



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Långsamt,
men åt rätt håll

DECEMBER 2014



SEB



Innehållsförteckning

Inledning.....	5
Portföljstrategi.....	6
Tema: Alternativa vägar för världsekonomin.....	10
Tema: Stresstester för banker tar Europa i rätt riktning.....	13

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning.....	18
Nordiska aktier.....	20
Globala aktier	23
Räntor.....	26
Hedgefonder	28
Fastigheter.....	30
Private Equity	32
Råvaror.....	34
Valutor.....	37

Denna rapport publicerades den 2 december 2014

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

Global Head of Macro Strategy

+ 46 8 763 69 75

lars.aspman@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

Agneta Altino

Fund Manager

SEB Investment Management AB

+46 8 763 69 74

agneta.altino@seb.se

Henrik Larsson

Economist

+ 46 31 62 18 49

henrik.y.larsson@seb.se

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, bostätning 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.



Långsamt, men åt rätt håll

Världsekonomin strävar vidare uppåt, med USA i täten, samtidigt som världens centralbanker väntas fortsätta vara stödjande för finansmarknaderna i allmänhet och för mer riskfyllda tillgångsslag i synnerhet.

"Det var den allra bästa av tider och det var den allra värsta" lyder inledningen till Charles Dickens litterära klassiker *Två Städer*. Detta citat använde vi i förra numret av *Investment Outlook* (utgivet i september) för att illustrera skillnaderna mellan aktiemarknadens uthålliga uppgång och det historiska räntefallet i obligationsmarknaden. Citatet kan även användas för att illustrera vad som sedan dess har hänt på aktiemarknaden. Ett kraftigt aktieprisfall under början och mitten av oktober följdes av en kraftig rekyl uppåt. På samma tema har tillväxtonen minskat och vi ser fler och fler tecken på en mer stabil konjunktur. Återhämtningen i ekonomin och på världens finansmarknader är skör, varför politiker och centralbanker runtom i världen verkar vara redo att vidta åtgärder för att stödja tillväxten. Börserna står idag överlag högre än i september, inte minst de amerikanska, som rör sig runt sina högsta kursnivåer någonsin.

Bilden som vi har kommunicerat en tid innebär en relativt god utveckling i USA och en stegvis normalisering av den amerikanska penningpolitiken. Europa lider å sin sida av svag efterfrågan, tillväxt- och strukturproblem, vilket är anledningen till att den Europeiska Centralbanken använder fler verktyg i sin penningpolitiska låda.

Sedan det senaste numret av *Investment Outlook* har även följande hänt:

- Federal Reserve har avslutat sina stödjande obligationsköp
- ECB och Bank of Japan har lanserat ytterligare stimulanser

- Internationella Valutafonden (IMF) har marginellt justerat ned globala tillväxtförväntningar för 2014 och 2015, vilket gör att prognosen om 3,8 procent för 2015 matchar SEB:s
- Rapportperioden för tredje kvartalet är avslutad - där bolagens vinster överlag var bättre än väntat, men tyvärr även gav nedrevideringar av förväntningarna för framtida vinster
- Resultatet av 2014 års stresstester av europeiska banker har presenterats utan större dramatik
- Den svenska Riksbanken har sänkt styrräntan till noll

Vad ger detta för slutsatser för vår marknadssyn? Liksom tidigare gynnas högriskstillgångar, framför allt aktier. Vår bedömning är att rådande ganska långsamma konjunkturuppgång kan pågå ett bra tag till, även om resan troligen kommer att vara fortsatt volatil, vilket inte minst utvecklingen i oktober och november visade.

I detta nummer av *Investment Outlook* fördjupar vi oss bland annat i stresstesterna av de europeiska bankerna. Vilka hot och möjligheter medför resultaten och vad innebär det inför framtiden? Om tänkbara framtidsscenarier handlar också vårt tema "Alternativa vägar för världsekonomin". Står vi för ett nytt Japan-scenariot med nolltillväxt? Eller den något mindre allvarliga "sekulära stagnationen"? Eller får vi kanske rent av en oväntat positiv utveckling?

Till dessa teman kommer analyser av tillgångsslag och vår aktuella strategi i portföljförvaltningen.

Med hopp om intressant läsning,

SEBASTIAN SIEGL
Global Head of Investment Strategy

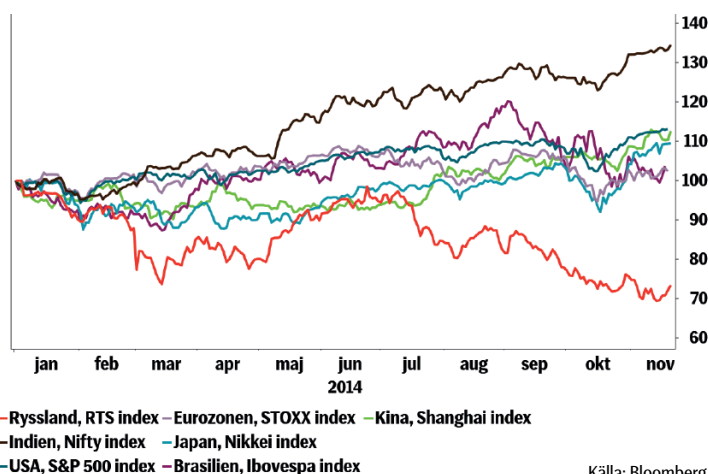


Fortsatt tillväxt driver aktiemarknaderna uppåt

Vårt huvudscenari är att en global tillväxt på 3,5-4 procent bör räcka för att driva aktiemarknaderna framåt i en stabil trend, även om kraften inte är av det större slaget. Förutom tillväxten stöttas börsutvecklingen också av bristen på alternativ. Den volatilitet vi sett under hösten är främst en återspeglning av osäkerheten kring skiftet av drivkrafter i marknaden, bland annat illustrerat av att Federal Reserve upphört med obligationsköp. Tillväxten i sig förväntas i USA räcka som drivkraft.

Sentimentet i finansmarknaden fortsätter att vara blandat och senaste månaden bjöd på en rekyl uppåt efter börsfallet tidigare under hösten. Återhämtningen drevs främst av positiva signaler i bolagens resultatrapporter för tredje kvartalet, och starka makrodata från USA. I Europa, Japan och Kina fortsätter dessutom centralbankerna att stimulera ekonomin, vilket inte bara bidrog till återhämtningen under oktober/november, utan blir också några av de viktigaste drivkrafterna framöver, då de i viss mån tar över stafettpinnen från Federal Reserve när det gäller att förse världen med likviditet. Med något färre negativa nyheter och goda förutsättningar för att Europas konjunktur stabiliseras, ser framtiden i den regionen intressant ut.

Vid sidan av centralbankernas agerande blir den politiska agendan viktig framöver. Idag tacklar finansmarknaden de geopolitiska riskerna hyggligt väl, även om den europeiska aktiemarknaden nog kan sägas ha en viss riskpremie i kurserna på grund av Ukraina/Ryssland-krisen. Centralbankerna styr ränteutvecklingen, avkastningskurvorna fortsätter att vara på extremt låga nivåer och vi ser inget avgörande skifte uppåt. Det som möjligen kan bryta mönstret är de amerikanska obligationsräntorna, som vi förväntar oss ska stiga något när konjunkturer strävar vidare uppåt. Detta bör dock ses som ett positivt tecken på ekonomisk normalisering.



Källa: Bloomberg

2014 KAN BLI ÄNNU ETT BRA BÖRSÅR

Världsaktieindex MSCI World har stigit över 8 procent i år, beräknat i lokala valutor. Indien och Shanghai ligger i topp medan Brasilien och Ryssland hamnar sist i börsligan. Brasilien hade en bra inledning av året, men har tappat all avkastning de senaste tre månaderna. Europeisk makrostatistik skapar en del osäkerhet, vilket avspeglar sig i en relativt svag utveckling på börserna. I Japan studsade index upp efter nyheten att de japanska pensionsfonderna kommer att öka allokeringen mot aktier.

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	11% 8%	11% 15%	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% -	4% -	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, mätt som OMRX RXVX Index.
Hedgefonder	3%	4%	Prognosen för risk och avkastning baseras på HFRX Market Neutral Index.
Fastigheter	5%	12%	Prognosen för risk och avkastning baseras på EPRA Index (European Public Real Estate Association).
Private Equity	14%	14%	En betajustering av globala aktier (1,2), mätt som utveckling på LPX50 Total Return och MSCI World AC LOC de senaste 10 åren.
Råvaror	3%	12%	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.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

- Vi är i en långsam återhämtningsperiod – värderingarna justeras**
 Den låga kraften i återhämtningen har gäckat i stort sett alla bedömare, men USA leder världsekonomin uppåt, tillväxtmarknaderna (Emerging Markets - EM) kommer efter, och Europa slår långsamt följe. I år har de låga råvarupriserna och Kinas inbromsning begränsat aktiviteten. Detta återspeglas väl i prissättningen av de olika marknaderna, men skillnaderna är inte motiverade om tillväxten - vilket vi bedömer - gradvis ökar lite snabbare.
- Tre stora ekonomier kommer att förse världen med likviditet**
 Federal Reserve i USA begränsar sitt stöd eftersom man slutar att stödköpa obligationer, men centralbankerna i Euroland och Japan är beredda att ta vid. Nu har även Kinas centralbank visat vilja att stimulera mera. Kinas tillväxt har bromsat in, och man vill hålla igång efterfrågan. Summan blir att tre stora centralbanker sammantaget kommer att förse världen med likviditet, vilket är positivt för aktiemarknaderna.
- Europeiska investeringar kan gå in i en ny fas**
 Det finns en tendens att makrodata i Europa inte försämrats ytterligare, positivt läst, en gradvis förbättring. Den billigare euron bör motivera en mer positiv syn på företagens vinstförmåga. Förväntningarna i termer av aktievärdering är låga i Europa, samtidigt som aktier USA kan anses vara högt värderade.
- Oblighationsräntorna fortsätter att vara extremt låga**
 Inflationen i världen fortsätter att vara extremt låg, med risk för deflation på sina håll. Det och den goda likviditeten ger dagens låga räntor. Vi ser inga större investeringsmöjligheter här. Det är intressant att de amerikanska obligationsräntorna faktiskt börjat stiga som en effekt av bättre data och en tendens till stabilisering när det gäller löner och inflation. Företagsobligationer fortsätter att vara volatila, och vi har en fortsatt försiktig hållning.
- Valutemarknaderna är i fokus – konkurrensdevalveringarnas tid**
 USD är i en stark trend. Skillnaderna i penningpolitik mellan USA och i stort sett hela övriga världen motiverar en fortsatt förstärkning för dollarn. Japan och Euroland kommer att driva en aggressiv stimulerande politik, med följd att valutorna där tappar i värde. Givet de låga räntorna och den relativt begränsade tillväxttakten blir valutastrategin viktig. Vi kan se allt fler skäl att skydda oss mot valutarisker.
- Råvarumarknaderna och oljan kan betyda mer framöver**
 De låga råvarupriserna ger generellt ett lägre inflationstryck, vilket i sin tur ger möjligheter för centralbanker att stimulera ytterligare. En del EM-länder där detaljhandelsefterfrågan har varit ett problem bör påverkas. De lägre oljepriserna ger generellt en positiv konsumtionseffekt globalt, vilket även kan förbättra investerarhumöret.

TILLGÅNG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	Starka data från USA och förbättringspotential i Europa givet en svagare EUR och lägre energikostnader. Stöd från ytterligare centralbanksstimulanser i Europa, Japan och Kina.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Låg inflation, lågt kapacitetsutnyttjande och svaga tillväxtsignaler på sina håll, ger centralbankerna skäl att hålla styrräntorna låga ett tag till. Isär-spread-ningen mot statsobligationer har kortsiktigt ökat potentialen för krediter men ränteökningar det kommande året är alltjämt en risk, varför kortare duration framstår som mest attraktivt.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Stabil trend ger lägre korrelationer som gynnar många strategier.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Det låga ränteläget tillsammans med starka makrodata från framförallt USA fortsätter att gynna tillgångsslaget.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	Tillväxten och återhämtningen i den amerikanska ekonomin tillsammans med utökade penningpolitiska stimulanser i Europa och Japan ger en bra grund för fortsatt stark aktivitet.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Efter att oljepriset fallit cirka 30 procent sedan början av sommaren bedömer vi att priset kommer att stå något högre än aktuell nivå under nästa år, även om det först kan bli lägre innan det blir högre. Vi räknar vidare med högre priser på industrimetaller under 2015, som en följd av utbudsunderskott i både nickel och aluminium och framtida underskott även i kopparkmarknaden. Guldpriset fortsätter sannolikt medan agri fallit färdigt.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	USD är i en stark trend och skillnaderna i penningpolitik mellan USA och övriga världen motiverar en fortsatt förstärkning för dollarn. Japan och Euroland kommer att driva en stimulerande politik med följd att valutorna där tappar i värde. Givet de låga räntorna och den relativt begränsade tillväxttakten blir valutastrategin viktig. Vi kan se allt fler skäl att skydda oss mot valutarisker. Utsikter till Q3 2015: EUR/USD 1,17 (-5,9 %), EUR/SEK 9,10 (-1,7 %), USD/SEK 7,78 (+4,5 %)

Källa: SEB

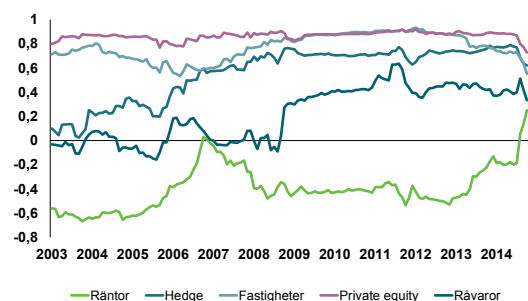
* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgången som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn på tillgången. På kundnivå anpassas portföljerna efter individuella behov.

HISTORISK KORRELATION (2004-10-31 TILL 2014-10-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror
Aktier	1,00					
Räntor	-0,34	1,00				
Hedge	0,65	-0,28	1,00			
Fastigheter	0,81	-0,09	0,54	1,00		
Private Equity	0,85	-0,28	0,69	0,85	1,00	
Råvaror	0,31	-0,17	0,65	0,28	0,40	1,00

Källa: SEB

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD



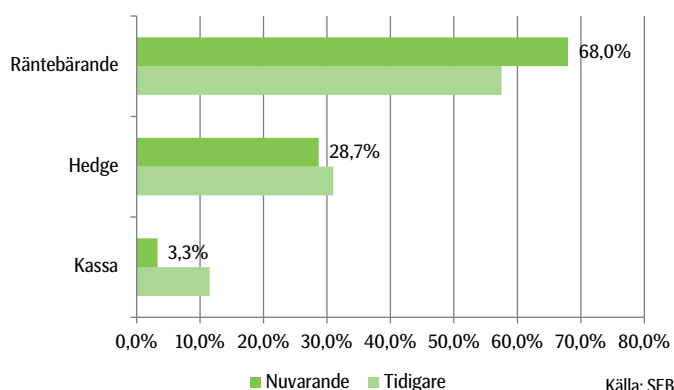
Historiska värden är beräknade utifrån följande index: Aktier – MSCI AC World EUR, Räntor – JP Morgan Global GBI EUR, Hedgefonder – HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter – SEB PB Real Estate EUR, Private Equity – LPX50 EUR, Råvaror – DJ UBS Commodities TR EUR.

Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM I TRE RISKNIVÅER – FÖRDELNING AV TILLGÅNGAR

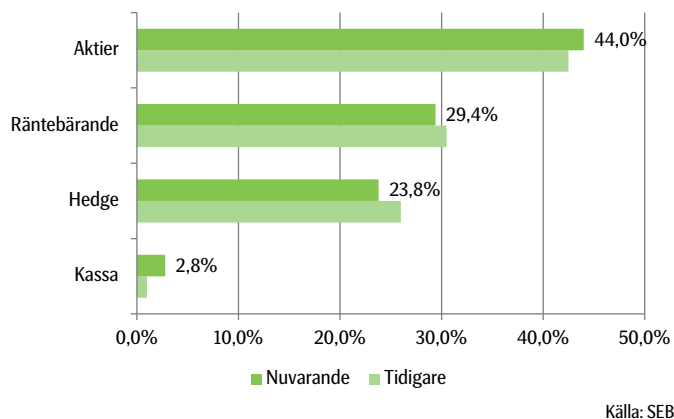
MODERN PROTECTION

Under kvartalet har förändringar gjorts i såväl portföljens räntedel som hedgefondsdel. Portföljen hade en taktisk kassa under sommaren, men denna har nu investerats. Inom räntesegmentet Absolute Return, förvaltare med flexibla investeringsmandat, har några fonder sålts av och nya tagits in. Syftet har varit att få en bra byggsten som förväntas leverera positiv avkastning, samtidigt som nedsidan skall vara begränsad. I oktober gjorde vi också vissa justeringar i hedgefondsdel. Där minskade vi exponeringen mot Credit Long/Short och investerade istället i nya marknadsneutrala aktiehedgefonder med inriktning mot Europa och USA. Vi bedömer att dessa innehav tillsammans bidrar till en bättre diversifiering av portföljen.



