



PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Investment Outlook

#1 mars 2015



S|E|B

Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Makrosammanfattning.....	10
TILLGÅNGSSLAG	
Aktier:	
Sverige och övriga Norden	13
Övriga världen	16
Räntor.....	18
Alternativa investeringar:	
Hedgefonder	20
Råvaror	22
Valutor.....	24
TEMAN	
Oljeprisfallet både smörjer och grusar	26
Marknaderna i okänd ränteterräng.....	30

Denna rapport publicerades den 3 mars 2015.

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 25 februari 2015.

Detta dokument kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEB:s finansiella instrument. SEB är det globala varumärkesnamnet för Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) och dess dotterbolag och filialer. Varken materialet eller de produkter som beskrivs här är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till person bosatt i USA, s.k. US persons, och all sådan distribution kan vara otillåten. Även om innehållet är baserat på källor som SEB bedömt som tillförlitliga, ansvarar SEB inte för fel eller brister i informationen eller för förluster eller kostnader som kan uppstå med anledning därav. Om informationen hänvisar till en investeringsanalys bör du om möjligt ta del av den fullständiga analysen och information publicerad i anslutning därtill eller läsa den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investeringsprodukter ger avkastning i förhållande till risken. Deras värde kan både stiga och falla och historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida avkastning. I vissa fall kan förlusten även överstiga det insatta kapitalet. Om du eller en fond investerar i finansiella instrument som är uttryckta i utländsk valuta, kan förändringar i valutakurserna påverka avkastningen. Du ansvarar själv fullt ut för dina investeringsbeslut och du bör därför alltid ta del av detaljerad information innan du fattar beslut om en investering. Mer information såsom faktablad för fonder, informations- och marknadsföringsbroschyrer för fonder och strukturerade produkter finns på www.seb.se. Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i SEB.

Information om beskattning: Som kund vid våra internationella bankkontor i Luxemburg, Schweiz och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller hemvist med hänsyn till bankkonton och finansiella transaktioner. Banken skickar ingen skatterapportering till främmande länder vilket betyder att du själv måste ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.

Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
fredrik.oberg@seb.se

Lars Gunnar Aspman
Global Head of Macro Strategy
lars.aspman@seb.se

Esbjörn Lundevall
Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se

Helene Cronqvist
Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se

Jonas Evaldsson
Economist
jonas.evaldsson@seb.se

Henrik Larsson
Economist
henrik.y.larsson@seb.se

Carl-Filip Strömbäck
Economist
carl-filip.stromback@seb.se

Stefan Lukacs
Economist
stefan.lukacs@seb.se

Cecilia Kohonen
Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se

Pernilla Busch
Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se

Stora valutarörelser och nya stimulanser ger bredare konjunkturuppgång

Under de senaste åren har den amerikanska ekonomin och dess centralbank fungerat som den globala ekonomins stöttepelare. Återhämtningen syns på arbetsmarknaden, fastighetsmarknaden och via styrkan på de finansiella tillgångsmarknaderna.

Fallande råvarupriser har, exempelvis via bensinpriset, skapat ytterligare konsumtionsutrymme – den amerikanska ekonomin är till 70 procent driven av konsumtion. Sammantaget är den amerikanska ekonomin nu i så pass bra skick att det krävs mycket för att Federal Reserve, Fed, inte ska påbörja en normalisering via en period av styrräntehöjningar. SEB:s bedömning är att den första höjningen sker i september.

Läget i resten av världen skiljer sig markant från den amerikanska situationen. I Europa och Japan är det extremt låga och i många fall negativa räntor som råder, i kombination med massiva likviditetsinjektioner. Europeiska Centralbanken, ECB, har lanserat ett "stödköpsprogram" som motsvarar cirka 10 procent av områdets totala BNP. Japans centralbank samt en rad mindre centralbanker fortsätter också att stimulera via räntesänkningar och likviditetsinjektioner.

Ovanstående utveckling har fått effekten att den amerikanska dollarn stärkts kraftigt. Detta är en mycket önskvärd effekt, eftersom det innebär en stabilisering av det ekonomiska systemet och en bredare konjunkturuppgång. USA:s ekonomiska styrka gör att landet klarar av en starkare valuta medan resten av världen, med Europa och Japan i spetsen, får extra draghjälp via kraftigt försvagade valutor, rekordlåga räntor samt ett lågt oljepris, något som även gäller Sverige.

Den successivt starkare globala tillväxten i kombination med fortsatt stöd från centralbankerna har medfört att börserna i Europa och Sverige nu står klart högre än vid publiceringen av föregående nummer av *Investment Outlook* (utgiven 2 december 2014). Amerikanska och asiatiska

börser har utvecklats mer sidledes i lokala valutor, men i svenska kronor är utvecklingen tydligt positiv som en effekt av den svaga kronan. Räntorna har fortsatt att falla, vilket också har bidragit till avkastning i förvaltningen. Potentialen är dock minst sagt begränsad då många europeiska länder inklusive Sverige nu har vissa statsobligationsräntor som är negativa. Sedan förra *Investment Outlook* har även en rapportperiod avlöpt och en av de mer påtagliga effekterna är genomslaget från valutakursförändringarna.

Hur påverkar allt detta vår rådande marknadssyn? Trots kraftigt stigande börser är vi fortsatt positivt inställda till aktier och det gäller både svenska börserna och den globala aktiemarknaden. Dock är vi tveksamt inställda till de råvaruproducerande bolagen, där vi förväntar oss en fortsatt svag priscomponent. När det gäller räntebärande placeringar fortsätter vi att förorda företagskrediter framför statsobligationer, samt undviker långa löptider.

I detta nummer av *Investment Outlook* fördjupar vi oss i effekterna av den stora oljeprisrörelsen. Vidare analyserar vi konsekvenserna av de extremt låga räntorna. Vad händer när räntan går mot noll eller blir negativ?

Utöver dessa teman tillkommer analyser av tillgångslagen och vår aktuella strategi i portföljförvaltningen. I denna utgåva gör vi en mindre förändring genom att slå samman kommentarer kring våra alternativa tillgångsslag som hedgefonder, fastigheter, råvaror och private equity. Vi kommenterar dessa undertillgångsslag vid behov och inte löpande i varje publikation.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer

Fortsatt fördel aktier trots hög värdering

Kombinationen av tilltagande tillväxt och fortsatta likviditetsinjektioner från världens centralbanker ger ytterligare bränsle till aktiemarknaden, trots tydligt högre prissättning på börserna. Den högre värderingen minskar potentialen och medför att volatiliteten kan hamna på en högre nivå än vi varit vana vid under de senaste åren.

Under de senaste åren har börserna varit mycket starkare än vinstutvecklingen och därmed har prissättningen av aktier successivt justerats upp. Vår globala tillväxtprognos för de kommande åren är på 3-4 procent och det borde resultera i en global vinsttillväxt på i storleksordningen 5-10 procent per år. Direktavkastningen ligger på 2-4 procent beroende på vilken börs vi utvärderar. Det ger en total förväntad avkastning för aktiemarknaden på cirka 7-10 procent. Detta ska ställas i relation till investeringar inom obligationsmarknaden som spänner från mycket låga till negativa räntor inom statsobligationssegmentet till förväntade avkastningsnivåer kring 3-4 procent inom kreditsegmentet.

Vi fortsätter att föredra aktier framför obligationer. Inom obligationer överviktar vi företagsobligationer på statsobligationers bekostnad. Slutligen kompletterar vi portföljerna med alternativa investeringar som till stor del består av hedgefonder. Riskerna med denna strategi är främst kopplade till eventuella besvikelser avseende tillväxten och indirekt företagets förmåga att generera stigande vinster. I ett längre perspektiv är hela det ekonomiska systemet exponerat mot risker kopplade till stigande räntor, men dessa effekter ligger längre fram i tiden, även om vi i närtid kan få uppleva volatilitet kopplad till den amerikanska centralbankens förväntade höjning av styrräntan. Situationen i Grekland kan också skapa oro.

STARK KURSUTVECKLING DRIVER UPP VÄRDERINGEN PÅ VÄRLDENS BÖRSER



Diagrammet visar utvecklingen i lokala valutor för tre av de mest centrala börserna och regionerna i världen plus Stockholmsbörsen. Utvecklingen är främst driven av inflöden av kapital, då avkastningsalternativen på annat håll är få i dagens lågräntemiljö.

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. Dessa prognoser är per 25 februari 2015.

TILLGÅNG	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		INDEX/UNDERLAG FÖR BERÄKNINGEN
	AVKASTNING	RISK	
AKTIER			
Globala	10,0 %	12,0 %	MSCI World All Countries index i lokala valutor. SIX Return Portfolio Return Index i SEK.
Svenska	13,0 %	14,0 %	
RÄNTEBÄRANDE			
Företagsobl (IG)	0,5 %	2,5 %	IBOXX Investment Grade Index i USD. IBOXX High Yield Index i USD.
Företagsobl (HY)	4,0 %	4,0 %	
EM Debt	6,0 %	9,5 %	JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. OMRX T-bonds.
Statsobligationer	0 %	4,0 %	
Kassa	-0,2 %	0,1 %	Att likställa med riskfri avkastning, mätt som OMRX T-bills.
ALTERNATIVA INVESTERINGAR			
Hedgefonder	4,0 %	4,0 %	HFRX Global Hedgefund Index i USD.
Råvaror	N/A	N/A	
VALUTOR	N/A	N/A	Inte ett eget tillgångsslag, men används som avkastningskälla i vår förvaltning.

Källa: SEB

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

- **Valutaskiftet gör att den ekonomiska återhämtningen förstärks och breddas**
USA är fortsatt motorn, men resten av världen får hjälp av rekordlåga räntor, föredelaktiga valutarelationer samt ymnig likviditet från centralbankerna. Detta borde också öka sannolikheten för en bättre vinsttrend.
- **Likviditetsfaktorn är fortsatt positiv**
Även om Federal Reserve närmar sig en tidpunkt då banken kommer att påbörja en räntehöjningsperiod är den samlade signalen, "nettoeffekten" från världens centralbanker, fortsatt tydligt positiv via ultralåga räntor i kombination med stora likviditetsprogram.
- **Oljepriset slår olika, men gynnar global tillväxt**
Det låga oljepriset har en omdelbar negativ effekt på de länder som är producenter, men samtidigt har det en mer långsiktig positiv effekt på resten av världen. Nettot är tydligt tillväxtfrämjande.
- **Aktier har högst förväntad avkastning**
Trots många år av uppgångar har aktier den högsta förväntade avkastningen. Vinsterna bör kunna stiga med 5-10 procent. Till detta kan vi addera utdelningar i storleksordningen 2-4 procent. Vi förordar en bred exponering där USA står för stabilitet och stark valuta, men en högre värdering än snittet. Europa och Sverige gynnas av valutan, har en lägre värdering samt en starkare förväntad vinsttillväxt. Japan och resten av Asien ser rimligt ut.
- **Rekordlåga räntor ett tag till, sedan stiger de**
Centralbankerna samt deflationsimpulsen håller nere räntorna ett tag till. Därefter bör de påbörja en stigande bana. Denna profil gör oss ovilliga att hålla en lång löptid i våra portföljer och vi förespråkar en låg andel statsobligationer.
- **Volatiliteten på en högre nivå**
Slagigheten i marknaden har ökat. Vi ser därför ett fortsatt behov av hedgefonder och andra alternativa investeringar som komplement för att sprida riskerna. Vidare fungerar i regel dollarexponeringen inom globala aktier som en god "riskdämpare". Vi tror dessutom på en fortsatt stigande dollar.
- **Risker**
En som vi bedömer som låg men faktisk risk är om vår konjunktursyn är för positiv. Detta skulle leda till vinstbesvikelser som i sin tur skulle leda till värderingsproblem på aktiemarknaderna. Grekland är fortfarande en potentiell risk även om den bedöms som hanterbar. Geopolitiska risker finns alltid på kartan. Slutligen, de kraftiga uppgångarna öppnar upp för vinsthemtagningar och negativa rekyler. Uppgångarna har också resulterat i att det finns få tydligt "billiga" tillgångar.

AKTIER	VIKT	KOMMENTAR
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	Den svaga kronan i kombination med starkare global tillväxt och en stabil inhemsk situation ger styrka. I en internationell jämförelse är direktavkastningen hög. Värderingen har stigit under senare år. På längre sikt finns det tydliga risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett framtida högre ränteläge i Sverige.
Globala	1 2 3 4 5 6 7	Tilltagande tillväxt och fortsatta stimulanser ger ökad potential för stigande vinster. En bredare konjunktur ger större möjlighet för cykliska industrier. Värderingen har stigit, men aktier är trots detta mer prisvärda än räntebärande placeringar.
RÄNTOR	VIKT	KOMMENTAR
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	Mycket låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv och en förstärkning av konjunkturen kan medföra successivt stigande räntor under de kommande åren.
Företagsobl. Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	Låga räntor ger en liten potential, men tillgångsslaget kan fungera väl i portföljer med andra tillgångar med högre risk.
Företagsobl. High Yield	1 2 3 4 5 6 7	Direktavkastningar kring 3-4 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken tydligt i förhållande till exempelvis Investment Grade. Gynnas av tilltagande tillväxt och likviditeten i marknaden, vilket ökar riskaptiten och därmed bör spreadar minska eller förbli stabila.
EM Debt	1 2 3 4 5 6 7	Direktavkastningar kring 6 procent ger en rimlig kompensation för riskerna kopplade till tillväxtmarknadsobligationer.
ALTERNATIVA INVESTERINGAR	VIKT	KOMMENTAR
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Tydliga trender i kombination med lägre korrelationer mellan och inom tillgångsslagen talar för hedgefonder.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Successivt lägre efterfrågan från bland annat Kina i kombination med kapacitetsökningar har resulterat i kraftiga prisfall. Viss stabilisering av prisbilden under inledningen av 2015. I ett längre perspektiv är tillgångsklassen attraktiv om inflationen stiger i samklang med råvarupriserna.
VALUTOR	PROGNOS 12 MÅN (FÖRÄNDRING I PARENTES) PER 23 FEB 2015	
EUR/USD	N/A	1,10 (-8,0 %)
EUR/SEK	N/A	9,30 (-2,3 %)
USD/SEK	N/A	8,90 (+6,2 %)

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 långsiktigt strategiska syn på tillgången. På kundnivå anpassas portföljerna efter individuella behov.

ÖVERVIKT I AKTIER, SVENSKA OCH GLOBALA, I VÅRA PORTFÖLJER

Vid börseron i oktober 2014 ökade vi upp aktieandelen med förväntan att tillväxten skulle tillta, centralbankerna skulle fortsätta att stimulera och aktier hade den mest fördelaktiga värderingen av de olika tillgångsslagen. Vi vidhåller denna ståndpunkt och dessa positioner. I portföljerna kombinerar vi en övervikt i svenska och globala aktier med en undervikt i räntebärande och alternativa investeringar. När det gäller ränteplaceringar har vi en låg andel statsobligationer. Inom alternativa investeringar, som domineras av hedgefonder, har vi en bred exponering mot många olika strategier, men vi undviker fonder med hög aktiemarknadsrisk.

AKTIER

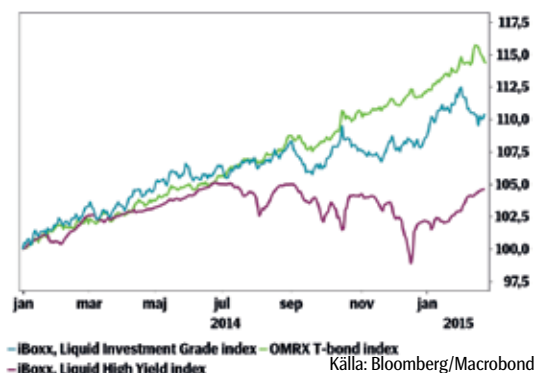
Efter flera år av mycket starka uppgångar drivna av en kombination av låg värdering, stigande vinster och gott om likviditet i marknaden är nu aktier fullvärderade i ett historiskt perspektiv. Under 2015 förväntar vi oss bättre vinsttillväxt än under föregående två år, samt en uppgång som inte domineras av defensiva sektorer, teknologi och finans. Den förväntade tillväxtökningen och en bredare global efterfrågan talar för att tidigare års förlorare, de cykliska bolagen, kan hävda sig bättre. Valutaförändringarna pekar också på att den tidigare amerikanska dominansen utjämnas. Amerikanska aktier är dyrare än resten av världen. Till USA:s fördel talar den förväntade dollarförstärkningen, som adderar avkastning ur en svensk investerares perspektiv. Vi förordar därför en bred global exponering och är positivt inställda till den svenska börsen, även om den kortsiktigt kan ha gått väl starkt.



