



PRIVATE BANKING SVERIGE • INVESTMENT STRATEGY

Investment Outlook

september 2015



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn – sammanfattning 4-5 Kinas haltande utveckling orsakar stor marknadsturbulens	
Marknadssyn – makro Tudelat nuläge i världsekonomin	6-8
Globala aktier Attraktiv värdering på världens börser	9-10
Nordiska aktier Historien upprepas, men ändå annorlunda	11-13
Räntor Fortsatt låga räntor, men räkna med hög volatilitet	14-15
Alternativa investeringar Lägre volatilitet kan skapa investeringsmöjligheter	16-17
Valutor Centralbanker styr men fundamenta blir viktigare	18-19
Diskretionär förvaltning Positionering för stabil konjunkturutveckling	20-21
Tema – Federal Reserve Vad händer när Fed väl höjer?	22-23
Tema – Indien Lockande potential, stora utmaningar	24-27
Tema – Kina Lugnare tillväxttakt, men ingen dramatik	28-29

Denna rapport publicerades den 15 september 2015. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 9 september 2015.

Kinas haltande utveckling orsakar stor marknadsturbulens

UNDER SOMMAREN KOLLIDERADE TECKEN PÅ tillväxtförbättringar i Europa och USA med motsatta signaler från Kina. Regeringen i Kina strävar efter att ställa om ekonomin från en investeringsledd modell till en som mer liknar den västerländska konsumtionsdrivna varianten. Omställningen sker samtidigt som den ekonomiska tillväxttakten successivt sjunker. Kina och övriga tillväxtländer (Emerging Markets) utgör också en betydande del av världens produktionskapacitet. Denna "fabrik" lider dock av marginalpress. Konsekvenserna av omstruktureringen och inbromsningen visar sig på flera håll: i kinesisk ekonomisk statistik, i världshandelsvolymerna, i råvarupriser, i lokala företagens vinster samt i företag som exporterar till Kina. Detta är dock ingen ny företeelse utan den utvecklingen har pågått under flera år.

Under sommaren skapade denna utveckling mycket stor oro som i sin tur resulterade i en kraftig korrektion i alla tillgångsmarknader. Detta kan tolkas som en tydlig oro för den globala tillväxten och en eventuell kris i Emerging Markets.

I detta nummer av *Investment Outlook* har vi tre teman. Två av dem knyter an till tillväxtregioner då vi studerar Kina och Indien. Hur ser förutsättningarna ut för dessa länder och hur påverkar de resten av världen och de finansiella marknaderna? Det tredje temat är kopplat till USA och centralbankens planerade höjningar av styrräntan. Det är nu över tio år sedan Federal Reserve senast påbörjade en räntehöjningscykel. Hur ser vi på denna process och dess följder?

Investment Outlook innehåller också en uppdatering av vår syn på tillväxten. Kommer den globala tillväxten att accelerera så som centralbanker hoppats på när de under många år stöttat systemet med låga räntor och en mycket aggressiv penningpolitik? Detta är en viktig parameter för vår syn på olika tillgångsslags förutsättningar. Hur de stora börsfallen har påverkat värderingarna är en annan fråga som vi återkommer till på flera ställen i rapporten.

Slutligen gör vi en genomgång av hur vi komponerar tillgångsportföljer i denna volatila värld och vilka risker som vi ser som de mest centrala under den kommande perioden.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

- Vi tror fortsatt på tillväxt, Kina sänder svagare signaler
- Centralbankerna bidrar med låga räntor och likviditet
- Efter fallet är värderingen mer attraktiv
- Fördel aktier och företagskrediter framför statsobligationer
- Hedgefonder stabiliserar portföljen

DEN SENASTE TIDENS KRAFTIGA BÖRSFALL och stigande krediträntor är ett tecken på en tilltagande osäkerhet kring tillväxtpotentialen, vilket omedelbart leder till ett ifrågasättande av priset på finansiella tillgångar och deras inbördes relativa värdering. Denna typ av bakslag medför krav på ökad framtida riskkompensation (lägre P/E-tal). Skulle nedgångarna fortsätta i större omfattning signalerar prissättningen av tillgångar att vi är på väg mot en ny lågkonjunktur.