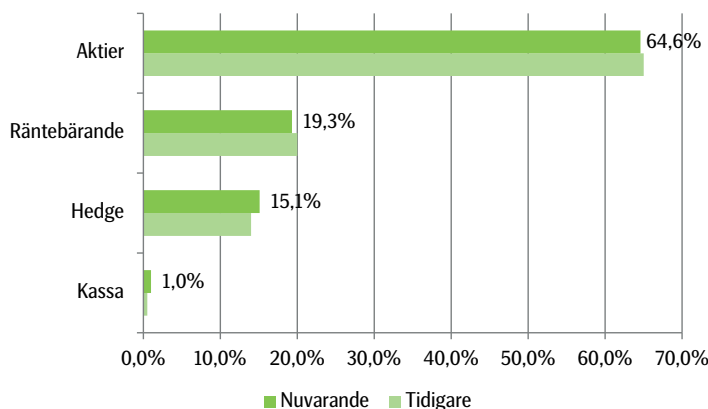
MODERN GROWTH

Portföljen gick in i kvartalet med en relativt hög aktieandel. Denna vikt kvarstår, dock har vi under kvartalet gjort vissa förändringar inom aktiefondsdel. Bland annat har vi minskat övervikten i Europa något och samtidigt minskat undervikten i USA. Dessutom har vi tagit hem vinst i portföljens exponering mot kinesiska aktier. I portföljens hedgefondsdel har vi minskat exponeringen mot Credit Long/Short och investerade istället i nya marknadsneutrala aktiehedgefonder med inriktning mot Europa och USA - som vi bedömer tillsammans diversifierar portföljen ytterligare. Vi kvarstår vid vår bedömning att världsekonomin, med USA i täten, fortsätter att återhämta sig kombinerat med att världens centralbanker väntas fortsätta vara stödjande för finansmarknaderna i allmänhet och mer riskfyllda tillgångsslag i synnerhet.



MODERN AGGRESSIVE

Portföljens aktievikt höjdes under sommaren och vi gick in i kvartalet med ca 65 procent aktier. Denna vikt kvarstår idag, med vissa förändringar. Bland annat har vi minskat övervikten i Europa något och samtidigt minskat undervikten i USA. Exponeringen mot europeiska aktier är dock fortfarande ett tydligt tema i portföljen. Dessutom har vi tag hem vinst i portföljens Kinafond och exponeringen mot Frontier Markets har sålts ut helt. Portföljens hedgefondsdel har strukturerats om genom att vikten i kreditrelaterade hedgefonder har minskats till förmån för marknadsneutrala aktiehedgefonder med inriktning på Europa och USA. Vi bedömer att dessa tillsammans diversifierar portföljen på ett bättre sätt. Mot bakgrund av vår positiva syn på finansmarknaderna framöver baserad både på den globala konjunkturen och agerande från världens centralbanker, behåller vi en relativt hög aktieandel.





Alternativa vägar för världsekonomin

Vårt huvudscenari är att rådande ganska långsamma konjunkturuppgång kan pågå ett bra tag till. Men alternativa scenarier finns i form av en repris på den japanska krisen, sekulär stagnation och ett överraskande positivt scenario.

Innevarande konjunkturuppgång inleddes sommaren/hösten 2009, och har alltsedan dess varit ovanligt långsam i många länder. I exempelvis USA är återhämtningen så här långt den svagaste under hela efterkrigstiden. Samtidigt har finansiella tillgångar stigit betydligt i värde. Sedan våren 2009 har placeringar i globala aktier gett en genomsnittlig årlig avkastning på 20 procent, medan motsvarande noteringar för företagsobligationer och statsobligationer varit 11 respektive 6 procent. Vad som skett konjunkturrellt och finansiellt under de senaste åren är onekligen speciellt, och väcker naturligtvis frågan om hur de kommande årens utveckling ska bli.

I förra *Investment Outlook* (utgiven i september 2014) fanns ett tema med budskapet att rådande konjunktur- och börsuppgång har förutsättningar att pågå under ytterligare några år. Analysen visade att uppgångar efter konjunkturrella recessioner/"bear markets" för aktier som utlösts av brustna spekulationsbubblor har brukat vara långa. Krisen 2008/2009 berodde ju på den brustna bostadsbubblan "subprime" i USA. Samtidigt som sådana uppgångar historiskt varit utdragna, har de även varit långsamma och emellanåt kännetecknade av skakighet och höjd osäkerhet.

Att rådande uppgång ser ut att pågå ett bra tag till och i någorlunda takt är fortfarande vårt huvudscenari. Men det kan naturligtvis inte uteslutas att världsekonomin istället styr in på en alternativ väg. Syftet med denna tematext är att kartlägga tre sådana alternativ, och hur olika typer av finansiella tillgångar då kan komma att utvecklas.

1) Repris på den japanska krisen

Ett avsevärt ogynnsammare scenario för kommande år vore om såväl Europa som USA och Japan skulle styra in på en samhällsekonomisk väg liknande den Japan färdades på under 1990-talet och början av 2000-talet.

Bakgrunden till den japanska krisen var 1980-talets spekulationsbubblor i fastigheter och aktier, som 1989-1990 punkterades av en kraftig penningpolitisk åtstramning signerad Bank of Japan (BoJ). Åtstramningen blev en katalysator för den kombination av stagnation, återkommande recessioner, och deflation (allmänt prisfall) som härskade i Japan under mer än ett decennium. Perioden 1992 till 2003 växte Japans BNP per capita årligen med drygt 0,5 procent i genomsnitt, medan konsumentpriserna i snitt var stabila.

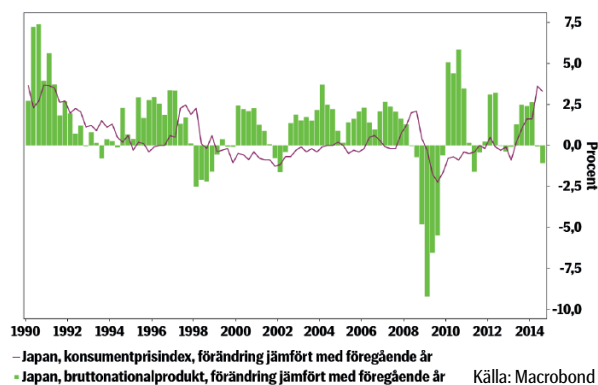
Att den japanska krisen blev så långvarig hängde samman med en serie ekonomisk-politiska missgrepp. Trots den djupa recessionen 1992-1994 sänkte BoJ styrräntan i maklig takt, och penningmängden fortsatte under flera år att minska. Visserligen satte japanska politiker in budgetstimulanser i början av 1990-talet, men dessa var beskedliga och med fokus på ökade offentliga utgifter, vilka gav endast tillfälligt positiva konjunkturer. Ytterligare ett allvarligt politiskt missgrepp var att inte på ett tidigt stadium ta tag i den begynnande bankkrisen, utan försöken att sanera landets finansiella system påbörjades inte förrän krisen pågick i sju-åtta år.

Sist, men inte minst, kan konstateras att politikerna i Japan var helt oförberedda på den deflation som drabbade landet, och man förmådde inte förhindra att deflationen fick fäste. En viktig lärdom är att det är bättre att ta i för mycket ("overshooting") i ekonomisk politik, än att ta i för lite. En överdriven stimulans kan korrigeras i efterhand. Det är ett lågt pris för att undvika deflation, ett ekonomiskt tillstånd som det visat sig vara synnerligen svårt att komma ur.

Dagens situation i industrilandsområdet OECD uppvisar betydligt fler skillnader än likheter med Japan i början av 1990-talet. Det gäller inte minst det ekonomisk-politiska agerandet, som alltsedan konjunktur- och finanskrisen har präglats av kraftfulla stimulansåtgärder inom främst penningpolitikens ram, för att stötta konjunkturen och se till att deflation inte får fäste. Även problemen för först amerikanska och sedan europeiska banker har hanterats med beslutsamhet, och agerandet har utan tvivel rönt framgång.

Vad institutioner som Internationella Valutafonden nu efterlyser är dock större insatser av finanspolitisk stimulans i framför allt Europa. I Japan dröjer fortfarande lanserandet av konkreta och kraftfulla strukturella åtgärder för att höja landets potentiella tillväxt, den "tredje pilen" i premiärminister Abes strategi "Abenomics".

JAPANSK SAMHÄLSEKONOMISK ÖKENVANDRING UNDER LÅNG TID



1990-talet och första decenniet på 2000-talet präglades i Japan av ett antal recessioner och många perioder med deflation. Orsakerna var dels Bank of Japans räntehöjningar 1989-1990 för att punktera 1980-talets spekulationsbubblor i fastigheter och aktier, dels en serie ekonomisk-politiska felgrepp under lång tid därefter. Sedan ett par år tillbaka gäller premiärminister Abes strategi "Abenomics". Den har kortsiktigt gynnat tillväxten och fått priserna att stiga. Om strategin får långsiktig samhällsekonomisk framgång är dock osäkert.

2) Sekulär stagnation

Ett annat scenario är "sekulär stagnation", vilket i vissa avseenden påminner om den japanska krisen, men utan att vara lika allvarligt. Begreppet lanserades 1938 av den amerikanske nationalekonomen Alvin Hansen under inflytande av de då svåra ekonomiska tiderna efter depressionen i början på 1930-talet. Sekulär stagnation har på senare tid återlanserats av Lawrence H. Summers, professor i nationalekonomi och amerikansk finansminister 1999-2001.

Sekulär stagnation kan definieras som när en ekonomi under något eller ett par decennier i snitt växer betydligt långsammare än den långa trenden, och inflationen liksom räntorna samtidigt är mycket låg/låga. Fler kännetecken är att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin är låg/sparandet är högt, med arbetslöshet och stor outnyttjad produktionskapacitet i företagen som följd.

De som anslutit till den här ekonomiska skolan hävdar att konjunkturuppgångarna i USA sedan 1990-talet varit långsamma av andra orsaker än de som vi berörde i temat i septembers Investment Outlook, det vill säga att föregående recessioner utlösts av brustna spekulationsbubblor. Flera argument förs fram och diskuteras om varför den amerikanska ekonomin nu befinner sig i en sekulär stagnation med otillräcklig efterfrågan.

Den demografiska trenden är ogynnsam. Befolkningstillväxten är avtagande. Det innebär att efterfrågan på varor och tjäns-

ter blir lägre än om befolkningen ökade snabbare. Andelen amerikaner som kommer att pensioneras inom 10-15 år växer också snabbt, och dessa prioriterar sparande inför ålderdomen före hög konsumtion. Vidare tilltar den privatekonomiska ojämlikheten i USA, och då den växande gruppen med höga inkomster spenderar en mindre del av varje ny dollar i inkomst än låginkomstgruppen gör, drabbas den samlade konsumtionsefterfrågan.

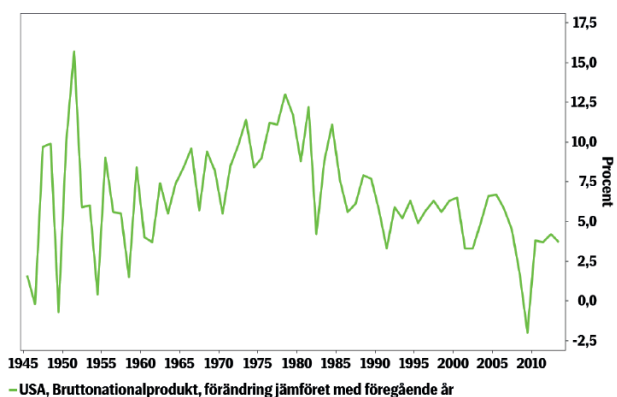
Samtidigt förändras den amerikanska ekonomins struktur. Andelen tjänsteföretag utan något traditionellt investeringsbehov att tala om ökar, medan andelen "gamla" industriföretag minskar. Följden blir att investeringar i byggnader, anläggningar och maskiner avtar. Det gör att investeringsefterfrågan minskar i betydelse.

Samtidigt har kostnaderna för att investera fallit rejält, vilket innebär att varje investering tar mindre finansieringsutrymme i anspråk än tidigare, något som sänker investeringsutgifterna och därmed den totala efterfrågan i ekonomin. Ännu en faktor som påverkar traditionella investeringar negativt är trenden mot lägre tillväxt sedan slutet av 1990-talet. Detta gör att företag idag har mindre incitament att investera, eftersom de räknar med långsam tillväxt och därmed svag efterfrågan framöver.

Dessutom har perioden med allt större lånefinansierad konsumtion i USA, som inleddes i början på 1980-talet, sedan 6-7 år tillbaka följts av en successivt minskad skuldsättning bland hushållen. Det drabbar tillväxten av privat konsumtion, som står för cirka 70 procent av landets BNP.

Slutligen har flera ekonomer, däribland förre chefen för Federal Reserve (Fed) Ben Bernanke, lyft fram de avsevärda globala sparöverskotten som blivit följden av att asiatiska centralbanker i stor skala byggt upp sina valutareserver efter Asien-krisen 1997.

LÅNGSAMMASTE AMERIKANSKA KONJUNKTURUPPGÅNGEN I MODERN TID

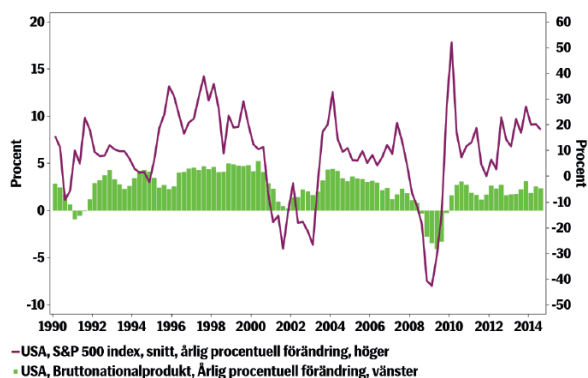


De senaste decenniernas konjunkturåterhämtningar efter recessioner i USA har varit ovanligt långsamma. Den som inleddes sommaren 2009 är den svagaste i modern tid (diagrammet visar BNP:s utveckling). Mönstret skulle kunna förklaras av att de senaste recessionerna har utlösts av brustna spekulationsbubblor, något som brukat bädda för långsamma efterföljande uppgångar. En annan förklaring vore att USA sedan cirka 25 år tillbaka är inne i en sekulär ekonomisk stagnation.

Den pågående akademiska debatten om förekomsten av sekulär stagnation har i huvudsak fokuserat på USA. Värt att notera är dock att amerikansk ekonomi i relativa termer haft en betydligt bättre utveckling under de senaste tio åren än Euroland och Japan. Medan USA:s tillväxt i snitt varit 1,6 procent per år, har den varit 0,7 procent i både Euroland och Japan. Motsvarande inflationsnoteringar har i USA varit 1,7 procent, och i Euroland respektive Japan 1,5 procent och -0,4 procent. Argumenten för sekulär stagnation i USA är i ännu högre grad tillämpliga på Euroland och Japan. När det gäller exempelvis demografi och trendtillväxt är situationen och utsikterna betydligt mer ogynnsamma i Euroland än i USA.

Utskrivning av ekonomisk-politiska recept för att tackla sekulär stagnation saknas inte. Eftersom brist på efterfrågan är ett kärnproblem föreslås expansiv finanspolitik, särskilt som det idag är så billigt för stater att låna. Vidare efterlyses en stimulerande penningpolitik med fokus på att höja inflationsförväntningarna, och även i vissa fall trigga sjunkande valutakurser. Ytterligare ett recept är åtgärder riktade mot ekonomins utbudssida (produktionen) för att öka den potentiella tillväxten, exempelvis genom höjd pensionsålder, utbildning och träning för att lyfta arbetskraftens kvalitet, samt skattereformer för att gynna investeringar.

BÖRSUPPGÅNG TROTS OVANLIGT LÅNGSAM TILLVÄXT



Källa: Macrobond

Det positiva sambandet mellan utvecklingen på börsen och den ekonomiska tillväxten är väl dokumenterat, bland annat i USA. Sambandet har också gällt under den senaste konjunkturuppgången, som inleddes sommaren 2009. Börslyftet har varit stort med tanke på att tillväxten varit historiskt långsam för att vara i en stigande konjunktur (S&P 500-index är upp ca 225% sedan mars 2009 beräknat i USD). Orsakerna är bland annat Federal Reserves aggressiva stimulanspolitik, rekordlåga obligationsräntor samt det faktum att lönernas andel av de totala samhällsinkomsterna i USA minskat och vinsternas andel ökat under perioden.

3) Ett överraskande positivt scenario

Men världsekonomin kan ju även överträffa förväntningarna under kommande år när det gäller tillväxt samt förbättrad samhällsekonomisk styrka och balans.

Drivkrafter i ett sådant scenario skulle kunna vara ekonomiska strukturreformer i Europa, Japan och Indien, en snabb och smidig övergång från investeringsledd till konsumtionsledd tillväxt i Kina, avsaknad av dramatiska råvaruprisstegringar

och ett bekräftande av de lägre oljeprisnivåerna främst tack vare energirevolutionen i USA, som nu i ökande grad blir självförsörjande. Framsteg i processen att avreglera och öka världshandeln, samt avklingande geopolitiska spänningar vore andra tänkbara drivkrafter.