Grafen visar utvecklingen för världsbörsen i SEK, en uppgång på 40 procent sedan början av 2014 till och med 23 februari 2015.

RÄNTOR

Det låga inflationstrycket och centralbankernas agerande med styrräntor kring nollstrecket och stora program för stödköp av statsobligationer har resulterat i en udda situation med negativa statsräntor i delar av världen. Avkastningen har varit fantastisk, men den framtida potentialen är reducerad. Det gör att vi får sänka våra avkastningskrav, samt söka andra exponeringar. Inom räntevärlden innebär det att öka kreditexponeringen och ställa denna riskökning i relation till alternativa placeringar inom andra tillgångsslag. Vi har en liten andel statsobligationer och kombinerar i huvudsak olika typer av företagskrediter i våra portföljer, beroende på kundernas specifika riskprofiler. De extremt låga räntorna gör också att vi är försiktiga till att hålla långa löptider, eftersom det exponerar oss mot potentiellt negativ avkastning om räntorna börjar stiga.



Grafen visar utvecklingen för företagsobligationer i olika segment sedan 1 januari 2014. Statsobligationer har haft bäst utveckling.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR - HEDGEFONDER

Inom gruppen alternativa investeringar använder vi främst hedgefonder. Över tiden har de en riskprofil som ligger mellan aktier och räntebärande placeringar. Enskilda hedgefonder kan ha i sig ha en helt annorlunda riskprofil, varför vi lägger ned ett omfattande arbete på att analysera fonderna och försöka finna lämpliga portföljkombinationer. Vår ambition är att våra investeringar inom denna kategori skall skapa stabilitet i portföljerna och helst uppvisa låg korrelation med aktiemarknadens utveckling.



Globala hedgefonder har haft en stark inledning av 2015.

Större möjligheter än hot för global ekonomi

- *Världsekonomin växlar gradvis upp 2014-2016*
- *Oljeprisfall och penningpolitisk stimulans väger tyngre i den positiva vågskålen...*
- *... än geopolitisk oro och deflationsrisker gör i den negativa skålen*

De globala konjunkturpilarna har spretat isär sedan sommaren 2014. Amerikansk ekonomi har stärkts, Japan har glidit in i en ny recession, brittiska tillväxten har hållits väl uppe, och Euroland har efter en tydlig svacka repat en del kraft sedan slutet av fjolåret. Konjunkturpulsen i Emerging Markets (EM)-sfären som helhet har försvagats, men även här har mönstret varierat. Kinas ekonomi har rört sig försiktigt mot lägre tillväxttal, samtidigt som Indiens ekonomi har överraskat positivt. I Brasilien har pilarna pekat skarpt åt fel håll och Ryssland har fallit över kanten till en djup recession.

Om fokus skiftar från backspegeln till kristallkulan finns delvis nya förutsättningar, såväl positiva som negativa. Oljeprisfallet, vilket kortsiktigt skapat en del oro och problem, kommer att gynna tillväxten i världsekonomin framöver. Detsamma gäller den stimulerande penningpolitiken. Visserligen tar Federal Reserve (Fed) och Bank of England (BoE) vissa åtstramningssteg under det närmaste året, men totalt sett uppvägs det med råde av att Europeiska Centralbanken (ECB), Bank of Japan (BoJ) och Kinas centralbank (PBOC) utvidgar sina stimulanser. Detsamma gäller även den del mindre centralbanker, exempelvis svenska Riksbanken.

Den negativa, orosskapande vågskålen – vilken väger mindre – rymmer geopolitiska oroshärddar såsom Ukraina/Rysslandkonflikten (i mitten av februari slöts dock ett avtal om vapenvila i östra Ukraina) och IS/Irak/Syrien. Dessutom innebär prisfallet på olja att risken för deflation (allmänt prisfall) ökat på flera håll i världen.

Geopolitisk oro och osäkra följder av centralbankers exceptionella stimulanspolitik, inklusive negativa räntor i delar av Europa, utgör främsta risker mot vårt huvudscenario. Men en oant stor positiv tillväxtpåverkan från oljeprisfallet, en överraskande stark pluseffekt från ECB:s politik och en större draghjälp än väntat för världen från USA:s ekonomi utgör möjligheter.

Pusselbitarna på plats för hög tillväxt i USA

Att oljepriset halverats gagnar inte minst de amerikanska hushållens köpkraft. Denna gynnas även av den allt starkare arbetsmarknaden med åtföljande bättre inkomster för amerikanerna. De växande förmögenheterna tack vare uppgången på aktiemarknaden och prisökningarna på bostäder ger också underliggande stabilitet åt hushållsekonomin. Den privata konsumtionen, som motsvarar hela 70 procent av bruttonationalprodukten (BNP), torde därför bli den starkaste tillväxtmotorn under 2015-2016.

USA:s BNP bedöms växa 3,5 procent i år och 3,2 procent 2016. Trots hög tillväxt sjunker konsumentpriserna något i år på grund av den billigare oljan, en starkare dollar och alltjämt ganska gott om lediga produktionsresurser i näringslivet. Fed bedöms mot denna bakgrund kunna avvakta med sin första räntehöjning till i september 2015.

Lite ljusare utsikter för Eurolands ekonomi

Tillväxtutsikterna för Euroland har förbättrats. Det visas bland annat av aktuella inköpschefsenkäter. En orsak är att unionen som stor nettoimportör av olja gynnas extra när oljan blivit avsevärt billigare. En annan är det överraskande kraftfulla stimulanspaket som ECB presenterade i januari, vilket via en svagare euro och positiva effekter på bankernas utlåning dels har förutsättningar att gagna tillväxten, dels minska riskerna för deflation. På sikt kan prisökningarna mycket försiktigt röra sig i riktning mot ECB:s mål, som är en inflation på drygt 1,5 procent.

Men kristallkulan innehåller alltjämt flera problem och risker. Skuldsättningen är fortfarande hög på många håll, den politiska viljan att öka integrationen har försvagats, populistiska partier har ryckt fram, och handelssanktionerna och recessionen i Ryssland påverkar både exporten och investeringsviljan negativt. För de olika länderna gäller att det ljusnar för tysk ekonomi och den spanska återhämtningen fortgår i snabb takt, samtidigt som ekonomierna i Frankrike och Italien befinner sig på efterkälken. För Euroland som helhet väntas BNP växa 1,2 procent 2015 och 1,7 procent 2016.

Brittisk tillväxt på silvermedaljplats

Med en spådd BNP-ökning på 2,8 procent i år och 2,5 procent nästa år kniper Storbritannien i G7-kretsen (de sju största industriländerna) silvermedaljen i grenen tillväxt efter USA. Mycket låg inflation och fortsatt fallande arbetslöshet bådgar för god köplust från de brittiska hushållens sida, och de senaste näringslivsenkäterna tyder på att landets företag fått en fin start på 2015. Den låga inflationen talar för att BoE inte borde ha någon brådska med att börja höja styrräntan, utan

att det steget kan vänta till i början av 2016. Den politiska osäkerheten torde stiga inför och i samband med parlamentsvalet den 7 maj. Varken Tories eller Labour veckar få egen majoritet, utan det lutar åt en ny koalitionsregering. En joker i leken är det EU-skeptiska partiet Independent Party (UKIP), som har medvind i opinionen. Den politiska osäkerheten till trots finns det anledning att se klart positivt på förutsättningarna för brittisk ekonomi.

Bättre tillväxt i de nordiska länderna

Ekonomierna i Norden har utsatts för skilda prövningar på sistone. Krisen i Ryssland har satt betydande negativa avtryck i finsk ekonomi. Danska kronan, vilken sedan över 30 år tillbaka har en i stort sett fast kurs mot euron och dess föregångare har utsatts för spekulation om att den ska gå samma väg som schweiziska francen och kastas loss från euron för att därefter stiga betydligt i värde. Sverige har fått känna av en del ekonomisk-politisk dramatik på grund av regeringskrisen i slutet av fjolåret. Och den norska ekonomin har tyngts av det halverade oljepriset.

Likväl har samtliga nordiska länder möjlighet att uppvisa bättre tillväxt 2015-2016 än under fjolåret. Positiva drivkrafter finns i form av bland annat den lite bättre konjunkturen i Euroland, och en mycket stimulerande penningpolitik i hela Norden. För främst Sverige och Norge kan också på kort sikt svagare och därmed konkurrenskraftigare valutor ge en hjälpsam hand. Nordens BNP bedöms växa 1,9 procent i år, och 2,2 procent 2016.

Inte bra men mindre dåligt i Japans ekonomi

Japan antrade under fjolåret sin fjärde recession på sex år, med momshöjningen i april 2014 som en viktig orsak. Efter att BNP mer eller mindre stagnerade i fjol visar dock vår kristallkula att BNP ökar 1,1 procent både 2015 och 2016. Bakom den mindre dåliga utvecklingen ligger ökad draghjälp från den snabbt växande amerikanska ekonomin ihop med en svagare japansk yen, samt ytterligare inhemska stimulansåtgärder inom den ekonomiska politikens ram, i första hand penningpolitikens. Som stor nettoimportör av olja gynnas Japan också i hög grad av oljeprisfallet.

Under delar av fjolåret steg den japanska inflationen tack vare högre importpriser och momshöjningen, men har på sistone snabbt fallit tillbaka som en följd av bland annat de lägre energipriserna. Enligt vår prognos stiger konsumentpriserna med 1,0 procent i år och 0,7 procent 2016, under bägge åren således betydligt mindre än Bank of Japans mål på 2 procent.

Medan den första och andra pilen i strategin "Abenomics", penning- respektive finanspolitiken, har gett och kommer att ge stöd åt landets tillväxt, är osäkerheten stor i vilken utsträckning den tredje pilen, strukturpolitiken, kommer att bidra positivt. Dock har regeringen tagit vissa steg för att öka andelen kvinnor på arbetsmarknaden, och även underlätta rekrytering av arbetskraft från andra länder.

VÄXANDE ANTAL POSITIVA ÖVERRASKNINGAR I EUROLANDS KONJUNKTURSTATISTIK



Under våren och sommaren i fjol överraskade merparten konjunkturdata i Euroland negativt (övertikt för utfall under förväntan vid noteringar under noll, övertikt för utfall över förväntan vid noteringar över noll). I slutet av 2014 blev de negativa surpriserna färre, och hittills i år har positiva överraskningar haft ett växande övertag. Bland statistik som bidragit till det finns inköpschefsindex för Eurolands näringsliv.

Tillväxten i EM-Asien växlar upp

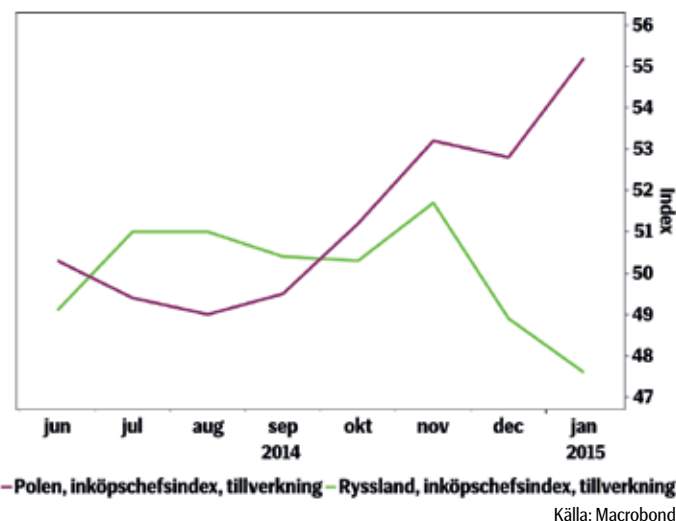
Tillväxten i de flesta av Asiens EM-länder bedöms växla upp under 2015-2016. Merparten av dessa är nettoimportörer av energi och gynnas därmed av prisfallet på olja, vilket i hög grad också bidrar till att sänka inflationen. Centralbankerna i regionen kan därför hålla fast vid den mjuka penningpolitiska kursen, och i några länder – däribland Indien, Sydkorea och Thailand – stundar nog ytterligare räntesänkningar.

Trots den goda draghjälpen från USA och sänkta räntor på flera håll blir tillväxtaccelerationen i EM-Asien relativt modest. Orsaken är inbromsningen i Kinas ekonomi, där BNP-tillväxten väntas sakta in från 7,4 procent 2014 till 7,0 procent 2015 och till 6,7 procent 2016. Att expansionstakten blir lägre är naturligt i samband med att ekonomin successivt ställs om från att i allt väsentligt ha varit export- och investeringsledd till allt mer drivas av den privata konsumtionen. Produktiviteten, och därmed tillväxten, är klart högre i de förstnämnda sektorerna än i den sistnämnda.

Utsikterna till flera indiska räntesänkningar i år ska ses i skenet av en betydligt lägre inflation. Den indiska regeringen under ledning av premiärminister Modi har också nått en del framsteg i sin reformpolitik, vilket gynnar tillväxten. Indiens BNP väntas växa 7,3 procent i år och 7,6 procent 2016, efter fjolårets 7,0 procent.

Latinamerika har tappat mycket växtkraft

Efter tillväxttal på närmare 3 procent både 2012 och 2013 har Latinamerika tappat mycket av sin växtkraft, och under 2014 nådde BNP:s ökning inte över 1 procent. Parallellt har inflationen ökat rejält, och tvillingunderskotten i budget och bytesbalans svällt. Den största ekonomin - Brasilien - stagnerade i fjol, och trots en del reformer signerade president Rousseff krävs betydligt mer av den varan för att tillväxten i landet på allvar ska lyfta. Argentina brottas med ännu större både tillväxt- och inflationsproblem än Brasilien. Bland ekonomier i regionen som det går bättre för återfinns Mexiko och Chile. Latinamerikas samlade BNP bedöms växa 1 procent i år och 2,5 procent 2016.



Vitt skilda utsikter för Östeuropas ekonomier

Tack vare god köplust bland hushållen har tillväxten i centrala och sydöstra delen av Östeuropa inte drabbats särskilt mycket av Ukraina/Ryssland-krisen och den vikande ryska efterfrågan. Centraleuropas export till Ryssland är också förhållandevis liten, medan Euroland med Tyskland i spetsen utgör betydligt viktigare exportmarknader. I länder som Polen och Ungern dämpas visserligen tillväxten i privat konsumtion på grund av att stora delar av bolånen är i schweiziska franc, och francens rejäla värdestegring i vinter har fördyrat boendet. Samtidigt ökar dock sysselsättningen, och räntorna liksom prisökningarna förblir låga. Köpkraften får även stöd av den billigare oljan.

Läget och utsikterna är sämre för Ryssland som fallit ned i en djup recession, och i spåren av rubelns dramatiska försvagning drabbats av en inflationschock, som gräver stora hål i hushållens köpkraft. Trots dessa stora påfrestningar borde en statsfinansiell kris kunna undvikas, då Ryssland har finansiella buffertar. Samtidigt är Ukrainas ekonomi nära en kollaps. Snabbt fallande BNP både i fjol och i år ihop med ökande militärutgifter har fått budgetunderskottet att skena. I mitten av februari väcktes dock aningens av ett hopp tack vare nya lån från Internationella Valutafonden.

Utmaningarna för Baltikums ekonomier har skärpts i vinter på grund av den fördjupade ryska krisen, något som dock till hygglig del balanseras av de lite bättre konjunkturutsikterna i Euroland. Oljeprisfallet ger samtidigt extra köpkraft till hushållen, vilka agerar främsta draglok för den baltiska tillväxten. Investeringarna är däremot ett fortsatt osäkert kort.

