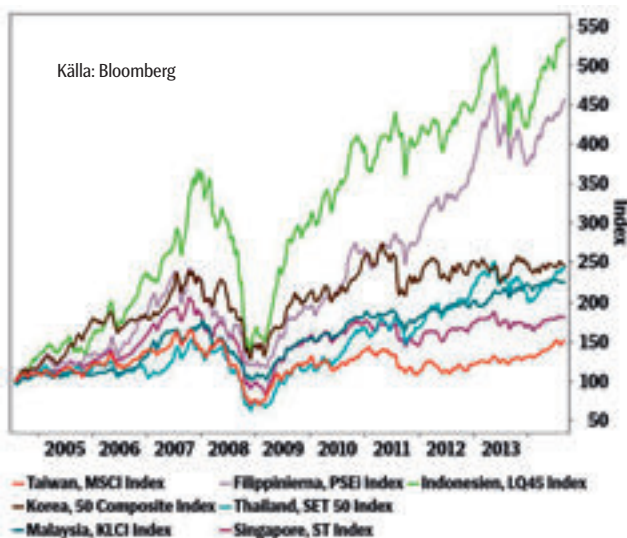
Stabila branscher men hög värdering även i Malaysia

Strukturen på Kuala Lumpurbörsen påminner mycket om Jakarta med ett stort inslag av defensiva sektorer som tobak, teleoperatörer, livsmedel, kraft och gasdistribution. Knappt 40 procent av börsvärdet ligger i sådana relativt konjunkturstabila branscher och en fjärdedel återfinns i banker. Med P/E 16,9 och en premie mot historiskt genomsnittlig värdering av eget kapital på nära 20 procent samt den näst lägsta förväntade vinsttillväxten i regionen de närmaste två åren framstår Malaysiabörsen inte som särskilt attraktiv.

Filippinerna uppvisar god makroekonomisk styrka

Under 2013 var BNP (PPP) 456 mdr USD, och BNP/capita (nominellt) 2 700 USD.

Även i Filippinerna noteras ett offentligt budgetunderskott, medan andra makronyckeltal speglar hög tillväxt och god samhällsekonomisk balans; S&P och Fitch höjde för en tid sedan landets kreditbetyg till Investment Grade. Inflationen ser ut att bli måttlig 2014-2015, men är för närvarande högre än styrräntan (3,75%). Därför torde räntan kom att höjas igen under de närmaste må-



OMBYTTA ROLLER EFTER 10 ÅR?

Diagrammet visar indexutvecklingen för börserna i Filippinerna, Malaysia, Indonesien, Singapore, Sydkorea, Taiwan och Thailand i svenska kronor de senaste tio åren. Börser med stor exponering mot de egna ländernas ekonomi i kombination med en relativt hög ekonomisk tillväxt som Filippinerna och Indonesien har haft den klart starkaste utvecklingen. Uppgången i vinnarländerna har dock inte enbart varit en funktion av stark vinsttillväxt utan även av en kraftig multipelexpansion. Risken är påtaglig att det senaste decenniets stora vinnare kan behöva en stunds konsolidering. Samtidigt ser värderingarna mer attraktiva ut i eftersläntrarna Taiwan och Singapore.

naderna. När det gäller valutan (PHP) räknar SEB inte med några stora kursrörelser gentemot USD fram till nästa höst. Ytterligare en anledning att strama åt penningpolitiken är den höga kreditillväxten. Filippinerna ligger här i topp före Singapore, samtidigt som den offentliga skulden är måttlig (ca 50% avBNP), och hushållsskulderna nästintill försumbara enligt officiell statistik.

Lockande profil ger dyr filippinsk börs

Den filippinska börsen sticker ut genom att erbjuda en sällsynt hög exponering mot just den inhemska ekonomiska utvecklingen. Närmare 60 procent av index återfinns i sektorer med en tydlig koppling till den inhemska ekonomiska utvecklingen; exempelvis detaljhandel, fastigheter och bank. Ytterligare cirka 30 procent återfinns i branscher av relativt konjunkturokänslig natur som teleoperatörer och kraftbolag, och mindre än 10 procent utgörs av exportbolag och råvaruproducenter. Manillabörsen är den minsta av de sju asiatiska aktiemarknader vi granskar i detta tema, men med ett sammanlagt börsvärde i samma storleksordning som de fyra svenska storbankerna och H&M, Ericsson, Atlas Copco och TeliaSonera tillsammans så är det ändå en viktig aktiemarknad.

En gynnsam ekonomisk och politisk utveckling under president Aquino III har gjort börsbolagen i Filippinerna till vinnare med stark vinstutveckling, över 12 procent per år de senaste tio åren. Manillabörsen har haft en fantastisk utveckling; 627 procents avkastning i svenska kronor de senaste 10 åren och 211 procent de senaste 5 åren, vilket är mer än tre gånger så bra som MSCI Asien ex Japan. Tyvärr utgör inte historisk avkastning någon garanti för framtida sådan och den Filipinska börsen är nu dyr med P/E 20, 48 procent över snittet de senaste 10 åren och klart högre än regionen i övrigt. Eget kapital värderas 65 procent högre än snittet de senaste 10 åren, vilket sticker ut som dyrt i ett internationellt perspektiv.

Singapore klarar "läroboksmålen" med glans

Fjölårets BNP (PPP) var 325 mdr USD, och BNP/capita (nominellt) 54 600 USD.

Singapore klarar under 2014-2015 med glans att uppnå "läroboksmålen" för en ekonomi, som ju är god tillväxt, låg inflation, låg arbetslöshet, balans/överskott i de offentliga finanserna, och balans/överskott i bytesbalansen. Konjunktoren i Singapore har stärkts på sistone till följd av bland annat ökad export. Men tillväxten växlar troligen inte upp särskilt mycket mer eftersom Singapore, liksom

Kina, nu prioriterar balansen och kvaliteten i tillväxten före hög takt. Hushållens konsumtion kan dock växa snabbare framöver när immigrationen begränsas, vilket bidrar till fler jobb och högre löner för landets låginkomsttagare. Som ett resultat kan inflationen också stiga lite, men utsikterna till en starkare valuta (SGD) mot USD begränsar prisuppgången.

Även om det allra mesta ter sig utmärkt i Singapores makrovärld finns ett par risker. Dels snabb kreditillväxt - näst snabbast efter Filippinerna, i relation till BNP-tillväxten hamnar här Singapore högst bland de sju länderna - dels hög skuldsättning bland hushållen, och i kretsen skuldsatta företag är fastighetsbolag och biltillverkare i sämst sits om räntorna skulle stiga snabbt.

Finans dominerar börsen i Singapore

Singapore har en tung finanssektor och bankerna utgör den överlägset tyngsta branschen på börsen, cirka 30 procent. Även fastigheter väger tungt, 15 procent, men de två största fastighetsbolagen är inte fokuserade på Singapore utan Hongkong och Kina. Några tunga industriföretag med maritimt fokus finns också representerade, men sammantaget ger Singaporebörsen ändå en betydande exponering mot stadsstatens inhemska konjunkturutveckling. Efter ett par år av svag vinstutveckling har 2014 inletts hoppande, men analytikerna befarar ändå att året kommer att summeras med 5 procents negativ vinsttillväxt. Värderingen av eget kapital på Singaporebörsen är lägre än normalt, 27 procents rabatt mot snittet de senaste 9 åren, medan de flesta börserna i regionen värderas högre än 10-årsnitt. Direktavkastningen på 3,2 procent är bäst i regionen och endast marginellt under snittet för europeiska aktier. Kombinationen av en relativt attraktiv värdering och en positiv makrobild och en börssammansättning som ger investerarna exponering mot denna goda makromiljö är lockande.

Slutsats

Sammanfattningsvis är regionen inte särskilt billig, men det finns goda skäl till detta. En sammanvägning av makrobild och börsbolagens nyckeltal indikerar att Singapore och Taiwan är de två mest attraktiva marknaderna medan Filippinerna ser dyrt ut - trots den fina ekonomiska utvecklingen.

Land	Börsvärde MSEK	P/E 2014	P/E premie/ rabatt mot 10 årssnitt	Direkt-avkastning	P/BV	P/BV premie/ rabatt mot historik	Vinsttillväxt 2014	Vinsttillväxt 2015
Syd Korea	8 159 185	10,9	5%	1,4%	1,0	-29%	5%	15%
Taiwan	6 245 641	15,1	10%	3,0%	2,2	17%	28%	6%
Singapore*	3 946 929	14,8	4%	3,2%	1,4	-27%	-5%	9%
Malaysia	3 308 792	16,9	19%	3,1%	2,3	19%	-1%	9%
Thailand	3 069 245	15,3	59%	3,2%	2,4	17%	1%	14%
Indonesien	2 852 351	16,5	49%	2,4%	3,6	47%	6%	14%
Filippinerna	2 148 029	20,2	48%	2,0%	2,9	65%	4%	16%

*historik baserad på 9-årssnitt

Källa: Bloomberg



Stark tillväxt för obligationer i tillväxtmarknader

De senaste 10 åren har obligationer utgivna av aktörer i tillväxtmarknader (Emerging Markets, EM) attraherat allt mer kapital. Emitterad volym av både företagsobligationer och statsobligationer har ökat kraftigt, samtidigt som investerare i dessa obligationer har tagit del av en god avkastning.

Amerikanska centralbankens kommunikation förra våren om minskade stimulanser och kommande räntehöjningar, gav relativt kraftiga negativa avtryck under andra halvåret i fjol. I ett längre perspektiv framstår dock denna period inte så dramatisk. Aktuell miljö med ultralätt penningpolitik och med räntor nära noll i stora delar av den utvecklade delen av världen ger fortsatt stöd och intresse för investeringar i obligationer i tillväxtmarknader.

De senaste åren har utmaningen att få avkastning på investeringar i tillgångslaget räntor blivit allt större, om man inte varit villig att öka sitt risktagande. Företagsobligationer utgivna av företag med hög kreditvärdighet, Investment Grade (IG) i den utvecklade delen av världen (Developed Markets, DM) har inte erbjudit avkastning på mycket mer än någon enstaka procent. Denna jakt på ränta har lett till att mycket kapital har sökt sig till företagsobligationer med sämre kreditvärdighet, så kallade High Yield-obligationer i DM, en tillgångsklass som utvecklats mycket starkt under många år. Men även obligationer utgivna i tillväxtmarknader (Emerging Markets, EM) har väckt allt större intresse hos investerare då räntan i många fall varit betydligt högre än i DM.

Intresset för EM-obligationer är emellertid inget nytt fenomen även om det ökat på senare år. Denna marknad har under lång tid uppvisat en kraftig tillväxt, både avseende utestående volym för tillgångslaget, men också när det gäller antalet emittenter och kategorier av köpare.

Marknaden består främst av statsobligationer utgivna av tillväxtländer och obligationer utgivna av företag med säte i dessa. Båda kategorierna emitteras antingen i lokal valuta eller i hårdvaluta (främst USD), även om majoriteten av emitterade företagsobligationer fortsatt sker i hårdvaluta.

Exempel på den kraftiga tillväxt tillgångslaget uppvisat är att total utestående volym av EM-obligationer emitterade i hårdvaluta (USD och EUR) växt med i genomsnitt 12,5 procent per år de senaste 15 åren. Från att ha varit en relativt liten marknad på motsvarande cirka 285 miljarder USD i slutet av 1988 till att i januari i år ligga på motsvarande cirka 1 697 miljarder USD, alltså i princip en sexdubbling. Företagsobligationsmarknaden i EM har uppvisat en ännu större volymtillväxt. Total utestående volym motsvarade cirka 3,5 procent av volymen utgivna av företag i EU och USA 1988. Idag är motsvarande andel 17 procent. Sedan millennieskiftet till idag har volymen ökat från 144 miljarder USD till 1 513 miljarder. Av denna volym är andelen Investment Grade-krediter drygt 70 procent, alltså krediter med högre kreditvärdighet. Efter denna åttadubbling är nu utestående volym i nivå med den för amerikanska HY-obligationer och därmed ett viktigt segment för investerare.

BRA UTVECKLING FÖR EM-OBLIGATIONER



Källa: JPMorgan/Bloomberg

Som framgår av grafen har utvecklingen för obligationer utgivna i tillväxtmarknader varit mycket stark. Både statsobligationer och företagsobligationer utgivna i regionen har överträffat världsbörsens utveckling den senaste 10-årsperioden. Det är också tydligt att volatiliteten varit betydligt högre i obligationer utgivna i lokal valuta jämfört med de utgivna i hårdvaluta.