Vi bedömer inte att vi står inför en konjunkturedgång utan ser den senaste tidens stora börsfall som investerarkollektivets oro för en framtida lägre tillväxttakt och en ökad risk i tillväxtländerna, Emerging Markets (EM). Det är onekligen så att Kinas omställning från investeringsdriven mot en mer konsumtions- och serviceinriktad modell har skapat en del problem för sektorer och bolag som är exponerade mot den

gamla modellen. Det gäller bland andra råvaruproducenter, där både efterfrågan och priser utvecklats åt fel håll.

Vår syn är att finansmarknadens aktörer nu tydligt ställt om förväntansbilden, men att den kommande perioden bjuder på stigande tillväxt i USA och Europa samt en fortsatt inbromsning i Emerging Markets. Gör man ett antagande om att den globala tillväxten under de kommande åren hamnar runt 3 procent, borde detta resultera i en potentiell vinstökning för den globala företagssektorn kring 5-8 procent. Företagens förmåga att lämna utdelningar bör kunna fortsätta att ligga runt 2-3 procent. Med dessa antaganden bör trots allt aktier och företagskrediter överträffa andra investeringsalternativ i avkastning.

Efter den senaste tidens kraftiga korrektion förväntar vi oss att volatiliteten kommer att bestå under en tid då investerare kommer att vara mer vaksamma och försiktiga. Riskviljan har fått sig en törn. Perioder som denna visar också på det alltid rådande behovet att sprida riskerna, även om det är lättare sagt än gjort då många tillgångar beter sig likartat och de traditionellt defensiva investeringarna har mycket låg förväntad avkastning.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

TURBULENSEN FÖRÄNDRAR INTE VÅR GRUNDSYN

Utvecklingen i Kina och andra delar av Emerging Markets stör i viss mån vår konjunktursyn, men inte så mycket att vi ändrar åsikt. Med USA, Europa och möjligtvis även Japan på rätt spår bör den globala tillväxten det kommande året hamna i spannet 3-4 procent. Inflationen fortsätter att vara mycket låg och flera stora centralbanker kommer att föra en expansiv penningpolitik. Det talar för en duglig miljö för företag att verka i och bör leda till stigande vinster. Det bör även hålla nere den allmänna räntenivån. Det skulle medföra att exponeringar mot företagssektorn har fördel framför motsvarande statsexponeringar, det vill säga aktier och krediter prioriteras fortsatt framför det mer defensiva alternativet statsobligationer. Den senaste tidens stora korrektion har också suddat bort en del av de frågetecken som funnits kring prissättning och värdering av aktier och kreditobligationer.

RISKER

Precis som under de senaste årens beskedliga tillväxt är det uppenbart att en sviktande konjunktur skulle ställa till problem. Den senaste periodens statistik från Kina visar på

svaghet, så risken marknaden har reagerat på är reell, även om vi anser att reaktionen är något överdriven. En annan risk är de låga råvarupriserna och dess konsekvenser. Skulle de nuvarande prisnivåerna bestå kommer andelen konkurser och problemkrediter för bolag och länder med stort råvaruberoende att öka. Slutligen kan vi inte heller avfärda risken för tillgångsprisbubblor.