Gradvis högre världstillväxt

Världstillväxten blir högre framöver enligt SEB:s prognos. Efter fjolårets tillväxt i globala BNP med 3,5 procent, följer i år 3,7 procent och nästa år 3,9 procent. EM-sfären växlar i år ned till en tillväxt på 4,4 procent, för att 2016 öka takten till 5,0 procent. Tillväxten i DM-området (Developed Markets) accelererar till 2,6 procent i år, och den takten består sedan under 2016.

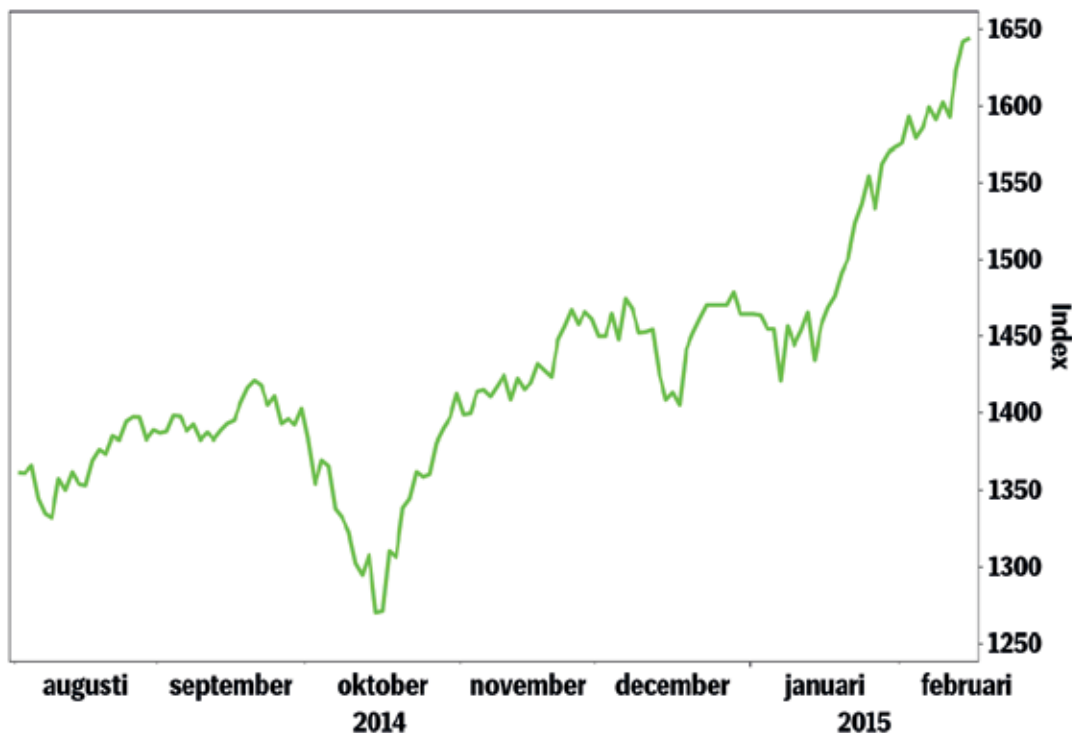
POLENS INDUSTRI ACCELERERAR FRAMÅT, RYSSLANDS BAKÅT

På många områden pekar konjunkturpilarna skarpt ned i Ryssland men upp i centrala Östeuropa. Ett exempel är budskapen från industrins inköpare i Ryssland som blivit allt dystrare i vinter jämfört med de i Polens industri som signalerat en allt högre industriaktivitet.

Bristen på alternativ tvingar fram risktagande

- **Kapitulation inför våg av nya pengar**
Brist på alternativ tvingar fram risktagande som lyfter börsen. Dyra aktier lockar likväl mer än garanterade förluster i räntepapper med negativa räntor.
- **Svag krona dopar vinsterna**
Kronförsvagningen räddar industribolagens vinster 2015. Vinnarna överväger förlorarna med god marginal, de är både större och fler.
- **Högsta börsvärderingen på 10 år**
Aktier är dyra, men inte jämfört med alternativen och efter en svag period 2012 och 2013 växer börsbolagens vinster.

REMARKABEL ÅTERHÄMTNING PÅ STOCKHOLMSBÖRSEN HAR DRIVIT UPP VÄRDERINGEN



Källa: Bloomberg

Oberoende av vilket värderingsmått vi använder är börsen dyr jämfört med sin egen historik. Vi betecknar den senaste tidens kursrusning som en kapitulation bland investerarna för den våg av pengar som nu väntas från ECB. Diagrammet visar det senaste halvårets utveckling för OMXS30-index. Nedgången i oktober följdes av en snabb och kraftig återhämtning då investerarna saknar alternativ som kan erbjuda önskad avkastning.

Den nordiska aktiemarknaden, inklusive Stockholmsbörsen, är högt värderad i ett närhistoriskt perspektiv. P/E-talet på vår vinstprognos för innevarande år för Norden som helhet, justerat för diverse så kallade engångsposter, uppgår till 16, vilket är nära 30 procent högre än snittet de senaste tio åren. Notervärt är även att P/E-talet redan är väsentligt över nivån från den senaste börstoppet 2007, men att vi fortfarande är långt ifrån den svindlande toppnivån på 27 som noterades år 2000.

Tittar vi istället på Stockholmsbörsen, som numera är den dyraste av de nordiska börserna, och på rapporterade vinster (utan justeringar för engångsposter) för 2014 ligger P/E-talet för hela börserna på 24, vilket är mer än 50 procent över snittet de senaste tio åren.

Det är dock rimligt att värdera bolagens vinster något högre än normalt under perioder då vinsterna är pressade av svag konjunktur, varför ett annat bra värderingsmått är värderingen av bolagens eget kapital, P/BV. Men även med detta mått är aktierna idag dyrare än snittet de senaste 10 åren och på den högsta nivån sedan 2007.

Om vi enbart tittade på börsernas värdering utifrån sin egen historik skulle det vara ofrånkomligt med en säljrekommendation på hela marknaden, även om det givetvis ändå skulle finnas enskilda aktier av intresse. Vi menar dock att det inte går att se på aktiemarknadens värdering helt isolerad från omvärldsfaktorer.

Vinsttillväxt och revideringar

På den positiva sidan kan vi konstatera att vinsterna för de svenska börsbolagen, efter tre år med fallande trend, äntligen växte igen 2014. Dessutom räknar vi med ännu högre vinsttillväxt 2015 och 2016. Inte minst den svaga kronan ger rejält stöd åt vinsterna i svenska bolag, i synnerhet industriföretagen. En billigare krona medför både att de vinster bolagen genererar i sina utländska dotterbolag blir mer värda räknat i svenska kronor och

att exportbolagen förbättrar både marginaler och konkurrenskraft. De största vinnarna är bolag med stora kostnader i Sverige och intäkter internationellt. Givetvis finns det på börserna även förlorare på kronförsvagningen, men de bolagen är färre och i de flesta fall relativt små.

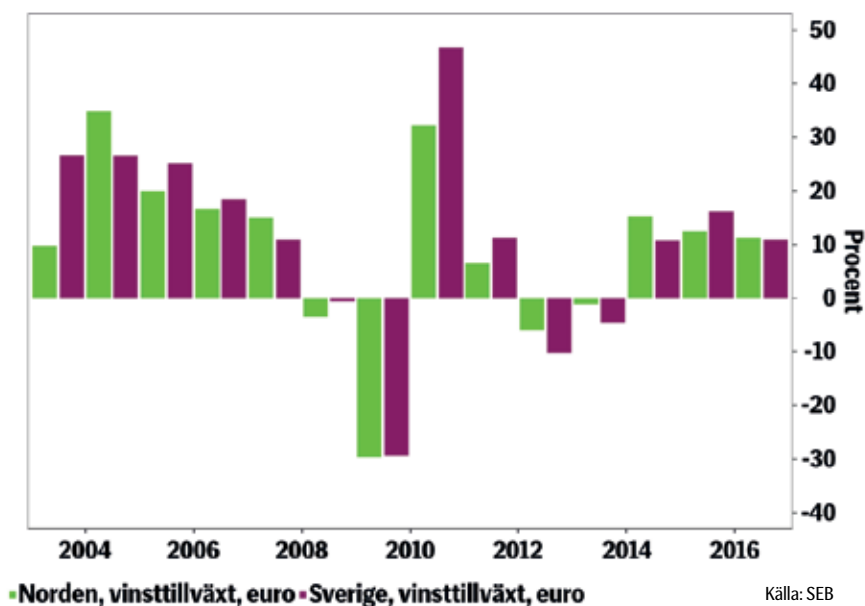
I stor utsträckning återfinns dessutom de stora vinnarna på en försvagad krona i samma branscher som drabbats mest negativt av den svaga internationella konjunkturen; verkstad, skog och råvaror. I flera fall har vi under 2015, tack vare att den positiva valutaeffekten är ännu större, behövt justera upp vinstprognoserna för ett antal stora industribolag, trots att de underliggande prognoserna har justerats ned ytterligare. Trots att rapporterna för fjärde kvartalet överlag tolkades positivt av investerarna och trots det stöd vi fått från valutorna har vi hittills i år varit tvungna att justera ned vinstprognoserna för 2015 med ytterligare 1,4 procent för bolagen på Stockholmsbörsen. I Norden ser det ännu värre ut med totala nedjusteringar om 3,8 procent, drivet av norska bolag med exponering mot olja och gas.

Den relativt höga värderingen av vinsterna på börserna är inget isolerat fenomen för Norden. Situationen är snarlik i större delen av världen. Höga P/E-tal är ett internationellt fenomen. Undantagen återfinns i länder där investerarna fruktar stora vinstfall eller hyser tvivel kring de redovisade vinsterna, som Ryssland och Kina. Utifrån detta perspektiv ser vi inget skäl att vara mer bekymrade över Stockholmsbörsens värdering än över värderingen av aktiemarknaden globalt.

Riskfylld chans till god avkastning eller garanterad förlust?

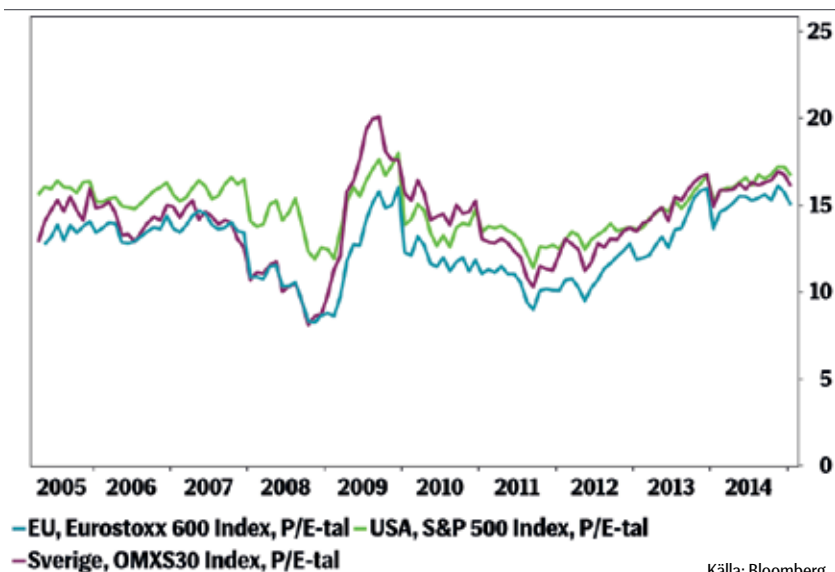
Det är lätt att beklaga sig över att aktievärderingarna är höga och att vinsttillväxten håller låg kvalitet (tillväxt driven av en svag krona snarare än efterfrågetillväxt) samt att vinstprognoserna om och om igen visar sig behöva justeras ned. Men de senaste 3-4 årens börsuppgång har inte varit driven av stark vinstutveckling.

BÖRSBOLAGENS VINSTER VÄXER IGEN



Diagrammet visar börsbolagens vinsttillväxt i procent räknat i euro och justerat för engångsposter.

HÖGRE AKTIEVÄRDERINGAR ÄR ETT INTERNATIONELLT FENOMEN



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar rullande P/E-tal för det närmaste prognosåret för storbolag i Sverige (OMXS30), USA (S&P 500) och Europa (Eurostoxx 600). Nedgången i början av 2015 beror på att prognosåret ändras från 2014 till 2015.

Något stöd från låga värderingar har vi inte heller haft under de senaste två åren. Börsbränslet har utgjorts av likviditet och låga räntor. De oattraktiva alternativen har drivit investerarna till börsen och idag är alternativen mer oattraktiva än någonsin tidigare. Marknadsräntorna på statspapper är i flera fall negativa, vilket betyder att investerare som köper dessa låser in en garanterad förlust om de sitter kvar till löptidens slut. Visserligen är många aktier dyra idag, vilket medför högre risk för förluster framöver, men många aktier kommer sannolikt att kunna ge en god avkastning på fem års sikt. För många investerare kommer en sådan chansning på aktiemarknaden att te sig betydligt mer lockande än att låsa in en garanterad förlust. När ECB nu inleder massiva obligationsköp, med köp för 60 miljarder euro i månaden från mars i år till hösten 2016, kommer ännu mer kapital att tvingas söka efter bättre alternativ för att få avkastning. Vi räknar med att betydande mängder nytt kapital kommer att söka sig till aktiemarknaden och utgöra ett bra stöd för högre aktiekurser.

Förvärv och uppköp väntar

Dagens extremt låga räntor gör att det blir lätt att räkna hem företagsförvärv, det finns gott om tillgänglig finansiering och många börsbolag har starka balansräkningar. Samtidigt medför den låga efterfrågetillväxten att företagen har ett begränsat behov av att investera för organisk tillväxt (exempelvis bygga nya produktionsanläggningar). Till detta kommer att företagsledning och investerare blir frustrerade över den låga försäljningstillväxt som bolagen kan prestera utan förvärv. Kombinationen av billig och lätt finansiering, brist på organiska investeringsprojekt och svag organisk försäljningstillväxt talar för att vi får många företagsförvärv under 2015. Vi fick även stöd för detta från den enkätundersökning SEB genomförde bland de 104 företagsledare som deltog i vår stora investerarkonferens i Köpenhamn i januari. Intresset för att förvärva andra bolag är

stort bland de nordiska börsbolagen och många är besvikna över en relativt svag efterfrågetillväxt.

Företagsaffärer bidrar ofta till att elda på börsen. Dels genom att börsbolag blir uppköpta, ofta till saftiga premier mot rådande börskurs, och dels medför förvärv att de köpande bolagens vinster växer. Ofta återinvesterar dessutom de investerare vars bolag blivit uppköpta sitt kapital i andra aktier.

En våg av pengar sveper över Europa

Sammanfattningsvis kan vi även förklara vår något mer positiva börsyn, inkluderat den starka inledningen på börsåret, som något av en kapitulation inför den våg av nytt kapital vi ser kommer över Europa. Börsens trumfkort har under lång tid varit de oattraktiva alternativen och denna situation har bara blivit mer extrem under det senaste året. Det nytillskott med likviditet från centralbankerna som kommer att skapas under 2015 och 2016 (kanske ännu längre) kommer att förstärka denna situation ytterligare. Börsindex kommer under året att tryckas upp till ännu högre nivåer eftersom börserna fortfarande är de alternativ som framstår som minst övervärderade.

Vi vill dock påminna om att orosmomenten i omvärlden är många och uppgången 2015 kommer inte att följa en rak linje utan sannolikt får vi ett antal betydande rekyler längs vägen. Kortsiktiga börstapp på 5-10 procent kan sannolikt skapa attraktiva köptillfällen och stora mängder likviditet som söker avkastning talar för att återhämtningarna då, liksom i oktober 2014, kan bli snabba.

Aktier bästa placeringsalternativ i lågräntemiljö

- **Centralbanker, oljepris och likviditet är börsutvecklingens vänner**
Kraftfullt agerande från världens centralbanker, billigare energi och stora likviditetsströmmar kommer att ge stöd åt börserna framgent.
- **Fördel Europa i en relativ jämförelse**
Europa framstår som mest intressant, då den europeiska ekonomin ser ut att ha bottnat och möjligheten till förbättring är god. USA går starkt, men värderingen är i högsta laget.