En viktig pusselbit i ett positivt scenario vore en god och under flera år uthållig tillväxt i amerikansk ekonomi, som även ger gynnsamma effekter på övriga världsekonomin.

USA:s ekonomi visar idag många styrkor. Hushållens balansräkningar har stärkts tack vare skuldneddragning och stigande förmögenheter. Den allt starkare arbetsmarknaden bäddar för gradvis högre löner. Bostadsbyggandet och företagens investeringar borde efter en svag period kunna återhämta sig på några års sikt. De statliga finanserna har genomgått en anmärkningsvärd förbättring sedan några år tillbaka. Risken för både deflation och hög inflation är liten. Och Federal Reserve kommer av allt att döma inte att strama åt penningpolitiken i en takt som äventyrar en fortsatt konjunkturuppgång.

Konsekvenser för finansiella tillgångar

Bedömningar av hur olika finansiella tillgångar kommer att utvecklas i vårt huvudscenario redovisas i avsnittet Portföljstrategi på sidorna 6-9. Men hur skulle utvecklingen bli i alternativa scenarier?

En repris på den japanska 1990-talskrisen vore av allt att döma förödande för aktier. Under den krisen sjönk Tokyo-börsen reellt med i snitt cirka 4 procent per år. Lärdomar kan även dras från 1920- och 1930-talets USA. Kombinationen deflation och recession/depression i början av 1930-talet fick aktier att falla brant, medan deflationen gynnade ränteplaceringar. När deflationen istället parades med ekonomisk tillväxt under delar av 1920-talet och mot slutet av 1930-talet utvecklades aktier däremot väl.

Ett scenario med sekulär stagnation vore i sig gynnsamt för ränteplaceringar, men givet rådande historiskt låga obligationsräntor skulle utrymmet för räntefall/kursvinster bli synnerligen begränsat. Långsam tillväxt, små prisökningar och låga räntor bäddar här sammanlagt för låg avkastning på aktier. Sektorer med i utgångsläget låga värderingar och bolag med hög direktavkastning och/eller stabil tillväxt borde gå bättre än börsen i stort.

I ett överraskande positivt världsekoniskt scenario finns en betydande uppsida för aktier, eftersom riskpremien på aktier (företagsvinst/aktiekurs minus statsobligationsränta) nu är hög. Det avspeglar låga förväntningar på tillväxten och stor osäkerhet om de ekonomiska utsikterna. Överträffas dessa förväntningar med råge och osäkerheten minskar, skulle cykliska aktier och bolag med hög förväntad vinst gynnas på bekostnad av defensiva aktier och bolag med stabil tillväxt. Även finansaktier kan återfinnas bland vinnarna. Beträffande riskpremien på statsobligationer är den å sin sida mycket låg i nuläget, vilket i sig tydligt signalerar en risk för stigande räntor i ett oväntat bra scenario.



Stresstester för banker tar Europa i rätt riktning

Dagens samhällsekonomi fungerar inte utan en effektiv och pålitlig förmedling av betalningar och krediter. Nyligen presenterades resultatet av 2014 års stresstester av banker inom EU och i Norge. Syftet var att visa hur bankerna skulle klara ogynnsamma marknadsförhållanden och utvärdera systemrisken i den finansiella sektorn. Utfallet tycks ha tagits emot tämligen väl av marknaden och kan ses som ett viktigt steg i rätt riktning.

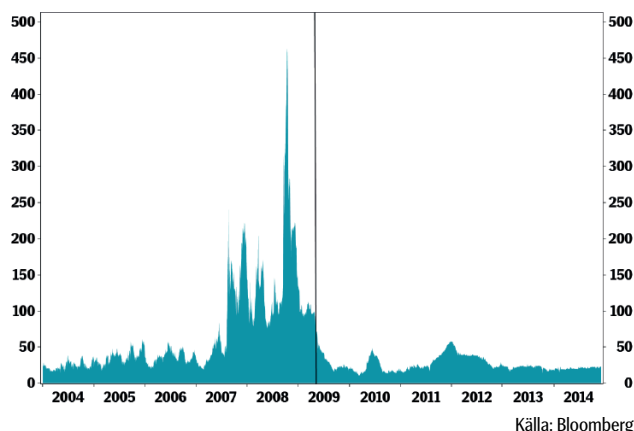
När finanskrisen härjade som värst 2008-2009 vidtog amerikanska myndigheter och centralbanken, Federal Reserve, en lång rad offensiva åtgärder för att stabilisera finansväsendet. Kollapsen av Lehman Brothers i kombination med gigantiska problem i en rad andra stora finansinstitut, såsom landets största bostadsfinansieringsinstitut Fannie Mae och Freddie Mac och försäkringsbolaget AIG, krävde gigantiska åtaganden och likviditetsinjektioner. Sammantaget gavs likviditetsinjektioner, kapitaltillskott och garantier om som mest nära 7 000 miljarder dollar för att stabilisera ett finansiellt system om totalt cirka 30 000 miljarder dollar. De offentliga åtagandena utgjordes av en

blandning av direkta kapitalinjektioner i de institut som förstärktes, tillskott till privata banker, insättningsgarantier för både traditionell inlåning och skuldebrev, och okonventionella kreditfaciliteter hos centralbanken som gav en enorm likviditetsinjektion till marknaden.

Trots rekordstora stödåtgärder från staten och centralbanken i USA blev investerare och sparare extremt nervösa. Bankerna misstrodde också varandra i en sällan skådad utsträckning. Åtgärdsprogrammet hade dittills endast adresserat kapital och likviditetsproblem, men förtroendet var fortfarande hårt sargat. Utan förtroende kan finansväsendet inte fungera.

Stresstesterna i USA 2009

För att återställa förtroendet för affärsbankerna, en central del av det finansiella systemet, presenterade dåvarande finansminister Timothy F. Geithner i februari 2009 en plan för hur myndigheterna skulle gå igenom bankernas balansräkningar och simulera tester för hur dessa skulle klara en konjunkturell försvagning av historiska dimensioner ("stresstest"). De banker som inte bedömdes klara en konjunkturell kollaps, inklusive dramatiska fall i fastighetspriser och ökad arbetslöshet, behövde omedelbart hämta in riskkapital från investerare alternativt tvingades de ta emot statliga kapitaltillskott med ofördelaktiga villkor.



AMERIKANSKA BANKER ÅTERFICK FÖRTROENDET FÖR VARANDRA EFTER STRESSTESTERNA I MAJ 2009

Diagrammet visar riskpremien på lån mellan amerikanska banker jämfört med räntan på 3-månaders stats-skuldväxlar. Trots rekordstora kapital- och likviditetsinjektioner i det finansiella systemet förblev bankerna långt in på 2009 ovilliga att låna ut till andra banker utan hög riskkompensation. Riskpremien minskade dock dramatiskt efter offentliggörandet av de amerikanska stresstesterna i maj 2009.

Kritiken mot planen på stresstester var omfattande och omedelbar. Börsen rasade direkt när planen presenterades. Misstron gällde såväl omfattning och metod som de effekter som kunde väntas. Många befarade att stresstesterna inte alls skulle vara särskilt tuffa och att resultatet därmed inte heller kunde ses som en indikation på vad som skulle kunna hända i ett verkligt pessimistiskt scenario. Andra misstänkte att myndigheterna med en smickrande rapport över bankernas styrka tänkte försöka ingjuta förtroende för banker som i själva verket inte alls förtjänade det, för att därigenom förhindra kapitalflykt och nya krisåtgärder.

Bland dem som ändå trodde på myndigheternas metod och goda avsikter fanns de som befarade vad testerna skulle avslöja. Vissa menade att det var självklart att några av bankerna inte skulle visa sig kapabla att på egen hand klara en ytterligare fördjupning av krisen och argumenterade för att man borde föregå resultatet och förstatliga flera stora institut. Dessutom fanns det bland allmänheten en utbredd misstro kring alla krisåtgärder. De betraktades som en räddning av misskötta institutioner, deras ledare och slarviga finansärer. På den politiska högerkanten beskrevs åtgärderna som socialism.

När rapporten slutligen offentliggjordes i maj 2009 var den direkta responsen blandad, men de flesta tycktes ändå ha uppfattat resultatet som trovärdigt. Viktiga indikatorer över misstroende och stress i det finansiella systemet visade en påtaglig lättnad de följande veckorna. Riskpremien på lån bankerna emellan rasade, liksom kostnaden för att försäkra en aktieportfölj mot ytterligare börsfall. Med facit i hand tycks de amerikanska stresstesterna ha markerat en tydlig vändpunkt till det bättre. Det positiva utfallet kom trots, eller kanske tack vare, att rapporten inte alls kan beskrivas som en rent "friande dom" för bankerna. Tio banker tvingades ta in ytterligare 75 miljarder dollar i riskkapital, men nästan alla klarade detta utan offentligt stöd redan inom en månad.

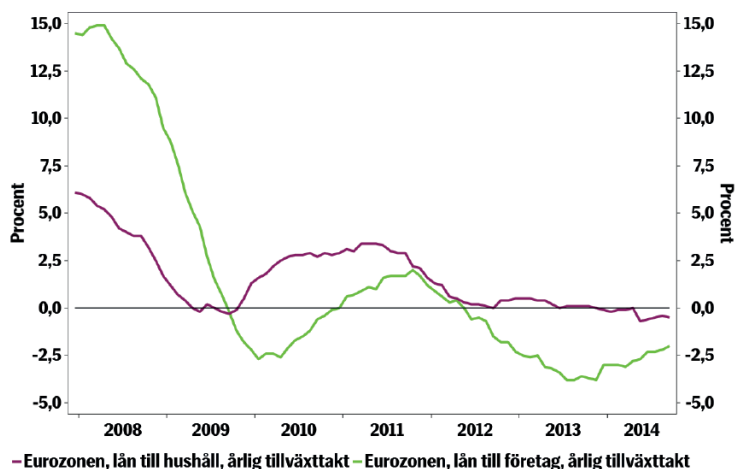
20 månader senare hade omfattningen av stödåtgärderna minskats från ca 7 000 miljarder dollar till mindre än 1000 miljarder dollar. När resultatet av den amerikanska statens kapitalinjektioner under krisen 2008-2009 summerades år 2013 gjorde staten en vinst på 166 miljarder dollar. Men framför allt påbörjade det finansiella systemet en gradvis återhämtning som nu i flera år har understött den amerikanska konjunkturs återhämtning. I Europa är situationen annorlunda och de amerikanska framgångarna är sannolikt föremål för betydande avund från europeiska politiker och centralbankirer.

Ekonomins blodomlopp

För att samhällsekonomin ska växa krävs inte nödvändigtvis kredittillväxt (även om sådan hjälper till), men det krävs ett fungerande kreditsystem. Ett fungerande system för allokering av kapital från dem som har ett överskott på sparande till dem som har behov av finansiering. Exempelvis från mogna företag och äldre men ännu inte pensionerade hushåll, till expanderande företag och yngre hushåll. När det inte finns tillgång på kapital, inte ens för sunda investeringar med väl underbyggda kalkyler hämmas den ekonomiska aktiviteten påtagligt.

Det finns sannolikt många delförklaringar till att företag och hushåll i eurozonen nettoamorterar på sina skulder, men det är kritiskt för den ekonomiska utvecklingen framöver att detta inte beror på bristande tillgång på finansiering. I synnerhet små- och medelstora företag samt hushåll är beroende av att det finns tillgång på traditionella banklån. I vissa delar av Europa amorteras skulderna nu i en takt som är förödande för den aggregerade efterfrågan i ekonomin.

För att säkerställa tillgången på krediter i Europa för sunda låntagare behövs solida och välfinansierade banker. För att fungera väl behövs även ett grundmurat förtroende från allmänhet och investerare för dessa institutioner. Den senaste omgången



Källa: Bloomberg

KREDITTILLVÄXTEN ÄR NEGATIV I EMU

Diagrammet visar nettotillväxten av finansiella institutioners utlåning till företag och hushåll i EMU (Europeiska Monetära Unionen). Reflekterar den negativa tillväxten ett dysfunktionellt kreditväsende, eller endast en svag efterfrågan?

stresstester inklusive säkerställande av kvaliteten bakom tillgångarna i bankernas balansräkningar är ett viktigt steg mot ett starkare banksystem i Europa.

Parallellt med stresstesterna har Europeiska Centralbanken, ECB, även lanserat långfristiga kreditfaciliteter för bankerna och obligationsköp, bland annat för att återuppliva marknaden för paketerade lån, vilket möjliggör kreditexpansion utanför bankernas egna balansräkningar. Som det amerikanska exemplet visade räcker det dock inte med stödåtgärder från centralbanken om det saknas förtroende och kapital i affärsbankerna.

Historik skrämmar i Europa

Myndigheter och banker i Europa har dock börjat i en svår uppförsbacke. Utöver att de europeiska stresstesterna lider av samma skepsis och kritik från omvärlden som de amerikanska 2009, har de sin egen historik mot sig. Så sent som 2011 försökte European Banking Authority (EBA) upprepa det amerikanska reptricket med stresstester, men utan framgång. Inte nog med att den rapporten inte förmådde återuppliva förtroendet för bankerna, det visade sig också snart att skepsismen mot EBA:s stresstestresultat var befogad. Endast tre månader efter att rapporten gett belgiska Dexia "med beröm godkänt" tvingades banken in i en statligt finansierad omstrukturering. Ett annat institut som då godkändes i testerna var portugisiska Banco Espírito Santo, som kollapsade tidigare i år sedan stora krediter med otillräcklig säkerhet till företag närstående bankens huvudägare hade avslöjats.

2014 års stresstester i Europa

Den 26 oktober i år presenterades resultatet av 2014 års stresstester av banker inom EU och i Norge.

Syftet med testerna var för att citera ovan nämnda EBA: "...to assess the resilience in the EU to adverse economic developments, helping supervisors assess individual banks, contributing to understanding systematic risk in the EU and fostering market discipline."

Annorlunda uttryckt, syftet med testerna har varit att visa hur bankerna skulle klara ogynnsamma marknadsförhållanden som en recession och att utvärdera systemrisken i den finansiella sektorn, samtidigt som övervakare som exempelvis Finansinspektionen får ett bättre underlag för att utvärdera enskilda banker.

Ett annat motiv som nämnts när det gäller genomförandet av stresstester på europeiska banker är att det är förtroendeskapande och en effekt av vad som hände under finanskrisen där flera stater tvingades lansera omfattande räddningsaktioner.

Kanske i ljuset av de inte fullt så lyckade testerna 2011 har en hel del kraft lagts på att säkerställa en tillförlitlig metod som utgått ifrån hur de berörda bankerna klarar olika makroekonomiska scenarier. Stresstesterna fokuserade på en uppsättning risker som inkluderade såväl kredit- som marknadsrisker, som statsexponerings- och finansieringsrisker. Trading och exponeringar utanför balansräkningen ingick också i testerna.

Olika former av stresstester är vanligt förekommande inom bankindustrin, då enskilda banker ofta använder dessa i sin verksamhet. Dessutom utförs sådana av lokala tillsynsmyndigheter, även om metoderna och syftet med dessa kan skilja sig åt. Det är därför viktigt med en gemensam utgångspunkt.

Svenska banker står väl rustade

Totalt 123 bankgrupper från 22 länder testades av EBA. Dessa bankers tillgångar uppgick vid slutet av 2013 till sammanlagt 28 000 miljarder EUR, vilket motsvarade cirka 70 procent av de totala banktillgångarna i EU.

Totalt 24 av 123 banker fick underkänt i stresstesterna och sammanlagt uppgick de underkända bankernas brist till ca 24 miljarder euro. Samtidigt som dessa resultat presenterades publicerade Europeiska Centralbanken, ECB, en liknande undersökning av 130 banker där 25 av dem bedömdes behöva tillföra nytt kapital. Av dessa 25 hade 12 redan vidtagit åtgärder genom att ta in nytt kapital för att täcka underskottet. ECB:s högre total än EBA:s (25 mot 24) berodde på spanska Lissabank som klarade stresstesterna men inte ECB:s så kallade "Asset Quality Review" (genomgång av kvaliteten på bankens tillgångar).

Att en del banker skulle ha problem och bli underkända var väntat. Noterbart är att alla stora tyska och franska banker klarade testerna. Detta var aningen förvånande, då det tidigare uttryckts oro för tyska banker. Deutsche Bank klarade stresstesterna med relativt god marginal medan Commerzbank låg betydligt närmare EBA:s gränsvärde. Likaså brittiska Lloyds Banking Group, som knappt klarade testet och nu blir föremål för ytterligare utredningar från Bank of England.

I Sverige omfattades Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank, vilka alla klarade sig med tämligen goda marginaler.

Finansinspektionen (FI) konstaterade i samband med stresstesternas genomförande att storbankerna: "... i dagsläget har en tillfredsställande kapitalisering och motståndskraft mot ett scenario med kraftigt försämrade affärsförutsättningar". Svenska banker står enligt FI väl rustade att klara störningar i omvärlden, vilket delvis tillskrivs det faktum att Sverige har infört högre kapitalkrav än många andra länder.