VI FÖREDRAR EUROPA FRAMFÖR EMERGING MARKETS

Vi har under en längre tid förespråkat en portfölj som samverkar med vår tämligen positiva konjunktursyn. Vi premierar aktier från västvärlden framför Emerging Markets, med betoning på Europa. Vi tror fortfarande på en starkare dollar och de stora börsfallen har resulterat i att även värderingen nu ser mer attraktiv ut i USA. Sammantaget har vi dock en undervikt mot USA. Även asiatiska aktier ser intressanta ut ur ett värderingsperspektiv. Den svenska börsen är ett koncentrat av världsekonomin och fungerar i regel väl så länge konjunkturen håller och värderingen inte är för hög, vilket inte är fallet. Inom alternativdelen söker vi investeringar med låg korrelation till aktier och företagskrediter.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
		AVKASTNING	RISK	
AKTIER				
Globala	1 2 3 4 5 6 7	8,2 %	12,1 %	Tillräcklig tillväxt, viss ledig kapacitet och en företagssektor som under lång tid slipat på effektiviseringar ger potential för stigande vinster. Mot detta står en fortsatt besvärlig prisbild. Värderingen har nu fallit tillbaka och ser åter mer attraktiv ut. Ur ett svenskt perspektiv gynnas tillgångsslaget av en trendmässigt stigande amerikansk dollar.
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	6,2 %	14,3 %	Svagare regional utveckling och dålig fart i handeln påverkar negativt, medan värdering i förhållande till resten av världen är en positiv faktor. Stort beroende av råvaror, en negativ koppling till en stark amerikansk dollar och stigande amerikanska räntor talar till dess nackdel. Råvaruländerna blir attraktiva först när vi ser en stabilisering av prisbild.
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	13,0 %	13,6 %	Den svaga kronan i kombination med vår globala tillväxtsyn och en stabil inhemsk situation ger styrka. I en internationell jämförelse är direktavkastningen hög. Vinsterna under det andra kvartalet pekar på en gynnsam valutakurs. På längre sikt finns det tydliga risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett framtida högre ränteläge i Sverige.
RÄNTEBÄRANDE				
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-2,6 %	4,2 %	Mycket låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv och en förstärkning av konjunkturen kan medföra successivt stigande räntor under de kommande åren, med risk för negativ avkastning.
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,2 %	2,4 %	Låga räntor ger låg potential, men tillgångsslaget kan fungera väl i en portfölj med andra tillgångar med högre risk.
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,5 %	3,6 %	Direktavkastningar kring 3-5 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken tydligt i förhållande till exempelvis IG. Inom vissa segment kommer konkursandelen att öka som en effekt av de låga råvarupriserna, men detta ligger i prissättningen.
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	7,1 %	9,5 %	Direktavkastningar kring 6 procent är högt, men riskerna har ökat på grund av utvecklingen inom Emerging Markets.
ALTERNATIVA INVESTERINGAR				
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Lägre volatilitet i kombination med möjligheten att skapa avkastning även på negativa trender och inom tillgångar som inte har stark korrelation med aktier och krediter gör tillgångsklassen intressant som ett komplement i en portfölj.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Successivt lägre efterfrågan från bland annat Kina i kombination med kapacitetsökningar har resulterat i kraftiga prisfall. I ett längre perspektiv är tillgångsklassen attraktiv om inflationen stiger i samklang med råvarupriserna. Vi är avvaktande trots potentialen till vändning.
VALUTOR				
VALUTAPAR	2015-09-08	Q4 2015	Q1 2016	KOMMENTAR
EUR/USD	1,12	1,08	1,04	Kortsiktig risk på uppsidan om riskaptiten förvärras, men under hösten höjer Fed samtidigt som ECB går mot ytterligare låtnader.
EUR/SEK	9,43	9,20	9,00	Riksbanken kämpar mot underliggande positiva drivkrafter och flöden. När svensk inflation stiger kommer Riksbanken kunna "låta" kronan stärkas.
USD/SEK	8,44	8,52	8,65	Viss dollarförstärkning mot kronan. Riskbilden är koncentrerad till att Fed avvaktar med att höja styrräntan samt att svensk inflation inte stiger som vi och Riksbanken räknar med.

Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn. Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2015-09-07. Valutaprognoser per den 2015-09-08. Index/underlag för estimat: Globala aktier - MSCI World All Countries index i lokala valutor, Tillväxtmarknader - MSCI EM TR i lokala valutor, Svenska aktier - SIX Portfolio Return Index i SEK, Statsobligationer - OMRX T-bonds i SEK, Företagsobligationer (IG och HY) IBOXX Investment Grade Index i USD och IBOXX High Yield Index i USD, Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt) - JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. Hedgefonder - FRX Global Hedgefund Index i USD.