Världens aktiemarknader utvecklades starkt under 2014 och index (MSCI AC World NR) steg nära 10 procent i lokala valutor och hela 27 procent i svenska kronor. Indien placerade sig i topp i börsligan medan andra Emerging Markets (EM) som Ryssland och Brasilien hamnade sist. Europeisk makrostatistik skapade osäkerhet under året, vilket avspeglade sig i en relativt svag utveckling på regionens börser. Amerikanska aktier fortsatte, trots höga värderingar däremot att gå bättre än världsindex när stabila ekonomiska data övertygade investerarna. Bland branscher presterade läkemedel och informationsteknologi bäst, medan råvaror och energi utvecklades sämre.

En flygande start på året

2015 har börjat händelserikt i finansvärlden med kraftfulla penningpolitiska åtgärder i Europa, val i Grekland och stora

rörelser i valutor och oljepris. SEK-investeraren kan glädja sig åt en flygande start på året. Världsindex har ökat cirka 10 procent med Indien, Ryssland och Hong Kong i topp. De nordiska och europeiska börserna ligger också bra till. Den amerikanska marknaden är också upp närmare tio procent i SEK, medan den uppvisar lite sämre avkastning i lokal valuta. Värt att notera är att uppgången på världsbörsen bara är 3 procent i lokala valutor, där Ryssland sticker ut som den stora vinnaren (+26%).

I nyhetsflödet under årets början har amerikanska bolagsrapporter för 2014 kommit in över förväntningarna. Sammantaget växte vinst per aktie med 6 procent jämfört med 2013 och försäljningen ökade med 4 procent. Bolagens vinstmarginaler närmar sig rekordnivåer och starkast resultat presenterade

SEK-INVESTERARE DE STORA VINNARNA PÅ STARK BÖRSUTVECKLING

REGION/LAND (INDEX)	VALUTA SEK	EURO	USD
Världen (MSCI World AC NR)	40,3 %	30,4 %	7,9 %
USA (S&P 500)	48,3 %	38,3 %	15,2 %
Europa (EuroSTOXX 50)	23,2 %	14,6 %	5,3 %
Emerging Markets (MSCI EM Index)	29,0 %	19,6 %	-1,8 %
Japan (Nikkei 225)	31,6 %	22,2 %	1,3 %
OMXS 30	26,0 %	17,2 %	-3,1 %

Källa: Bloomberg

Siffrorna i tabellen avser utvecklingen sedan 1/1 2014 till och med 23 februari 2015. Det är stor spridning i utvecklingen av börsindex och tar vi dessutom hänsyn till valutaförändringar har den svenska investeraren varit den stora vinnaren. Världsindex har avkastat hela 40 procent i SEK, men bara 8 procent i USD. Den amerikanska börserna mätt i svenska kronor ligger i toppen medan Europa sammantaget hamnar sist. De europeiska börserna gick sämre än breda S&P i USA under förra året men har tagit ett rejält kliv uppåt på sistone. Bakom den relativt svaga siffran för Emerging Markets döljer sig en mycket god avkastning på den indiska marknaden medan Brasilien har varit en besvikelse.

företag inom sektorn sällanköpsvaror (konsument). För 2015 förväntas vinsttillväxten i USA sjunka till 5 procent.

Hög värdering kan utgöra en risk

Bolagens samlade vinster globalt förväntas växa med drygt 7 procent i år och 12 procent 2016. Globala aktier värderas till P/E 15 för i år och P/E 13 för nästa års vinst, vilket är åt det högre hållet i ett historiskt perspektiv och kan därmed utgöra en risk och begränsning när det gäller potentialen för högre börskurser. Amerikanska och japanska företag handlas över snittet, medan börsbolagen i Europa ser billigare ut och växer snabbare. Emerging Markets sammantaget har ett P/E-tal på 10 för 2016, vilket är attraktivt men man bör då beakta att tillväxten i EM har sjunkit successivt och gapet mot Developed Markets (DM) har minskat. Vi ser alltså en mer synkroniserad tillväxttakt i världen.

Stor andel aktier i portföljerna

Vi är försiktigt optimistiska när det gäller utsikterna för de globala aktiemarknaderna 2015 och väljer alltså att ha en stor andel aktier i portföljerna. Kraftfullt agerande från världens centralbanker, billigare energi och stora likviditetsströmmar kommer att ge stöd.

Amerikansk makrostatistik visar på styrka. Viss svaghet finns inom EU och i Asien. USA fortsätter därmed att vara draglok för en hygglig tillväxt i världen. Den amerikanska centralbanken har under flera år agerat skickligt i ett svårmanövrerat ekonomiskt klimat och man förbereder nu lika minutöst en höjning av styrräntan under 2015 när ekonomin tar fart.

Höjningen i sig ligger redan i korten, men det råder tvekan om när den kommer att ske, vilket kan skapa volatilitet. Lägre oljepris i kombination med en bättre arbetsmarknad kommer så småningom att ge den amerikanske konsumenten ökat utrymme i plånboken och detta gynnar sannolikt företag som säljer till exempel kapitalvaror och konsumentelektronik.

Europa har potential

Inköpschefer i Europa ser ljusare på framtiden. Europeiska Centralbanken och centralbanker i andra länder vidtar kraftfulla åtgärder med räntesänkningar och penningpolitisk stimulans för att få de ekonomiska hjulen i rullning. Signalerna är fortfarande lite blandade men vi ser att en stabilisering och en svagare valuta kommer ge stöd åt exporten. Vi föredrar Europa framför USA i nuläget eftersom möjligheten till förbättring är stor. Tillväxten är på väg att ta fart med högre bolagsvinster som följd. Den amerikanska börsen har dessutom gått bättre än världen i övrigt under lång tid och värderingen börjar närma sig ansträngda nivåer.

Vi ser generellt bättre potential i DM än i EM. Steg för steg har Kinas tillväxt reviderats ned, visserligen i kontrollerad takt, men det råder trots allt en viss oro bland investerare för om landet kommer att lyckas med uppgiften att få till stånd en balanserad ekonomisk utveckling framöver. Tillväxten lär sannolikt hamna kring 7 procent 2015 med risker på nedsidan. Faktum är att Kina har kört om USA som världens största ekonomi mätt i köpkraft och Kinas ledare agerar metodiskt för att på sikt utöva globalt politiskt inflytande. Trots det fortsätter USA sannolikt att spela huvudrollen i världsekonomin ett bra tag framöver.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Vi väljer att ha en stor andel aktier i portföljerna och föredrar bred global exponering. Kraftfullt agerande från världens centralbanker, billigare energi och stora likviditetsströmmar kommer att ge stöd. Aktier blir den främsta källan till avkastning i dagens extrema lågräntemiljö. Global synkroniserad tillväxt får så småningom genomslag i bolagsvinsterna.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Inköpschefer i Europa ser ljusare på framtiden, vilket bådär gott för regionen. Ekonomin bottenar och vi ser möjlighet till positiva överraskningar. Makrodata är bättre med stabila tendenser och finanspolitiken är kraftfullt stödjande. Vi övervikt 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 går som tåget och leder den ekonomiska återhämtningen i världen. Makrodata förbättras och bolagen är i mycket bra skick med starka balansräkningar och rekordhög marginaler. Värderingen är dock åt det högre hållet vilket gör oss lite mer försiktiga. Förbättringspotentialen minskar och börsen har gått starkare än övriga världen under en lång tid.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Ökad global tillväxt gynnar Asien och EM. Låg värdering lockar, men vinsttillväxten har successivt gått ned och närmar sig DM i många länder. Blandad makroekonomisk statistik gör att vi föredrar DM i nuläget. Inom EM väljer vi generellt Asien framför Ryssland och Latinamerika.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata är blandade och finanspolitiken stödjande. En svagare japanskyen har gynnat exporten. Värderingen har kommit ned till rimliga nivåer, men den höga vinsttillväxten mattas av i år. Börsutvecklingen är beroende av huruvida de politiska stimulansåtgärderna kan genomföras i sin helhet eller inte.

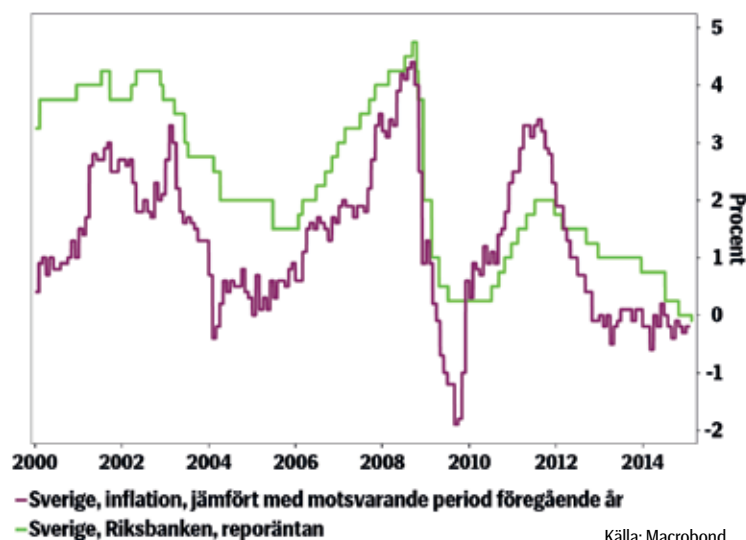
Källa: SEB

* 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 långsiktigt strategiska syn på regionen.

Penningpolitiken allt längre ut i det okända

- Centralbanker har sänkt räntor under noll och utökar sina obligationsköp**
 Mängden negativa räntor har ökat snabbt på senare tid i såväl centralbanksvärlden som i statsobligationsmarknaden, samtidigt som Bank of Japan och Europeiska Centralbanken utökar sina obligationsköp. Räntorna kan på kort sikt bli ännu lite lägre, men därefter stiger de gradvis i USA och Europa.
- Företagsobligationer High Yield lockar alltjämt i viss mån...**
 Företagsobligationsmarknadens High Yield (HY)-segment hade ett tufft 2014 när räntorna på obligationer utgivna av energibolag i USA steg kraftigt på oljepriset. Även allmän finans- och konjunkturoro påverkade, men i grunden är företagshälsan alltjämt god och konkursutsikterna inte oroande så länge makroekonomin växer och företagens kostnadsräntor förblir historiskt låga.
- ... och EMD erbjuder vissa möjligheter senare i år**
 På kort sikt är avkastningsförväntningarna på obligationer utgivna i Emerging Markets-sfären (EMD) låga. Det gäller främst obligationer i oljeproducerande länder som även riskerar valutafall, medan länder som nettoimporterar olja och har starka ekonomiska band till USA har en bättre sats. Senare i år kan placerarintresset för EMD öka något när EM-tillväxten höjs, oljepriset blir högre, osäkerheten om Federal Reserves politik minskar och EM-valutor stärks.

RIKSBANKEN SATSAR NU ALLT FÖR ATT SVERIGE SKA FÅ INFLATION IGEN



Korrelationen mellan inflationen i Sverige (i diagrammet mätt som konsumentprisindex 12-månadersförändring) och Riksbankens reporänta är hög, men samtidigt har inflationen sällan befunnit sig nära Riksbankens mål på 2 procent. Tendensen sedan början på nya millenniet har varit en lägre inflation än målet. Trots nedtrappningarna av reporäntan från 1 procent i slutet av 2013 till noll procent i oktober 2014 fortsatte då svenska priser att falla. Det är mot denna bakgrund sänkningen av reporäntan till -0,10 procent i mitten av februari ska ses. Det ihop med flera andra åtgärder visar att Riksbanken nu satsar allt för att inflationsmålet ska nås på lite sikt.

I september 1992 höjde Sveriges Riksbank den styrränta som kallades marginalräntan (reporäntans föregångare) till osannolika 500 procent. Motivet var att värna den svenska kronans fasta kurs mot valutaenheten ecu (föregångaren till euron), en fast kurs vilken hotades av massiva valutautflöden från Sverige. Som bekant misslyckades försvaret av den fasta växelkursen; kl. 14.28 den 19 november 1992 blev kronan flytande, för att omgående sjunka kraftigt i värde.

I februari 2015 sänkte Riksbanken reporäntan till minus 0,10 procent, egentligen ett större steg ut i den okända räntevärlden än höjningen till 500 procent 1992. Riksbanken blev därmed en av de första centralbankerna i världen att parkera sin viktigaste styrränta under nollstrecket. Den här gången var motivet med räntesänkningen och övriga åtgärder som samtidigt annonserades (köp av svenska statsobligationer, förberedelser att via banker ge utlåning till mindre och medelstora svenska företag, införandet av en inlåningsränta på -0,20 procent, och en sänkning av ränteprognosbanan) att vända de sjunkande inflationsförväntningarna i Sverige uppåt, för att på lite sikt nå inflationsmålet 2 procent.

Svenska kronan sjönk rejält som en reaktion på Riksbankens besked den 12 februari, något som av allt att döma välkomnades, då en svagare krona höjer priserna på den svenska importen, vilket i sin tur kan få priser i Sverige att stiga, och åter få inflation (läs mer i Valutakapitlet).

Förändringar av styrräntor ingår i det som kallas konventionell penningpolitik, medan centralbankers köp (eller försäljningar) av finansiella tillgångar (QE = Quantitative Easing) kallas okonventionell penningpolitik.

I mitten av februari tog Riksbanken alltså sitt första okonventionella steg genom att annonsera köp av svenska statsobligationer för 10 miljarder kronor. Andra, globalt mer tongivande centralbanker har redan vandrat långt på den vägen.

Efter historiskt stora obligationsköp med start en kort tid efter Lehman Brothers kollaps den 15 september 2008 avrundade Federal Reserve (Fed) i USA sina köp vid månadskiftet oktober/november i fjol. Tidigare hade Bank of England gjort det-

samma. Däremot kommer både Bank of Japan och Europeiska Centralbanken (ECB) en längre tid framöver att vara storköpare av obligationer. I mitten av januari lanserade ECB sitt utbyggda program för köp av obligationer och andra räntepapper, och planen är köp för totalt 60 miljarder euro per månad från mars 2015 till september 2016.

Hur ter sig då ränteutsikterna?

Hittills i år har omkring 20 centralbanker i världen sjösatt nya lättnader av sin penningpolitik, medan ett fåtal - däribland Brasiliens centralbank - har stramat åt politiken. Av allt att döma består detta mönster under återstoden av 2015, även beaktat att Fed bedöms inleda räntehöjningar i september. Däremot förblir Feds okonventionella kurs neutral i år, man börjar inte nettosälja obligationer. "Världens penningpolitik" kan därför på sista raden förbli påtagligt stimulerande även 2015.

Centralbankers räntevapen har i många länder mer eller mindre slut på ammunition - styrräntor är nära eller till och med under noll - varför ytterligare stimulanser till stor del får ske med okonventionella verktyg, finansiella tillgångsköp. Innebär det att statsobligationsräntor faller ytterligare, vissa ännu djupare ned i negativ terräng? Troligen inte, annat än på riktigt kort sikt. Om i första hand ECB blir framgångsrik i sin strävan att få inflationsförväntningarna i Euroland att börja öka, då borde europeiska statsobligationsräntor successivt stiga från i vår och framåt. Det vore en liknande reaktion som den i USA när Fed sjösatte sitt tredje okonventionella köpprogram (QE3).

Utsikterna till lite bättre konjunktur i Euroland talar också för stigande europeiska obligationsräntor. De amerikanska motsvarigheterna stiger sannolikt mer på grund av inriktningen på Feds penningpolitik, mindre deflationsrisker än i Europa, och en starkare konjunkturuppgång i USA.

Stigande räntor har i släpståg risker för kursförluster för de som placerat i statsobligationer. En brasklapp är dock att ECB:s statsobligationsköp från mars och framåt kommer att dammsuga marknaden på inte minst tyska obligationer, något som i sig talar emot att räntorna på dessa ska stiga.

TILLGÅNG	VIKT*	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING		RISK	
		SEK	EUR	SEK	EUR
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,2 %	-0,2 %	0,1 %	0,2 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	0 %	-0,2 %	4,0 %	4,0 %
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	0,5 %	0,5 %	2,5 %	2,5 %
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	6,0 %	6,0 %	9,5 %	10,0 %

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.