Marknaden tog testerna med ro

Frågan är dock vad dessa tester egentligen innebär och hur mycket man kan lita på dem?

Ett exempel i sammanhanget är den portugisiska problembanken Espírito Santo som tidigare nämnt. Banken klarade stresstester, men tvingades tidigare i år till en så kallad "bailout" (räddning av staten). I 2014 års tester undantogs Novo Banco (den nya bank som skapades av gamla Espírito Santo) från stresstesterna som senare lades.

Trovärdigheten i 2014 års tester tycks, av kommentarerna från marknaden att döma, inte ha bemötts med samma skepsis, men trots att testerna på en aggregerad nivå var i linje med förväntningarna såldes europeiska bankaktier då marknaderna

öppnade för handel efter att testresultatet publicerats. Skillnaderna mellan olika aktörer var dock stora.

Sammanfattning – ett steg i rätt riktning

Vi betvivlar tyvärr att 2014 års europeiska stresstester någonsin kommer att betraktas som den viktiga vändpunkt för förtroendet för europeiska banker som de amerikanska testerna 2009 gjorde. Däremot är det ett steg i rätt riktning, och ett högre förtroende för bankerna i Europa är dessutom kritiskt för en bättre konjunkturutveckling i regionen. Om stresstesterna i kombination med ECB:s stimulanser även kompletteras med strukturella ekonomiska reformer i svaga ekonomier i Europa, skulle förutsättningarna för en god återhämtning bli bättre än på länge.



EFTER KRISEN HAR AMERIKANSKA BANKAKTIER UTKLASSAT EUROPEISKA

Diagrammet visar indexerad kursutveckling för amerikanska och europeiska bankaktier sedan 2007. Kursraset 2007-2008 var närmast identiskt på båda sidor om Atlanten, liksom uppstudsens direkt efteråt. Sedan eurokrisen 2011 skiljer sig dock utvecklingen dramatiskt åt. Det ömsesidiga beroendet mellan friska banker och ekonomisk tillväxt gör det svårt att avgöra i vilken mån européernas eftersläpning beror på sämre konjunktur (den sämre konjunkturen kanske i sig delvis förklaras av ett dysfunktionellt kreditväsende?) och i vilken mån det reflekterar sämre fundamenta och bristande omstruktureringar i bankerna samt lägre förtroende för bankerna.

Källa: Bloomberg

Denna sida är medvetet lämnad blank.



Billigare olja ger världsekonomin mer energi

- *Den globala konjunkturuppgången är fortfarande skör*
- *Kampen mot deflation har högsta penningpolitiska prioritet*
- *Tack vare energiprisfallet har sannolikheten för oväntat hög tillväxt ökat*

Sommarens och tidiga höstens tillväxtoro i världen med åtföljande aktieprisfall har följts av tecken på en konjunkturrell stabilisering, parad med börslyft och obligationsräntefall. Det senare visar att fortsatt fallande råvarupriser har sänkt inflationsförväntningar och ökat sannolikheten för att ytterligare penningpolitiska stimulanser och åtstramningar skjuts längre fram i tiden. Den globala konjunkturuppgången är alltså skör, men beslutsamheten i den ekonomiska politiken ska samtidigt inte underskattas. Det gäller inte minst penningpolitiken där kampen mot deflation (allmänt prisfall) nu har högsta prioritet. Det anas även mer acceptans för en mer expansiv finanspolitik. Sammantaget finns förutsättningar för att världsekonomin ska växa snabbare 2015 och 2016 än i år. Tack vare prisfallet på energi har sannolikheten för oväntat hög tillväxt ökat, medan höjda spänningar mellan Ryssland och omvärlden kvarstår som en risk för tillväxten.

Det går bra för USA:s ekonomi...

Efter det väderrelaterade BNP-fallet under årets första kvartal har tillväxten i USA växlat upp betydligt. Både arbetsmarknadsstyrka och bättre stämning bland hushållen tyder på att den privata konsumtionen står i begrepp att tydligt stärkas. Bruttonationalprodukten (BNP) bedöms växa 2,3 procent i år och 3,4 respektive 3,1 procent 2015 och 2016. God tillväxt paras framöver med avsevärt lägre inflation tack vare starkare dollar och billigare olja. Det får Federal Reserve att avvakta med första räntehöjningen till september 2015. En stor framgång sedan 2010 har varit minskningen av det federala budgetunderskottet, som på endast fyra år krympt från över 10 procent till under 3 procent av BNP.

... medan det går sämre för Euroland

Eurolands BNP växte endast 0,2 procent under det tredje kvartalet och flera länder möter både låg efterfrågan och brottas med strukturproblem. Tysk ekonomi har bromsat in, medan den spanska konjunkturen har varit överraskande stark. Den nästintill stagnerande unionsekonomin och risken för deflation har fått den Europeiska Centralbanken att utöka sina stimulanser. Försiktiga steg mot mindre stram finanspolitik har tagits och EU-kommissionens nye ordförande Juncker har lagt en plan för ökade investeringar i infrastruktur. Vidare ger eurons försvagning draghjälp åt exportföretagen, och oljeprisfallet ökar hushållens köpkraft samt sänker företagens kostnader. Eurolands BNP spås ändå öka 0,9 procent både i år och nästa år, för att först 2016 växla upp till 1,3 procents tillväxt.

Brittiska tillväxten i topp bland stora industriländer

Visserligen har en del konjunkturindikatorer sviktat i början av hösten, men mycket talar ändå för att den brittiska tillväxten blir god 2014-2016. Utsikter till en lägre inflation än Bank of Englands (BoE:s) mål på 2 procent under flera år framöver stärker hushållens köpkraft. Det får BoE att vänta längre än tidigare väntat med att höja räntan. Samtidigt förbättras arbetsmarknaden gradvis, vilket får privatkonsumtionen att öka snabbare. I år spås BNP växa 3,1 procent - högsta noteringen i gruppen stora industriländer (G7) - och 2015 respektive 2016 med 2,8 och 2,5 procent.

Nordens ekonomier på olika konjunkturvägar

Sveriges ekonomi visar en fortsatt dualistisk utveckling med god inhemsk efterfrågan och svag export, men sammantaget bedöms tillväxten i Sverige bli bra 2015-2016. Finsk ekonomi möter motvind i form av strukturproblem i näringslivet, betydande bakslag för exporten till Ryssland och åtstramningar i offentlig sektor. BNP i Finland sjunker i år för tredje året i rad, och spås sedan växa långsamt. Danmarks BNP har ökat oväntat lite hittills i år, men utsikterna ter sig ganska gynnsamma. Norges tillväxt dämpas markant 2015 på grund av fallande oljeinvesteringar, men väntas sedan accelerera 2016. Hela Nordens BNP spås växa 1,5 procent i år, 1,8 procent 2015 och 2,1 procent 2016.

Japan tillbaka i recession

När "Abenomics" sjösattes vintern 2012/2013 med fokus på penning- och finanspolitiska stimulanser växte Japans ekonomi snabbt. Därefter har den gradvis tappat tempo, för att i år sjunka tillbaka i recession. Direkt efter momshöjningen i april föll ekonomin skarpt, och BNP krympte också under det tredje kvartalet. Vår kristallkula visar att BNP ökar 0,4 procent i år, 0,9 procent 2015 och 1,1 procent 2016. Bland ljusglimtar finns växande sysselsättning och svagt stigande löner, till fördel för hushållens inkomster. Men lönekostnaderna ökar inte tillräckligt för att hålla uppe inflationen, vilken nu tenderar att avta. Det är därför svårt att göra inflationsmålet 2 procent trovärdigt på sikt, vilket påvisar behovet av ytterligare penningpolitiska stimulansåtgärder.

Tillväxten i EM-Asien växlar upp

Förutsättningar för ökad tillväxt är goda i flertalet av Asiens Emerging Markets (EM)-länder. Arbetsmarknadsstyrka ger draghjälp åt inhemsk efterfrågan, och ökad efterfrågan på världsmarknaden innebär också en hjälpande hand. Ekonomier som har en särskilt bra sits är Sydkorea, Singapore och Taiwan, medan länder med stora bytesbalansunderskott, som Indonesien, är sårbara. Låg inflation i regionen möjliggör en fortsatt stöttande penningpolitik.

I Kina kompenserar en ökad export delvis för en trög inhemsk efterfrågan. Lägre tillväxt ger myndigheterna anledning att fortsätta med riktade åtgärder och centralbanken PBOC skäl att sänka styrräntan ytterligare. BNP bedöms växa 7,4 procent i år, 7,0 nästa år och 6,7 procent 2016. Indien gynnas påtagligt av billigare olja, som sänker inflationen och ger centralbanken skäl att sänka räntan under 2015. Regeringen Modi har ännu inte riktigt infriat förväntningarna på ett uppsnabbat reformarbete, men grunder är lagd för mer genomgripande reformer som attackerar strukturproblem (marknadsregleringar) och gynnar tillväxten. BNP spås i år öka 5,4 procent, följt av 5,8 procent 2015 och 6,2 procent 2016.

Latinamerikas makropilar pekar åt fel håll

I år har de flesta makroekonomiska pilar pekat åt fel håll i Latinamerika. Tillväxten har sjunkit, inflationen ökat, och underskotten i både bytesbalansen och de offentliga finanserna blivit större. I kretsen enskilda ekonomier stagnerar nu

den brasilianska, och utsikterna är heller inte särskilt goda, speciellt som förtroendet är lågt för den omvalda presidenten Dilma Rousseffs förmåga att få ekonomin på rätt spår. I Argentina är inflationen mycket hög och blir troligen ännu högre 2015. Klart mer gynnsamma samhällsekonomiska nyckeltal återfinns i Mexiko och Chile. Hela Latinamerikas BNP bedöms växa 1 procent i år, 2 procent 2015 och 3 procent 2016.

Blandade utsikter för Östeuropas ekonomier

Den rysk-ukrainska konflikten bedöms bli långvarig och 2015 leda till recession i Ryssland, och ekonomisk stagnation i Ukraina. Däremot fortsätter den successiva konjunkturåterhämtningen i stora delar av centrala och sydöstra Östeuropa. Detta tack vare fortsatt växande privatkonsumtion, ökad export till väst och billigare olja, vilket som gynnar många av länderna som är stora energiimportörer. Den ekonomiska politiken ger å andra sidan inte mycket draghjälp åt tillväxten. Länder vars konjunktur drabbas särskilt på grund av stor exponering till handel med Ryssland är forna Sovjetrepubliker i Centralasien, Finland och Baltikum.

Under 2014 har de baltiska ekonomierna tyngts av inbromsningen för rysk tillväxt ihop med Rysslands importstopp, och även av svackan i Eurolands ekonomi. Investeringskonjunkturen i Baltikum har samtidigt varit ihållande svag, medan byggandet och inte minst hushållens konsumtion utgjort positiva krafter. Ryssland-Ukraina konflikten hämmar den baltiska exporten även under 2015, varför privatkonsumtionen får fortsätta att agera främsta draglok. Denna gynnas inte minst av att lönerna justerat för (låg) inflation stiger med höga 4-5 procent på årsbasis. Utsikter till något ökad export till Västeuropa och en svagare euro hamnar också på pluskontot.

Högre världstillväxt i vår prognoskikare

Världstillväxten blir högre framöver enligt SEB:s prognos. Efter årets tillväxt i globala BNP med 3,5 procent, följer 3,8 procent 2015 och 3,9 procent 2016. EM-sfären växer fortsatt snabbast med en takt kring 5,0 procent per år 2015-2016. Gapet mot DM-området (Developed Markets) krymper dock nästa år när DM-tillväxten växlar upp till 2,4 procent från årets 1,9 procent. 2016 växer EM (4,9 procent) fortsatt ungefär dubbelt så snabbt som DM (2,4 procent).



Källa: Macrobond

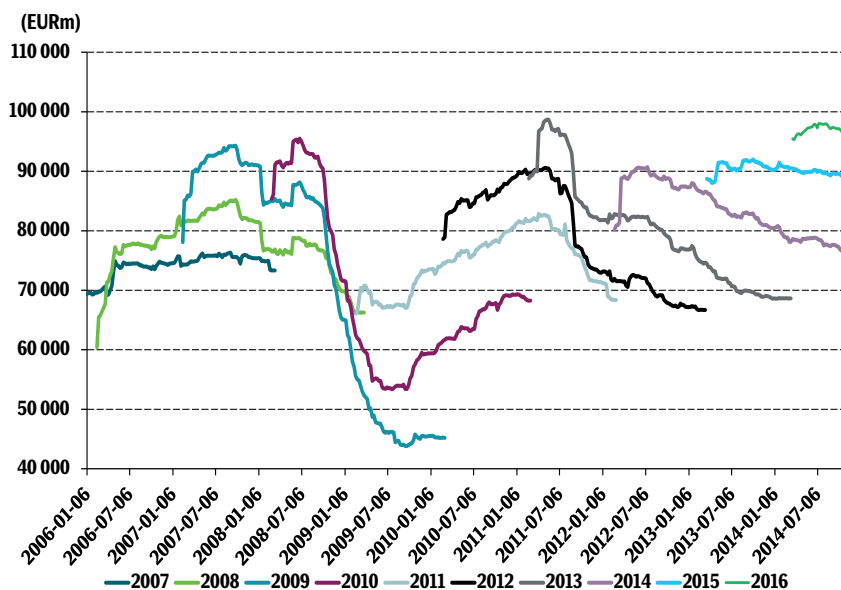
EN OSEDVANLIGT SNABB BUDGETFÖRBÄTTRING I USA

När det federala budgetunderskottet i USA blev större än 10 procent av BNP i samband med konjunktur- och finanskrisen för 5-6 år sedan var "alla" i finansmarknaden och analytikeråren bekymrade. Därefter har underskottet överraskande snabbt minskat, för att nu understiga 3 procent av BNP och i dollar vara nära nivåerna innan krisen bröt ut på allvar. Finanspolitiska åtgärder, sänkta finansieringskostnader via räntefallet och ekonomisk tillväxt förklarar scenförändringen.

Berg- och dalbana med positiv trend

- **Våga trotsa dagshumöret**
Obalanser och en instabil uppgång skapar fortsatt volatilitet, vilket innebär både risker och möjligheter.
- **Låga räntor driver kapital till börsen**
Investerare med behov av avkastning tvingas nu ta mer risk, vilket gör att en betydande del av kapitalet kommer att gå till aktier, där stabila bolag framstår som bäst positionerade.
- **Vinsterna växer, men långsammare än väntat**
En sämre konjunkturpuls än tidigare förväntat håller tillbaka vinsterna i de cykliska bolagen.

VINSTERNA VÄXER, MEN MINDRE ÄN TIDIGARE BERÄKNAT



Källa: SEB

Diagrammet visar förväntningarna på justerad nettovinst för nordiska börsbolag i miljoner euro för respektive år, de senaste nio åren. Vinstprognoserna har befunnit sig i en fallande trend i tre års tid. Den utplaning som kunde skönjas efter halvårsrapporterna visar sig endast ha varit en temporär platå. Vinsterna väntas fortfarande växa under kommande år, men spås bli mindre än vad vi tidigare har räknat med.

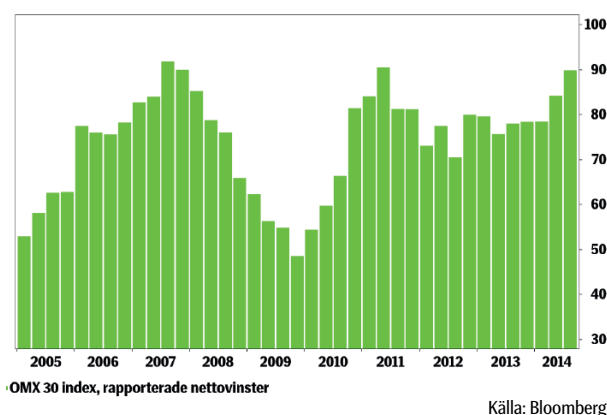
Mellan september 2011 och juni 2014 gick Stockholmsbörsen och Nordenindex upp med cirka 70 procent (inklusive utdelningar), därefter har vi sett en sidledes konsolidering. Uppgången var helt driven av fallande avkastningskrav, vinsterna minskade däremot något. En svag vinstutveckling, både absolut och relativt förväntningarna, håller tillbaka marknaden samtidigt som extremt låga räntor och en ultralätt penningpolitik ger stöd. Vi har vid upprepade tillfällen hyst förhoppningar om bättre vinster, senast för tre månader sedan efter glädjande halvårsrapporter, men trenden med nedrevideringar av analytikernas vinstprognoser är tyvärr fortfarande intakt. Svagheten ska dock inte överdramatiseras. Vinsterna växer igen, men vinstökningarna de kommande åren ser ut att bli mindre än tidigare beräknat. Med dagens obefintliga räntor och en direktavkastning för Stockholmsbörsen på nästan 4 procent räcker svagt stigande kurser för att börsen ska ge en attraktiv totalavkastning.