Flera bakomliggande orsaker till marknadstillväxten

En viktig förklaring till att marknaden för EM-obligationer växt så dramatiskt är att både länder och företag i regionen har uppvisat en allt bättre hälsa. Statsskulder i relation till BNP i tillväxtländerna har minskat och de offentliga finanserna är i många fall starkare i dessa länder än i den utvecklade delen av världen. Som en följd av detta har genomsnittlig kreditvärdighet för både stater och företag i tillväxtmarknaderna förbättrats de senaste 15 åren. Dock är det värt att notera att företagen inom EM i genomsnitt har bättre kreditvärdighet än staterna. Under samma period har kreditvärdigheten för amerikanska företag försämrats något och ligger nu i princip i paritet med nivån för EM. Genomsnittlig belåning för ett företag med lägre kreditrating (HY) i EM är dessutom i dagsläget lägre än motsvarigheten i DM. Slutsatsen blir att marknaden för EM-obligationer, uttryckt som kreditrisk, inte är mer riskabel än företagsobligationer i USA och att allt fler investerare nu ser detta tillgångsslag som en viktig del i en diversifierad portfölj.

Aktuell finansiell miljö med ultralätt penningpolitik i stora delar av DM och allt större utmaningar för placerare att finna avkastning, i kombination med förväntan om stigande räntor och historiskt attraktiv totalavkastning för EM-obligationer, har också bidragit till ett ökat intresse.

I takt med att marknaden växt och allt fler investerargrupper har sökt sig till tillgångsslaget har också likviditeten förbättrats och marknaderna fungerat bättre. Historiskt har en majoritet av alla EM-obligationer ägts av investerare från den utvecklade delen av världen, men detta mönster har successivt förändrats.

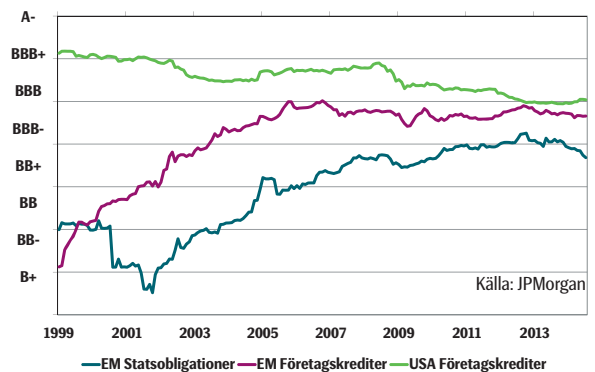
Tillgångslaget bidrar vidare med en viss diversifiering till portföljen. Även om korrelationen med både aktier och HY-obligationer utgivna i DM är relativt hög så är korrelationen med exempelvis amerikanska statspapper mycket låg. Den senaste sjuårsperioden har korrelationen mellan EM företagsobligationer i hårdvaluta (uttryckt med JPM CEMBI Diversified TR USD index) och globala aktier (uttryckt i MSCI AC World index) legat på 0,71 och korrelationen mot ett HY-index (BoAML Global High Yield TR) legat på 0,79. För EM statsobligationer utgivna i lokal valuta (mätt med JPM GBI EM Global Diversified TR) är motsvarande siffror 0,81 respektive 0,69. Värt att notera är att Statsobligationer utgivna i lokal valuta alltså har högre korrelation med aktiemarknaden, men lägre korrelation med HY-marknaden inom DM.

Källor till avkastning och risk

Då universum av tillväxtmarknadsobligationer består av obligationer emitterade av både företag och stater samt i både lokal valuta och hårdvaluta är det viktigt att man som investerare är medveten om hur detta kan påverka placeringen i termer av förväntad risk och avkastning.

Om vi blickar tillbaka 10 år och jämför avkastningen i EM-obligationer i lokal respektive hårdvaluta med utvecklingen för andra tillgångsslag som aktier och HY-obligationer utgivna

BÄTTRE KREDITBETYG I EM MINSKAR SKILLNADEN MOT USA



Bilden visar utvecklingen för genomsnittliga kreditbetyg för dels amerikanska företag, dels stater och företag i tillväxtmarknaderna de senaste 15 åren. A- är högsta betyg och B+ är lägsta betyg på y-axeln. Som framgår var skillnaden i kreditbetyg betydande 1999 men ligger nu i princip i paritet.

i DM kan vi konstatera att EM-obligationer står sig väldigt väl i denna jämförelse. Om vi studerar utvecklingen för EM statsobligationer i lokal valuta under perioden januari 2003 – mars 2013 kan vi notera att en dollarinvestering erhållit i genomsnitt 12,3 procent i avkastning per år. Denna avkastning är driven av tre relativt okorrelerade källor; räntan, valutan och värdeförändringen på obligationen. Det visar sig att hela 40 procent av avkastningen har genererats av apprecierade valutor, 44 procent från räntan och 16 procent från att priset på obligationen stigit, med andra ord att räntan fallit. Valutans bidrag till volatiliteten i avkastningen är också betydande, den senaste tvåårsperioden har volatiliteten legat på cirka 10 procent varav valutan stått för mer än hälften.

Det är uppenbart att det är extra viktigt att ha en uppfattning om hur valutorna kommer att utvecklas när man investerar i tillväxtmarknadsobligationer utgivna i lokal valuta. Eller åtminstone vara medveten om valuta-utvecklingens potentiella påverkan. Två av åren, 2008 och 2009, gav negativ avkastning, och båda åren förklaras helt av valutakursförändringar.

Om man istället väljer att investera i obligationer emitterade i hårdvaluta blir inte valutabidraget en lika avgörande faktor. Gäller det företagsobligationer bör man å andra sidan ha i åtanke att företaget som emitterat obligationen riskerar att få både högre lånekostnad och större skuld om hårdvalutan stärks. Har de exportintäkter i samma hårdvaluta kompenserar det förstås delvis.

Att tillgångslaget kommer att fortsätta växa i ytterligare många år framöver är nog de flesta överens om. Vi bedömer att EM-obligationer är intressanta och att de fyller sin funktion i en diversifierad portfölj.



Uppföljning: Östeuropa kläms mellan geopolitisk risk och mindre draghjälp

De senaste månaderna har Ukrainakrisen eskalerat och konjunkturen i Euroland försvagats, en kombination som satt negativa spår i Östeuropas ekonomi. De allttjämt lågt värderade aktiemarknaderna har dock reagerat behärskat. Vi föredrar fortsatt börser i västra Östeuropa framför de i regionens östra del.

Sedan publiceringen av temat om Östeuropa i *Investment Outlook* daterad 27 maj 2014 har det mesta i regionen geopolitiskt och makroekonomiskt utvecklats i fel riktning.

Inte minst har konflikten mellan Ukraina och Ryssland eskalerat i flera steg. Geopolitiska oroshärdar såsom denna och Gaza samt Irak/IS (Islamiska staten) skapar ökad osäkerhet bland investerarna som därför kräver en högre riskpremie. Beträffande Ukrainakrisen riskerar denna både kort- och långsiktigt att få negativa konsekvenser för den ekonomiska tillväxten i betydande delar av Östeuropa (framför allt i de forna Sovjetstaterna), och även i de västländer som har starka ekonomiska band med öst. Generellt har den geopolitiska risknivån i världen höjts rejält under de senaste månaderna, och av allt att döma kommer denna allvarigare risksituation att bestå under överskådlig tid.

Som lök på laxen har konjunkturen i Euroland inklusive Tyskland tydligt försvagats i sommar, illustrerat under det andra kvartalet av en stagnerande BNP (bruttonationalprodukt) i hela unionsområdet och en fallande tysk sådan. En dylik utveckling i kontinentala Västeuropa är till förfång för de närmaste grannarna öst. Ett skäl är det stora handelsutbytet med Västeuropa. Av exempelvis Polens och Tjeckiens export har 25-30 procent Tyskland som destination. Ett annat skäl är de ömsesidiga finansmarknadsbanden i banksektorerna och aktiemarknaderna.

En lägre konjunkturpuls i Euroland innebär således mindre makroekonomisk draghjälp för länder som Polen, Tjeckien och Rumänien, samtidigt som en sämre börsutveckling i västra Europa kan göra negativa avtryck på aktiemarknaderna i de östra grannländerna. Trots detta är index för de större

börserna i öst i princip oförändrade sedan slutet av maj räknat i svenska kronor, undantaget är Österrike som tappat cirka 5 procent.

Vi valde i vårt Östeuropatema i maj att aktiemässigt inkludera Österrike, eftersom börsen i Wien domineras av bolag med stor verksamhet i öst. Utöver att dessa bolag på senare tid mött en hel del motvind österifrån har österrikiska banker med fokus på Östeuropa drabbats av politiska beslut i Ungern. Besluten medför att bankerna tvingas kompensera kunder för förluster de gjort på lån i utländsk valuta till följd av försvagningen av den ungerska forint. Österrikiska banker har även fortsatt pressats av kreditförluster i regionen liksom drabbats av EU:s sanktioner mot Ryssland.

Aktiemarknaderna i Östeuropa är allttjämt lågt värderade, både relativt omvärden och sin historik. Ryska aktier värderas till P/E 5, vilket är ovanligt lågt även för att vara Ryssland. Snittet sju år bakåt var 8. Samtidigt värderas bolagens egna kapital 45 procent lägre än normalt, och direktavkastningen är 4,7 procent.

Polska aktier värderas till P/E 15, som är högre än normalt och beror på vinstpress. Det egna kapitalet värderas med en rabatt på 25 procent jämfört med snittet de senaste sju åren, och direktavkastningen är 4,2 procent. Den politiska risken i Ryssland är enligt vårt förmenande betydligt högre än i Polen och Österrike, varför en större rabatt på dessa börser kan motiveras.

Analytikerna spår kraftiga vinstlyft för börsbolagen i Polen (13%) och Österrike (80%), samt i Tjeckien (60%). Vår kristallkula visar också en lite bättre konjunktur i Euroland under de närmaste två åren, något som skulle ge draghjälp åt grannländerna i öst.

Vi står fast vid bedömningen att börsrelationen mellan potential och risk är mer attraktiv i de västra delarna av Östeuropa, framför allt i Polen, än i de östra delarna, där den enda börserna med relevans är den ryska.



Världsekonomin fortsätter uppåt

- *Globala konjunkturen strävar vidare uppåt, men färdens är skakig och styrkan varierar*
- *Fortsatt stor penningpolitisk stimulans och bortkopplad finanspolitisk broms gynnar*
- *Geopolitiska risker och vacklande unionsekonomi kan sätta käppar i hjulet, oväntat stor draghjälp från USA kan ge mer bränsle*

Världsekonomin präglas fortsatt av uppgång, vilken dock både är skör och uppvisar olika takt geografiskt. Geopolitiska oroskärnor och handelskonflikten mellan Ryssland och USA/EU har ännu inte gjort några djupare negativa avtryck i den globala konjunkturen. Penningpolitiken i DM (Developed Markets) förblir mycket stimulerande, och finanspolitiken växlar över till neutral inriktning från tidigare åtstramande. Den låga inflationen består, men mönstret spretar med deflationsrisker i flera europeiska länder och gradvis högre prisökningstakt i USA. EM-sfären (Emerging Markets) som helhet kan öka takten på ett par års sikt, med EM-Asien i glasklar tillväxtledning. Faran för eskalerande geopolitiska risker och sämre ekonomi än väntat i Euroland utgör största nedsiderisker, främsta uppsidechans är om USA ger globala ekonomin oväntat stor draghjälp.

Hetare USA-ekonomi efter frostig inledning av 2014
USA:s konjunktursvacka under det första kvartalet i år berodde på tillfälligheter, främst ogynnsamt vinterväder men även lageravveckling i bilindustrin. Andra kvartalet hade tillväxten växlat upp till 4,2 procent och många tidiga indikatorer förbådar en god konjunkturpuls även under återstoden av 2014. BNP (bruttonationalprodukten) bedöms växa drygt 2 procent i år, nästan 3,5 procent 2015, och drygt 3 procent 2016. Prisökningstakten ser ut att öka framöver, men uppgången torde bli ganska beskedlig. Starkare konjunktur får Federal Reserve att avrunda sina obligationsköp i oktober i år, och börja höja styrräntan i april 2015 från nuvarande 0,25 procent.

Euroland på stället marsch

Efter en hygglig inledning av året har konjunkturen i Euroland tappat kraft. BNP stagnerade under det andra kvartalet, när både den italienska och tyska ekonomin krympte. Bakom det borde störningarna i handelsutbytet med Ryssland ha legat,

och en negativ rekyl efter den oväntat goda konjunkturstarten på 2014. Unionens BNP spås öka drygt 0,5 procent i år, drygt 1 procent 2015 och 1,5 procent 2016. Att takten gradvis har chans att bli högre kan främst relateras till de utvidgade stimulanserna signerade Europeiska Centralbanken (ECB), som förutom åtgärderna som lanserades i juni och september i år bedöms sjösätta ett stort obligationsköpprogram senast våren 2015. Även ökad draghjälp från omvärlden finns med i prognosbilden. Deflationsriskerna består i flera länder, men Euroland som helhet bedöms kunna undvika denna fara.