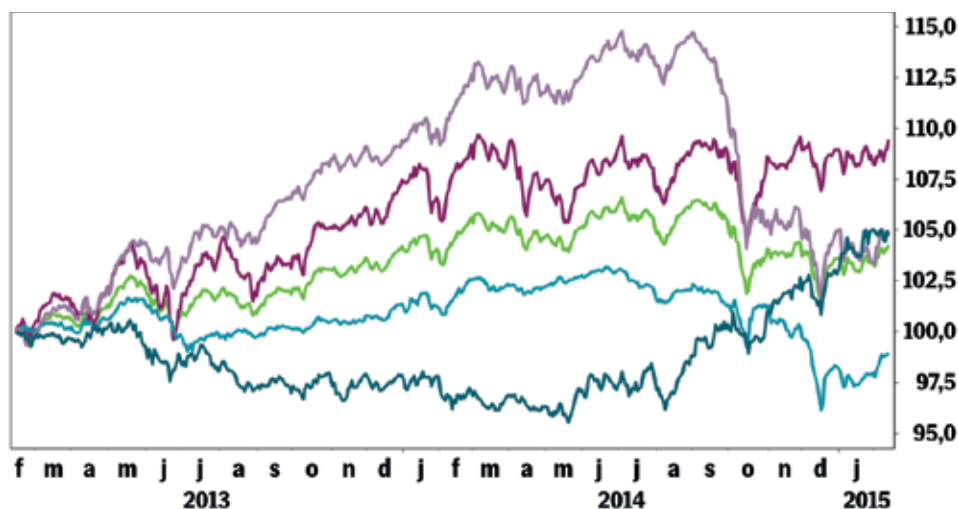
Skiftande förutsättningar för hedgefonder 2014 och sannolikt även under 2015

- **Påtagligt varierande avkastningsprofiler mellan olika strategier**
Under första halvan av 2014 var händelsestyrda strategier vinnare och trendföljande strategier förlorare. Under andra halvåret var förhållandet det motsatta.
- **Bristen på andra avkastningskällor talar för aktiemarknaden och därmed Equity Long/Short**
Aktiemarknaden blir alltmer attraktiv i en stimulerad världsekonomi och större utvecklingsvariation mellan enskilda aktier förväntas, något som talar för strategin Equity Long/Short.
- **Återhämtningspotential för Event Driven efter svag avslutning av 2014**
Förvärsaktiviteten är fortsatt hög, särskilt ökningen i gränsöverskridande affärer mellan skilda geografier. Starka balansräkningar och högre krav på effektiviseringar bland bolagen talar också för strategin.

I den bästa av världar levererar hedgefonder stabila riskjusterade avkastningsströmmar år efter år, korrelationen med andra tillgångsslag är påtagligt låg, vilket bidrar till att sänka risken i en portfölj som utöver hedgefonder består av aktier och obligationer, samtidigt som man höjer den förväntade riskjusterade avkastningen. Nu tenderar dock inte hedgefondsvärlden att vara fullt så perfekt och homogen. Olika strategier har skilda förutsättningar och inriktningar, ett marknadsläge som kan vara

påtagligt gynnsamt för en strategi kan vara det rakt motsatta för en annan. Utvecklingen mellan de olika strategierna under 2014 visar tydligt hur förändrade marknadsförutsättningar relativt snabbt kan ändra avkastningsmöjligheterna i såväl positiv som negativ riktning. Nedan försöker vi beskriva de drivkrafter vi ser inom respektive huvudstrategi för innevarande år.

SELEKTIVITET MELLAN STRATEGIER VIKTIGT NÄR FÖRUTSÄTTNINGARNA SKIFTAR PÅTAGLIGT



— HFRX Macro/CTA Index
— HFRX Event Driven Index
— HFRX Relative Value Arbitrage Index
— HFRX Equity Hedge Index
— HFRX Global Hedge Fund Index

Källa: Bloomberg

Vi fick under tidigare år uppleva tvära kast i utvecklingen mellan framför allt trendföljande och händelsestyrda strategier. Innevarande år har inletts i samma anda som 2014 avslutades, och det finns anledning att tro att även resten av det här året bjuder skiftande förutsättningar.

Equity Long/Short

2014 var ett besvärligt år för Equity Long/Short i allmänhet och för europeiska förvaltare i synnerhet. Det som talar för strategin i år är det faktum att aktiemarknaden blir alltmer attraktiv i en stimulerad världsekonomi och i brist på andra avkastningskällor, samt att vi förväntas få se en större utvecklingsvariation mellan enskilda aktier. Då volatiliteten har ökat den senaste tiden är förvaltare som har möjlighet att relativt fort förändra sin nettoexponering att föredra.

Relative Value

Centralbankernas extremt lätta penningpolitik har skapat historiskt låga räntor och snäva kreditspreadar, ett tillstånd som vi bedömer kommer bestå resten av året. Detta minskar såväl utbudet av möjliga avkastningskällor som likviditeten i den underliggande marknaden. Minskad samvariation mellan enskilda värdepapper kan dock komma att skapa möjligheter och vi föredrar förvaltare som jobbar long/short snarare än förvaltare som fokuserar enbart på "long".

Event Driven

Den starka inledningen på 2014 för strategin kom av sig i samband med införandet av en ny lagstiftning som minskar möjligheter för amerikanska bolag att förvärva europeiska

för att uppnå skattefördelar. Det ledde till att investeringar gjorda på detta tema föll i pris och fick till följd att kollektivet Event Driven som helhet tappade mark. Trots detta ser vi fundamentala faktorer som talar för en återhämtning under 2015. Förvärvsaktiviteten är fortsatt hög och särskilt påtaglig är ökningen i gränsöverskridande affärer mellan skilda geografier. Starka balansräkningar och högre krav på effektiviseringar bland bolagen talar också till fördel för strategin.

Macro/CTA

Tydighet från världens centralbanker innebär högre förutsägbarhet av den makroekonomiska utvecklingen, något som förenklar tillvaron för förvaltare av Macro-strategier. Fortsatt stor skillnad i regionala tillväxtutsikter torde leda till mindre korrelation och skapa potentiella investeringsmöjligheter.

Trendföljande CTA-strategier har inlett 2015 i samma starka anda som fjolåret avslutades. Vi upplever minskad korrelation mellan olika tillgångsslag och divergerande tydliga pristrender, faktorer som borde fortsätta att gynna strategin. Den starka inledningen av året kan kortsiktigt innebära rekyler, men samtidigt har investeringsviljan bland investerare långt ifrån minskat.

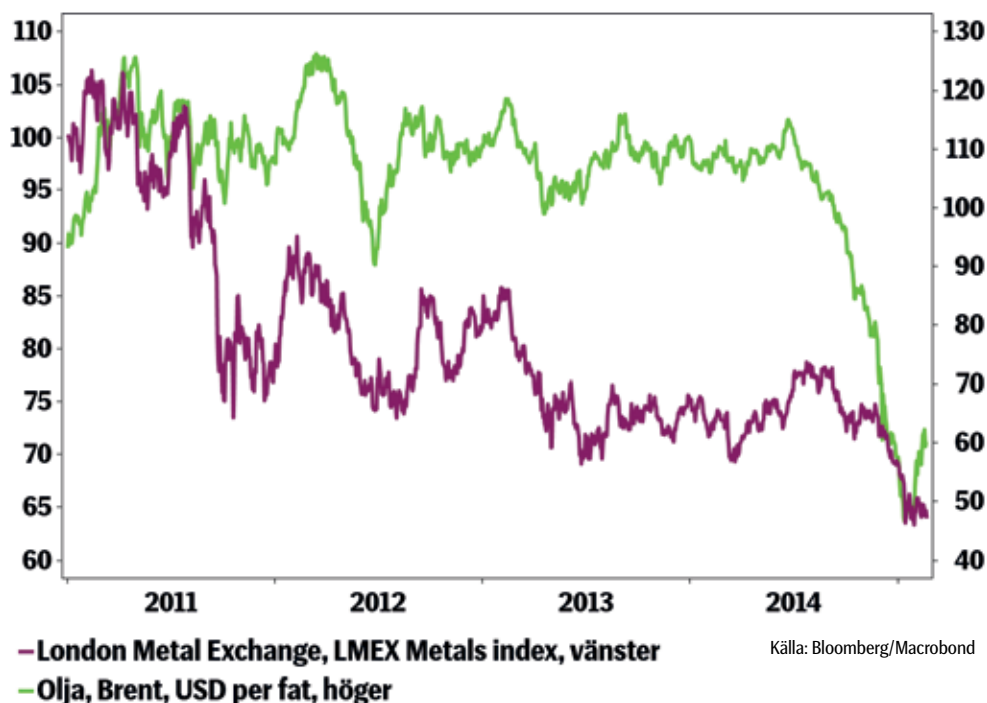
STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		1/1-20/2 2015	2014	2013	2012	2011
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	1,1	-0,4	6,7	3,5	-8,9
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	0,9	1,5	11,1	4,8	-19,1
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	1,1	-2,9	3,0	3,6	-4,0
Event Driven	HFRX Event Driven	0,7	-4,0	13,9	6,0	-4,9
Macro/CTA	HFRX Macro/CTA	1,9	5,5	-1,8	-1,0	-4,9

Källa: SEB

Prisfallen för olja och industrimetaller har fortsatt

- **Nedjusterad prognos för efterfrågetillväxten en utlösande faktor**
Förra sommarens nedjusterade efterfrågeprognos av IEA var en bakomliggande anledning till början av oljeprisfallet. Senaste prognosen av organisationen ligger på en ökning med 0,6 miljoner fat/dag för 2015, att jämföra med en prognos om 1,1 miljoner fat/dag så sent som i december i fjol.
- **Marknadsbalans under hösten ligger i våra prognoskort**
Vi räknar med ett fortsatt utbudsöverskott under det första halvåret i år, men att den globala oljemarknaden blir relativt balanserad under det andra halvåret. Vi spår inte något beslut om produktionsminskning på OPEC-mötet i början av juni.
- **Förutsättningarna på plats för successivt stigande metallpriser**
En allt bättre konjunkturutveckling, tillsammans med förväntan om ökad efterfrågan på metaller i Europa, gör att vi nu räknar med stigande priser på industrimetaller. Utvecklingen i Kinas bygg- och fastighetssektor utgör dock en osäkerhetsfaktor.

STORA PRISRAS FÖR SÅVÄL OLJA SOM INDUSTRIMETALLER, MEN MED OLIKA TIDSSPANN



Som framgår i grafen har oljepriset nästan halverats sedan mitten av 2014. Ett prisfall som fått mycket uppmärksamhet. För industrimetallerna är fallet nästan 40 procent, men då detta prisfall inleddes redan för fyra år sedan har nedgången tagits emot av marknaden med betydligt mindre dramatik.

Efter ett fortsatt kraftigt fall under hösten noterades oljepriset (Brent) vid senaste utgåvan av *Investment Outlook* (2 december 2014) till drygt 70 USD/fat. Vi räknade då med ett högre oljepris under 2015, men lyfte samtidigt fram möjligheten att det först kunde bli lägre. Med facit i hand kan vi konstatera att prisfallet fortsatte med full kraft för att mitten av januari ligga under 50 USD/fat. Sedan dess har utvecklingen varit volatil och i skrivande stund är priset drygt 60 USD/fat.

En av de utlösande faktorerna till oljeprisfallet förra sommaren var IEA:s (International Energy Agency) betydande nedjustering av prognosen för efterfrågetillväxten både 2014 och 2015 (vilken sedan justerats ned ytterligare). I den senaste rapporten räknar IEA med 0,6 miljoner fat/dag i efterfrågeökning för 2015, att jämföra med en prognos om 1,1 miljoner fat/dag så sent som i december i fjol. Förutom att global efterfrågan inte ökat enligt tidigare prognos finns det främst tre bakomliggande orsaker till det fortsatta prisfallet. OPEC har inte minskat produktionen för marknadsbalans, vilket låg i förväntansbilden. Organisationen har snarare ökat denna något, med kraftigt stigande oljelager som följd (i USA till högsta nivåerna på 30 år). Vidare har produktionen av amerikansk skifferolja, så kallad shale oil, varit oväntat motståndskraftig mot det lägre oljepriset. Och slutligen har den kraftiga apprecieringen av den amerikanska dollarn lett till ett att oljeprisfallet uttryckt i till exempel svenska kronor varit mer beskedligt.

Vi räknar med ett fortsatt utbudsöverskott under det första halvåret 2015, men att marknadsbalans bör nås under hösten. Utvecklingen blir sannolikt volatil och vi kan inte utesluta att

vi under våren tidvis kan få se prisnivåer runt 40 USD/fat. Då den globala oljemarknaden bedöms vara relativt balanserad under det andra halvåret, räknar vi inte med något beslut om produktionsminskning på OPEC-mötet i början av juni.

Vi ser redan nu indikationer på en något ökad efterfrågan till följd av prisfallet. Bensinpriset i USA har nästan halverats sedan juli 2014. Vidare ger ett lägre oljepris stöd åt den globala konjunkturen. Vi räknar också med att den landbaserade produktionen i USA minskar något under andra halvåret. Vi kan nu notera att antalet oljeriggar i bruk snabbt sjunker.

Vår aktuella bedömning är att oljepriset når 70 USD/fat vid årsskiftet och att det sedan ligger runt den nivån under 2016.

Även prisfallet för metaller har varit stort

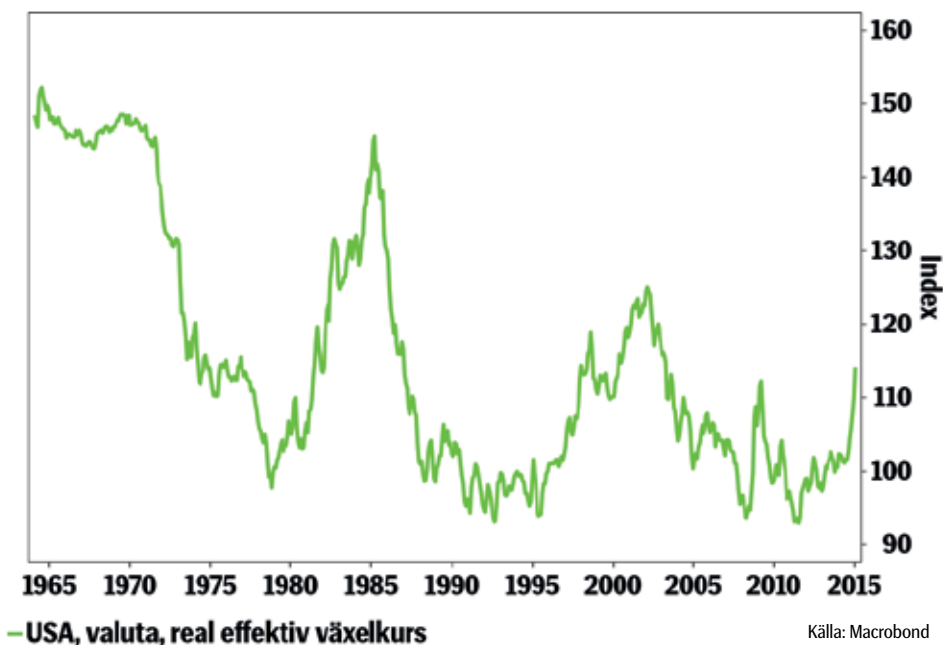
Oljepriset halverades på cirka ett halvår och blev därför mycket uppmärksammat. Metallprisfallet har däremot pågått i flera år. Från toppen i början av 2011 till idag har metallindex uttryckt med LME Index fallit nästan 40 procent (i USD), tyngt av en svagare konjunktur än väntat och inte minst osäkerheten om Kinas utveckling.

En allt bättre konjunkturutveckling som får extra stimulans av det lägre oljepriset, tillsammans med förväntan om en ökad efterfrågan på metaller i Europa i spåren av Europeiska Centralbankens stödpaket, QE, gör att vi nu räknar med successivt stigande priser på industrimetaller. Utvecklingen i Kinas bygg- och fastighetssektor är en osäkerhetsfaktor, men det finns positiva indikationer även där.