Marknadssyn

Makro - Tudelat nuläge i världsekonomin

Tudelat framstår som det ord som bäst sammanfattar världsekonomin i nuläget. Utvecklade marknader, Developed markets (DM), är på väg upp ur krisen samtidigt som tillväxtmarknader, Emerging Markets (EM), brottas med problem. Inom DM är bilden mest stabil och tillväxten högst i USA, men även i Europa fortsätter återhämtningen. Inom DM hamnar skuldberget allt tydligare i offentliga händer, medan privata sektorns balansräkningar stärks. Hushållen och därmed tjänstesektorn driver tillväxten, medan industrin och råvarusidan utvecklas svagare. Problemen inom EM – Kinaoro, svaga råvarupriser och strukturella obalanser – gör att den största globala tillväxtrisen nu är fördjupad svaghet i EM med Kina i spetsen. Förutom bekymren inom EM håller vi också ett vakande öga på de svaga inflationstendenserna. Vi räknar förvisso inte med ett deflationsscenario, men avsaknad av priskomponenten – möjligheterna att höja priserna när inflationen är låg – riskerar att dämpa företagens vinster, löner och i nästa steg tillväxten. Vårt huvudscenario är dock att starka hushåll, stimulanser och låga räntor i väst räcker för en hälsosam tillväxt framöver.

USA – Stabilt på treans växel

Efter en svag inledning av året växer amerikansk ekonomi åter i god takt, inte minst drivet av tjänstesektorn. Hushållen agerar draglok, vilket bland annat återspeglas i en stark bostadsmarknad. Vi räknar med att årets konsumtionsökning blir den största sedan 2006.

Inom industrin dämpas humöret av den starkare dollarn och tröghet på viktiga exportmarknader, samtidigt som investeringarna hålls tillbaka av den pressade energisektorn. Här ljusnar bilden framöver, vilket bådär gott för investeringstakten och därmed tillväxten.

Även om vi räknar med starkare tillväxt än konsensusprognoserna för i år och nästa år ser vi inte någon "boom" i ekonomin. Arbetslösheten är redan nere på jämviktsnivå (där arbetskraftsbrist och inflationstendenser ofta uppstår) samtidigt som privatkonsumtionen förvisso växer, men inte riktigt tar den fart som indikatorerna signalerar. Bakom detta ligger sannolikt en skevhet i förmögenhets- och löneutvecklingen. För medianhushållet ligger nettoförmögenheten på samma nivå som i början av 1990-talet, samtidigt som medianlönen minskat med fem procent 2010-2013.

Europa – Återhämtning med broms

Sedan slutet av 2014 har tillväxttakten i eurozonen gradvis förbättrats – en trend vi räknar med håller i sig. Drivkrafter är svagare euro, lågt oljepris samt Europeiska Centralbankens, ECB:s, kraftfulla stimulanser. Hushållens konsumtion växlar också upp, efter flera år av kris och åtstramningar. En ökande kreditefterfrågan indikerar en fartökning för företagens investeringar. Såväl privatkonsumtion som investeringar stiger, dock från låga nivåer – samtidigt som arbetslösheten, om än på väg ned, fortfarande är besvä-

rande hög. Ur ett momentumsperspektiv hör eurozonen till vinnarna, men nivån på tillväxten placerar alltså regionen bakom större delen av övriga världen.

Eurozonen brottas också med strukturella problem. Problemen i Grekland ska inte underskattas, ur ett grekiskt perspektiv. Vi räknar dock med små effekter för Europa i övrigt då skyddande "brandväggar" finns på plats. Men problemen sätter också ljuset på trögheten i det politiska och ekonomiska integrationsarbetet, något som kan skapa oro kring euron. Samtidigt är ekonomin överlag bräcklig med stor offentlig skuld och hög arbetslöshet.