Brittisk ekonomi glänser

Storbritanniens ekonomi fortsätter att expanderar på bred front, och 2014 nås enligt vår prognos högsta BNP-tillväxten bland de största industriländerna (G7) med drygt 3 procent. Det följs av goda nästan 3 procent nästa år och drygt 2,5 procent 2016. Parallellt med denna tillväxt spås inflationen understiga Bank of Englands (BoE:s) mål på 2 procent. Stark konjunktur ger ändå BoE anledning att i februari nästa år börja höja styrräntan från dagens 0,50 procent. Folkomröstningen om Skottlands oberoende den 18 september är en klar orosfaktor, särskilt som senaste opinionsmätningarna pekar mot ett jämnt lopp.

Nordiska konjunkturkurvorna spretar isär

Konjunkturen i de nordiska länderna pekar alltså mot lite olika håll. Svensk ekonomi uppvisar hygglig tillväxt genom köpglada hushåll som gläds åt stigande realinkomster och tillgångspriser. I Norges ekonomi finns motriktade krafter, investeringar i olja, gas och bostäder viker, medan en stabilare arbetsmarknad gynnar privatkonsumtionen. Danska konjunkturen stärks efter flera svaga år, tack vare fler jobb, högre bostadspriser och en mjukare finanspolitik som stöttar hushållsekonomin. I Finland har ekonomin fortsatt stark motvind, och BNP minskar för tredje året i rad. Förutom strukturella problem i näringslivet drabbas landet nu av Rysslands lägre tillväxt och importrestriktioner. Hela Nordens BNP spås växa drygt 1,5 procent i år och drygt 2 procent både 2015 och 2016.

Bank of Japan får mer att göra då "tredje pilen" dröjer

Japans BNP steg rejält inför momshöjningen i april i år, men föll sedan kraftigt under det andra kvartalet (-6,8%). Sedan årsskiftet har industrin och exporten utgjort största besvikelser. Även om ekonomin nu återhämtar sig från vårens fall förblir tillväxten låg. Vår kristallkula visar att BNP ökar drygt 1 procent i år

och 2015, och knappt 1 procent 2016. Inflationen har i sommar nått drygt 3,5 procent, det vill säga klart över Bank of Japans (BoJ) mål på 2 procent. Men räknat exklusive effekter av moms-höjningen ligger inflationen kvar kring 1 procent, en underliggande takt vi spår även för 2015 och 2016. Strukturreformer är nyckeln till högre lönekostnader och därmed möjligheter att nå inflationsmålet, och premiärminister Abe lanserade i somras "tredje pilen" (strukturreformer) i sin makrostrategi Abenomics. Men konkreta detaljer saknas, och det tar tid innan reformer påverkar ekonomin. Mot denna bakgrund torde BoJ få sjösätta ytterligare penningpolitisk stimulans.

EM-Asien alltjämt i en klass för sig

Asiens EM-ekonomier varvar nu upp tack vare ökad export till DM, och stimulerande penningpolitik liksom god jobbtillväxt som gynnar hemmamarknaderna i många länder. BNP kan växa med uppemot 7 procent per år 2014-2015, lite långsammare 2016. Inflationstrycket i regionen är alltjämt lågt, med Indien och Indonesien som viktiga undantag. I flertalet länder finns därför utrymme för en ihållande penningpolitisk stimulans. Först nästa år väntas monetära åtstramningar på bredare front. Tillväxten i Kina blev överraskande hög under det första halvåret 2014, när ekonomin i övrigt stod väl emot den nedåtgående spiralen för byggandet. Detta tack vare stark kinesisk export, och riktade ekonomisk-politiska stimulanser. En mjuk inbromsning från hög takt ligger nu i korten, från årets 7,5 procent till cirka 7 procent 2016. I Indien knyts nu stora förhoppningar till den nya regeringens (BJP:s) ekonomiska politik. Det finns förvisso en risk för besvikelser när det gäller ekonomiska reformer, men BNP-tillväxten spås ändå kunna öka från 5,0 procent 2014 till omkring 6 procent både nästa år och 2016.

Latinamerika har det motigt

Latinamerika brottas med makroproblem såsom lägre tillväxt, högre inflation och stora bytesbalansunderskott. Efter en ökning på över 3,5 procent i snitt under nya millenniets första decennium har Brasiliens BNP-tillväxt bromsat in till under 1 procent i år. Presidentvalet nu i oktober har möjlighet att öppna för nödvändiga strukturreformer, men ingen av huvudkandidaterna har visat någon reformagenda som imponerar.

Samtidigt är höginflationslandet Argentina satt i teknisk default, något som ytterligare adderar till de ekonomiska bekymren. Klart bättre makrosituation återfinns i länder som Mexiko och Chile. Hela regionens BNP bedöms växa 1,5 procent i år, cirka 2 procent 2015 och 2,5 - 3,0 procent 2016.

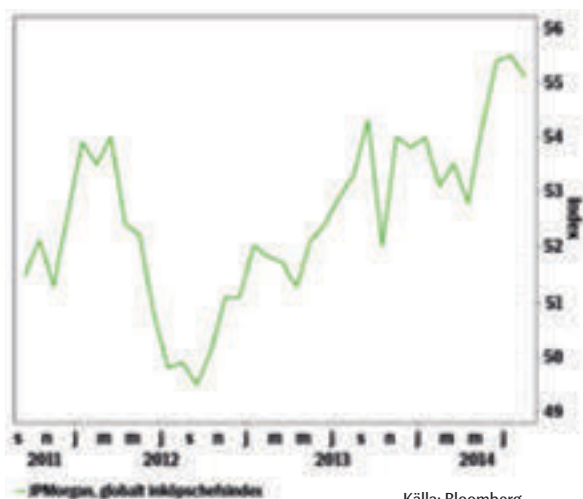
Föga tröst på flera håll i Öst

Den geopolitiska konflikten i östra Ukraina förefaller bli långvarig. För att sätta press på Ryssland att verka för en demilitarisering i konfliktregionen har EU och USA stegvis höjt sina sanktioner. Ryssland har svarat med att stoppa cirka 10 procent av livsmedelsimporten i ett år. Dessa åtgärder har ganska låg verkningsgrad, men ökar likväl osäkerheten om en redan svag rysk konjunktur, och adderar till inflationen i landet. Samtidigt är Ukraina i djup recession, BNP spås krympa 6 procent i år för att sedan stagnera. Läget och utsikterna är betydligt ljusare främst i den centrala delen av Östeuropa, men även söderut. Ekonomier som fortsätter att utmärka sig positivt är Polens, Tjeckiens och Ungerns.

De baltiska ekonomierna hör till de som drabbas hårdast av konflikten Ryssland-Ukraina, eftersom handelsutbytet med Ryssland är stort, och den högre regionala osäkerheten hämmar investeringsviljan i Baltikum. De ryska livsmedelsrestriktionerna slår hårdast mot Litauen, medan Estland totalt sett är mest utsatt på grund av landets höga exportandel och starka kopplingar till den finska recessionsekonomin. Men det finns också positiva baltiska tillväxtkrafter i form av privatkonsumtion och bra fart på byggandet liksom kommande infrastruktursatsningar.

Världstillväxten blir successivt högre

Den globala tillväxten får successivt upp högre fart. Precis som i fjol bedöms världens BNP stiga knappt 3,5 procent i år, och omkring 4 procent både 2015 och 2016. EM-sfären växer fortsatt snabbast med en takt på 4,5-5,0 procent per år 2014-2016. Gapet mot DM-området krymper dock 2014 och nästa år när DM-tillväxten växlar upp till 2 respektive 2,5 procent, för att åter vidgas något 2016 när tillväxten i EM blir ytterligare något högre, medan DM-tillväxten sänks marginellt.



VÄRLDSKONJUNKTUREN HÅLLER ÅNGAN UPPE

Visserligen sjönk JPMorgan/Markit's Composite-index i augusti, men nivån var alltjämt hög och signalerade snabb global tillväxt. Bäst fart i tjänstesektorn, lite lägre expansionstakt i industrin. Geografiskt starkast i USA och Storbritannien, konjunkturdämpning i Euroland.

Förbättrade vinstutsikter

- **Nu växer vinsterna**

Efter en utdragen period av vinststagnation kunde ett tydligt trendbrott skönjas i rapporterna för andra kvartalet 2014, även om tillväxttakten fortfarande är modest.

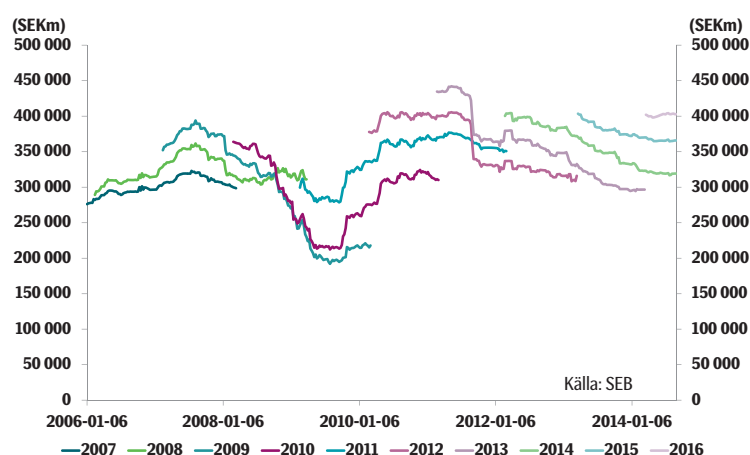
- **Stabilisering ger vinstprognoserna trovärdighet**

Det är inte bara de rapporterade vinsterna som visar förbättringar, även trenden med ständiga nedrevideringar av de framåtblickande vinstprognoserna tycks efter tre års nedgång nu vara bruten.

- **Starkt centralbanksstöd**

Börsens trumfkort är fortfarande den relativa attraktiviteten. Tack vare centralbankernas exceptionellt expansiva penningpolitik kan räntorna förväntas bli historiskt låga under lång tid och jämfört med de mycket låga avkastningskrav som idag avspeglas i räntemarknaden är nordiska aktier någorlunda attraktivt värderade.

STABILISERADE VINSTPROGNOSER INGER HOPP



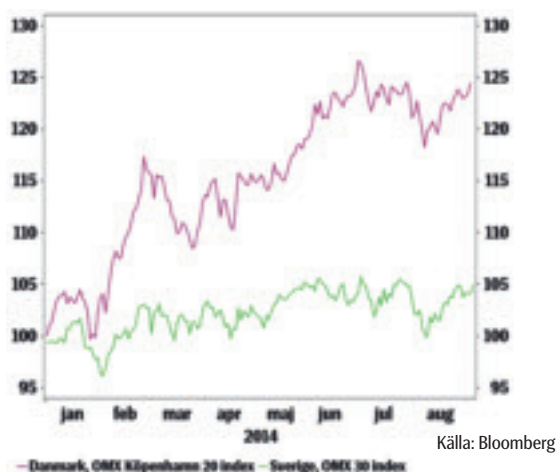
De måsvingeliknande kurvorna ovan visar de aggregerade vinstprognoserna för de svenska börsbolagen i miljoner kronor för respektive år. Efter tre år med stadiga och betydande nedjusteringar av prognoserna syns nu en stabilisering, vilket ger trovärdighet åt förväntningarna om hälsosam vinsttillväxt 2014 och 2015.

VÅR SYN PÅ DEN NORDISKA AKTIEMARKNADEN i stora drag har egentligen inte förändrats nämnvärt på mer än ett år. Efter två år med kraftig börsuppgång (2012-2013) och krympande vinster i börsbolagen samtidigt som analytikernas vinstprognoser för kommande år kontinuerligt reviderades ned framstod värderingarna i slutet av 2013 inte längre som särskilt attraktiva, åtminstone inte jämfört med den egna historiken. När vi istället jämförde med andra investeringsalternativ trädde, då liksom nu, en mer positiv bild fram. Tack vare centralbankernas exceptionellt lätta penningpolitik kan de låga räntorna förväntas bestå under lång tid framöver och även utan vinsttillväxt i bolagen samt begränsad potential för ytterligare multipelexpansion framstod börsens 3-4 procent direktavkastning som ett mindre dåligt alternativ än mycket annat. Sammantaget var det upplagt för sidledes konsolidering för aktiemarknaden med en försiktigt positiv underton. Låga räntor ger stöd, men bristen på vinsttillväxt i kombination med en ganska hög värdering begränsar uppgångspotentialen. Den här situationen ser nu ut att bestå under ytterligare en tid framöver, men den stora frågan är (och var) givetvis, vad händer i nästa steg?