Våga gå mot strömmen

Givet alla ekonomiska obalanser och politiska spänningar i världen är det samtidigt upplagt för en tidvis volatil börsresa. Det är förmodligen inte heller bara ekonomiska förhållanden, politik och virus epidemier som bidrar till en volatiliteten på börsen. Vi befärar även att de senaste årens främsta attraktionskraft för aktier, den låga räntan, har lockat in kapital som normalt inte brukar vara investerat i aktier. Detta kan ha medfört en ökad flyktighet och kan även misstänkas förvärpa kraften i nedgångar som de i augusti och oktober.

En sidledes, men volatil marknad betyder att investerare ska kunna uppnå en något bättre utveckling än index genom att gå emot trenden och köpa under svackorna samt minska innehaven när stämningen är munter. Det är dessvärre per definition få som klarar av att köpa när oron är som störst och sälja när optimismen sprudlar.

VINSTTILLVÄXTEN ÄR TILLBAKA, OM ÄN SKÖR



Diagrammet visar index över de rapporterade nettovinsterna under de närmast föregående 12 månaderna för OMXS30-bolagen (de 30 största på Stockholmsbörsen). Trots en lägre ekonomisk tillväxt än förväntat har vinsterna vuxit; H&M, bankerna och en svag krona ligger bakom årets vinstlyft.

Svag makrostatistik gav vinstoro

Makrostatistiken har överraskat negativt ända sedan mars i år. Under sommaren accentuerades flödet med negativa överraskningar i Europa och nästan alla de stora industribolagen vittnade i rapporterna för tredje kvartalet om en försämrad europeisk industrikonjunktur under sommaren. Flera tunga verkstadsaktier återfinns därmed också på listan över årets kursförlorare. De förhoppningar om en starkare vinstutveckling för börsbolagen som tändes efter halvårsrapporterna, då vi kunde se en trendvändning efter flera år med obefintlig vinsttillväxt, har delvis kommit på skam. SEB räknar fortfarande med cirka 10 procent vinsttillväxt i år och cirka 15 procent 2015 för börsbolagen i Norden. Dessvärre finns det en uppenbar risk för att dessa prognoser visar sig vara för optimistiska.

Prognoserna har gradvis justerats ned under tre års tid och den utplaning som kunde noteras efter halvårsrapporterna, framför allt i Sverige, var inte en ny trend, utan en tillfällig platå. Framför allt är det vinstprognoserna för de mer konjunkturkänsliga bolagen som har justerats ned på senare tid, exempelvis verkstadsbolag, men även oljebolag och deras underleverantörer.

Stabila alternativ lockar

På den positiva sidan betyder en svag konjunktur att centralbankerna kan förväntas fortsätta stimulera ekonomin, och att räntorna kommer att vara extremt låga under lång tid. Därmed framstår aktier fortsatt som ett attraktivt alternativ för investerare som önskar (eller kanske till och med måste ha) en avkastning signifikant över noll.

Direktavkastningen för OMXS30 väntas bli cirka 4 procent det närmaste året och det är idag lätt att sätta samman en portfölj av relativt konjunkturokänsliga bolag med en ännu högre direktavkastning än så. Vi räknar till 19 börsbolag i Sverige med ett börsvärde överstigande 5 miljarder kronor som ger över 4 procent uthållig direktavkastning 2014, 2015 och 2016. Dessa 19 bolag har ett genomsnittligt börsvärde på 85 miljarder kronor och väntas ge en direktavkastning på 4,9 procent för 2014 och 5,4 procent för 2015. I gruppen återfinns banker, bygg- och fastighetsbolag, detaljhandel, spelbolag och teleoperatörer, men även skog och verkstad. Genomför vi samma övning i Norden kan ribban höjas till minst 5 procent direktavkastning per år och vi får ändå 35 bolag i 14 branscher som klarar kravet.

Även om vinsttillväxten visar sig bli något sämre än vad vi räknar med idag, till exempel på grund av en trög konjunkturåterhämtning, bedömer vi att kapital kommer att fortsätta söka sig till börsen. I synnerhet aktier i bolag med begränsad konjunkturkänslighet, stabila balansräkningar och hög uthållig direktavkastning kommer att locka de nya investerarna. Om inte för någonting annat, så på grund av bristen på avkastning från alternativen.



Källa: Bloomberg/Macrobond

ATTRAKTIV AVKASTNING, ÄVEN UTAN STORA KURSUPPGÅNGAR

Diagrammet visar förväntad direktavkastning från aktierna i OMXS30 det närmaste året, samt räntan på 10-åriga svenska statsobligationer.

Ökat risktagande bäddar för högre aktieandel

- **Berg- och dalbana på världens börser**

I september drog kalla höstvindar in på världens finansmarknader när den geopolitiska oron gjorde sig påmind på flera håll. Svaga kinesiska makrodata spädde på det dåliga börshumöret med breda nedgångar som följde. Slutet av oktober och november bjöd sedan på en stark återhämtning av kurserna och nya børsrekord nåddes i USA.

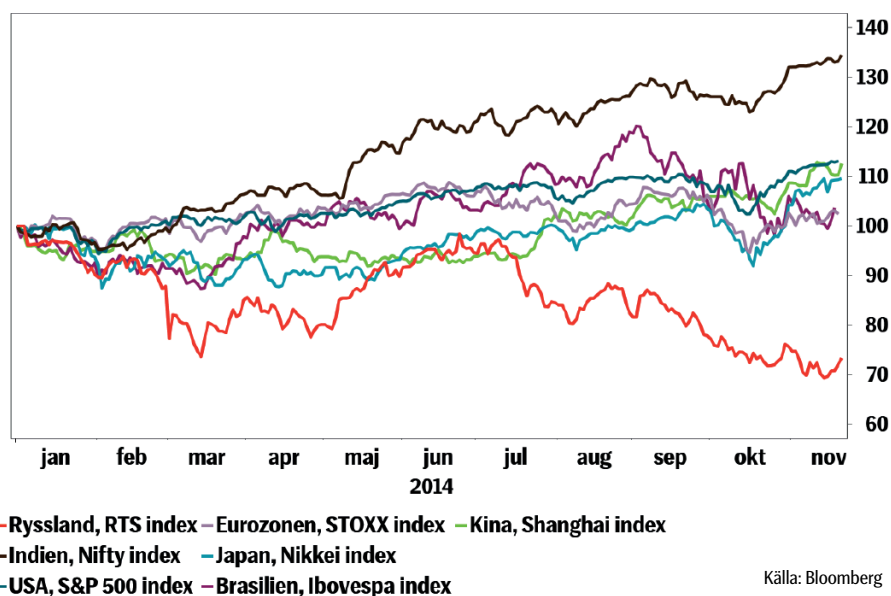
- **Positiva drivkrafter i USA**

Amerikansk tillväxt ökar farten och USA ligger först i den världsekonomiska cykeln. Den ljusa bilden sticker ut i ett globalt perspektiv där makrodata i andra regioner ger ett blandat intryck. Amerikanska bolagsrapporter för det tredje kvartalet visade på bättre försäljning och högre marginaler än väntat. Värderingen är hög, men starka vinster kan motivera börskurserna.

- **Ökad allokering till aktier**

Förutsatt en stark tillväxt i USA och centralbankers stödjande åtgärder finns det skäl att räkna med att aktier kommer fortsätta leverera god avkastning. En varaktig uppgång behöver även stöd från företagens vinster och där ser vi positiva tecken. Vi ökar risken i portföljerna genom en ökad allokering mot aktier.

2014 SER UT ATT KUNNA BLI ÄNNU ETT BRA BÖRSÅR



Världsaktieindex MSCI World har stigit över 8 procent i år, beräknat i lokala valutor. Indien och Shanghai ligger i topp, medan Brasilien och Ryssland hamnar sist i børslistan. Brasilien hade en bra inledning av året, men har tappat all avkastning de senaste tre månaderna. Europeisk makrostatistik skapar en del osäkerhet, vilket avspeglar sig i en relativt svag utveckling på börserna. I Japan studsade index upp efter nyheten att japanska pensionsfonder kommer att öka allokeringen mot aktier.

VÄRLDENS AKTIEMARKNADER HAR UTVECKLATS STARKT under 2014 och ökat över 8 procent i lokala valutor (per den 25/11). Indien leder börsligan men även Shanghai och breda S&P 500-index i USA ligger bra till med rejäla uppgångar. I boten återfinns Ryssland och Brasilien. De europeiska börserna har också varit en besvikelse.

Höststämning och nedgångar präglade marknaderna i slutet av september och början på oktober. Men detta förbyttes i en stark återhämtning från mitten av oktober, med nya börsrekord i USA som följd. Amerikanska aktier fick stöd av bra bolagsrapporter och starka makroekonomiska data. I Japan stärktes börsen efter nyheter om att de japanska pensionsfonderna kommer öka sin allokering mot aktier. De utvecklade marknaderna (Developed Markets - DM) har återtagit stafettpinnen och sprungit förbi Emerging Markets (EM) räknat från årets början. Läkemedel och informationsteknologi ligger i topp, medan råvaror och energi har gått sämst.

Värderingen något hög men vinsterna växer

Bolagens samlade vinster förväntas växa med drygt 5 procent i år och 11 procent 2015. Förväntningarna har därmed succesivt justerats ned sedan i våras. Företagens rapporter för tredje kvartalet tyder dock på att vinsterna har bottnat och är på väg att ta fart igen. Ett positivt tecken är att 80 procent av de amerikanska bolagen slog vinstförväntningarna och 60 procent visade bättre försäljning än förutspått. Globala aktier värderas till P/E 15 för 2014 och P/E 14 för nästa års vinst, vilket är åt det högre hållet i ett historiskt perspektiv. EM är billigare än DM, men gapet har blivit mindre. Kina, Korea, Ryssland och Grekland har lägst P/E-tal i världen. Ryssland och Grekland uppvisar negativ tillväxt och är därmed inte särskilt intressanta att investera i medan det ser

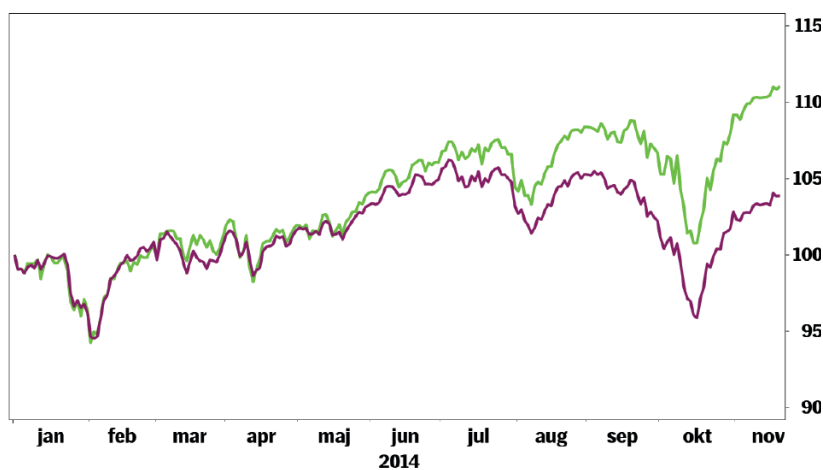
ljusare ut i Kina och Korea där bolagsvinsterna förväntas växa med 13 respektive 21 procent nästa år.

USA ligger först i cykeln

Den amerikanska aktiemarknaden har nått rekordnivåer driven av både positiva makro- och mikrofaktorer. Makrodata i USA förbättras gradvis och den ljusa undertonen i ekonomin sticker ut i ett globalt perspektiv jämfört med de andra regionerna. Under det andra och tredje kvartalet i år steg BNP med ca 4 procent i snitt, vilket visar att tillväxten är högre än det historiska genomsnittet. Inköpschefernas index indikerar expansion månad efter månad, många nya jobb skapas, arbetslösheten sjunker och konsumenterna är väl rustade för att spendera en högre andel av sin disponibla inkomst.

Under rapportsäsongen i oktober och november uttalade sig flera stora bolagsledningarna från olika branscher (till exempel General Electric, Mastercard och Johnson & Johnson) positivt om tillväxten. Amerikanska företag är i rekordbra skick med urstarka balansräkningar och marginaler på historiskt höga nivåer. En allt effektivare produktionsprocess skapar uthålliga marginalförbättringar som dock förmodligen nu har nått sin topp. Kostnaden för arbetskraft kommer knappast att sjunka mer. Snarare kommer den att stiga med rådande konjunkturuppgång, och därmed omintetgöra möjligheterna till högre marginaler. De amerikanska cheferna hade även ett positivt budskap vad gäller investeringar nästa år. Ett ökat fokus ligger på aktieägarvänliga åtgärder som marknadens aktörer uppskattar och belönar, till exempel återköpsprogram av egna aktier som leder till färre utestående antal aktier och därmed högre vinst per aktie som gynnar ägarna i form av kursuppgångar.

DEN AMERIKANSKA BÖRSEN HAR SLAGIT VÄRLDSINDEX



— MSCI World index — USA, S&P 500 index

Källa: Bloomberg

Den amerikanska börsen (S&P 500) fortsätter att gå bättre än börser i andra regioner, trots hög värdering. USA leder den ekonomiska cykeln och makroekonomiska data övertygar investerarna. Den ljusa bilden sticker ut i ett globalt perspektiv. Amerikanska bolag är i toppskick och rapporterade överlag bättre vinster än förväntat för det tredje kvartalet. Värderingen är hög, men fina vinster kan motivera börskurserna.

Marknadsledande amerikanska bolag med starka varumärken inom konsumentvaror, media och IT-tjänster drar nytta av en ökad efterfrågan både på hemmaplan och internationellt. Vinsten för sportmärket Nike spås till exempel öka med 14 procent i år och 17 procent 2015. En växande medelklass i Asien och ett ökande sport- och hälsointresse gynnar bolaget. Nike hade en försäljningstillväxt på 25 procent i Europa och 20 procent i Kina det senaste kvartalet. Internet-TV-bolaget Netflix adderar 1 million nya tittare per månad och vinsten förväntas växa med hisnande 94 procent i år. Även bolag inom mogna branscher, som General Motors, uppvisar en stark tillväxt tack vare god efterfrågan i Kina och Mellanöstern, främst på bilar inom de högre prissegmenten.

För tredje kvartalet visade de amerikanska företagen en tillväxt per aktie på 10 procent jämfört med förra året. Trots en uppgång på marknaden förblir därför P/E-talet oförändrat, tack vare att vinsterna justerats upp. I år spås vinsterna växa med 9 procent för att sedan accelerera till 10 procent 2015. P/E talet för nästa år ligger på 16, vilket framstår som något högt (10 års snitt ligger på knappt 14), men så länge bolagen levererar fina vinster kan högre börskurser motiveras - trots värderingen.

Ökad riskexponering

Ett ökat stöd från centralbankerna i Euroland, Japan och Kina och ett starkt USA ger bra grund för fortsatt hygglig tillväxt i världen. Makroekonomiska data har förbättrats senaste tiden och en stabil tillväxtfas för aktier är därför vårt huvudscenario.

Mot bakgrund av detta höjer vi risken i portföljerna genom att öka andelen aktier. Vi fokuserar på USA och Europa. USA ligger först i den ekonomiska cykeln och har bäst momentum. Amerikanska centralbanken avslutade nyligen sina stödjande obligationsköp och fokus riktas mot en potentiell räntehöjning framåt i tiden. Detta kan bidra till ökad volatilitet, men faktum är att aktier historiskt har haft en fin uppgångsfas under perioden fram till första räntehöjningen. I Europa är signalerna fortfarande blandade, men vi ser en stabilisering bland annat då en svagare valuta troligen kommer att ge stöd åt exporten. Europa kan även hoppas på viss draghjälp från USA med att få igång konjunkturen.

Givet en uthålligt stark tillväxt i USA, centralbankers stödjande åtgärder och billigare energi, i kombination med en hygglig värdering, finns det skäl att räkna med att aktiemarknaderna kommer fortsätta att leverera god avkastning. En varaktig uppgång behöver även stöd från företagens vinster. Där ser vi positiva tecken. Mycket tyder på att 2014 går till historien som ännu ett bra börsår, när nyårsraketerna fyras av den sista december.