Den brittiska ekonomin växer på i god takt, drivet av starkare produktivitet. För såväl hushåll som företag pekar indikatorerna också uppåt, vilket förebådar ytterligare fartökning. Oljeprisfallet har också en positiv effekt.

SVAG EURO STÄRKER EXPORTEN



Källa: ECB och Eurostat

Sambandet mellan svagare euro och starkare export (till länder utanför eurozonen) är tydligt. Framöver gynnas exporten även av viss fartökning i världsekonomin. Diagrammet visar export till icke-euroländer, årlig procentuell förändring.

Asien/Kina – Tillväxtfarten håller, Indien kör om Kina

Regionens ekonomier växer, även om förändringstakten stagnerat under året. Svagare extern efterfrågan dämpar exporten. Effekten motverkas framöver av den amerikanska fartökningen, samtidigt som inhemsk efterfrågan är fortsatt god. Kinas inbromsning balanseras också av en uppväxling i Indien, driven av expansiv politik och lägre råvarupriser. Indien övertar därmed Kinas roll som regionens snabbast växande ekonomi. För att behålla platsen krävs dock att regeringen Modi ytterligare kan höja tempot i genomförandet av nödvändiga ekonomiska reformer. Sammantaget planar tillväxten för regionen ut på nuvarande nivåer för de kommande åren. Det håller kvar Asien i toppen av den globala tillväxtlistan.

I Kina inleds andra halvåret med relativt dålig fart i ekonomin. Såväl industriproduktion som inköpschefsindex och export/import-siffror utgör besvikelser, tillsammans med den kraftiga korrigeringen på de tidigare högt uppdrivna lokala aktiemarknaderna. Myndigheterna bemöter dock inbromsningen med finanspolitiska åtgärder i form av infrastruktuursatsningar och penningpolitiska genomrëntesänkningar, sänkta reservkrav på banker och en fördubbling av lokala myndigheters stödprogram. Tillsammans med accelererande tillväxt i omvärlden räknar vi med att mjuklandningsscenarioet håller. Osäkerheten kring den ekonomiska politiken, illustrerad av den överraskande devalveringen av yuanen, och risken för nya besvikelser, inte minst från en fortsatt svag bostadsmarknad, gör dock att vi ser Kina som det största hotet mot den globala tillväxtbilden.

Japan – fortsatt uppförsbacke, men exporten kan växla upp

Första halvåret visar en tämligen dyster japansk tillväxtbild. Trög export och svag privatkonsumtion efter fjolårets höjning av moms utgör tydliga bromsar för ekonomin. Bilden framöver ljusnar dock något. Vi räknar med att den svagare yenen, JPY, i kombination med en USA-ledd global ekonomisk återhämtning stimulerar exporten. Detta accentueras av att ytterligare stimulanser från Bank of Japan under hösten lär pressa ner JPY lite till. Samtidigt stötts privatkonsumtionen av vissa realinkomstökningar till följd av lägre inflation.

Uppväxlingen av tillväxten är dock blygsam. Ekonomin hämmas av att konsumentförtroendet envist biter sig fast på låga nivåer, samtidigt som svaghetstecken från Kina utgör en risk för exporten. På sikt bromsas ekonomin också av demografiska faktorer, samtidigt som den väldiga statskulden begränsar handlingsutrymmet.

Latinamerika – råvaror och obalanser får motorn att hacka

Latinamerika pressas alltjämt av svaga ekonomier med stora underskott och obalanser parat med fallande råvarupriser. Regionens största ekonomi, Brasilien, utgör inget undantag. Till den allt svagare ekonomin, med behov av åtstramningar, kan läggas politiska låsningar i kölvattnet av korruptionsskandalen kring det statliga oljebolaget Petrobras. Som en följd av den ansträngda situationen riskerar Brasilien att få sitt kreditbetyg nedgraderat, något som skulle pressa ekonomin ytterligare. På sikt lär den svagare valutan ge draghjälp åt exportindustrin, men problemen lär överskugga möjligheterna ännu en tid.