Konsolidering i Sverige, hausse i Danmark

Profetian om en sidledes börsutveckling i Norden var något tidigt ställd, men här i princip slagit in i Sverige och Finland under 2014, åtminstone efter de första veckorna i januari. För även om en svagt stigande underliggande trend kan identifieras och investerare, utöver kursuppgången, även fått cirka 3,5 procent i utdelningar i år kan vi konstatera att OMXS30 i augusti noterades på samma nivå som i januari i år och en sidledes utveckling därmed är en träffande beskrivning av större delen av det hittillsvarande börsåret 2014 i Sverige.

KONSOLIDERING I STOCKHOLM, HAUSSE I KÖPENHAMN



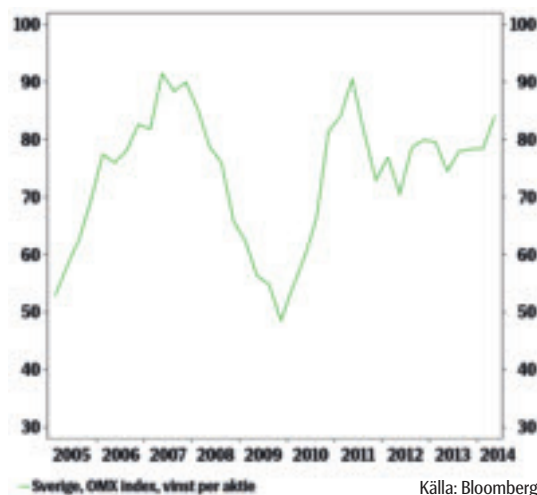
Diagrammet visar utvecklingen för Stockholmsbörsen (OMXS30) och Köpenhamnsbörsen (OMXC20) 2014, båda räknat i svenska kronor. En slagig, svagt positiv, sidledes konsolidering har präglat den svenska marknaden under större delen av 2014 medan haussen är påfallande i vårt sydvästra grannland.

Ser vi till hela Norden har börsåret 2014 däremot varit väsentligt starkare, framför allt i Danmark drivet av tillväxtlokomotivet Novo Nordisk. Bolaget utgör cirka 40 procent av KFX/OMXC20-

index och har i år gått upp med 30 procent. Även den andra indexbjässen, AP Möller-Maersk, har hjälpt till och kraftiga uppgångar i ytterligare fyra storbolag noteras också. Någon tydlig gemensam nämnare för raketerna i Köpenhamn är svår att identifiera. Det är en blandning av kraftfulla kostnadsbesparingar, fortsatt god tillväxt och allmänt uppjusterade förväntningar (ofta även kallat högre riskaptit eller bättre sentiment). Köpenhamnsbörsen skiljer sig något från övriga Norden genom det stora inslaget av tillväxtbolag, något som gjort börsen till Nordens bästa både i år, de senaste 5 åren och de senaste 10 åren. Växande vinster kommer att hjälpa även under kommande år, men vinsterna värderas nu högst i Norden med P/E 18,4 för 2014 och potentialen för ytterligare multipelexpansion bör därmed vara relativt begränsad i närtid.

I Norge har börsens tungviktare Statoil bidragit till ett bra börsår och även i detta fall är det primärt en hårdare kostnadskontroll, framför allt vad gäller prioriteringar vid nya projekt, som ligger bakom uppgången, medan oljepriset har fallit trots geopolitisk oro i Mellanöstern och Östeuropa.

VINSTERNA VÄXER IGEN



Diagrammet visar index över de rapporterade nettovinsterna under den närmast föregående 12-månadersperioden för OMXS30-bolagen (de 30 största aktierna på Stockholmsbörsen). Förbättringen det senaste kvartalet tänder hoppet om att den negativa vinsttrenden sedan 2011 nu är bruten.

Vad blir nästa steg för börsen?

I närtid bedömer vi att terrorbalansen mellan en nära fullvärderad börs, modest vinsttillväxt och politisk oro å den ena sidan och låga räntor å den andra sidan kommer att bestå. På lite sikt finns det dock skäl att utvärdera risker och möjligheter i nästa utvecklingsfas. Om centralbankerna tvingas strama åt penningpolitiken innan vinsterna tagit fart rejält finns det idag en betydande fallhöjd för börsen. Samtidigt kan vi konstatera att om våra vinstprognoser för 2015 och 2016 håller och värderingen av vinsterna ligger kvar på nuvarande multiplar, vilket är rimligt med rådande ränteutsikter, kommer totalavkastningen från den nordiska aktiemarknaden att vara mycket konkurrenskraftig. Vi räknar idag med en justerad nettovinsttillväxt på 6 procent i år, 15 procent 2015 och 10 procent 2016 för de

svenska börsbolagen och motsvarande siffror för hela Norden är 15 procent 2014, 16 procent 2015 och 10 procent 2016. Direktavkastningen ligger samtidigt på 3,6-4,4 procent per år i Sverige och i Norden totalt.

Kvartalsrapporterna inger hopp

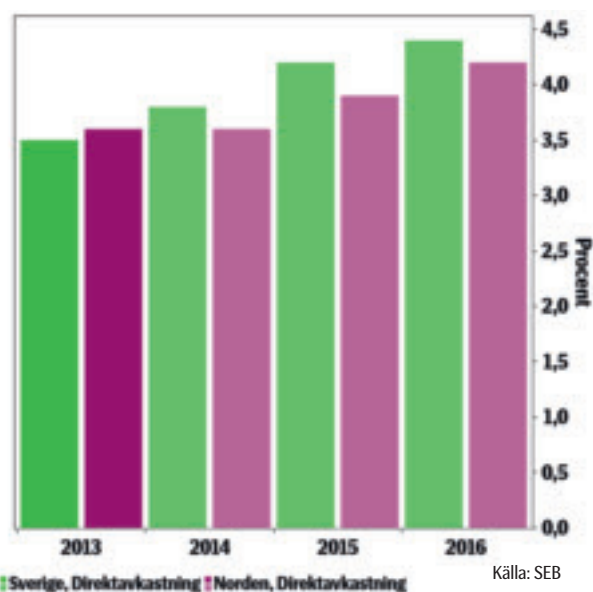
Sommarbörsen har varit relativt stökig, men förklaringen ligger primärt i ökad geopolitisk oro och i synnerhet konflikten i Ukraina. Även makrostatistiken från Europa har varit en besvikelse men denna har troligtvis ett samband med just Ukrainakrisen. Dessutom motverkas konjunkturbesvikelserna i Europa i stor utsträckning av förväntningar om ytterligare penningpolitiska lättnader från Europeiska Centralbanken (ECB).

Tittar vi på nyhetsflödet från bolagen själva var rapportperioden faktiskt den bästa på länge och ganska hoppingivande, både i Sverige och övriga Norden. De aggregerade vinsterna för OMXS30-bolagen (de 30 största aktierna på Stockholmsbörsen) visar återigen positiv tillväxt. Vinsterna ökade till den högsta nivån sedan 2011 och inger hopp om att vi fått en vändning av den flera år långa trenden med fallande eller stagnerade vinster. Inte minst utvecklingen i Hennes & Mauritz och den valutakänsliga basindustrin (som gynnas av kronförsvagningen) är uppmuntrande, liksom trender inom telekomsektorn.

Dessutom har vinstprognoserna för innevarande och kommande år äntligen planat ut, både i Sverige och i övriga Norden. Nedrevideringarna över rapportperioden var försumbara och en tydlig stabilisering syns i vinstprognoserna för de svenska börsbolagen. Stabila prognoser är trovärdiga prognoser och en minskad risk för resultatbesvikelser från bolagen ökar givetvis aktiernas attraktivitet. Nu gäller det att föregående kvartal inte var ett undantag utan att stabiliteten består även framöver och att Ukrainakrisen inte stoppar konjunkturåterhämtningen i Europa.

Sammanfattning och slutsats

Kampen mellan en haltande konjunkturåterhämtning, främst i Europa, och centralbanker som gör allt i sin makt för att få fart på konjunktur och inflation kommer att fortsätta. Nettoeffekten av denna bör dock vara försiktigt borspositiv. I jämförelse med obligationsmarknaden ser aktier alltjämt attraktivt värderade ut och efter den senaste rapportperioden spirar även hoppet om en förbättrad vinsttillväxt och stabiliserade prognoser, vilket på sikt kan ta över som motor för ytterligare börsuppgång när de penningpolitiska stimulanserna ebbar ut. Vi räknar med en fortsatt försiktigt positiv börstrend, vilket tillsammans med direktavkastningen ändå ger en relativt god totalavkastning jämfört med alternativen. En orolig omvärld, inte minst Ukrainakonflikten, borgar dessvärre även för att volatiliteten kan bli stor.



KONKURRENSKRAFTIG DIREKTAVKASTNING

Diagrammet visar direktavkastningen för Stockholmsbörsen respektive hela Norden. I dagens räntemiljö krävs inte någon dramatisk kursuppgång för att totalavkastningen från aktieinvesteringar ska framstå som konkurrenskraftig.

Bolagsvinster ger grönt ljus för aktier

- **Full fart på globala börser**

Världsindex steg hela 14 procent i svenska kronor fram till sista augusti i år. Marknaden har visat prov på stark motståndskraft under sommaren trots geopolitiska spänningar på flera håll i världen. Emerging Markets tar revansch och kör förbi Developed Markets i börsutveckling efter att ha legat efter under lång tid.

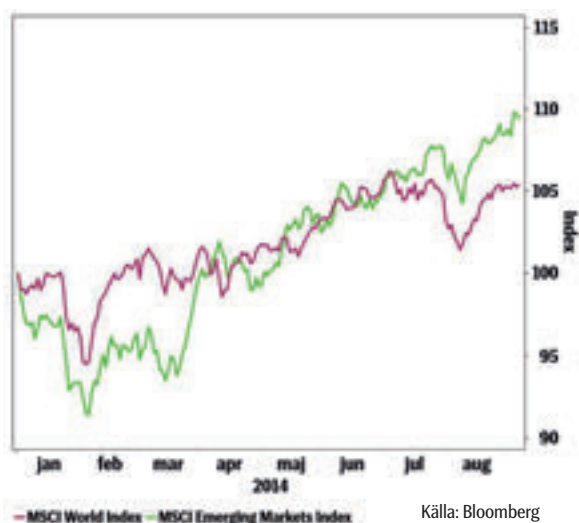
- **Svårnavigerad marknad**

Efter ett starkt 2013 då aktiv förvaltning lönade sig för marknadens aktörer blev det tuffare 2014 och framför allt fondbörsvärdare i Europa hade svårt att överträffa index. Många fonder misslyckades med att pricka rätt när tillväxtaktier såldes på bred front och flödena vände ut ur småbolag in i stora bolag.

- **Kvartalsrapporterna signalerar bättre vinster**

Vi ser tidiga tecken på att företagens vinster har bottnat och är på väg uppåt efter en lång tid av stagnerande bolagsvinster. De amerikanska kvartalsrapporterna överraskade på uppsidan. Vi behåller vår långsiktigt positiva syn på aktier med fokus på Europa och Asien.

EMERGING MARKETS TAR REVANSCH



Emerging Markets har sammantaget gått sämre än Developed Markets under flera år. 2014 bjuder dock på nya trender vad gäller börsutveckling för olika länder, sektorer och stilar. Under våren agerade Indien och Brasilien draglok för EM och i sommar har även Kina och andra asiatiska marknader hoppat på tåget med fina kursuppgångar som följd.

SAMMANTAGET HAR VÄRLDENS BÖRSEER stigit drygt 14 procent i svenska kronor och 6 procent i lokala valutor hittills under 2014. Indien leder börsligan, men även Brasilien och breda Standard & Poor's 500 index i USA ligger bra till. Aktier i Ryssland och Japan har levererat negativ avkastning. Under sommaren rådde viss motvind i Europa medan Kina och andra asiatiska marknader tillsammans med Brasilien steg rejält. Tecken på att ekonomin tar fart i Asien verkar ha övertygat investerarna medan europeisk makrostatistik skapat en del osäkerhet. Emerging Markets har därmed avkastat bättre än Developed Markets i år efter att ha gått sämre en lång period.

Aktiemarknaden har visat prov på stark motståndskraft under sommaren och tickat på uppåt trots geopolitiska spänningar i Ukraina, Gaza och Irak. Oro i det portugisiska banksystemet och frågetecken kring den amerikanska centralbankens framtida räntepolitik fick inte heller investerarna att backa. Utgången är fortfarande osäker när det gäller världens krigshärdar och man bör ha i bakhuvudet att vad som sker där kan komma att utgöra ett hot mot den nu rådande starka riskviljan.

Vinsterna tar fart?