Centralbanker lockas av valutavapnet

- USA-dollar får styrka från stark konjunktur och Federal Reserves politik**
 Medan den amerikanska ekonomin växer ihållande snabbt och Federal Reserve spås inleda räntehöjningar i höst, växer Eurolands och Japans ekonomi avsevärt långsammare. Både Europeiska Centralbanken och Bank of Japan fortsätter att köpa finansiella tillgångar i stor skala, därför stärks USA-dollar mot euron och yenen.
- Stora världsvalutarörelser skapar spänningar i valutasystemet**
 USA-dollars avsevärda kursstegring mot euron och japanska yenen har skapat stora spänningar i världens valutasystem med konsekvenser för penningpolitiken i bland annat Schweiz och Danmark där centralbanksräntor sänkts till minus 0,75 procent. Svenska Riksbankens sänkning av reporäntan till under noll fick kronan att falla rejält, vilket kan bidra till att svenska priser börjar stiga och att rådande deflation hävs.
- Vitt skilda förutsättningar för EM-sfärens valutor**
 Emerging Markets-länder vars valutor är kopplade till den stigande USA-dollar drabbas av konkurrenskraftsproblem som i vissa fall pareras med penningpolitiska stimulanser. Ekonomier som är nettoexportörer av olja och som inte får särskilt mycket draghjälp av den starka USA-ekonomin är i en klart sämre situation än nettoimportörer av olja med en stor andel av sin export destinerad till USA.

DOLLARLYFT - MEN LÅNGT KVAR TILL TIDIGARE TOPPNIVÅER



Ett fokus i valutamarknaden sedan våren i fjol har varit USA-dollars markerade förstärkning mot flertalet andra valutor (i diagrammet visas real effektiv växelkurs = USD:s nominella utveckling mot ett stort antal andra valutor justerad för prisutvecklingen i USA). Senaste kvartalets kursstegring har skapat stora spänningar i det internationella valutasystemet. Sett i ett längre historiskt perspektiv är dock dollarn inte särskilt stark idag.

USA-ekonomin växer snabbt 2015-2016, och Federal Reserve (Fed) spår stegvis strama åt sin politik. I slutet av fjolåret avrundade Fed sina obligationsköp, och i höst inleder Fed en gradvis höjning av styrräntan enligt SEB:s prognos. Samtidigt växer såväl Eurolands ekonomi som Japans avsevärt långsammare, och både Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan låter sina styrräntor ligga kvar nära noll under 2015-2016. Dessutom fortsätter båda centralbankerna att i stor skala köpa finansiella tillgångar.

USD, EUR och JPY

Dessa skilda makroekonomiska och penningpolitiska vägar talar entydigt för att den amerikanska dollarn (USD) ska fortsätta att stiga i värde mot både euron (EUR) och den japanska yenen (JPY). SEB spår att USD mot slutet av 2016 nått paritet (1:1) mot EUR, parallellt med att USD klättrat till 140 mot JPY, att jämföra med kurserna i skrivande stund på 1,13 respektive 119.

Nyckelfaktorerna för prognosen om USD:s ihållande förstärkning är Feds penningpolitiska agerande och oljeprisets utveckling. Om Fed på grund av överraskande låg inflation i USA – i spåren av oljeprisfallet och dollarns förstärkning vilken sänker priserna på USA:s import – väljer att skjuta på den första räntehöjningen, skulle USD mista en viktig förstärkningskraft.

När det gäller oljepriset finns ett starkt historiskt samband på temat att billigare olja och dyrare USD går hand i hand, och att dyrare olja och billigare USD följs åt. USD:s styrka i vinter kan således också ses mot bakgrund av oljeprisets dramatiska fall.

SEB:s bedömning är att oljan (brent) i snitt kommer att kosta 60 USD/fat i år och 70 USD/fat under 2016. Dessa bedömningar står i samklang med att USD – tack vare skillnaderna i tillväxtstyrka och penningpolitisk kurs – fortsätter att stärkas mot EUR och JPY. Men skulle oljepriset skjuta i höjden i riktning mot - säg - 100 USD/fat, då är det inte sannolikt att USD stiger i värde i enlighet med vår prognos.

De stora kursrörelserna mellan världsvalutorna USD, EUR och JPY både i backspegeln och i vår kristallkula skapar spänningar i det internationella valutasystemet, med åtföljande konsekvenser för penningpolitiken. Aktuella exempel illustrerar detta:

CHF och DKK

Efter att i mitten av januari mycket överraskande ha gett upp försvaret av francens (CHF) fasta kurs mot EUR kring nivån 1,20, sänkte Schweiz centralbank sin inlåningsränta till -0,75 procent för att försöka bromsa valutans förstärkning efter "frisläppandet". Kort därefter såg sig också Danmarks centralbank tvungen att i några steg trappa ned sin inlåningsränta till -0,75 procent. Syftet var att motverka de stora kapitalmängder som strömmade in i Danmark när spekulationerna tilltog om att även den danska kronans (DKK) koppling till euron skulle upphöra, och att DKK i så fall – liksom CHF – skulle stiga i värde. Vår bedömning är att DKK:s eurokoppling kommer att

hålla, även om de stora försäljningarna av DKK/köpen av andra valutor kan komma att fortgå en tid. En knapp månad efter den schweiziska centralbankens dramatiska besked skakade Sveriges Riksbank om finansvärlden genom att sänka reporäntan till -0,10 procent. Samtidigt återinfördes också "korridoren" för Riksbankens finjusterande operationer, och inlåningsräntan hamnade på -0,20 procent (den ränta banker får betala för insättningar i Riksbanken).

SEK

Svenska kronan sjönk avsevärt efter Riksbankens besked i mitten av februari, och även om det inte sades rent ut var Riksbanken sannolikt nöjd med hur kronan (SEK) reagerade. En sjunkande kurs för SEK ökar ju priserna på importen till Sverige. Därmed kan svenska priser stiga, vilket kan möjliggöra att Riksbankens inflationsmål på 2 procent nås längre fram.

Dessa finanshändelser i Schweiz, Danmark och Sverige belyser det nära sambandet mellan penningpolitiken och skeendet i valutamarknaden, och illustrerar att penningpolitiska vapen nu används för att förhindra att valutor stiger (för mycket) i värde, alternativt för att få valutor att sjunka i värde.

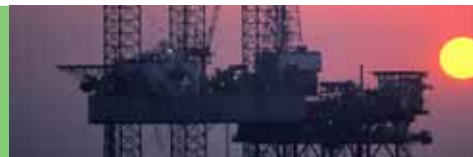
Bakgrunden är att svaga/svagare valutor värnar ett lands konkurrenskraft till gagn för tillväxten, samt gör det lättare att förhindra deflation och istället få priser att stiga. Men alla länders valutor kan inte sjunka i värde samtidigt, några måste också stiga i värde. Det är därför begreppet valutakrig fått förnyad aktualitet.

EM-valutor

Växande valutaspänningar syns även i Emerging Markets (EM)-sfären, spänningar som i en del fall kan bädda för parrande penningpolitiska steg. Länder i Asien och Latinamerika vilka har sina valutor kopplade till en stigande USD drabbas av konkurrenskraftsproblem. Singapores beslut i början av 2015 att minska uppskrivningstakten för sin valuta SGD mot USD är ett exempel.

När det gäller bytesbalanserna mildras problemen om länderna är nettoimportörer av olja, något som kännetecknar Asiens EM-länder. Kinas balans mot omvärlden gynnas visserligen av den billigare oljan, men en samtidig trolig förstärkning av den kinesiska valutans CNY mot USD bedöms under de närmaste månaderna komma att aktivera fler penningpolitiska stimulanter signerade centralbanken PBOC.

Många råvaruexporterande länder i Latinamerika är i en sämre sits, inte minst Brasilien som brottas med kombinationen stagnerande ekonomi, hög inflation och förstärkning av valutans BRL mot USD sedan årsskiftet. Vår prognos är att den brasilianska styrräntan - trots stagnationen - höjs mer i vår samtidigt som BRL stärks ytterligare något. Åtminstone på kort sikt utsätts således brasiliansk ekonomi för en riktigt kraftig motvind.



Oljeprisfallet både smörjer och grusar

Nettoexportörerna av olja i Emerging Markets-sfären (EM) är de största förlorarna på oljeprisfallet, medan nettoimportörerna av olja i EM är de största vinnarna. I vinnarländerna återfinns också intressanta aktiemarknader.

Oljeprisets utveckling är en viktig nyckel till vad som sker med konjunkturen, och i risktillgångsmarknaderna. De skarpa prisstegringarna i början och i slutet av 1970-talet följdes av djupa konjunktur- och börssvackor i världen. Detsamma gällde oljeprisstegringen 2007-2008. Omvänt bidrog oljeprisfallet i samband med finanskrisens kulmen under vintern 2008-2009 till att få den globala aktiemarknaden liksom konjunkturen att stiga under det andra halvåret 2009.

Under perioden 2011 till försommaren 2014 var oljepriset osedvanligt stabilt, när Brent-oljan kostade mellan 110 och 120 USA-dollar (USD) per fat. Därefter kom ett dramatiskt prisfall, och den 13 januari 2015 hade priset sjunkit till 46,50 USD/fat – en minskning med nästan 55 procent från det andra kvartalet i fjol. Sedan har en rekyl uppåt inträffat, och priset sökt sig upp till cirka 60 USD/fat.

Orsakerna bakom det fallande oljepriset är flera. Utbudet av olja har ökat i främst USA, Brasilien och Kanada, samtidigt som oljekartellen OPEC valt att inte skära ned sin produktion. Parallellt har efterfrågan minskat till följd av en inbromsad tillväxt i den oljetörstande Emerging Markets (EM)-sfären ihop med en generellt effektivare oljeanvändning i världen. Mellan tummen och pekfingeret beror cirka 70 procent av oljeprisfallet på ökat utbud, och cirka 30 procent på minskad efterfrågan. I bilden finns även det starka historiska sambandet mellan rörelserna för USD och oljeprisets rörelser mätt i USD/fat, senast illustrerat av att oljeprisfallet sedan försommaren i fjol och samtidigt stigande dollarkurs.

Den positiva bruttoeffekten på globala BNP (bruttonationalprodukten) av ett oljeprisfall med i storleksordningen 50 procent kan uppskattas till omkring 1,25 procentenheter under den påföljande tvåårsperioden. Effekten är främst en följd av att stora finansiella resurser överförs från oljeproducentländer till oljekonsumentländer (cirka 1,9 biljoner USD överförs vid ett prisfall på 50 procent), och då benägenheten att konsumera varje inkomsttillskott är högre i den sistnämnda ländergruppen gynnas världstillväxten. Värt att notera är också att de knappt 50 länder där intäkterna från oljeproduktionen står för mellan 2 och 70 procent av BNP inte svarar för mer än cirka 25 procent av hela världens BNP.



Olja, Brent, USD per fat

Källa: Macrobond

OLJEPRISER HAR STOR MAKT ÖVER KONJUNKTUREN

Oljeprisets dramatiska svängningar får betydande genomslag på tillväxten i världen. Prisstegringen under 2007 och första hälften av 2008 bidrog till att göra efterföljande konjunktursvacka djup, medan prisfallet under senare delen av 2008 var bidragande till den ekonomiska återhämtning som inleddes sommaren 2009. Trots en rekyl uppåt i början av 2015 är oljan nu nästan 50 procent billigare än under försommaren i fjol, något som ger tillväxten i världen en god puff framåt.

De främsta mekanismer som gör att tillväxten i världen ökar när oljepriset sjunker är förbättrade hushållinkomster efter inflation och skatt (köpkraft), och sänkta insatsvarukostnader för företagen. Dessutom kan lägre inflation/ökad risk för deflation (allmänt prisfall) leda till fler penningpolitiska stimulanter, senast illustrerat av Europeiska Centralbankens utbyggda obligationsköpprogram och svenska Riksbankens sänkning av reporäntan till under noll.

Men bruttoeffekten naggas nu i kanten av att hushåll, företag och stater i oljeimport-sfären använder en del av de större finansiella resurserna för att minska underskott, betala tillbaka lån och öka sparandet, detta som en respons på den stora skuldsättning man drog på sig i samband med finanskrisen 2008-2009. Vidare kan konstateras att medan oljeprisfallet varit cirka 50 procent i USD har valutor såsom japanska yenen, euron och svenska kronan samtidigt fallit betydligt i värde mot USD, vilket innebär att oljeprisfallet mätt i dessa valutor varit klart mindre än 50 procent. Dessutom har prisfallet på olja en baksida för exempelvis den amerikanska energisektorn. Den aviserar rejält sänkta investeringsplaner för det närmaste året, något som drabbar BNP-tillväxten i USA.

Beaktat dessa faktorer är det rimligt att räkna med att ett oljeprisfall i USD på cirka 50 procent, i nettotermer snabbar på tillväxten i globala BNP med omkring 0,75 procentenheter under den påföljande tvåårsperioden.

Geografiskt verkar således den oljeexporterande delen av världen förlora när oljan blir billigare, medan den oljeimporterande delen av världen framstår som vinnare. Men hur ser det ut under ytan, vilka blir största vinnare, vilka blir största förlorare?

Steg ett i den analysen blir att dela in världen i fyra grupper: 1) nettoimportörer av olja i EM, 2) nettoimportörer av olja i DM (Developed Markets), 3) nettoexportörer av olja i DM, och 4) nettoexportörer av olja i EM.

Grupp 1 – gynnas mest av ett oljeprisfall, eftersom oljeförbrukningen som andel av BNP är hög. Tre fundamentala variabler för samhällsekonomin som förbättras av billigare olja är att tillväxten blir högre, inflationen lägre och bytesbalansen förstärks.

Grupp 2 – gynnas när hushållen får ökad köpkraft och företagets insatsvarukostnader sänks. Därför blir tillväxten högre och inflationen lägre, medan effekten på bytesbalansen blir liten (oljans andel av den totala importen är ganska liten).

För grupp 3 – resultatet på sista raden kan bli samhällsekonomiskt svagt positivt, då nettoexporten av olja utgör en liten andel av BNP - den negativa produktions- och inkomsteffekten från produktionen blir relativt liten - och billigare olja gynnar den ekonomiska tillväxten totalt via ökad köpkraft/lägre kostnader för företagen. I denna grupp blir tillväxten något högre och inflationen lägre, men bytesbalansen försämras.

Grupp 4 – den stora förloraren. Här står såväl nettoexporten av olja som de totala inkomsterna från oljeproduktionen för avsevärda andelar av BNP. Tillväxten blir lägre/BNP faller, inflationen blir lägre, och bytesbalansen försämras betydligt.

I grupp 1) återfinns bland annat Kina, Indien, Indonesien, Sydkorea, Singapore, Taiwan och Turkiet. I grupp 2) hittar vi Tyskland, Frankrike, Italien, Nederländerna, Spanien, Sverige, Schweiz, USA och Japan. Grupp 3) rymmer Kanada, Norge och Storbritannien. I grupp 4) finns bland andra Kuwait, Saudiarabien, Förenade Arabemiraten, Angola, Nigeria, Ryssland och Venezuela.

Oljeexportörer i EM

För många oljeexportörer i EM står oljeinkomsterna för en betydande andel av BNP/nationalinkomsten. I länderna i Mellanöstern är andelarna mellan 25 och 55 procent, i Angola och Nigeria 45 respektive 15 procent, i Venezuela 25 procent och i Ryssland kring 15 procent. Ett fallande oljepris slår därför hårt mot dessa länders samhällsekonomier och offentliga finanser.

Samtidigt är den finansiella motståndskraften vid sådana chocker väldigt olika länderna emellan. Medan Mellanöstern-länderna uppvisar betydande offentliga budgetöverskott och små statsskulder, är dessa nyckeltal ganska starka i Ryssland, förhållandevis goda i Nigeria (dock riskerar Nigerias statsfinanser att försämrats snabbt vid ytterligare oljeprisfall) och Angola, medan situationen är avsevärt sämre i Venezuela. Om Venezuela skulle tvingas ställa in betalningarna, något som ingalunda ska uteslutas, blir också påverkan på omvärlden kännbar, eftersom landet har en stor utlandsskuld.