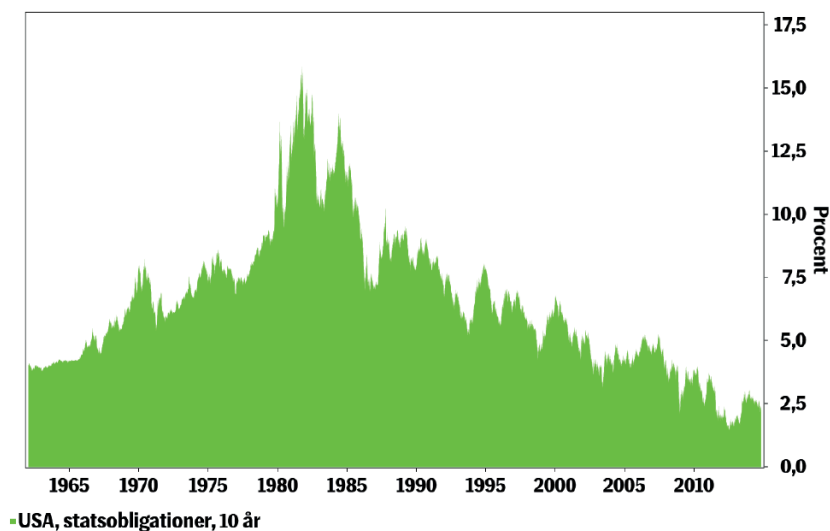
REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Globala aktier kommer ha stöd av senaste tidens förbättrade makroekonomiska data och högre tillväxt som så småningom får genomslag i bolagsvinsterna. För att se P/E-talsexpansion och stigande börskurser krävs upjusteringar av vinstprognoser och bättre vinstutveckling, vilket vi nu ser tecken på i kvartalsrapporterna. En stabil tillväxtfas för aktier är vårt huvudscenario.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Efter höstens nedgång på de europeiska börserna ser vi möjlighet till positiva överraskningar. Makrodata är blandad, men med stabila tendenser, och finanspolitiken är stödjande. Vi överviktar Europa i våra portföljer, eftersom värdering och vinsttillväxt ser attraktiva ut. Företagen är kostnadseffektiva och konkurrenskraftiga och drar nytta av en svagare valuta.
USA	1 2 3 4 5 6 7	USA leder den ekonomiska återhämtningen och kombinationen av bra tillväxt och stöd för den amerikanska dollarn gör att vi överviktar marknaden. Makrodata fortsätter att förbättras och bolagen är i mycket bra skick med starka balansräkningar och höga marginaler. Värderingen är hög, men god vinstutveckling motiverar kursuppgångar.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Ökad global tillväxt gynnar Asien och Emerging Markets. Låg värdering och fin vinsttillväxt lockar och vi är långsiktigt positiva. Blandad makroekonomisk statistik och svagt intresse från investerarna gör oss lite försiktiga på kort sikt. Vi föredrar Asien och Kina framför Ryssland och Latinamerika.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata förbättras och finanspolitiken är stödjande. En svagare japansk yen har gynnat exporten. Värderingen har kommit ned till rimliga nivåer, men den höga vinsttillväxten mattas nästa år. Börsutvecklingen är beroende av huruvida de politiska stimulansåtgärderna kan genomföras i sin helhet eller inte.

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

Allt svårare att hitta objekt i jakten på ränta

- **Några centralbanker stimulerar mera, andra avvaktar med åtstramningar**
Vacklande konjunktur och risk för låg inflation, till och med deflation (allmänt prisfall), får Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan att utvidga sina penningpolitiska stimulanser. För både Federal Reserve och Bank of England blir nästa steg höjda räntor, vilka dock dröjer en längre tid på grund av låg inflation.
- **Negativa räntor på europeiska statsobligationer**
ECB:s stimulanspolitik, oro för tillväxten i Euroland och låg eller fallande inflation i spåren av en allt billigare olja har resulterat i rekordlåga statsobligationsräntor i Europa. Räntorna på korta obligationer i Tyskland och Sverige är till och med negativa – att svenska räntor har hamnat där beror också på Riksbankens nollränta.
- **High Yield och EMD är vad som står till buds för placerare på räntejakt**
Att räntorna på amerikanska och europeiska statsobligationer är nära noll eller därunder gör att placerare som jagar ränta får söka sig andra räntemarketer. De som då står till buds är företagsobligationsmarknadens High Yield-segment och obligationer i Emerging Markets-området (EM Debt).

STATSOBLIGATIONSMARKNADEN VID POSITIV VÄGS ÄNDE



En "bear market" för statsobligationer från början av 1950-talet till början av 1980-talet kännetecknad av stigande räntor/sjunkande obligationskurser, följdes av en "bull market" under drygt tre decennier med sjunkande räntor/stigande obligationskurser. Den positiva perioden har emellertid nått vägs ände, när räntorna är historiskt låga och obligationerna högt värderade.

FINANSMARKNADERNA PRÄGLADES I BÖRJAN AV hösten av riktigt ruskig höststämning. Främsta orsakerna var växande bekymmer för tillväxten, Internationella Valutafondens nedskrivna utsikter för världsekonomin, osäkerhet inför Federal Reserves (Fed) avslutande av obligationsköpsprogrammet ("QE3"), och fortsatt geopolitisk osäkerhet med Ukraina/Ryssland och Irak/Syrien/Islamiska staten i fokus.

Mot slutet av oktober kom sedan en tvärvändning i positiv riktning i marknaderna tack vare en insikt om att bekymren för tillväxten nog var överdrivna, en serie starka företagsrapporter i USA, och spekulationer om att Europeiska centralbanken (ECB) skulle börja köpa företagsobligationer.

Feds penningpolitiska besked i slutet av oktober blev som väntat att QE3 omgående skulle avslutas, samtidigt som Fed tecknade bilden av USA:s arbetsmarknad i ljusare färger än tidigare. Dock behölls formuleringen att styrräntan ska vara rekordlåg en avsevärd tid efter att QE3 avslutats. Det ihop med utsikterna till klart lägre inflation i USA under 2015 talar för att Fed avvaktar ända till september nästa år med sin första räntehöjning. Bank of Japan (BoJ) har gått motsatt väg och utvidgat sina köp av finansiella tillgångar. Detta motiverades av det stora japanska konjunkturbakslaget efter vårens momshöjning. Ytterligare stimulanser signerade BoJ sjösätts nog i vår.

Ett viktigt besked från ECB i början av november var klargörandet att man om deflations-/recessionsrisken stiger, enhälligt är berett att agera kraftfullare med obligationsköp och att öka balansräkningen med 1 biljon EUR till 3 biljoner EUR. För närvarande lånar ECB ut pengar till bankerna inom läneprogrammet TLTRO samt köper säkerställda obligationer (covered bonds) och ABS (Assed Backed Securities). Men även om ECB också börjar köpa företagsobligationer av högre kvalitet räcker det inte på långa vägar för att nå balansräkningsmålet. Vår prognos är därför att ECB inleder köp av statsobligationer i början på 2015.

Bank of England (BoE) har inte rört styrräntan eller taket för obligationsköp på länge, och att döma av de sänkta inflations-

prognoserna i BoE:s inflationsrapport daterad november ser den första räntehöjningen ut att dröja ända till början av 2016. Statsobligationsräntorna i USA och Europa har i år tenderat att sjunka, som ett resultat av centralbankernas stimulanser, konjunkturoron och de sänkta tillväxtprognoserna, samt lägre inflation i bland annat oljeprisfallens spår. Givet mera stimulans från ECB och BoJ i vinter/vår och Feds och BoE:s avvaktan med första räntehöjningar torde statsobligationsräntorna förbli historiskt låga ett litet tag till. Utrymmet för ännu lägre räntor är dock begränsat.

Historiskt låga statsobligationsräntor på båda sidor av Atlanten - korta statsobligationsräntor i exempelvis Tyskland och Sverige har till och med fallit under noll - gör att ränteplacerare som jagar avkastning får söka sig andra räntemarker.

Företagsobligationsmarknadens High Yield (HY)-segment är alltså ett alternativ. Företagens resultat- och balansräkningar är i gott skick, och konkursutsikterna inte oroande så länge som makroekonomin växer och kostnadsräntorna är låga. HY-marknadens effektivräntor är lockande, och dessa kan på kort sikt sjunka något med åtföljande kursvinster. Under loppet av 2015 torde dock attraktiviteten för HY gradvis minska.

Det andra alternativet för räntejägarna är EMD (Emerging Markets Debt), stats- och företagsobligationer tillväxtmarknader. För exempelvis en SEK- eller EUR-baserad placerare är både räntenivå och ränterörelser i lokala EM-valutor samt dessa valutors upp- eller nedgångar av avgörande betydelse för avkastningen.

Vår kristallkula visar på stabila till något högre obligationsräntor i EM generellt under de närmaste 6-8 månaderna, även om räntorna i Central- och Östeuropa går åt motsatt håll. Högre räntor ger chans till att flera EM-valutor stiger i värde gentemot EUR och SEK. I ett längre perspektiv (8-12 månader) riskerar Feds räntehöjningar ihop med stigande statsobligationsräntor i USA att få obligationsräntorna också i EM att stiga i ett snabbare tempo och flera EM-valutor att sjunka i värde mot USD, med klart sämre avkastning på EMD som följd.

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

Källa: SEB

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivå 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn.

2014 ett mellanår för hedgefonder

- **Känslan mer negativ än realiteten**

Känslan är att hedgefonder har ett dåligt år, men den präglas av att europeiska förvaltare har haft det betydligt tuffare än det globala genomsnittet. Globalt har flertalet hedgefondstrategier hittills i år levererat positiv avkastning med några procents marginal.

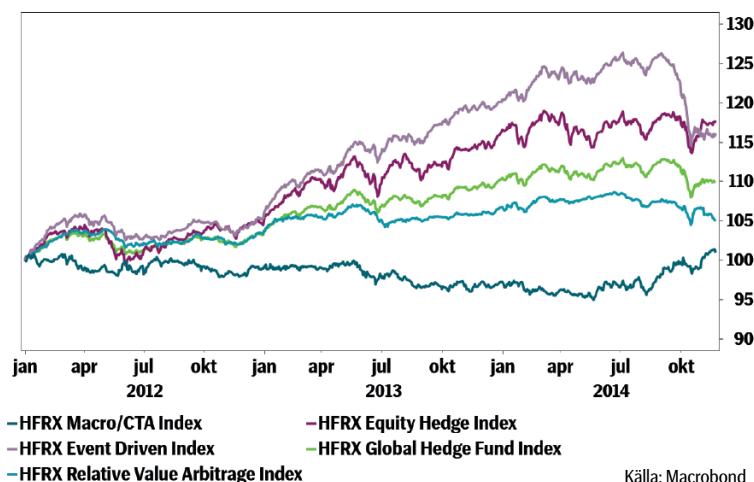
- **Trendföljarnas återkomst**

Så kallade trendföljande strategier har haft det tufft sedan 2008, men har under innevarande år uppvisat en allt bättre avkastning. I takt med att marknaden hittar nya jämviktslägen för priser på finansiella tillgångar har dessa strategier potential att kunna leverera bättre riskjusterad avkastning.

- **Fundamental värderingsansats bör gynnas framöver**

Marknadsneutrala Equity Long/Short-fonder har historiskt levererat god avkastning när marknaden fokuserar på företagens fundamentala faktorer snarare än på makroekonomiska trender. Normalt inträffar detta under den senare delen av expansionsfasen i konjunkturcykeln, vilket är där vi enligt vår bedömning nu befinner oss.

KRAFTIG REVANSCH FÖR TRENDFÖLJANDE CTA-STRATEGIER



Det mönster vi vant oss vid senaste åren med Event Driven-strategier i topp och CTA (trendföljande strategier) i botten bröts under hösten. CTA-strategier uppvisar bäst utveckling samtidigt som Event Driven gått sämst sedan i somras. Övriga tre strategier har som framgår i grafen utvecklats sidledes till fallande. Värt att notera är att samtliga strategier nu uppvisar positiv utveckling sedan årsskiftet.

HEDGEFONDER ÄR IDAG ETT VANLIGT INSLAG I både institutionella och privatpersoners portföljer. Då tillgångslaget erbjuder alla typer av riskexponeringar bör man, när man allokera till hedgefonder, fundera på vad man vill få ut av sin investering. Söker man en diversifierad avkastning oberoende av traditionella aktie- och obligationsinvesteringar bör man välja strategier med låg korrelation mot aktier, så kallade marknadsneutrala strategier.

Trots att miljön för att skapa alfa (den meravkastning som en förvaltare skapar utöver avkastningen i relevant jämförelseindex) har varit utmanande under 2014, har flertalet strategier levererat positiv avkastning. Europeiska förvaltare har haft större motvind än det globala genomsnittet, vilket har lett till känslan att tillgångslaget har ett dåligt år. Globalt är aptiten på hedgefonder fortsatt stor, även om inställningen i just Europa är mer avvaktande, givet innevarande års svagare utveckling. Marknaden har fortsatt att präglas av centralbankers implicita garanti att göra "vad som krävs" för att stödja tillväxten. USA har via Federal Reserve tydligt signalerat att man avslutar sina stöjdande obligationsköp, medan åtgärder från den Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan (BoJ) kommer att ge fortsatt stöd till marknadens riskapit.

Likt de flesta år har de finansiella marknaderna även i år bjudit på oväntade händelser. Flertalet aktörer har varit positionerade för stigande långräntor, vilket inte materialiserats. Dessutom har starka sektorrotationer präglat aktiemarknaden, vilket har varit besvärligt för många förvaltare. Strategier med ett visst inslag av underliggande marknadsrisk har däremot kunnat dra nytta av denna marknad. Hedgefonder som fokuserar på krediter har levererat bra riskjusterad avkastning de senaste åren. Kreditspreadarna har successivt krympt och de stora vinsterna via långa positioner ligger nu bakom oss. Vi förordar förvaltare som aktivt letar både långa och korta positioner.

Equity Long/Short

En stor andel fonder i detta segment är "long-biased" det vill säga har en majoritet långa positioner, och blir därmed beroende av hur aktiemarknaden utvecklas. För investerare som önskar aktiemarknadsexponering men tycker att risken är för hög, är fonder med en god riskhantering i detta segment ett bra alternativ. Marknadsneutrala fonder inom detta segment brukar

avkasta bra när marknaden fokuserar mer på företagens fundamentala faktorer än på makroekonomiska trender. Detta brukar inträffa under senare delen av expansionsfasen i en konjunkturcykel, där vi enligt vår bedömning nu befinner oss.

Relative Value

De låga räntenivåerna, små kreditspreadarna, den relativt starka aktiemarknaden och centralbankernas stora inflytande har varit utmanande för denna grupp hedgefonder. Trenden fortsätter sannolikt även nästa år. Vi räknar samtidigt med att samvariationen mellan enskilda värdepapper och tillgångslag bör minska framöver, vilket skapar möjligheter för dessa strategier.

Event Driven

Eventdrivna fonder har levererat positiv avkastning i år. De högt ställda förväntningarna, drivet av ökad företagsaffärsaktivitet, har segmentet dock inte levt upp till. Att amerikanska lagstiftare planerar att ta bort möjligheten för amerikanska företag att förvärva europeiska med syfte att nå skattefördelar var en bidragande orsak. Övriga fundamentala argument för att dessa strategier bör utvecklas bra under 2015 är intakta. Låga räntor, stinna företagskassor, fortsatta inflöden till aktiemarknaden och investerare som belönar både uppköpskandidater och köpare. Vi räknar med fortsatt stort tryck på noteringar, företagsaffärer och omstruktureringar även framöver.

Macro/CTA

Vår bedömning är att marknaderna håller på att normaliseras och att Global Macro-strategier bör kunna utvecklas väl under nästa år. Centralbankerna är noga med att signalera sina intentioner till marknaden, vilket leder till färre oväntade beslut. Osäkerheten kring det europeiska banksystemet har skingrats och det nya ledarskapet i Kina har etablerats. Vidare har vi en värld med stora regionala tillväxtskillnader, vilket är en god miljö för Global Macro.

Vi bedömer att miljön för trendföljande strategier (CTA) kommer att vara mer gynnsam framöver än den varit de senaste åren. I takt med att världens centralbanker successivt släpper kontrollen och låter marknaden sätta priset på finansiella tillgångar ökar förutsättningarna för tydligare trender i tillgångspriser.

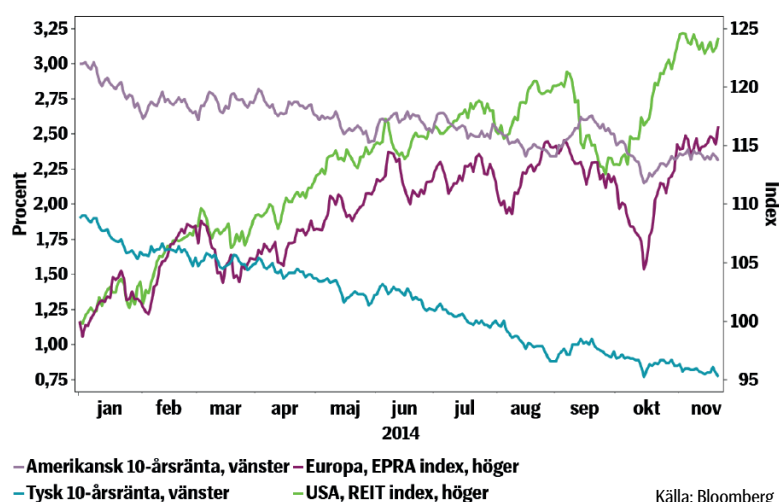
STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)					
		1/1-20/11 2014	2014 Q3	2013	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	-0,4	2,1	6,7	3,5	-8,9	5,2
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	1,0	1,2	11,1	4,8	-19,1	8,9
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	-1,7	0,8	3,0	3,6	-4,0	7,7
Event Driven	HFRX Event Driven	-3,6	2,3	13,9	6,0	-4,9	2,0
Macro/CTA	HFRX Macro/CTA	3,8	2,9	-1,8	-1,0	-4,9	-1,7

Källa: SEB

Hög aktivitet och ökad konkurrens

- **Fortsatt hög aktivitet med stöd av det låga ränteläget och förbättrade utsikter**
Den höga aktiviteten på den globala fastighetsmarknaden består, främst drivet av aktiviteten i USA och Europa. I Asien däremot ser vi något lägre aktivitet jämfört med 2013.
- **Fallande vakansgrad för kontorslokaler**
En vakansgrad som sjunker, tillsammans med en fördröjning innan den första större leveransen av nybyggnationer når marknaden, gör att marknaden för kontorslokaler spås vara fortsatt stark.
- **REIT-marknaden tillbaka på höga nivåer**
Efter en korrektion i samband med oktobers turbulens på de finansiella marknaderna har både europeiska och amerikanska REITs (Real Estate Investment Trusts) återhämtat förlorad mark.