Bolagens samlade vinster förväntas växa med 7 procent i år och 11 procent 2015. Förväntningarna har därmed justerats ned sedan i maj då 9 procents tillväxt för 2014 låg i korten. Kvartalsrapporterna som presenterades i juli tyder glädjande nog på att företagens vinster har bottnat och är på väg uppåt efter en lång tid av stagnerande estimat. Ett positivt tecken är att de amerikanska bolagen hade sin bästa rapportperiod sedan 2011 när cirka 70 procent överträffade förväntningarna. Globala aktier värderas till P/E 15 för 2014, vilket är åt det högre hållet jämfört med historiskt snitt. Amerikanska aktier ser dyrt ut med P/E-tal på drygt 17 medan börserna i Europa och Japan är billigare. Vi övervikt därför europeiska bolag i våra portföljer. EM och framför allt Asien är alltså billigast där Kina

och Ryssland sticker ut med lägst P/E-tal i världen. Ryssland bör man dock vara försiktig med dels på grund av geopolitiska oron, dels eftersom bolagen brottas med krympande vinster. I Kina ser det ljusare ut och vinst per aktie spås växa med 9 procent i år och nära 12 procent nästa år.

Svårnavigerat år för förvaltare

Efter ett starkt 2013 då aktiv förvaltning lönade sig för marknadens aktörer blev det tuffare 2014 och framför allt fondförvaltare i Europa hade svårt att överträffa index. Börserna fortsatte uppåt, men under den lugna ytan roterade investerarna ut ur positioner och teman som gick bra förra året. Vi såg det först i USA där biotech- och IT-sektorn såldes av på bred front i februari. Vinsthemtagningarna spred sig till Europa under våren, men tog sig lite annorlunda uttryck. I Europa hade aktiva investerare varit överviktade mot en återhämtning i den inhemska ekonomin (småbolag) och samtidigt underviktade i bolag med Emerging Markets-exponering (större multinationella bolag). Detta tema reverserade och små- och medelstora bolag såldes till förmån för storbolagen. En stor andel aktiva fonder blev akterseglade i dessa massiva skiften.

Positiva till aktier

Starka makrodata under sommaren bekräftar att tillväxten sannolikt tar fart framför allt i USA och Kina. Fortsatt stimulerande penningpolitik och sjunkande statsobligationsräntor leder till att vi behåller vår långsiktigt positiva syn på aktier relativt andra tillgångsslag. EM och särskilt Asien gynnas av en ökad global tillväxt och ökad global handel. Vi tror att den europeiska ekonomin kommer överraska positivt med stöd av en svagare valuta och ökat genomslag av strukturreformer. Vi ser fram mot en spännande höst på världens börser och sannolikheten finns att vi ökar riskexponering successivt innan året är slut.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Globala aktier kommer ha fortsatt stöd av positiva makroekonomiska data och ökad tillväxt som så småningom får genomslag i högre bolagsvinster. För att se en P/E-expansion och stigande börskurser krävs uppjusteringar av vinstprognoser och bättre vinstutveckling, vilket vi nu ser tidiga tecken på i kvartalsrapporterna.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Efter sommaren stiltje på de europeiska börserna ser vi möjlighet till positiva överraskningar. Inköpscheferna i Euroland är positiva och finanspolitiken är stödjande. Vi övervikt Europa i våra portföljer eftersom värdering och vinsttillväxt ser attraktiva ut jämfört med USA. Företagen är kostnadseffektiva och konkurrenskraftiga och drar nytta av en svagare valuta.
USA	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata fortsätter att förbättras men bra vinstutveckling och slimmade bolag har redan gett en stark marknad under lång tid. Värderingen är hög, vilket begränsar potentialen.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Ökad global tillväxt gynnar Emerging Markets. Låg värdering och hög långsiktig vinsttillväxt lockar. Positiva makrodata och vinstprognoser tillsammans med mindre politisk turbulens ger stabilitet. Vi föredrar Asien och Kina.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Höga vinstprognoser och vinster som justeras uppåt (men från låga nivåer). En svagare yen har gett stöd. Den japanska börsutvecklingen är beroende av huruvida de politiska stimulansåtgärderna kan genomföras i sin helhet eller inte.

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

Centralbanker styr in på skilda monetära vägar

- Olika makroekonomi, olika penningpolitiska val

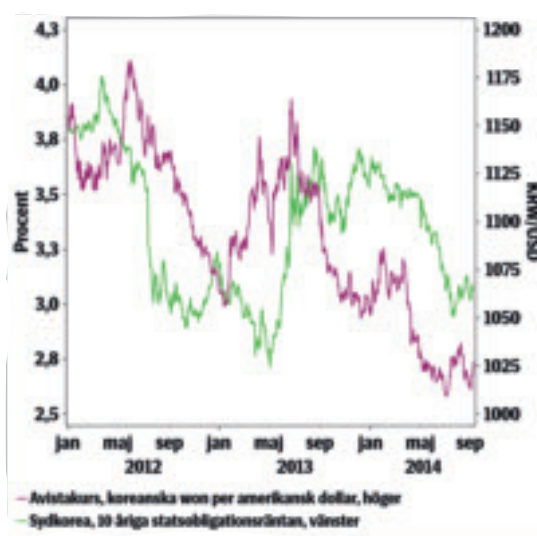
Tecken på vacklande konjunktur och uppenbara risker att inflationen blir oönskat låg ger Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan anledning utöka sina stimulanser och svenska Riksbanken skäl sänka reporäntan till 0,15 procent i höst, medan stark konjunktur och avsaknad av låginflationsproblem får Federal Reserve och Bank of England att börja höja sina styrräntor 2015.

- Rekordlåga statsobligationsräntor i Europa kan kortsiktigt bli ännu lägre

Vad ECB gjort och förväntas göra, oväntat svag konjunktur i Euroland, och investerares större intresse för statsobligationer när geopolitiska risker ökat har fått europeiska statsobligationsräntor att slå bottenrekord. Nya sådana kan komma att sättas på kort sikt, men om ECB:s politik lyckas ska räntorna återbörja stiga.

- En orolig sommar i marknaden för företagsobligationer High Yield

I juli och början av augusti forsade pengar ut ur High Yield-placeringar varför räntorna steg och kurserna föll. Det som triggade rörelsen var minskad riskaptit när geopolitiska risker eskalerade, några varningsord om bubblor från Fed-chefen Yellen och vinsthemtagningar efter en längre tids hög avkastning.



UTSIKTER TILL STARKARE VALUTOR OCH HÖGRE RÄNTOR I EMERGING MARKETS

På kort sikt kan EM-valutor falla något, medan obligationsräntor i EM kan sjunka/obligationskurser stiga lite. På lite längre sikt lutar det åt det omvända; starkare EM-valutor när styrräntor där höjs parat med stigande obligationsräntor när amerikanska och europeiska obligationsräntor stiger. I diagrammet visas exemplet Sydkorea, landets 10-åriga statsobligationsränta och växelkurs mot USA-dollar.

Källa: Macrobond

DE STORA CENTRALBANKERNA BEFINDER sig alla vid en vägskorsning, och i SEB:s prognosvärld händer följande:

Bank of England (BoE) och Federal Reserve (Fed) väljer normaliseringsvägen. I BoE:s fall innebär det att taket för obligationsköpen förblir 375 mdr GBP, och att styrräntan höjs första gången i februari nästa år som respons på en oväntat stark brittisk konjunktur. Federal Reserves vägval innebär att de månatliga obligationsköpen (i skrivande stund 25 mdr USD/ månad) avslutas i oktober, och att styrräntan därefter börjar höjas i april 2015, ett åtstramningssteg med anledning av hög tillväxt, starkare arbetsmarknad och gradvis högre inflation i USA.

Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan (BoJ) väljer istället motsatta penningpolitiska vägar. Styrräntorna i Euroland och Japan ser ut att bli oförändrade åtminstone i 2017, samtidigt som andra typer av stimulanser sjösätts.

ECB lanserade ett kraftfullt paket i början på sommaren, däribland räntesänkningar och nya långa lån till affärsbankerna, vilket följdes upp i september med ytterligare räntesänkningar, och ett beslut om att i oktober inleda ett program för köp av ABS:er (Asset Backed Securities) och även köp av säkerställda bostadsobligationer. Men risken för deflation (allmänt prisfall) i åtminstone delar av Euroland och sjunkande inflationsförväntningar samt oväntat svaga makrodata i unionen talar för att ECB under våren 2015 också kan komma att presentera ett stort program för köp av statsobligationer.

BoJ har varit en stor köpare av allehanda japanska finansiella tillgångar, allt ifrån statsobligationer till företagsobligationer och aktier. Denna politik är en pusselbit, "första pilen", i den ekonomisk-politiska strategin "Abenomics", den "andra pilen" är finanspolitisk stimulans. Men strukturreformer ("tredje pilen") har dröjt, och den lista som premiärminister Abe presenterade i somras var knapphändig på detaljer. Därför och på grund av den vacklande japanska konjunkturen samt svårigheterna att få upp den underliggande inflationen finns skäl för BoJ att utöka sina obligationsköp.

Statsobligationsräntorna på båda sidor av Atlanten steg i fjol, men har hittills i år fallit - inte minst de europeiska. Huvudsakliga drivkrafter bakom ränteraset i Europa har varit ECB:s verkställda och förväntade nya stimulanser, de negativa konjunkturövertäckningarna i Euroland, och ökad efterfrågan på trygga statspapper i spåren av eskalerande geopolitiska risker. Följden har blivit rekordlåga statsobligationsräntor i länder som Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Spanien.

På kort sikt kan dessa räntor slå nya bottenrekord när marknadsfokus är kvar på möjliga ECB-köp och risken för deflation. Men givet att ECB lyckas få marknaden att börja kalkylera med högre inflation i unionsområdet söker sig rimligen statsobligationsräntorna uppåt. Att döma av erfarenheterna från Feds QE-program (quantitative easing) kan det mycket väl ske parallellt med att ECB kommit igång med sina köp. Vårt grundtips är att den 10-åriga tyska statsobligationsräntan stiger med knappt 0,6 procentenheter fram till slutet av 2015, medan motsvarande ränta i USA går upp cirka 0,8 procentenheter.

I slutet av juni och under juli steg oron på marknaden för företagsobligationer High Yield markant, och ränteskillnaderna mellan HY-obligationer och statsobligationer vidgades påtagligt. Orsakerna var den höjda geopolitiska risken, ett uttalande av Fed-chefen Yellen om prisbubblor i HY-marknaden, och vinsthemtagningar efter en fantastisk kursresa för HY-placeringar under många år. Av allt att döma var dock sammanslagningen en marknadskorrekturen, och inte inledningen på en längre "bear market".

Fundamentala faktorer som ljusa konjunkturutsikter, alltjämt god företagshälsa och bestående låg andel konkursande bolag ger för närvarande HY-marknaden stöd. Därför finns förutsättningar för god utveckling på kort sikt i samband med att ränteskillnaderna mellan HY-obligationer och statsobligationer åter krymper. Under 2015 försämras sedan förutsättningarna för HY, när Fed och BoE inleder sina räntehöjningar och statsobligationsräntor på båda sidor av Atlanten gradvis stiger. Det innebär att avkastningsförväntningarna på HY-placeringar på lite längre sikt bör vara ganska lågt ställda.

TILLGÅNG	VIKT*	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING		RISK	
		SEK	EUR	SEK	EUR
Statsskuldväxlar	1 2 3 4 5 6 7	0,2%	0,0%	0,1%	0,3%
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	1,4%	-0,4%	4,6%	4,5%
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	1,8%	1,5%	2,4%	2,4%
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	6,6%	6,6%	9,5%	9,5%

* 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. Källa: SEB

Svårnavigerat utan stabila marknadstrender

- **Strategier med fundamental värderingsansats "en berättelse om två städer"**

I USA återhämtade sig de fundamentala förvaltarna snabbt efter den negativa effekten av sektorrotationen i mars. För europeiska förvaltare har det varit fortsatt svårnavigerat. Vi tror att en botten är på väg att formeras och vi på sikt har en gynnsam alfamiljö på båda sidor av Atlanten.