Oljeexportörer i DM

I kretsen oljeexportörer i DM betyder oljeinkomsterna klart mindre än hos EM:s oljeländer. I Norge är andelen av BNP cirka 10 procent, i Kanada omkring 3 procent, och i Storbritannien endast 1 procent. Det högre oljeinkomstberoendet i norsk ekonomi matchas emellertid samhällsekonomiskt av en offentlig nettofordran (oljefonden) och betydande överskott i både statsbudgeten och bytesbalansen. I termer av oljeprisfallens effekter på tillväxten torde dock Norge vara en förlorare, medan Storbritanniens ekonomi får en knuff framåt av den billigare oljan (de brittiska oljefälten i Nordsjön har minskat snabbt i betydelse också när det gäller oljerelaterade investeringar).

OLIKA GRAD AV SKULDSÄTTNING BLAND STORA OLJEEXPORTÖRER

LAND	SKULDSÄTTNINGSGRAD I %
Kuwait	5,9
Saudiarabien	2,6
Förenade Arabemiraten	11,4
Angola	38,4
Nigeria	10,4
Ryssland	15,7
Venezuela	46,2

Källa: IMF

Oljeexportörerna i Mellanöstern med små offentliga skulder har en stark finansiell motståndskraft när oljepriset faller. Situationen är även god i Nigeria och Ryssland, medan Venezuela är i sämre sits. Venezuelas utlandsskuld är också den största av dessa länder.

Oljeimportörer i DM

DM-länderna som nettoimporterar olja gynnas tveklöst tillväxtmässigt när oljan blir billigare, men i olika hög grad. Störst positiv effekt nås i länder där hushållens oljekonsumtion utgör en hög andel av utgifterna, energiskatterna är låga, vilket innebär att en stor del av oljeprisfallet syns i plånboken, och sparande är lågt/konsumtionsbenägenheten hög (en stor del av köpkraftstillskottet konsumeras).

USA uppfyller bäst de tre villkoren för störst positiv effekt vid ett oljeprisfall. Jämfört med Europa präglas USA av en högre oljekonsumtion per person (över 20 fat per år, mot cirka 10 fat i Europa), betydligt lägre energiskatter, och en högre konsumtionsbenägenhet. Men då amerikansk oljeproduktion fått en betydligt större vikt i ekonomin tack vare skifferoljeutvinningens snabba expansion, blir nu den positiva nettoeffekten på USA:s tillväxt vid ett fallande oljepris avsevärt mindre än den blir i Europa. Draghjälpen för Euroland och Sverige blir ungefär jämbördig, medan den hjälpande oljehanden för Schweiz drar mindre starkt. Den positiva tillväxtpuffen för Japans del torde vara ungefär i nivå med Eurolands.

I allmänna makroekonomiska termer speglar i vår Makromodell rankas i den här ländergruppen Sverige, Schweiz och Tyskland högt, Spanien, Nederländerna och USA i mitten, medan Italien, Frankrike och Japan hamnar betydligt längre ned.

Oljeimportörer i EM

Så över till oljeimportörerna i EM, vars tillväxt smörjs mest när oljepriset faller. De största nettoimportörerna av olja som andel av BNP (de största direkta oljeprisvinnarna) är Singapore och Taiwan, följda av Sydkorea, Indien, Turkiet, Kina och Indonesien.

Beträffande oljekonsumtionen som andel av BNP är den också störst i Singapore, följt av Kina, Sydkorea, Indonesien, Taiwan, Indien och Turkiet. När det gäller sparkvoten är den låg i Indonesien, och hög i Kina, Indien och Taiwan. Uppgifter saknas om sparkvoten i Singapore och Turkiet.

Ytterligare pusselbitar i analysen ges av vår makromodell, i vilken Singapore, Sydkorea, Taiwan och Kina rankas mycket högt, medan Indien, Turkiet och Indonesien återfinns betydligt längre ned på listan.

Vad som sker med styrräntorna och valutorna i dessa länder är också viktigt, både utifrån ett makroekonomiskt perspektiv, och för investerare som har andra valutor som basvaluta,

exempelvis amerikanska dollarn (USD), euron (EUR) eller den svenska kronan (SEK).

SEB spår att Kina och Indien sänker sina styrräntor under återstoden av 2015, att den indonesiska räntan ligger still, och att räntorna höjs i Sydkorea, Taiwan och i Turkiet (i Singapore finns ingen styrränta, utan penningpolitiken hanteras med valutastyrning av SGD mot USD).

När det gäller valutorna visar SEB:s prognos att fram till slutet av 2015 kommer följande valutor att stiga i värde mot USD; indonesiska IDR, singaporienska SGD, koreanska KRW, kinesiska CNY, indiska INR och taiwanesiska TWD, medan turkiska TRY bedöms sjunka något. Eftersom USD samtidigt spås appreciera mot både EUR och SEK under återstoden av 2015, kan exempelvis en EUR-baserad investerare som innehar SGD prognosmässigt kalkylera med en valutakursvinst på i storleksordningen knappt 15 procent.

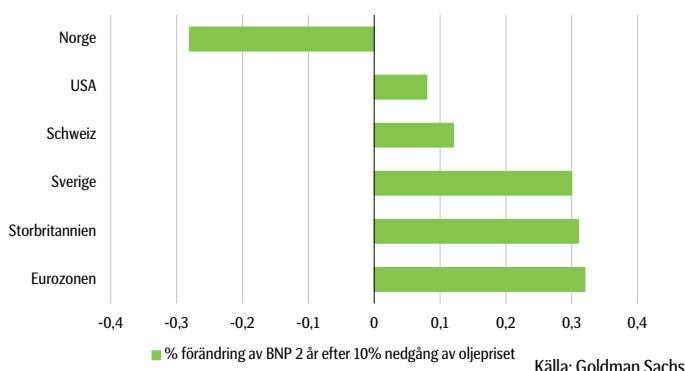
Slutsatsen så här långt blir att bland de länder som samhälls-ekonomiskt gynnas mest av oljeprisfallet återfinns Sverige, Tyskland, Singapore, Taiwan, Sydkorea och Kina.

Intressanta aktiemarknader i flera vinnarländer

Av de länder som är makroekonomiska vinnare har många en stor exportsektor, och i flera av länderna är denna så välrepreresenterad på börsen att det torde vara andra faktorer som är viktigare för vinsttillväxten än vad som sker i den inhemska ekonomin. I synnerhet börserna i Sydkorea och Taiwan, men även i Sverige och Tyskland, har stora inslag av multinationella bolag och exportbolag. Samtidigt är representationen av cykliska konsumentvaror som exempelvis bilar och elektronik betydande på de börsersom har en påtaglig dominans av globalt verksamma bolag; det gäller Sydkorea, Taiwan och Tyskland.

Eftersom ovanstående makroanalys utmärker att oljeprisfallet stimulerar världstillväxten, främst genom att det frigör konsumtionsutrymme för hushållen, menar vi ändå att det finns anledning tro att bolagen på dessa börser är relativt välpositionerade för att dra nytta av den billigare oljan.

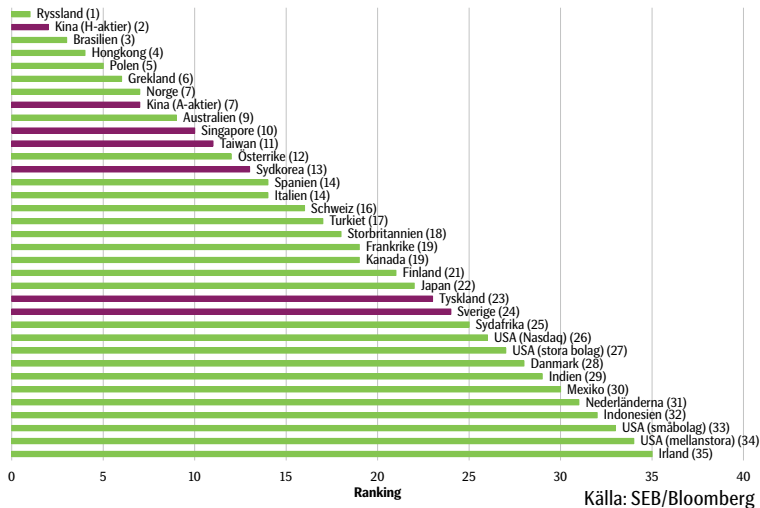
Givetvis finns också uppenbara förlorare på oljeprisfallet på de aktuella börserna. Exempelvis är energisektorn den näst största med cirka 16 procents vikt i Hang Seng China Enterprise Index över kinesiska H-aktier. På motsvarande vis finns i Singapore och Sydkorea världsledande varv med fokus på



EUROPA GYNNAS MER ÄN USA NÄR OLJAN BLIR BILLIGARE

Den positiva effekten på BNP av ett oljeprisfall med 10 procent under den påföljande tvåårsperioden blir klart större i Euroland, Storbritannien och Sverige jämfört med i USA. Norge, som stor oljeexportör, drabbas istället i BNP-termer när oljan faller i pris.

INTERNATIONELLA AKTIEMARKNADER, RANGORDNADE EFTER VÄRDERING



Diagrammet visar aktiemarknader rangordnade efter värdering baserat på en blandning av: P/E-tal (konsensus för 2014) relativt marknadens eget historiska (8 år) snitt, värdering av bokfört eget kapital jämfört med historiskt snitt och aktuell direktavkastning (absolut nivå). Flera av de marknader som bör kunna gynnas av billigare olja och allmänt makroklimat har även en relativt attraktiv värdering.

offshoreindustrin bland de stora bolagen i index. Vinnarna väger dock tyngre än förlorarna.

Relativt attraktiva värderingar

I vår modell där 35 internationella börser rankas efter nyckeltal över värdering respektive vinststillväxt och vinstrevideringar återfinns flera av de länder som är relativa vinnare i makroanalysen, och då även som relativt attraktivt värderade.

Kinesiska aktier, i synnerhet så kallade H-aktier noterade i Hongkong och lättillgängliga för utländska investerare är fortfarande bland de billigaste i världen. Endast Moskva-börsen är billigare i en sammanvägning av P/E-tal och värdering av bokfört eget kapital relativt den egna historiken och direktavkastningen i absoluta tal.

Även kinesiska A-aktier (noterade i Shanghai och Shenzhen och endast i begränsad omfattning tillgängliga för utländska investerare) samt Singapore och Taiwan är relativt lågt värderade och rankas på plats 7 respektive 10 och 11 av de 35 marknaderna. Däremot är det ännu endast i Kina (A-aktier) och Syd Korea som vi ser spår av de förväntat gynnsamma makroekonomiska förhållandena på vinststillväxten och/eller i den senaste tidens prog-

nosjusteringar. Förbättrad makromiljö borde synas just genom förbättrad vinststillväxt (åtminstone för de inhemskt orienterade bolagen på respektive marknad) och uppjusterade prognoser.

Gynnat tillgångsslag, gynnade marknader

Givetvis finns det en rad andra faktorer som kommer att påverka vinstutvecklingen för börsbolagen i de aktuella marknaderna utöver den inhemska makromiljön och oljepriset. Aktiemarknaden är komplex i vart och ett av länderna. Vi bedömer ändå att samtliga dessa marknader på marginalen bör ha relativt sett mer gynnsamma förutsättningar till följd av billigare energi och penning- eller finanspolitiska stimulanser. Dessutom är värderingarna på en acceptabel eller till synes attraktiv nivå för samtliga av dem.

Aktier har, även efter den senaste tidens kursuppgång, goda förutsättningar att värderas upp ytterligare till följd av bristen på avkastningsalternativ och offensiva centralbanker globalt. Aktiemarknaderna i Sverige, Tyskland, Kina, Taiwan, Singapore och Syd Korea borde allt annat lika gynnas av stimulanser från både centralbanker/politiker och billigare olja, till och med något mer än den globala aktiemarknaden i övrigt.

VIKTIGA NYCKELTAL FÖR BÖRSE I MAKROEKONOMISKT VÄLPOSITIONERADE LÄNDER

BÖRS (INDEX)	P/E-TAL	P/E PREMIE/RABATT MOT 8 ÅRS SNITT	PBV PREMIE/RABATT MOT 8 ÅRS SNITT	DIREKT-AVK.	VINSTILL-VÄXT 2014	VINSTILL-VÄXT 2015
Kina A (CSI 300)	12,8	-46 %	-40 %	2,1 %	21 %	15 %
Kina H (Hang Seng China Enterprise)	8,2	-47 %	-51 %	3,8 %	3 %	11 %
Taiwan (MSCI Taiw.)	13,0	-12 %	11 %	3,4 %	15 %	6 %
Syd Korea (Kos pi 200)	10,2	-9 %	-22 %	1,6 %	37 %	8 %
Singapore (Straits T.)	14,0	14 %	-5 %	3,3 %	0 %	10 %
Tyskland (DAX)	14,1	19 %	16 %	2,9 %	32 %	10 %
Sverige (OMXS 30)	16,6	41 %	20 %	3,8 %	6 %	8 %

Källa: Bloomberg

Nyckeltalen grundas på konsensusdata. Skillnaden mellan kinesiska H- och A-aktier beror på kompositionen av index. Nu är H-aktier i samma bolag i flertalet fall värderade med rabatt mot motsvarande A-aktie. A-aktierna representeras av CSI 300-index med de 300 mest likvida aktierna i Shanghai och Shenzhen. H-aktierna representeras av Hang Seng China Enterprise Index med 40 stora kinesiska aktier i Hongkong.



Marknaderna i okänd ränteterräng

Det som alla tidigare trodde var omöjligt visade sig möjligt. Många statsobligationsräntor i främst Europa är idag negativa. Orsakerna är flera, men centralbankernas agerande har varit centralt. Snart stundar gradvis stigande statsobligationsräntor enligt vår prognos, men en brasklapp är Europeiska Centralbankens förestående aptit på inte minst tyska statsobligationer.

Vi har i tidigare nummer av *Investment Outlook* berört och analyserat det faktum att statsobligationsmarknaden – illustrerat av den amerikanska – sedan över 100 år tillbaka uppvisat regelbundna 30-årscykler. Under perioden efter det andra världskriget steg statsobligationsräntorna först trendmässigt fram till början av 1980-talet, för att därefter successivt sjunka, en rörelse som kanske ännu inte riktigt har avslutats. Det som skiljer rådande trendfas med sjunkande räntor från tidigare motsvarigheter är att räntorna på många statsobligationer i främst Europa nu har blivit negativa, något som gjort att gränserna för prognosmakares fantasi tänjts.

Vad förklarar då att statsobligationsräntor (och enstaka företagsobligationsräntor) har hamnat i outforskad, och därmed okänd, ränteterräng?

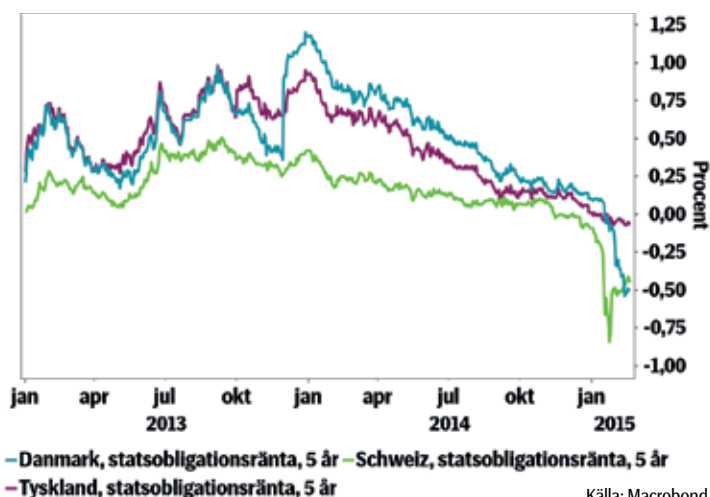
Tre faktorer som ansetts avgörande är: 1) förväntningar om vart korta räntan/centralbankens styrränta är på väg, 2) i obligationsmarknaden förväntad inflation/deflation, och 3) den så kallade löptidspremien (term premium).

Den sistnämnda faktorn speglar den ersättning som obligationsplacering vill ha för att inneha en obligation under en längre eller en kortare tid, med tumregeln att löptidspremien på en tioårig obligation är högre än löptidspremien på en femårig. Detta har i sin tur bidragit till att den så kallade avkastningskurvan – vilken tas fram genom att binda samman räntor på räntepapper med olika löptid – vanligtvis har visat en positiv lutning.