REIT-MARKNADEN TILLBAKA PÅ SENSOMMARENS NIVÅER



Höstens turbulens på de finansiella marknaderna gick inte REITs obemärkt förbi. Men efter korrektionen i oktober, som storleksmässigt var i linje med den för aktiemarknaden, så har REITs nu återhämtat förlorad mark och handlas nu åter på samma nivåer som innan höstens oroligheter.

TROTS OSÄKERHET KRING SÅVÄL DET ekonomiska läget som den geopolitiska situationen fortsätter aktiviteten på den globala fastighetsmarknaden att vara hög. Investeringar i fastighetsmarknaden fortsätter oavsett geografi, sektor och storlek att vara eftertraktade av olika typer av investerare.

Låga obligationsräntor i kombination med lägre volatilitet på aktiemarknaden är delvis förklaringen till att tillväxten globalt för direktinvesteringar på den kommersiella fastighetsmarknaden spås landa runt 20 procent 2014 jämfört med 2013. Trots den starka tillväxten under 2014 är bedömningen att marknaden fortsätter att växa stadigt under 2015, om än i något lägre takt.

Tilltagande konkurrens på primärmarknader (attraktiva storstadsregioner) tillsammans med fortsatt gynnsamt klimat på finansieringssidan talar för att delar av investeringsaktiviteten under 2015 rör sig mot sekundärmarknader, där avkastningskraven inte komprimerats i samma utsträckning.

Sett ur ett geografiskt perspektiv utmärker sig USA på den positiva sidan, där tillväxten i transaktionsvolymerna under de första tre kvartalen i år är 36 procent högre än motsvarande period föregående år. Kina har däremot fått se de kommersiella transaktionsvolymerna falla med dryga 30 procent i år jämfört med ifjol. En allmän oro för den ekonomiska utvecklingen i landet tillsammans med åtstramande åtgärder för kreditgivning spås vara bakomliggande orsaker.

Ett område där förutsättningarna bedöms vara extra gynnsamma är marknaden för kontorslokaler. Den globala vakansgraden har för första gången på lång tid fallit under 13 procent, vilket i sig signalerar utbudsbrist. Som svar på detta har nybyggnationer globalt tagit rejäl fart och spås växa med 25 procent under 2015 jämfört med 2014, med möjligheter till ännu starkare tillväxt under 2016. Det råder dock ett påtagligt tidsglapp mellan fallande vakansgrader i nuläget och de 12-18 månader det tar innan den första stora leveransen av nybyggnationer når marknaden, något som talar för att hyreshöjningar är att vänta. Det stora intresset för denna typ av investeringar återspeglas även i värderingar och avkastningskrav. Värderingsmässigt, med endast en månad kvar av året, talar det mesta för att kvalitativa tillgångar på större marknader stiger med 8-9 procent i år.

Krympande avkastningskrav på denna typ av investeringar vittnar också om stort intresse och aktivitet. Ett av få undantag på primärmarknaderna är Moskva där ekonomisk osäkerhet och geopolitisk oro istället har lett till växande avkastningskrav. Noterbart ur ett europeiskt perspektiv är att städer i länder i kategorin GIIPS (Grekland, Italien, Irland, Portugal och Spanien), såsom Madrid, Barcelona, Milano och Dublin uppvisar minskade avkastningskrav.

Stor aktivitet återfinns även på den globala hotellmarknaden. Sektorns underliggande stabila intäktstillväxt har lockat till sig investerare samtidigt som långivarnas förtroende har återvänt. Bland investerare som fått upp ögonen ordentligt för hotellinvesteringar återfinns Private Equity-bolagen. Även om dessa bolag investerar genom hela kedjan av fastigheter tycks intresset för hotell vara särskilt stort i år, då denna kategori investerare exempelvis står för största andelen köp i Nordamerika mätt i volym.

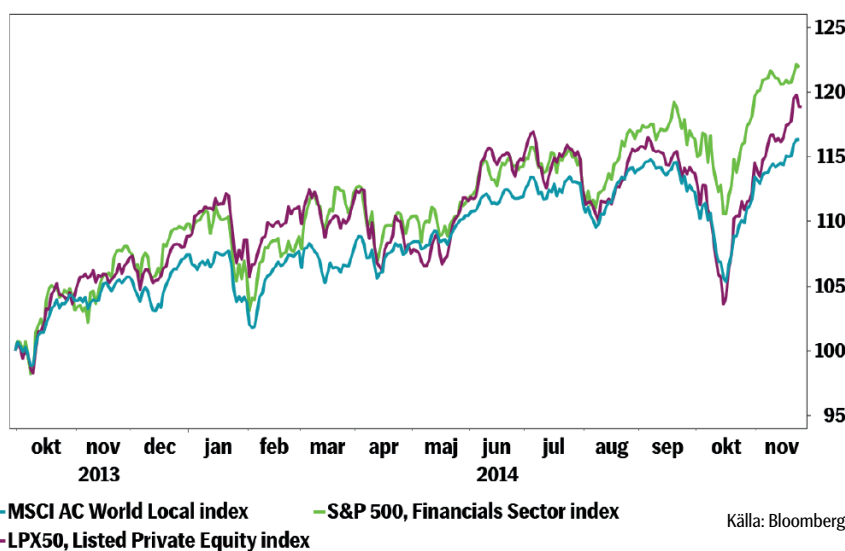
Dock är inte framtidsutsikterna helt befriade från risker. Den geopolitiska utvecklingen i Mellanöstern, oro för spridning av ebola-viruset och osäkerhet kring återhämtningen i den europeiska ekonomin är samtliga faktorer som kan hämma framtida investeringsvilja inom hotellsegmentet.

Med tre av fyra kvartal avklarade tyder det mesta på att 2014 blir ett bra år för fastigheter. Trots den starka utvecklingen innevarande år finns förutsättningar för att även 2015 kan uppvisa styrka. Marknaden för Real Estate Investment Trusts (REITs) upplevde en korrektion i samband med oktober månads oro på de globala finansmarknaderna. Men precis som för aktiemarknaden har återhämtningen varit kraftfull. Detta innebär att REIT-marknaderna i såväl USA som Europa åter handlas på samma nivåer som innan oroligheterna. Underliggande ekonomisk tillväxt i kombination med svagt stigande räntor kan mycket väl försvara fortsatt styrka och utveckling på REITs-marknaden. Var dock vaksam om snabbt stigande räntor kommer i spel, alternativt signaler om försämrade förutsättningar för återhämtningen i den europeiska ekonomin.

Ljusa utsikter, men utmaningar vid horisonten

- **Återhämtning och stimulans ger fortsatt stöd**
Tillväxten och återhämtningen i den amerikanska ekonomin tillsammans med utökade penningpolitiska stimulanser i Europa, Japan och Kina ger en bra grund för fortsatt stark aktivitet.
- **Ökad konkurrens och regulatoriska krav förlänger transaktionstiderna**
Allt tuffare regulatoriska krav vad gäller insyn och dokumentation innebär att mer resurser krävs vid varje enskild affär, något som i sin tur förlänger transaktionstiderna.
- **Enskilda investerare väljer att direktinvestera**
Vissa större enskilda investerare som tidigare gått vägen via Private Equity-bolag för sina investeringar tenderar nu att öppna upp för direktinvesteringar via egna organisationer.

KRAFTFULL ÅTERHÄMTNING FÖR PRIVATE EQUITY



Breda index för Private Equity (LPX50 Total Return i EUR) har inte bara återhämtat fallet från höstens korrigering. De senaste veckorna har även påvisat fortsatt styrka och gett en utveckling som överträffar den för aktiemarknaden.

FÖRUTSÄTTNINGARNA FÖR Private Equity (PE)-marknaden fortsätter att vara goda i spåren av den ekonomiska återhämtningen i USA, samt de utökade stimulansåtgärderna från centralbankerna i främst Europa och Japan. Den stabila affärsaktiviteten från inledningen av året består, med stöd i goda finansieringsmöjligheter och bra möjligheter på försäljningsidan. Sammantaget talar detta för att förutsättningarna för branschen bör vara goda en tid framöver. Men även om bilden är ljus baserat på tillståndet i den underliggande ekonomin saknas inte utmaningar av mer strukturell karaktär.

Kombinationen av goda tider för kapitalanskaffning och begränsade investeringsmöjligheter har skapat en miljö där konkurrensen mellan aktörerna blir allt hårdare. Detta har i sin tur lett till stigande värderingar som resulterat i att andelen "torrt krut" i bolagens kassor befinner sig på rekordnivåer. Kombinationen av förhållandevis höga värderingar och välfyllda kassor talar för att priserna kommer att stiga ytterligare.

Men det är inte enbart begränsade investeringsmöjligheter och högre värderingar som gör tillvaron mer komplicerad för PE-bolagen. Precis som för övriga aktörer på de finansiella marknaderna möter även denna kategori bolag hårdare regulatoriska krav. Tidigare har Private Equity-bolagen levt med begränsad insyn från myndigheter och istället anammat en form av självtillsyn. Idag är tonläget annorlunda och bolagen tvingas alltmer att anpassa sig till högre krav på insyn, mer utförlig rapportering och mer omfattande dokumentation.

Detta är också en anledning till varför genomsnittstiden för att slutföra en transaktion har ökat under det senaste året. Den mycket omfattande "due diligence" (analys av företaget, en slags företagsbesiktning) som genomförs inför en transaktion skall nu även leva upp till de nya regulatoriska kraven som ställs. Det gör processen mer komplex och tidskrävande. Ett annat skäl till varför transaktionstiderna ökar hänger ihop med de högre värderingarna. I kölvattnet av den globala finanskrisen har PE-bolagen blivit allt mer noga med att inte göra felaktiga analyser inför en investering, något som i sig kräver större insatser vid varje enskild affär. Dessa ökade insatser innebär förutom längre transaktionstider även högre kostnader i form av exempelvis ökad personalstyrka.

Ytterligare en anledning till varför konkurrensen kan komma att hårdna är den trend som vi sett de senaste åren där enskilda investerare såsom statliga kapital- och pensionsfonder väljer att själva göra direktinvesteringar istället för att investera via Private Equity-bolagen. Denna kategori av investerare, som historiskt varit bland de största placerarna på området, har börjat bygga egna organisationer för denna typ av investeringar. Huvudskälet är att undvika de avgifter som PE-bolagen tar ut, samtidigt som dessa investerare tror sig kunna leverera en likvärdig tjänst med den kompetens som redan finns inom den egna organisationen. Detta faktum isolerat är dock inte den främsta anledningen till prisökningen, utan det är istället skillnaderna i belåning, tidshorisont och avkastningskrav mellan PE-bolagen och de direkta investerarna.

Tidshorisonten på en investering som genomförs av ett PE-bolag är i normala fall cirka 10 år med en investeringsperiod på 5 år och en belåning om 7-9 gånger EBITDA (rörelseresultat före räntor, skatter, nedskrivningar och avskrivningar). Målsättning med investeringen är i många fall en internränta (IRR) om 25 procent och ett försäljningspris om tre gånger investerat kapital vid exit. En statlig pensionsfond å andra sidan kan ha en avsevärt längre placeringshorisont och avsevärt lägre, om ens något, behov av belåning.

Resultatet av detta blir ett lägre avkastningskrav, vilket indirekt ger utrymme för högre pris vid den initiala investeringen. Givet den lägre belåningsgraden torde detta även leda till större möjligheter att rida ut stormar på finansmarknaden

Historiskt har Private Equity-bolagen visat sig vara duktiga på att anpassa sig till förändringar. Med den erfarenheten är det för tidigt att uttrycka någon tydlig ståndpunkt om effekterna av de regulatoriska förändringar som nu sker.

Vad som däremot är tydligt är att världen befinner sig i en lågräntemiljö där investerare tvingas allt längre ut på riskskalan i sin strävan att erhålla avkastning.

Private Equity-bolag med välfyllda kassor, goda finansieringsmöjligheter och exit-aktivitet på rekordnivåer bör därför framstå som ett fortsatt starkt alternativ.

Lägre oljepris ger global stimulans

- **Oljeprisfallet har fortsatt under hösten**

Prognoser för oljekonsumtionen har successivt skruvats ned under året. I kombination med ökad produktion i USA, en återgång till mer normala produktionsnivåer i Libyen och en ovilja från OPEC att sänka produktionen för att nå marknadsbalans ligger det bakom årets stora oljeprisfall.

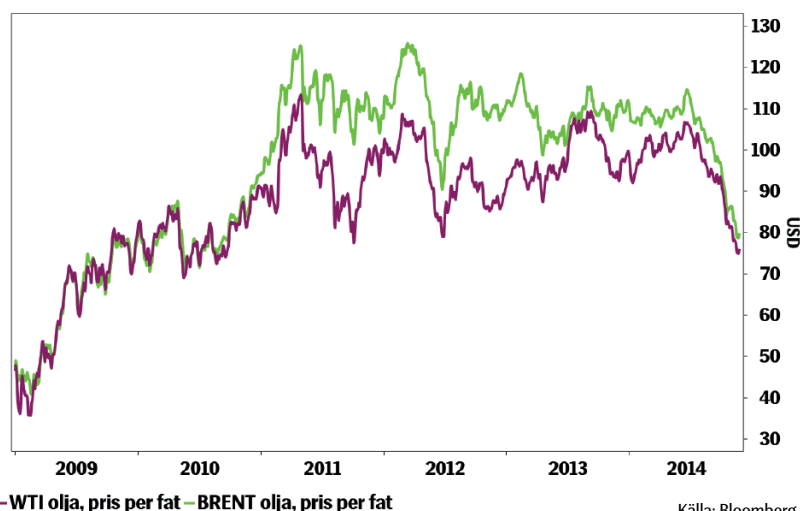
- **Underskott i flera metallmarknader kommande år**

Vi räknar med underskott av både nickel och aluminium under nästa år medan det för kopparknaden dröjer till 2017 innan nuvarande överskott övergår i underskott. Detta kommer ge stöd åt prisutvecklingen, och vi räknar med högre metallpriser under nästa år.

- **Efter fyra år med prisfall väntar vi oss nu en prisuppgång för jordbruksprodukter**

Ända sedan prisrallyt i jordbruksprodukter (agri) under 2010 har trenden varit fallande. Efter höstens inledande svaga utveckling är priserna i nivå med de som gällde före 2010. Vi bedömer att fallet nu är över och räknar med något högre priser framöver.

LÄGSTA OLJEPRISSET PÅ FYRA ÅR



En stark ovilja av OPEC att sänka produktionen, i kombination lägre global efterfrågan och högre utbud än prognostiserat har lett till kraftiga oljeprisfall. Även om vi bedömer att oljepriset står något högre om ett år anser vi att sannolikheten för att det först blir lägre innan det blir högre är relativt hög. OPEC:s agerande blir avgörande för prisutvecklingen den närmaste tiden.

UTTRYCKT I USD HAR FLERTALET METALLPRISER fallit under hösten, men då den amerikanska valutan samtidigt stärkts kraftigt är flera metaller uttryckt i till exempel svenska kronor dyrare idag än för tre månader sedan. Kopparpriset har det senaste kvartalet blivit drygt 4 procent billigare uttryckt i USD. Som en följd av att ny produktion successivt tas i bruk räknar vi med överskott i kopparmarknaden under 2015-2016, men bedömer att detta övergår i underskott redan under 2017. Vi räknar därför med ett något högre kopparpris under nästa år. Konjunkturutvecklingen, inte minst i Kina, är mycket viktig för kopparprisutvecklingen.

Trots att exportförbudet av nickelmalm från Indonesien (landet står för 20 procent av global produktion) alltså är en realitet, har priset på nickel fallit tillbaka under hösten och ligger nu på nivåer som gällde innan exportförbudet infördes. Ökad export från Filippinerna har delvis kompenserat utbudsbristen, men denna malm har en lägre andel nickel. Sammantaget leder detta till vår slutsats att nickelpriiset bör ligga på nivåer en bra bit över de aktuella under kommande år. Även för aluminium räknar vi med underskott nästa år och något högre pris, även om potentialen inte är lika stor som för nickel.

Guldpriset steg något i början av oktober i spåren av den ökade marknadsoron, men har sedan fallit tillbaka och ligger i skrivande stund lägre än vid inledningen av året. Vi räknar inte med några stora rörelser i guldpriset det närmaste året, men på några års sikt bedömer vi att 800-900 USD/oz inte är orimligt. Detta motsvarar en nedgång på runt 20 procent. Stigande inflationsförväntningar skulle potentiellt förändra denna bild.