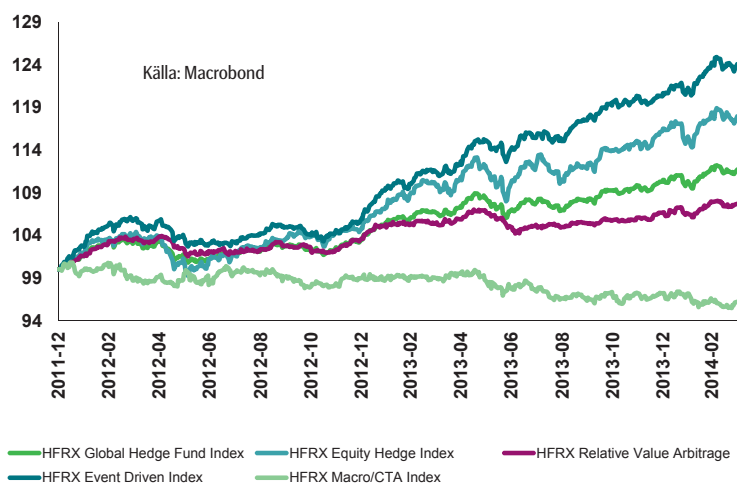
- **Antalet bolagsaffärer ökar**

Bolagens kassor står fulla och utöver återköp och aktieutdelning börjar nu även förvärvsaktiviteten att öka. Event Driven-strategier står att vinna på en sådan utveckling. En reservation är att investerare har ökat sina allokeringar till dessa strategier med förväntan på högre förvärvsvolymer.

- **Stabila trender gynnar**

Trendföljande strategier har påverkats negativt av det tydliga "risk av/risk på"-beteende som präglade marknaden det senaste åren. Marknaden drivs då av ett mindre antal faktorer, vilket ger låg diversifiering för CTA-strategier. Vi ser nu en något bättre riskspridning i dessa strategier, vilket är en positiv förändring.

EVENT DRIVEN I TOPP, TRENDFÖLJANDE CTA-STRATEGIER KVAR I BOTTEN



Mönstret med bäst utveckling för Event Driven-strategier och stark utveckling för strategier kopplade till aktiemarknadsrisker håller i sig. CTA, trendföljande strategier, har haft det fortsatt tufft då svängningarna i marknadsaktörernas riskbenägenhet varit stora.

IDAG MÅSTE MAN SE HEDGEFONDER i perspektiv i det övergripande marknadsklimat vi har. Obligationsmarknaderna ger i princip ingen avkastning och många av hedgefonderna har risknivåer i paritet med obligationsmarknaden. Det innebär att ur portföljsynpunkt fyller hedgefonder en meningsfull funktion även vid något lägre avkastningsnivåer än vi vant oss vid de senaste åren.

Genom att centralbankerna har en så kraftfull styrning av likviditet och även räntekurvorna globalt får vi extremt låga räntenivåer. I praktiken ger det väldigt svåra förutsättningar för hedgefonder som är räntebaserade, det finns kort sagt inga räntenivåer att utgå ifrån. Den lilla rörelsen upp på amerikanska obligationsräntan de senaste veckorna är ur det perspektivet mycket positiv.

Equity Long/Short

Hedgefonder som accepterar ett viss mått av underliggande marknadsrisk har en bra period. Vårt val när vi investerar i den typen av strategier, och som motiverar dem i portföljer, är att de ska ha en bättre riskhantering än marknaden i stort. De ska inte följa med ned i samma utsträckning som marknaden. Man brukar ha en tumregel 60/30 procent, 60 upp och 30 ned. I den typen av strategier styr den underliggande marknaden avkastningen och förutsättningarna förbättras om trenderna är stabila. Graden av transparens ökar och prissättningen blir bättre.

De förvaltare som systematiskt eliminerar den underliggande marknadsrisken har i många fall haft en svårare fas. Skälen kan vara flera men ett av dem är att konjunkturcykeln har varit svårbedömd och att det traditionella mönstret inte har upprepats. Det har varit för lågt momentum i konjunkturcykeln och det har inneburit att innehav som "skulle" ha utvecklats bra inte har gjort det, och de delar av marknaden som gynnats av den extrema centralbankspolitiken har istället fortsatt att vara i fokus. Strategier ställs löpande om och vartefter marknaden och konjunkturcykeln normaliseras bör den här typen av förvaltare leverera bra. Blickar vi framåt är en normalisering av penningpolitik och en viss uppgång i konjunkturen positivt. Det ger mer normala marknadsförutsättningar.

Relative Value Arbitrage

Strategin avslutade andra kvartalet med en uppgång på knappt 1 procent. I det här segmentet av hedgefondmarknaden slår centralbankernas politik hårt. Utvecklingen har varit dämpad. Prissättningen på obligationsmarknaderna spelar

stor roll, en annan parameter är att delar av aktiemarknaden också har prissatts som obligationer och inte som i en normal konjunkturcykel. Detta mönster har gjort det svårt för många förvaltare.

Centralbankerna fortsätter att hålla nere räntenivåerna. ECB har kraftigt ökat sitt stimulansprogram eftersom man har en betydande omsorg om tillväxten och de pågående problemen i Europa. Detta gör behovet av stödjande politik än större. Konsekvensen blir att räntedifferenserna mellan olika segment av obligationsmarknaderna blir extremt små, och därmed minskar möjligheterna att skapa avkastning.

Inom kreditmarknaden finns det bättre förutsättningar idag, och där ser vi också goda möjligheter till avkastning då vi förväntar oss en normalisering av de extrema förhållandena med avseende på centralbankerna, även om det kan ta sin tid.

Event Driven

En betydande del av dagens utlåning till företag går till uppköp och återköp, det vill säga saker som förändrar kapitalbasen i företagen och ger nya strukturer i balansräkningarna. Det är Event Driven-fonders naturliga område. Idag har vi ett klimat som är bra för den typen av förvaltare. Event Driven blev också en vinnarstrategi under det andra kvartalet med en uppgång på 2 procent. Det är en strategi vi har 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. Både USA och i Europa. Vi ser också ett mönster med amerikanska företag som "emigrerar". Event Driven blev vinnarstrategin 2013, och har helt klart förutsättningar att bli det även 2014.

Macro /CTA

Det andra kvartalet slutade positivt för trendföljande strategier, vilket tog årsavkastningen 2014 upp över nollstrecket. Under andra kvartalet stabiliserades en del trender till förmån för CTA-strategier. Dock har trenderna varit volatila och störde de trendföljande strategierna. 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. De strategierna ger möjlig diversifiering och kan därmed förtjäna en plats i portföljen.

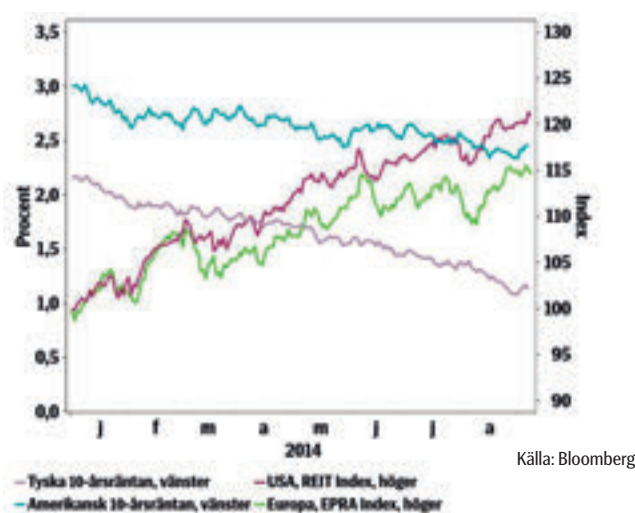
STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)					
		2014 JULI	2014 Q2	2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	-0,9	0,6	6,7	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	-1,6	0,0	11,1	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	-1,1	0,6	3,0	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	-1,0	1,6	13,9	6,0	-4,9	2,0
Macro	HFRX Macro	0,5	0,3	-1,8	-1,0	-4,9	-1,7

Källa: SEB

Stigande räntor behöver inte vara dåligt

- **Stora skillnader mellan olika sektorer på REIT-marknaden**
REIT-marknaden som helhet framstår som relativt dyr, men skillnaden mellan olika sektorer är stor. Flerfamiljshus och köpcentrum handlas med rabatt mot substansvärdet.
- **Stimulerande penningpolitik och ekonomisk tillväxt fortsatt goda bidragsgivare**
Stark amerikansk tillväxt ger Federal Reserve (Fed) skäl att avsluta sina obligationsköp under hösten. Samtidigt talar en svagare ekonomisk utveckling i eurozonen för ytterligare stimulanser från Europeiska Centralbanken (ECB).
- **Jakten på avkastning talar fortsatt för sekundärmarknader**
Allt högre värderingar på primärmarknader tvingar investerare att ta högre risk i jakten på avkastning. Värderingarna på många sekundärmarknader i exempelvis Sydeuropa möjliggör en viss direktavkastning.

FALLANDE STATSOBLIGATIONSRÄNTOR HAR GYNNAT REIT-MARKNADEN



Breda REIT-marknaden i både Europa (EPRA Index EUR) och USA (REIT Index USD) har sedan årsskiftet haft en fantastisk utveckling som i hög grad har gynnats av de fallande statsobligationsräntorna. Utvecklingen på den asiatiska REIT-marknaden har varit i linje med den amerikanska. Värderingsmässigt framstår potentialen större i Europa där utvecklingen hittills inte varit lika stark.

MARKNADEN FÖR NOTERADE Real Estate Investment Trusts (REITs) har sedan årsskiftet gett en utomordentligt god avkastning. Fundamental tillväxt, men framför allt fortsatt fallande statsobligationsräntor, har bidragit till den goda utvecklingen i år. Vi beskrev i förra numret av *Investment Outlook* ett negativt samband mellan breda REITs och statsobligationsräntor. Trots perioder med negativ korrelation behöver inte stigande räntor utgöra ett hot, så länge tillväxten fortgår.

Även när den breda REIT-marknaden som helhet framstår som relativt dyr jämfört med underliggande substansvärde (NAV) är det fortfarande stor skillnad mellan olika sektorer inom tillgångsslaget. Exempelvis handlas flerfamiljshus och köpcentrum med rabatt medan sjukvårdsrelaterade fastigheter handlas med en premie mot NAV.

Centralbankernas stimulerande penningpolitik har efter en volatil sommar, präglad av geopolitiska orosmoln åter kommit i fokus. Skillnaderna mellan eurozonen och USA ter sig allt större då upprepade signaler pekar på en stabil återhämtning i USA samtidigt som flera länder i eurozonen tåmpas med stagnation och deflationsrisker. Allt tydligare tecken på en förbättrad amerikansk arbetsmarknad har fått investerare att börja oroa sig för när Fed kan komma att börja höja styrräntan. SEB:s prognos är en första höjning innan sommaren 2015.

I eurozonen är bilden annorlunda, där Europeiska Centralbanken efter sitt senaste möte beslutade att sänka styrräntan ytterligare. Man kommunicerade även köp av ABS:er (Asset Backed Securities) och bostadsobligationer. Detta har i sin tur återspeglats i skillnader mellan den amerikanska och tyska statsobligationsräntan. Den 10-åriga tyska statsobligationsräntan sjönk under sensommaren under 1 procent medan den amerikanska statsobligationsräntan har planat ut kring 2,3 procent. För det andra kvartalet 2015 är prognosen för den tyska 10-åringen 1,4 procent och den amerikanska 2,8 procent. Med andra ord väntar stigande räntor, men ränteskillnaden kommer sannolikt att bestå.

Lågräntemiljön har under en längre tid tvingat investerare längre ut på riskskalan i jakten på avkastning. Den låga riskfria avkastningen har gynnat risktillgångar som aktier, företagsobligationer och fastighetsinvesteringar. Tillväxten i USA har

successivt drivit på efterfrågan på flerfamiljsbostäder och kommersiella fastigheter, vilka i år har utvecklats starkare än den amerikanska aktiemarknaden. Högre priser har dock bidragit till allt lägre direktavkastning. När REITs avkastar mindre än en 10-årig statsobligation brukar de oftast falla i pris. Detta är inte läget i dag och framför allt inte i Europa. Men skulle statsobligationsräntorna studsas upp i likhet med försommaren 2013 finns en risk för en prisjustering.

Givet den tidigare påtalade räntekänsligheten för framför allt REITs, utgör kommande räntehöjningar en risk om dessa sker för hastigt. Fed väntas avsluta sina obligationsköp i höst och överväger nu när amerikanska arbetsmarknaden är mogen för en första räntehöjning. Styrräntorna både i Europa och USA kommer sannolikt att förbli på låga nivåer under lång tid framöver. Ekonomisk tillväxt och en fortsatt positiv utveckling på aktiemarknaden skulle innebära fortsatt gynnsamma förhållanden för REIT-marknaden. Räntorna väntas framför allt stiga i USA under hösten och in i 2015, men så länge rörelserna är försiktiga är risken för hastiga rekylar på REIT-marknaden begränsad. ECB:s oväntade räntesänkning talar för en längre period av låga räntor i Europa, vilket är fördelaktigt för REITs.