BNP – ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING	2014	2015	2016	2017
USA	2,4	2,4	3,1	2,6
Japan	-0,1	0,8	1,3	1,0
Tyskland	1,6	1,9	2,3	2,0
Kina	7,4	6,8	6,5	6,3
Storbritannien	3,0	2,7	2,5	2,5
Eurozonen	0,8	1,6	2,1	2,0
Norden	1,6	1,8	2,1	2,1
Baltikum	2,6	2,2	2,7	3,4
OECD	1,9	2,2	2,6	2,4
Tillväxtekonomier	4,7	4,1	4,7	5,0
Världen (PPP)*	3,4	3,2	3,8	3,9

* PPP= Purchasing Power Parity, köpkraftsparitet; ekonomierna har viktats med hänsyn till prisskillnader mellan dessa.

Källa: SEB Ekonomisk Analys, analys daterad augusti 2015.

Östeuropa – Centraleuropa på rätt väg, Ryssland i diket

Bilden i Östeuropa är tydligt blandad. "Konfliktekonomierna" Ryssland och Ukraina har även stora ekonomiska problem, länderna i Centraleuropa fortsätter att utvecklas väl och Baltikum står med en fot i varje läger.

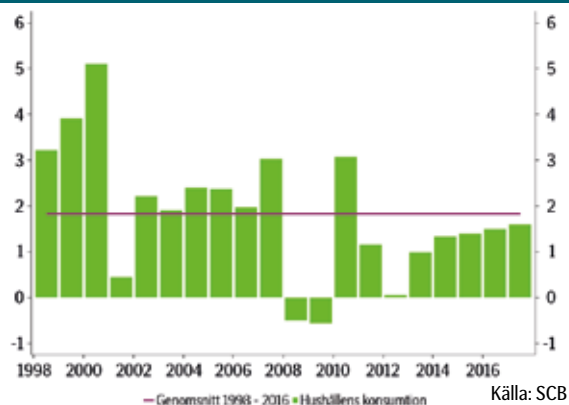
Rysslands ekonomi befinner sig i djup recession. Den senaste tidens oljeprisfall lägger ytterligare sten på bördan, redan tyngd av fortsatt fall i privatkonsumtion och investeringar samt pågående sanktioner från väst. Bakom nedgången ligger bland annat hög inflation, som innebär stora reallönesänkningar. I Centraleuropa ser bilden ljusast ut för Polen och Tjeckien som båda växer i linje med sin potential. Tillväxten drivs av stark privatkonsumtion tack vare reallöneökningar och fallande arbetslöshet. Ur ett handelsperspektiv gynnas man av att kopplingar till väst, läs Tyskland, har större betydelse än affärerna österut. I Baltikum stötts tillväxten också av ett allt bättre läge för hushållen, medan närheten till Ryssland dämpar exporten och skapar osäkerhet.

Norden – Olika mycket snurr på hjulen

De nordiska ekonomierna fortsätter att utvecklas åt olika håll. Norges tillväxt hålls tillbaka av den svagare oljesektorn, som påverkar stora delar av tillverkningsindustrin. Vi justerar därför ned tillväxtprognoserna, men endast marginellt, tack vare en överraskande stark privatkonsumtion. Finlands ekonomi lämnar nu sin femte recession (!) bakom sig. Lägre oljepris och svagare euro ger stöd, men kvarstående strukturella och ekonomiska problem gör att tillväxten blir svag ännu några år. I Danmark är bilden ljusare. Stark privatkonsumtion driver tillväxten, samtidigt som exporten bör få stöd av den ljusare bilden i Europa. Bostadsmarknaden är dock på väg tillbaka mot tidigare överhettningssnivåer, vilket är ett orostecken.

I Sverige är bilden också ljus; svensk ekonomi växer i år snabbast bland de nordiska länderna, men liksom granarna påverkas bilden av den relativt tröga konjunkturen globalt. Det gör att industrin inte riktigt lyfter och att investeringarna ändå växer hyggligt får tillskrivas byggsektorn. Hushållen, som haft en god reallöneutveckling de senaste åren konsumerar förvisso mer, men ökningen är tydligt lägre än vad som motiveras av ekonomin. Hushållen håller i plånboken och fortsätter att spara, vilket bidrar till att tillväxten inte blir mer än hyfsad framöver.