De två första faktorerna är i viss mening två sidor av samma mynt. Om obligationsmarknadens aktörer får anledning att tro att inflationen ska falla (disinflation, avtagande prisökningstakt) eller till och med att priserna ska övergå från att stiga till att falla (deflation), räknar troligen allt fler i obligationsmarknaden med att centralbanken som respons på detta kommer att sänka sin styrränta, och i så fall brukar räntorna på korta räntepapper/penningmarknadspapper sjunka.

Förväntningar om lägre inflation/skifte till deflation gör att obligationsplacering i samband med köp kan sänka sina krav på nominell ränta, med resultatet att obligationsräntorna faller. Om de korta räntorna samtidigt sjunker blir det dessutom billigare att låna i penningmarknaden för att placera i obligations-

HISTORIA HAR SKRIVITS, STATSOBLIGATIONER I NEGATIV RÄNTETERRÄNG



En kombination av exempelöst stimulerande penningpolitik, osedvanligt långsam konjunkturuppgång, växande deflationsrisker och ökad efterfrågan på "trygga" statsobligationer har gjort att många europeiska statsobligationer nu har negativa räntor. De betydande fallen för schweiziska och danska statsobligationsräntor beror också på dessa länders räntesänkningar (centralbankernas inlåningsräntor) av valutapolitiska skäl, i Schweiz fall för att begränsa francens förstärkning efter uppgivandet av kopplingen till euron, i Danmarks fall för att hålla kopplingen för kronan till euron.

marknaden, och ökad efterfrågan på obligationer får kurserna på dessa att stiga/obligationsräntorna att falla.

Från konventionell till okonventionell penningpolitik
Efter finans- och konjunkturkrisen 2008-2009 har centralbanker i stor skala börjat använda ett nytt verktyg från sina verktygslådor. Det traditionella verktyget är förändringar av styrräntor, vilket kallas konventionell penningpolitik, medan det nya verktyget är köp (eller försäljning) av finansiella tillgångar, och det benämns okonventionell penningpolitik, som kan ses som ytterligare en faktor som påverkar obligationsräntors färd.

Medan styrräntesänkningar inverkar direkt nedpressande på penningmarknadsräntor och bankers kontoräntor, har centralbankers obligationsköp den direkta kraften att sänka räntorna i obligationsmarknaden (sänkta styrräntor kan dock också uppåtda den kraften). Ökad efterfrågan på en vara, i det här fallet obligationer, brukar ju höja priset/kursen, vilket på andra sidan det här myntet är liktydigt med att obligationsräntan faller. Det innebär alltså att centralbanker nu har aktiverat verktyg som påverkar hela avkastningskurvan.

Om exempelvis styrräntan parkeras nära noll i ett land/en region och centralbanken genomför/aviserar att genomföra stora statsobligationsköp, då kan avkastningskurvan för statspapper få en negativ lutning, och merparten av kurvan hamna i negativ ränteterräng. Det är ett fenomen som idag inte finns belyst och analyserat i läroböcker på universitet och högskolor, men som nu kan betraktas i flera nationella europeiska statsobligationsmarknader.

De tongivande centralbankerna Federal Reserve (Fed), Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of England (BoE) sänkte sina styrräntor rejält i samband med finanskrisen för 6-7 år sedan. Bank of Japans (BoJ) styrränta var redan låg innan finanskrisen bröt ut, varför nedtrappningen av denna blev betydligt beskedligare. Endast ECB har på senare år trappat ned sin styrränta ytterligare. I dag ligger dessa "tungviktares" styrräntor

i spannet 0,05 procent (ECB) till 0,50 procent (BoE), nästintill nollräntor alltså. Den enda centralbank som har parkerat sin viktigaste styrränta under noll är svenska Riksbanken, som i mitten av februari sänkte reporäntan till -0,10 procent.

När det gäller centralbankernas okonventionella penningpolitik, även benämnd QE (Quantitative Easing), var Fed först på plan med QE1 hösten 2008 efter Lehman Brothers kollaps. Fed har sedan följt upp med QE2 och QE3. Det sista obligationsköpprogrammet avslutades vid månadsskiftet oktober/november 2014, och totalt adderade QE1-QE3 hela 3,7 biljoner dollar till Feds balansräkning. Våren 2009 inledde BoE sitt QE-program, och när det avslutades i december 2012 hade dess balansräkning plussats på med 375 miljarder pund.

Hos både ECB och BoJ fortgår däremot köpen av finansiella tillgångar. I mitten av januari lanserade ECB ett utbyggt program för köp av obligationer och andra räntepapper på totalt 60 miljarder euro per månad, som enligt plan ska pågå från mars 2015 till september 2016. Av beloppet utgör statsobligationer cirka 40 miljarder. Återstoden är obligationer utgivna av europeiska institutioner, säkerställda bostadsobligationer, och strukturerade paketerade lån (ABS).

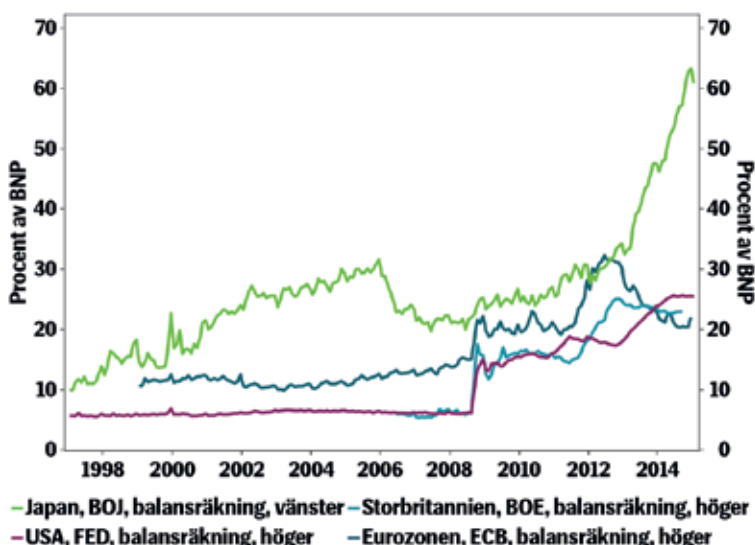
BoJ ökade i oktober 2014 sina tillgångsköp till en takt av 80 biljoner yen per år. Jämfört med ECB har BoJ ett större spektra i sina köp. Det rymmer också företagsobligationer, fastighetsfonder och aktier. En färsk nykomling i det okonventionella sällskapet är Riksbanken, som i mitten av februari i samband med räntebeskedet annonserade köp av svenska statsobligationer för 10 miljarder kronor.

Nollräntor – varför?

Vad är det då som fått statsobligationsräntor att på senare år sjunka dramatiskt, för att nu i flera fall ligga under noll?

Centralbankernas aggressiva styrräntesänkningar och massiva obligationsköp är av allt att döma huvudförklaringen. Samtidigt

OKONVENTIONELL PENNINGPOLITIK, NU MED MER KONVENTIONELL PRÄGEL



Källa: SEB/Macrobond

Bank of Japan (BoJ) trappade upp sina finansiella tillgångsköp redan i början på det nya millenniet, medan Federal Reserve (Fed), Bank of England (BoE) och Europeiska Centralbanken (ECB) följde efter i samband med att finanskrisen eskalerade på hösten 2008. Denna politik har bidragit till att statsobligationsräntor fallit så dramatiskt. Nu befinner sig dessa centralbanker på olika vägar. Fed och BoE har avslutat sina nettoköp av obligationer, samtidigt som BoJ och ECB vandrar vidare på denna stimulansväg.

är orsakerna bakom centralbankernas agerande flera.

Konjunkturstöd

När finans- och konjunkturkrisen briserade på allvar under hösten 2008 med Lehman Brothers kollaps som trigger fanns all anledning för centralbankerna att både värna det finansiella systemet samt försöka lindra konjunkturfallet och få tillbaka tillväxten.

Den konjunkturuppgång som inleddes under sommaren/hösten 2009 - och som alltjämt pågår - har visat sig vara påtagligt långsam och präglad av gott om ledig produktionskapacitet. Som en följd har kostnads- och pristrycket fortsatt att vara lågt. Det har inte funnits någon anledning för centralbankerna att strama åt penningpolitiken för att bekämpa oönskat hög inflation. Samtidigt har finanssystemet varit skört efter krisen, varför fortsatta obligationsköp har varit motiverade.

Europa har på senare år drabbats av en serie statsfinansiella kriser med Grekland i huvudrollen (en roll landet alltjämt spelar), och med övriga GIIPS-länder (Italien, Irland, Portugal och Spanien) i framträdande biroller. Dessa kriser våren 2010, sensommaren 2011 och försommaren 2012 har bidragit till att försvaga den europeiska konjunkturen och minska pristrycket ytterligare.

Detta har fått ECB att sjösätta flera finansiella hjälpprogram, och även ökat efterfrågan på "trygga" statsobligationer i Europa, främst tyska. När dessa kriser förstärkte tendensen till disinflation i Euroland, ökade oron för att priserna till och med skulle

börja falla i unionsområdet. Med andra ord anades deflations-spöket i dörrspringan till garderoben.

Inflationsförväntningar

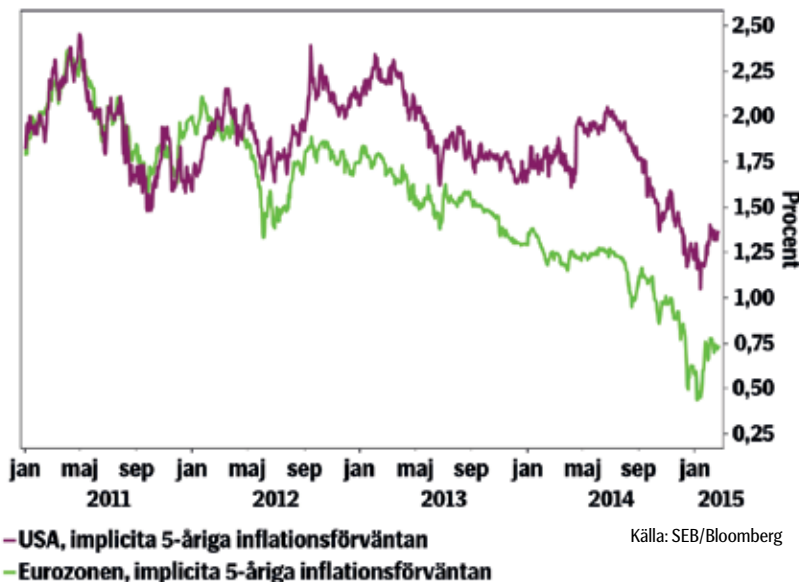
Nästa kraft som drivit statsobligationsräntorna nedåt med besked har varit det oljeprisfall som inleddes på försommaren ifjol. I spåren av den billigare oljan kommer både USA och Euroland i år att redovisa fallande konsumentpriser, och i hela DM-området (Developed Markets) lutar det åt stabila priser under 2015. Dessa prisperspektiv fanns inte med i några kristallkuler för ett år sedan, och oljeprisfallet är därför en faktor som motiverat ännu lägre obligationsräntor.

Att många europeiska statsobligationer idag är bärare av negativa räntor innebär att köpare av dessa räntepapper är garanterade en förlust i nominella termer om papperen behålls till förfall. Det faktum att köpintresse ändå finns visar att det som tidigare var normalt inte längre är det.

Ett motiv för en köpare att trots dessa villkor göra affär kan vara att denne räknar med att obligationsräntorna sjunker ytterligare, och med planen att avyttra obligationen med kursvinst innan förfall. Alternativt kanske köparen räknar med en lång period präglad av deflation, vilket gör att det ändå kan bli en positiv avkastning räknat reallt (om deflationen blir större än den nominella förlusten).

Ytterligare ett motiv kan vara baserat på en valuta-tro, det vill säga köparen bedömer att den valuta denne är baserad i kommer att sjunka i värde mot den valuta som obligationen är de-

EFTER BRANT FALL HAR INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNA I OBLIGATIONSMARKNADERNÄ ÅTER STIGIT



En av de faktorer som avgör vilken väg statsobligationsräntorna tar är inflationsförväntningarna. I både USA och Euroland föll dessa förväntningar brant under det andra halvåret i fjol (parallellt med priset på olja), men har i år åter stigit, om än till låga nivåer. Givet en högre världstillväxt, en stabilisering av oljepriset på lite högre nivåer än dagens och framgång för Europeiska Centralbanken med sitt stora obligationsköpsprogram, borde inflationsförväntningarna fortsätta att stiga med statsobligationsräntorna i släptåg.

nominerad i. Placeraren räknar alltså med att valutakursvinsten ska bli större än kursförlusten på obligationen. Slutligen finns det placerare, exempelvis pensionsförvaltare, som på grund av olika regleringar tvingas att ha statsobligationer i sina portföljer. I den sistnämnda gruppen återfinns av allt att döma de största förlorarna på negativa statsobligationsräntor.

Förväntningar 2015

Hur ter sig då utsikterna för räntorna på statsobligationer under återstoden av 2015? De fyra faktorer som avgör obligationsräntors färd och som kommenterats ovan hjälper oss att besvara frågan.

Förväntningarna på vad som sker med tongivande centralbankers styrräntor (faktor 1) pekar åt lite olika håll. Medan "ingen" räknar med att ECB och BoJ kommer att höja sina räntor på länge, finns en utbredd tro om att först Fed och sedan BoE inleder sina höjningscykler inom det närmaste året.

När det gäller inflationsförväntningarna i obligationsmarknaden (faktor 2) har dessa efter ett markerat fall sedan sommaren 2014 stabiliserats inledningsvis 2015 och sedan sitigt något i både USA och Europa. Vad som sker under resten av året hänger i hög grad på i vilken utsträckning ECB lyckas vrida inflationsförväntningar uppåt med hjälp av sitt "60 miljardersprogram". Lyckas detta, vilket är vårt grundtips, stundar snart gradvis stigande europeiska statsobligationsräntor när placerarna vill ha kompensation för högre förväntad inflation.

En obligationsränterörelse uppåt på bägge sidor av Atlanten kan också få bränsle från lite bättre tillväxt i Euroland, en stark amerikansk konjunktur och Feds stundande räntehöjningar, en stabilisering av oljepriset vid något högre nivåer än dagens, samt från det faktum att obligationsplaceringarna under hösten och början av 2015 uppenbarligen ignorerade oljeprisfallens positiva effekter på världsekonomin tillväxt.

För högre statsobligationsräntor talar också en sannolik höjning av löptidspremien (faktor 3). Den har nått historiskt låga nivåer i USA och – inte minst – i Europa. Nuvarande nivåer ter sig väl låga givet den osäkerhet om framtiden som ändå finns (konjunkturprognoser kan visa sig leda fel), europrojektets framtid, konsekvenserna när centralbanker inleder reverseringar av den okonventionella politiken, och de geopolitiska situationerna.

En utmaning mot vårt scenario vore om den billigare energin leder till att priset på andra varor och tjänster sjunker överraskande mycket – att den underliggande inflationen också förbyts i deflation i flera länder. En annan är om ECB:s obligationsköp (faktor 4) leder till ihållande låga europeiska statsobligationsräntor.

Av ECB-köpen på 60 miljarder euro per månad med start nu i mars utgör alltså runt 40 miljarder statsobligationer. Dessa köp ska nationsmässigt fördelas i enlighet med BNP:s storlek i unionsländerna. Samtidigt är upplåningsbehovet litet i inte minst Tyskland, varför ECB:s köp av tyska statsobligationer på cirka 120 miljarder euro under de närmaste 12 månaderna blir påtagligt större än nyemissionerna av sådana obligationer på ett fåtal miljarder euro.

ECB:s köp kommer också under perioden att motsvara en ansevärd del av bruttoemissionerna av tyska statsobligationer, hela 75 procent. Vid sådana statsobligationsemissioner i hela Euroland kommer ECB att lägga beslag på 55 procent fram till februari 2016. Det är en större andel emitterade statsobligationer än i samband med Fed:s, BoE:s och BoJ:s tidigare verkställda obligationsköpprogram.

ECB:s agerande kan med andra ord leda till en brist på framför allt tyska statsobligationer, och brist på en vara kan leda till att priset stiger, i fallet obligationer att kursen går upp, och därmed till att räntan går ned...