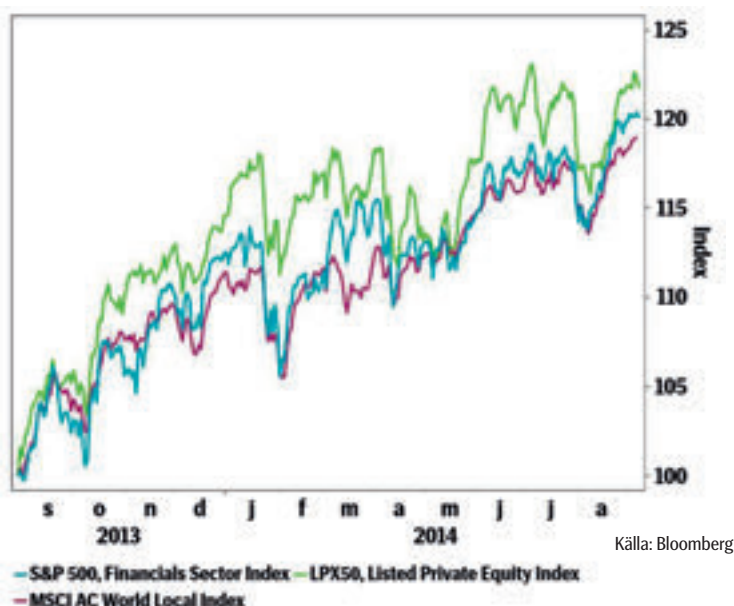
Uttalade trender på fastighetsmarknaden drivet av förändrade konsumentbeteenden som ökad konsolidering inom butikssektorn samt den fortsatt höga uppköps- och transaktionsaktiviteten (M&A). Omstruktureringar av logistikkedjor i retailsektorn har drivit på efterfrågan av moderna lagerlokaler och det stora intresset för hotellinvesteringar har bestått (dominerade av Private Equity-investerare).

Transaktionsmarknaden för kommersiella fastigheter har inte sett så här höga nivåer sedan 2007. De totala investeringsvolymerna var under det första halvåret i år upp med 27 procent jämfört med motsvarande period förra året, vilket kan ses som ett sundhetstecken. Jakten på avkastning talar fortsatt för sekundärmarknader där priserna i exempelvis delar av Sydeuropa fortfarande tillåter en attraktiv direktavkastning. Fortsatt ekonomisk tillväxt tillsammans med svagt stigande räntor är fullgoda förutsättningar för REITs. Stigande räntor behöver inte var dåligt, men primära hot är fortsatt de faktorer som kan leda till kraftiga ränterörelser.

Värderingarna utmanar investeringsklimatet

- **Stigande kassor i brist på investeringsobjekt**
Höga värderingar har bidragit till att det blir allt svårare för private equity-bolag att hitta attraktiva investeringar. Svårigheterna har resulterat i stigande kassor.
- **Återinvesterad utdelning bygger också på kassorna**
Realiserade värden som delas ut till ägare tenderar att återinvesteras i nya fonder vilket är en annan bidragande orsak till private equity-fondernas stora kassor.
- **Förutsättningar för fortsatt positiv trend**
Statsobligationsräntor kommer på sikt att stiga, men sker det parallellt med förbättrad tillväxt och ökade vinster finns förutsättningar för fortsatt god avkastningspotential för PE.

PRIVATE EQUITY ÖVERTRÄFFAR VÄRLDSBÖRSEN



Breda index för private equity (LPX50 Total Return i EUR) har det senaste året gett en avkastning på drygt 20 procent och därmed överträffat världsbörsen. Den ökade volatiliteten kopplad till geopolitiska oroligheter medförde dock ett kraftigt fall i slutet av sommaren.

VI HAR I TIDIGARE NUMMER AV INVESTMENT OUTLOOK redogjort för hur private equity-marknaden har gynnats av den stimulerande centralbankspolitiken. En tilltagande riskvilja har smort transaktionsmarknaden där antalet realiserade private equity-investeringar har växt. Lågräntemiljön har under en längre tid medfört att investerare tvingats allt längre ut på riskskalan i jakten på avkastning. Det ökade intresset för risktillgångar har drivit på priser på både aktier och obligationer. På kreditmarknaden har spreadarna mellan företagsobligationer och statsobligationer krupit ihop och värderingarna på aktiemarknaden ser i flera regioner allt mer ansträngda ut. De höga aktiemarknadsvärderingarna har gjort det attraktivt för private equity-bolag att genom exempelvis börsnoteringar (IPO) sälja av mogna portföljbolag. Å andra sidan har värderingarna inneburit svårigheter att hitta attraktivt värderade bolag att investera i.

Möjligheten att realisera mogna investeringar och därmed potentiella vinster har bidragit till att allt större kapital har distribuerats till andelsägarna i private equity-fonder. I december förra året noterades en ny rekordsiffra för den årliga utdelningen från private equity-fonder. Utdelningarna under 2013 var nästan 50 procent större än de totala utdelningarna under 2012. Detta är sannolikt en betydande källa till inflödet av kapital till private equity-fonder då en betydande del av det kapital som delas ut, uppenbarligen återinvesteras inom tillgångslaget. Distributionen av realiserade vinster har också bidragit till en mer rättvisande värdering av private equity-bolag varför de substansrabatter som tidigare uppgick till närmare 30 procent nu i stort sett är noll.

Utvecklingen för noterad private equity mätt som LPX50 Total Return i EUR är hittills i år i linje med breda aktiemarknaden, mätt som MSCI World AC i lokal valuta. Trots marknadsperioder med kraftiga svängningar har volatiliteten för PE inte varit nämnvärt mycket högre. Mätt sedan ett år tillbaka är utvecklingen för noterad private equity starkare än både breda aktiemarknaden och breda finansindex, mätt som S&P Financial Index.

Samtidigt som kapitalet fortsätter öka i private equity-fonder har också andelen icke investerat kapital ökat. Andelen icke investerat kapital i private equity-fonder har nått nya rekordnivåer och har sedan årsskiftet ökat med 8 procent. Ett skäl till att private equity-fondernas kassor har ökat så pass mycket är dels det stora inflödet av kapital, men sannolikt även att de allt högre värderingarna successivt har minskat antalet attraktiva investeringar. Kapitalet kommer inte att kunna ligga utan avkastning utan måste förr eller senare förräntas, varför detta i sig är ett skäl att tro på fortsatt stigande priser på aktiemarknaden. I jakten på attraktiva investeringar kommer många fonder att tvingas nöja sig med "de näst bästa" investeringarna. Selektion av PE-fondförvaltare blir därför extra viktig. Önskvärt är att få ta del av överavkastning utan allt för stora nedsiderisker.

Höga värderingar i framför allt USA har medfört att allt fler private equity-bolag söker efter attraktiva investeringar i så kallade "frontier markets", till exempel i utvecklingsländer i Afrika. I Europa fortsätter antalet private equity-stöttade investeringar att växa, medan antalet har minskat i både USA och Asien. I Kina har myndigheterna minskat den administrativa bördan för inhemska private equity-investeringar varför möjligheterna där på sikt torde växa. Mindre transparenta värden går även att finna i mer komplexa investeringscase exempelvis så kallade "carve-outs", i vilka man bryter ut och förvaltar en del av ett bolag. Det finns även tecken på att allt fler nischade private equity-fonder har dykt upp inom bland annat jordbruk och energi.

Negativ inverkan från minskade penningpolitiska stimulanser i USA ser ut att kunna kompenseras av ytterligare stödåtgärder från Europeiska Centralbanken. De största riskerna för ökad volatilitet och abrupta trendbrott under hösten är kraftiga ränterörelser och en tilltagande geopolitisk oro. Räntorna kommer på sikt att stiga i Europa och USA, men så länge ökad ekonomisk tillväxt ger stöd åt värderingarna finns avkastningsmöjligheter. Den största utmaningen för många private equity-bolag kommer att vara att investera en växande kassa på en så högt värderad marknad. Möjligheterna finns, men det krävs förvalterskicklighet för att identifiera dem.

Inga kraftiga prISRörelser i råvarusektorn

- **Överutbud tynger oljeprisutvecklingen**

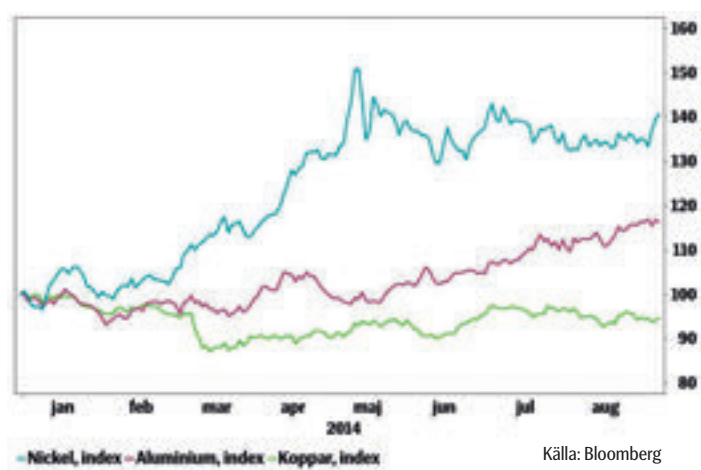
Förväntan om minskad oljeproduktion i Saudiarabien för att nå balans i marknaden har inte förverkligats. Global efterfrågan har ökat mindre och utbudet mer än prognoserna och det är nu marknadsöverskott med stigande lager och lägre priser som följd.

- **För låga priser för länge**

Lågt pris på aluminium har lett till stängd produktion och därmed minskat utbud. Höga elpriser som en följd av torka i Brasilien har också bidragit till nuvarande underskott i marknaden. Obalansen kommer sannolikt bestå något år och ge stöd åt prisutvecklingen.

- **Fler bensindrivna bilar lyfter palladiumpriset**

Ädelmetallerna väntas inte bjuda på några stor prISRörelser det närmaste året. Strejkerna i Sydafrika var inte tillräckliga för att lyfta priset på platina. En ökad efterfrågan på bensindrivna bilar i kombination med en oro för utvecklingen i Ryssland har dock lett till minskade lager och högre pris för palladium, vilken är den ädelmetall vi bedömer ha en viss potential.



LÅGA PRISER UNDER LÅNG TID FICK ALUMINIUMPRODUCENTER ATT AGERA

Utvecklingen för aluminiumpriset har varit relativt kraftigt stigande sedan i februari. Efter nedstängning av produktion i kombination med ökad efterfrågan är det nu underskott i aluminiummarknaden, vilket har fått genomslag i kursutvecklingen. Situationen bedöms hålla i sig något år. Vidare framgår effekten av Indonesiens exportförbud av nickelmalm tydligt i grafen. Vi bedömer att det finns ytterligare potential för stigande priser.

VI HADE FÖRVISSO RÄKNAT MED ATT OLJEUTBUDET skulle stiga mer än efterfrågan under 2014. Obalansen har dock blivit större än väntat då efterfrågan har stigit mindre än tidigare bedömning. Detta främst beroende på en något svagare världskonjunktur, samtidigt som utbudet har stigit kraftigare som en följd av Libyens och USA:s ökade produktion. Efterfrågeökningen under första halvåret var den svagaste sedan 2012. Vidare låg i förväntansbilden en anpassad produktion från Saudiarabien för marknadsbalans, inte minst då landet producerade nästan 10 miljoner fat/dag, vilket var 30-årshögsta. Landet har dock fortsatt att producera i oförändrad takt med stigande globala oljelager 6 månader i rad och ett oljepris under vår prognos som följd. Vi räknar nu med ett pris på 105 USD/fat under hösten, vilket är 5 USD lägre än tidigare prognos. Om ett år väntar vi oss ett pris runt 100 USD/fat med risk på nedsidan om inte Saudiarabien anpassar produktionen. Risken på uppsidan består främst i om det skulle bli oroligt i södra Irak där majoriteten av landets oljeproduktion ligger.

Vi lyfte i förra *Investment Outlook* (utgiven 27 maj 2014) fram att Indonesiens exportförbud av nickelmalm (20 procent av global produktion) fick ett kraftigt genomslag i prisutvecklingen under våren. Under sommaren har priset fallit något och trots bibehållet exportförbud har globala lager börjat stiga. Ryssland är världens tredje största exportör av nickel och exporten har ännu inte påverkats av pågående oroligheter. Vår bedömning är att underskottet i nickelmarknaden kommer att leda till högre priser nästa år.

Även om kopparpriset har stigit sedan i våras är dagspriset fortsatt lägre än vid senaste årsskiftet. Kopparmarknaden ger för närvarande otydliga signaler, där prisutvecklingen är relativt svag, vilket är rimligt för en marknad med utbudsöverskott. Samtidigt är de globala lagernivåerna de lägsta sedan 2008. Även lagren i Kina har minskat. Efterfrågan från Kina är avgörande för prisutvecklingen (landet konsumerade 47 % av global produktion 2013). Vi räknar med ett kopparpris nära dagens om ett år. Det krävs ett kopparpris på cirka 6000 dollar per ton (aktuellt pris cirka 6900 USD/ton) för att nå lönsamhet i nya gruvinvesteringar så risken för stora och långvariga prisfall bör inte vara alltför stor.