Efter att gruvstrejkerna i Sydafrika och konjunkturen i Europa snarare överraskat negativt än positivt har prisutvecklingen för platina varit svag under hela sommaren och hösten (platina efterfrågas till biltillverkning i Europa). Sedan toppnoteringen i mitten av juli har platinapriset fallit med 20 procent. Vi ser en viss potential till prisuppgång det närmaste året, givet att den europeiska konjunkturen inte gör oss besvikna. Stigande palladiumpriser känns dock troligare, med stöd av fallande globala lager, men också av en ökad efterfrågan på bensindrivna bilar (palladium används till katalysatorer). Oroligheterna i Ryssland

påverkar också prisutvecklingen då landet står för cirka 45 procent av global palladiumproduktion.

I spåren av den extremt starka prisuppgången för jordbruksprodukter under hösten 2010 till följd av väderfenomenen La Niña och El Niño (priset dubblades) har vår bedömning återkommande varit att priset bör falla. Förutom prisuppgångarna i början av sommaren 2012 samt under våren i år har vår bedömning varit korrekt. Efter att sommarens skördar blev bra med ytterligare prisfall som följd nåddes i slutet av september prisnivåer vi inte sett sedan sommaren 2010. Vår aktuella bedömning är att priset nu är över och vi ser en viss potential för stigande priser.

Efter att effekterna av de kinesiska stimulanspaketen, som lanserades i spåren av finanskrisen, började klinga av har flertalet metallpriser fallit tillbaka relativt kraftigt. Oljepriset höll sig däremot kvar på en hög nivå, 90-110 USD/fat under hela perioden (inledningen av 2011 till början av sommaren i år). En bidragande orsak var produktionsbortfallet i flera delar av världen i spåren av geopolitiska oroligheter och sanktioner. Sedan början av sommaren har dock oljepriset uttryckt i USD fallit med närmare 30 procent (Brent) vilket ger oss nivåer vi inte sett sedan 2010.

Kombinationen av en långsammare konjunkturåterhämtning än väntat och att prognoserna gällande global oljekonsumtionsökning successivt skruvats ned har även utbudet ökat mer än vad vi tidigare prognostiserat. Produktionstillväxten i den amerikanska skifferoljan har nog överraskat de flesta. Total produktion av amerikansk olja ligger nu på cirka 9 miljoner fat/dag (varav cirka 4 miljoner är skifferolja) att jämföra med cirka 5 miljoner fat/dag 2009. Vidare är delar av tidigare oljeproduktionsbortfall nu historia, till exempel Libyen. Där var produktionen så sent i april 200 000 fat/dag, för att idag ligga på cirka 900 000 fat/dag, och det finns fortsatt utrymme för produktionsökning då historiska normalnivåer är cirka 1,5 miljoner fat/dag. Dessutom producerar Iran cirka en miljon fat/dag mindre än normalt i dagsläget.

Vi bedömde i senaste utgåvan av *Investment Outlook* att oljepriset skulle ligga runt 100 USD/fat under 2015, men att det krävdes minskad produktion av OPEC för detta och att risken främst låg i ett lägre oljepris. Med facit i hand kan vi konstatera

TILLGÅNGAR	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Långsammare konjunkturåterhämtning och snabbare oljeutbudsökning har, i kombination med en ovilja av OPEC att sänka produktionen, lett till ett oljeprisfall på cirka 30 procent. Vi räknar med något högre pris nästa år, men det kan bli billigare innan det blir dyrare.
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Vi räknar med underskott av både nickel och aluminium under nästa år, för koppar dröjer det till 2017 innan det blir underskott. Detta bör leda till högre priser för dessa metaller. Vi bedömer att nickel har potential att stiga mest.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Avslutade strejker i sydafrikanska gruvor i kombination med svagare europeisk konjunktur än prognostiserat gör att vi inte räknar med stora prisstegringar för platina. Palladium ser intressant ut drivet bland annat av en ökad efterfrågan av bensinbilar. För guld ser vi ganska stor fallhöjd i priset på några års sikt.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Efter cirka fyra år med prisfall för jordbruksprodukter bedömer vi nu att det finns potential för något högre priser.

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivå 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn.

att OPEC fortsätter att producera i full takt, för närvarande cirka 31 miljoner fat/dag varav Saudiarabiens del är cirka 10 miljoner fat. 31 miljoner fat/dag är näst högsta noteringen senaste femårsperioden. Att försvara marknadsandelar till priset av ett lägre oljepris har varit i fokus för OPEC så här långt.

Hur mycket lägre kan oljepriset bli? Produktionskostnaden för olja producerad utanför OPEC ligger i genomsnitt på cirka 60 USD/fat, inom OPEC är det betydligt billigare, kanske så lågt som 10 USD/fat. Motsvarande siffra för amerikansk skifferolja bedöms vara 58 USD/fat, så skulle priset uthålligt ligga runt denna nivå kommer produktion att stängas. Det beräknas ta 6-12 månader att stänga ned en produktionsanläggning.

Vår bedömning är att oljepriset (Brent) står något högre nästa år än i skrivande stund, men att det mycket väl kan bli billigare innan priset vänder uppåt. Saudiarabien, som står för en tredjedel av aktuell OPEC-produktion har visat sig ointresserade av att minska produktionen. Slutsatsen är att landet sannolikt vill tvinga övriga OPEC-medlemmar till förhandlingsbordet för att fastställa tydliga kvoter, alternativt vill de minska konkurrensen från skifferolja.

Nästa OPEC-möte infaller 27/11 (efter denna publikations tryckdatum) och blir således mycket viktigt för oljeprisutvecklingen den närmaste tiden.

Vad blir effekter av ett lägre oljepris?

Under 2007 och första halvåret 2008 fick vi uppleva en dubbelring av oljepriset. Det skrevs artiklar och pratades om "peak oil" och alla utmaningar vi stod inför gällande världens energiförsörjning, inte minst till transportsektorn. Vad skulle hända när allt fler kineser skaffar bil? Under andra halvåret 2008 föll dock oljepriset hela vägen tillbaka till nivån före uppgången 2007 och oron lade sig, i alla fall temporärt. Sedan 2011 har oljepriset

pendlat mellan 90 och 110 USD/fat (brent) och vi hade nog alla börjat vänja oss vid, och anpassat oss till, ett oljepris runt 100 USD/fat. I början av sommaren inleddes dock prisfallet som sedan toppen i juni är nästan 30 procent.

Om detta lägre oljepris blir bestående eller ej får framtiden utvisa, men om så blir fallet får det effekter. Enligt IMF (Internationella Valutafonden) ger en oljeprisförändring på 20 procent en positiv effekt på global BNP med cirka 1 procentenheter, om man räknar med alla andrahandseffekter såsom till exempel ränterörelser. Givet att det låga priset fortsätter skulle det därmed kunna addera nästan 1,5 procentenheter till global BNP-tillväxt. Länder som är stora oljeexportörer är förlorare, medan importörer är vinnare. Ryssland, vars ekonomi är beroende av oljan, är en av de stora förlorarna. En förändring i oljepriset med en dollar påverkar den ryska ekonomin med 2,3 miljarder dollar per år. I Venezuela står oljan för cirka 95 procent av landets totala export, vilket innebär att stora prisfall skulle leda till statsfinansiella utmaningar för landet.

Även om andelen alternativa transportmedel (gas- och el-bilar) har ökat är det fortfarande olja som är viktigast för transportsektorn. I USA, där hushållen är storkonsumenter av bensin, är en tumregel att för varje cent som bensinpriset faller ökar hushållens samlade konsumtionsutrymme med en miljard dollar. Givet att bensinpriset i USA idag är cirka 70 cent lägre än i somras bör detta kunna sätta rejäla avtryck i konsumtionen lagom till julhandeln.

Med ett lägre oljepris finns det också risk för negativa effekter i termer av en ökad geopolitisk obalans och nedjusterade inflationsförväntningar. Företag verksamma i oljebranschen eller närliggande verksamheter drabbas givetvis också negativt. Höstens kraftiga dollarförstärkning har dessutom lett till att oljeprisfallet uttryckt i andra valutor än USD inte är lika kraftigt.



EFTER FYRA ÅR AV PRISFALL FINNS NU POTENTIAL FÖR HÖGRE PRISER PÅ JORDBRUKSPRODUKTER

De kraftiga prisuppgångarna på jordbruksprodukter i spåren av väderfenomenen under hösten 2010 har följts av fyra år av fallande priser. Bra skördar under sommaren med ytterligare prisnedgångar som följd har lett till vår bedömning att prisfallet är över och vi räknar med något högre prisnivåer framöver.

Centralbanker styr alltjämt valutamarknaden

- **Penningpolitisk åtstramning och god USA-tillväxt ger dollarstyrka**

Den amerikanska ekonomin växer vidare i god takt och Federal Reserve inleder räntehöjningar under nästa år. Det stärker USA-dollar mot euron och japanska yenen, som också sjunker i värde på grund av svaga ekonomier och ytterligare penningpolitiska stimulanser.

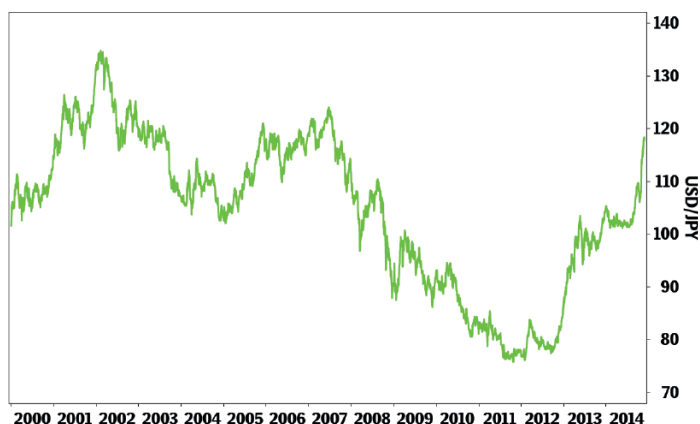
- **Svenska kronan och norska kronen stärks mot euron under 2015**

Under 2014 har den svenska kronan tyngts av en del konjunkturbesvikelser och reporäntans färd ned mot noll, medan den norska kronen försvagats när oljan fallit kraftigt i pris. Under 2015 spås bägge dessa nordiska valutor stärkas mot euron.

- **Snabbt skiftade trender för EM-valutor**

Emerging Markets (EM)-valutorna som grupp har förutsättningar att stärkas i vinter, för att därefter åter försvagas. Förutsättningarna för enskilda EM-valutor skiljer sig emellertid avsevärt åt. På kort sikt har asiatiska valutor bäst potential att stärkas, samtidigt som flera östeuropeiska valutor bör bli svagare.

ARGUMENT FÖR ATT YENEN SKA FÖRSVAGAS MER



– Valutakurs, japanska yen per amerikansk dollar

Källa: Macrobond

Alls sedan Japans premiärminister Abe lanserade sin ekonomisk-politiska strategi "Abenomics" vintern 2012/2013 har yenen tenderat att försvagas mot USA-dollar. Försvagningen ingår i strategin, och förutom att den gynnar konkurrenskraften och tillväxten i Japan leder den till dyrare import och därmed högre japansk inflation (målet är 2 %). Efter att landet fallit in i en ny recession under 2014 torde Bank of Japan slå följe med regeringen och sätta fler stimulanspaket, med ytterligare försvagning av yenen som en konsekvens.

Vår syn på utsikterna 2015-2016 för de stora världsvalutorna ligger fast. Med andra ord spås **USA-dollar (USD)** stärkas, medan **euron (EUR)** och **japanska yenen (JPY)** försvagas. I allt väsentligt är också argumenten för ett sådant scenario desamma som för tre månader sedan.

USA:s ekonomi fortsätter att växa i god takt samtidigt som Federal Reserve (Fed), efter att ha avslutat sina obligationsköp (QE3) vid månadsskiftet oktober/november, börjar höja styrräntan i september 2015 enligt vår aktuella prognos.

Parallellt växer både Eurolands och Japans ekonomi mycket långsamt under de närmaste åren, och såväl Europeiska Centralbanken (ECB) som Bank of Japan (BoJ) behåller sina styrräntor nära noll minst ett par år till. Dessutom spås bägge centralbankerna utöka sina köp av finanstillgångar. I ECB:s fall lutar det i vår prognos åt ett program för statsobligationsköp i början av 2015, vilket skulle behövas för att nå målsättningen att öka ECB:s balansräkning med 1 biljon EUR till 3 biljoner EUR.

BoJ bedöms lansera ytterligare tillgångsköp av bland annat stats- och företagsobligationer och ETF:er (börshandlade fonder, i detta fallet aktiefonder) med målet att öka de totala tillgångsköpen från nuvarande 80 biljoner JPY per år till 100 biljoner JPY. Ytterligare en omständighet som är en nackdel för JPY är den statliga pensionsfondens (GPIF:s) beslut nyligen att vika ned andelen japanska obligationer i portföljen från 60 till 35 procent, och istället vika upp andelen inhemska och utländska aktier.

Beträffande det **engelska pundet (GBP)** har Bank of England (BoE:s) ombytlighet fått valutamarknadens aktörer att ett flertal gånger i år revidera bedömningen för när BoE ska inleda sina styrräntehöjningar.

Under sommaren och början på hösten tydde de verbala signalerna från BoE-chefen Carney och att 2 av 9 ledamöter i räntegruppen MPC röstat för höjd ränta vid några räntemöten i rad på att första höjningen av styrräntan skulle komma i början av 2015. Senaste budskapet från BoE i den nya Inflationsrapporten var att de brittiska prisökningarna ser ut att bli klart lägre 2015-2016 än vad som tidigare antagits. Därför spår SEB nu att första räntehöjningen inte verkställs förrän i början av 2016. För GBP innebär detta att den tidigare väntade förstärkningen mot SEK knappast blir av.

Svenska kronan (SEK) försvagades när Riksbanken sänkte reporäntan till noll i slutet av oktober, men precis som vid räntesänkningen i juli var kurstappet för SEK temporärt - en spegling av att valutamarknaden redan diskonterat kronsvaghet. Om Riksbanken inte lanserar ytterligare stimulanser kan SEK stabiliseras i vinter, för att under 2015-2016 stärkas mot EUR.

Utsikterna för norska kronen (NOK) är mer osäkra. Visserligen är Norges ekonomiska fundamenta mycket starka, inflationen nära målet och fastlandskonjunkturen ganska stark. Oljeprisfallet slår dock hårt mot landets oljesektor. Vårt grundtips är att Norges Bank inte får anledning att sänka styrräntan, och att NOK en tid fortsätter att handlas i ett ganska brett spann mot EUR. Under 2015 spår vi att NOK, liksom SEK, stärks mot EUR.

Efter ett sammantaget stort fall i flera steg sedan sommaren 2011 har **Emerging Markets-valutor** som grupp - speglat bland annat i JP Morgan Emerging Markets (EM) Currency Index - av allt att döma blivit undervärderade mot USD. Trots undervärdering fortsätter EM-valutor för tillfället att försvagas, en trend vi dock förväntar oss ska vända inom kort. Tack vare låg inflation i USA kommer Feds första räntehöjning att dröja till början av hösten 2015. Det i kombination med en successiv förstärkning av konjunkturen i EM-sfären ger gruppen EM-valutor en chans att stiga i värde på uppemot fyra månaders sikt.

Förutsättningarna skiljer sig emellertid åt för olika EM-valutor. Bäst förstärkningspotential på cirka ett halvårs sikt finns hos många asiatiska valutor, och i Latinamerika (främst hos mexikanska peson, MXN). Flera östeuropeiska valutor torde samtidigt ta rygg på EUR och försvagas. Ett undantag skulle eventuellt kunna vara den polska zlotyn (PLN).

När Feds åtstramningscykel inleds, och amerikanska statsoptionsräntor tydligare stiger, ökar sannolikheten för att EM-valutor åter ska sjunka i värde. Även på längre sikt kvarstår dock betydande skillnader mellan enskilda valutors möjligheter/utmaningar.

I kretsen BRIC-valutor har den kinesiska yuanen (CNY) bäst förutsättningar att stiga i värde på något års sikt, trots sänkt styrränta. Kinas bytesbalans fortsätter att visa stora överskott och landets tillväxt förblir jämförelsevis hög. Indiska rupien (INR) kan - även med hänsyn tagen till potentiella räntesänkningar under 2015 - någorlunda hålla ställningarna mot USD tack vare ljusare konjunktutsikter, en trovärdig reformpolitik och ett minskat bytesbalansunderskott.

Trots ett stort kursras kvarstår en nedsida för den nu i praktiken flytande ryska rubeln (RUB), vilken också torde förbli väldigt volatil. Rysslands ekonomi går in i recession, och risken för fortsatta geopolitiskt relaterade kapitalutflöden från landet är alltför stor. Brasilianska realen (BRL) ser också ut att få en skakig resa under det närmaste året. Den brasilianska samhällsekonomin är i dåligt skick, sjunkande råvarupriser missgynnar landet och det finns en utbredd misstro mot den omvalda presidenten Dilma Rousseffs kraft och möjligheter att få den brasilianska ekonomin på rätt kurs.