Höga aluminiumlager under lång tid har gett låga priser, olönsam produktion och även nedstängningar av smältverk. Cirka 50 procent av produktionskostnaden av aluminium är el så den kraftiga torkan i Brasilien (som lett till höga elpriser) har medfört att 36 procent av landets aluminiumproduktion (normalt 1,3 miljoner ton) stängdes ned i somras. I kombination med ökad aluminiumkonsumtion har detta lett till ett underskott på marknaden och stigande priser (+25 procent sedan i februari). Vi bedömer att underskotten kan bestå några år och räknar därför med något högre pris nästa år.

Vårt tidigare guldpriserestimat för 2015 låg på 1200 USD/oz. I avsaknad av inflationsförväntningar har sedan dess prognoser för kommande räntehöjningar flyttas fram i tiden (alternativkostnad för att äga fysiskt guld) och vi räknar därför nu med ett guldpris på 1250-1300 USD/oz för 2015 (i nivå med dagens).

Efter cirka 5 månaders strejk för 70 000 arbetare i Sydafrikas gruvor kom parterna i början av sommaren överens. Att platinapriset inte steg i någon större utsträckning trots att 70 procent av global produktion normalt sker i Sydafrika tyder på att lagren är större än förväntat. Även om en del produktion nu stängs ned av lönsamhetsskäl bedömer vi att marknaden är i balans och vi räknar därför med relativt oförändrat platinapris. En överraskande stark europeisk konjunktur skulle potentiellt kunna förändra bilden då en betydande andel av produktionen används till bilkatalysatorer för dieselmotorer, vilka främst används i Europa. För palladium, som används till bensinkatalysatorer, är bilden något annorlunda. Lagren faller och priset har stigit. Dels drivet av att efterfrågan på bensindrivna bilar (Kina och USA) ökar och dels som en följd av oroligheterna i Ryssland (landet står för nästan 45 procent av global produktion). Vi räknar dock inte med några stora prisuppgångar.

Priser på jordbruksprodukter steg under våren. Dels som en följd av Ryssland/Ukrainakrisen (Ukraina är världens sjätte största exportör av vete och fjärde största av majs) och dels av rädsla för El Niño (väderfenomen). El Niño blev inte kraftig och Ukrainas export klarade sig så priset föll tillbaka. Utan störande väder bedömer vi att priset jordbruksprodukter bör stå något högre om ett år.

TILLGÅNGAR	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Starkare utbud och svagare efterfrågan än prognos i oljemarknaden, i kombination med fortsatt rekordhög produktion från Saudiarabien har tyngt prisutvecklingen under första halvåret. Vi räknar med 100 USD per fat om ett år.
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Vi räknar med att Indonesiens exportförbud av nickelmalm lyfter priset ytterligare en del. Låga aluminiumpriser under lång tid har lett till stängd produktion och stigande pris.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	I avsaknad av inflationsförväntningar räknar vi med ett guldpris runt dagens även om ett år. Platinapriset lyfte inte trots strejkerna i Sydafrika. När strejkerna nu är över står hoppet till Europakonjunkturen. Globala lager av palladium faller och produktionen störs av oron i Ryssland.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Efter en relativt lång period med fallande priser finns nu en viss potential för uppgång på ett års sikt.

* 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.

Penningpolitiken styr och ställer med valutorna

- **Olika penningpolitisk kurs ger olika kurs för valutorna**

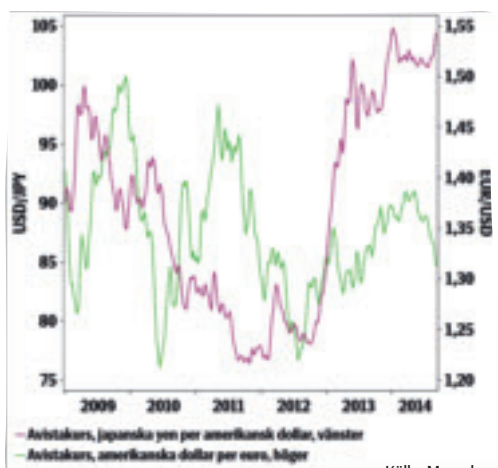
Kombinationen av stark konjunktur och utsikter till att Federal Reserve börjar strama åt penningpolitiken under våren 2015 talar till USA-dollarns (USD) fördel mot euron och japanska yenen, vilka tyngs av vacklande konjunktur och av kommande monetära stimulanspaket i Euroland och Japan.

- **Risk för valoro och ytterligare räntesänkning tynger SEK i höst**

Svenska kronan (SEK) har hittills under 2014 varit en förlorare när tillväxten i Sverige varit oväntat låg och Riksbanken sänkt räntan ända ned till 0,25 procent. Risker för stor osäkerhet kring riksdagsvalet och ännu en sänkning av reporäntan i höst ger ytterligare kronsvaghet, som dock under 2015-2016 kan följas av en viss återhämtning.

- **Efter en tids guppig färd ser flera EM-valutor ut att stärkas under 2015**

Emerging Markets (EM)-valutor har åkt berg- och dalbana sedan årsskiftet. Sommarens tendens till försvagning kan hålla i sig ett tag till, men under 2015 stundar bättre konjunkturer och räntehöjningar i delar av EM – inte minst i Asien – där flera valutor då kan stiga i värde mot USD. Perspektiven för valutorerna i Brasilien, Ryssland och Sydafrika är däremot grämliga.



Källa: Macrobond

DET ÄR BÄDDAT FÖR EN STARKARE DOLLAR

Efter några års svängig resa för USA-dollar mot euron och japanska yenen stundar enligt SEB:s bedömning nu en tydlig dollarförstärkning 2014-2016. Dels till följd av att utsikterna för amerikansk ekonomi ter sig mycket bättre än för Euroland och Japan, dels som en konsekvens av att Federal Reserve är på väg att styra om politiken i riktning mot viss åtstramning, medan Europeiska Centralbanken och Bank of Japan ser ut att öka sina stimulansdoser ytterligare.

HITTILLS I ÅR HAR VALUTOR I HÖGRÄNTELÄNDER och/eller i länder med centralbanker som flaggat för ränteåtsamningar tillhört vinnarna. I den kretsen har inte minst råvaruvalutor återfunnits. Om penningpolitiken och förväntningar på denna fortsätter att styra och ställa i valutamarknaden blir slutsatsen att den amerikanska dollarn, USD, borde tillhöra den starka gruppen framöver, och stiga i värde mot bland andra euron (EUR) och japanska yenen (JPY).

Federal Reserve (Fed) trappar nu ned sina obligationsköp för att avsluta dessa i höst, och torde börja höja styrräntan under våren 2015. Samtidigt ser varken Europeiska Centralbanken (ECB) eller Bank of Japan ut att inleda några styrräntehöjningar förrän tidigast 2017, och kan dessutom komma att sjösätta annan monetär stimulans inom det närmaste halvåret (se kapitlet Räntor).

En svårighet i analysen av vad som ska ske med det engelska pundet (GBP) är Bank of Englands (BoE:s) ombytliga kommunikation, vilken fått oss och valutamarknaden att flera gånger under sommaren tvingas justera prognosen för när den första brittiska styrräntehöjningen verkställs. Vårt grundtips nu är att BoE äntrar vägen med räntehöjningar ett stycke in på 2015. Det talar för ett starkare GBP framöver mot såväl EUR som JPY. På kort sikt är dock folkomröstningen om självständighet i Skottland den 18 september en stor osäkerhetsfaktor.

Vår prognosbild visar också en avsevärt högre ekonomisk tillväxt i Storbritannien och USA jämfört med i Euroland och Japan under 2014-2016, något som likaså talar till de anglosaxiska valutornas fördel. När det gäller kampen mellan USD och GBP är vår prognos att USD blir segrare under de närmaste åren.

Av "broder-valutorna" svenska kronan (SEK) och norska kronen (NOK) har den förstnämnda varit klart svagast sedan årsskiftet. Ett viktigt skäl är Riksbankens räntesänkningar från mitten av december i föl med sammantaget 0,75 procentenheter till 0,25 procent. Särskilt nedtrappningen med oväntat stora 0,50 procentenheter i början av juli utgjorde ett sänke för SEK, som under årets åtta första månader var jumbo i kretsen G 10-valutor. Ett annat skäl är att Norges Bank (NB) parallellt har passat på styrräntehöjningen, folioräntan har förblivit 1,50 procent, även om NB i juni signalerade möjlig sänkning via en nedjustering av sin ränteprognostränta.

Framåt månadsskiftet augusti/september återtog SEK visserligen viss mark, men risken för stor politisk osäkerhet kring riksdagsvalet den 14 september tillsammans med vår bedömning att Riksbanken sänker reporäntan ytterligare, till 0,15 procent

i oktober, talar för en ny försvagningsrunda i höst för SEK mot många andra valutor.

Men under nästa år och 2016 har SEK chans att åter stärkas mot EUR eftersom konjunkturen i Sverige då tydligt stärks, och Riksbanken inleder sina räntehöjningar långt före (våren 2016) ECB (tidigast 2017). USD rör SEK däremot inte på, utan dollarn blir gradvis dyrare att inhandla, medan norska kronen kan bli lite billigare räknat i SEK då den inte är lika undervärderad som svenska kronan.

Många valutor i EM-sfären (Emerging Markets) har åkt berg- och dalbana sedan årsskiftet. På kort sikt kan EM-valutor falla ytterligare i värde, då räntegapen mellan EM/DM (Developed Markets) för penningmarknadsräntor och korta obligationsräntor blivit små. Intresset för så kallad "carry trading" – att låna i länder med låga räntor, placera i länder med högre – har därför minskat. In under 2015 lutar det åt det omvända, att EM-valutor stärks när ett växande antal centralbanker i sfären börjar höja sina styrräntor, och konjunkturen på många håll blir starkare. Det mönstret ser ut att bli tydligast i EM-Asien, där en bredare penningpolitisk åtstramning väntas under 2015.

Enligt SEB:s bedömning har flera asiatiska valutor potential att stiga i värde mot USD under det närmaste året, främst indiska rupien (INR), indonesiska rupiahn (IDR), singaporedollarn (SGD) och kinesiska yuanen (CNY). När det gäller INR ser vi möjligheter till förstärkning främst kopplad till en hetare indisk konjunktur och förhoppningar om sjösättandet av ekonomiska reformer efter maktskiftet i maj, när BJP-partiet under ledning av Narendra Modi tog över majoriteten i underhuset. I CNY:s fall är det i första hand utsikterna till rekordstora kinesiska handelsöverskott och omfattande kapitalinflöden som talar för en appreciering.

Övriga valutor i BRICS (Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika) bör däremot komma att försvagas mot USD fram till början av hösten 2015. Realen (BRL) tyngs av Brasiliens stora makroekonomiska obalanser, nästintill tvärnit för den ekonomiska tillväxten, och få tecken på att tillräckliga strukturreformer ska sjösättas efter presidentvalet nu i oktober. Ryska rubeln (RUB) försvagas med stor sannolikhet ytterligare på grund av Ryssland/Ukraina-krisen, ekonomiska sanktioner signerade USA/EU ihop med privata kapitalutflöden, samt den vacklande konjunkturen. I Sydafrika tyngs randen (ZAR) av hög inflation, växande bytesbalansunderskott, nedreviderade BNP-prognoser samt uteblivna arbetsmarknadsreformer. En serie sydafrikanska styrräntehöjningar har i backspegeln inte kunnat hejda valutans depreciation.

SEB är en nordeuropeisk finansiell koncern som betjänar 400 000 företag och institutioner samt fler än 4 miljoner privatpersoner. Ett område som har starka traditioner i banken är private banking. Redan vid starten 1856 erbjöd SEB finansiella tjänster till förmögna privatpersoner, och banken har idag en ledande position i Sverige och en stark ställning i övriga Norden och Europa.

Private Bankings kundbas är bred och omfattar allt från företagsledare och entreprenörer till privatpersoner, alla med varierande intresse för ekonomiska frågor. För SEB handlar private banking om att med koncernens samlade kunskap i ryggen erbjuda en bred palett av högkvalitativa tjänster inom finansområdet, anpassade till varje kunds unika behov.

SEB Private Banking har cirka 400 medarbetare verksamma i Sverige, Danmark, Finland och Norge. Utanför Norden tar vi hand om våra kunder via kontoren i Estland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Singapore och Schweiz samt representation i Storbritannien. Den 31 augusti 2014 uppgick det förvaltade kapitalet till cirka 500 miljarder kronor.