DÄMPAD KÖPLUST TROTS STYRKA



Trots goda förutsättningar växer konsumtionen endast långsamt. Oro för bostadspriser, nollräntors effekter och hållbarheten i välfärdssystemen dämpar köplusten. Diagrammet visar hushållens konsumtion per capita, årlig förändring i procent.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Den senaste tidens oro för tillväxten har fått investerare att fly risktillgångar
- Developed Markets förstärks medan Emerging Markets brottas med problem
- USA uppvisar en stabil utveckling
- Europa visar på återhämtning trots strukturproblem
- Råvaruproducerande länder har motvind. Det ger en tudelad utveckling som får genomslag i bland annat Emerging Markets och Norden
- Den totala globala tillväxten räcker till för att aktier och krediter skall ha förutsättningar att utvecklas bättre än defensiva positioner som statsobligationer och likvida medel.



Globala aktier

Attraktiv värdering på världens börser

Det har skakat till rejält på världens aktiemarknader under sommaren och årets uppgång på många håll är uttraderad. Till en början skapade händelserna i Grekland oro, sedan spädde sämre kinesisk tillväxt på det dåliga börshumöret. Trots ökad oro har värderingen av aktier blivit mer attraktiv efter nedgången och vi behåller en stor andel av tillgångsslaget i portföljerna. Europa ser intressant ut; allt tyder på att tillväxten förbättras och många bolag gynnas av en svagare euro. Marknaderna i Asien har nått attraktiva nivåer efter korrigeringen, vilket skapar köptillfällen.

- Slagig börssommar har raderat ut årets positiva avkastning. Fallande kurser överlag, men kinesiska bolag drabbades hårdast.
- Grekland, Kina och kommande räntehöjningar i USA skapade oro bland investerarna och ledde till vinsthemtagningar.
- Företagen i Europa och Japan fortsätter att överraska positivt i kvartalsrapporterna, både vinster och försäljning.
- Globala aktier har blivit billigare efter börsfallet och handlas på P/E 15 jämfört med ett P/E-tal på 17 i våras.
- Nedgången är logisk och vi behåller övervikt för aktier i portföljerna, givet vår syn på konjunkturcykeln och fortsatt vinsttillväxt för bolagen.
- Geografiskt är vi positiva till Europa där förutsättningarna gradvis förbättras. Marknaderna i Asien har nått attraktiva nivåer efter nedgången. Vi undviker dock Emerging Markets-länder med stort råvaruberoende.

EFTER FINA KURSUPPGÅNGAR inledningsvis 2015 fick vi en riktigt skakig börssommar. I slutet av augusti föll världens finansmarknader kraftigt och årets positiva avkastning är därmed uttraderad. Händelserna i Grekland lade sordin på stämningen i början av sommaren då landet inte lyckades betala tillbaka lån till Internationella Valutafonden, IMF, i tid. Den tilltagande oron för lägre tillväxt i Kina och effekterna av den amerikanska centralbankens troliga höjning av styrräntan, spädde på investerarnas dåliga humör och fick dem att trycka på säljknappen. De senaste tre månaderna (fram till 27 augusti) har världsindex tappat cirka 9 procent i lokala valutor och avkastningen från årets början är därmed negativ (-4 %). Nedgången drabbade världen överlag. Den japanska börsen klarade fallet lite bättre medan råvaruberoende tillväxtmarknader som Ryssland och Brasilien har visat svaghet. Börsindex för Emerging Markets (MSCI EM) sjönk 19 procent under sommaren och i botten ligger Hong Kong (-23 %) och Shanghai, som har tappat hisnande 35 procent de senaste tre månaderna. En stark börsutveckling i kombination med signaler om lägre vinster bland kinesiska bolag skrämd marknadens aktörer.

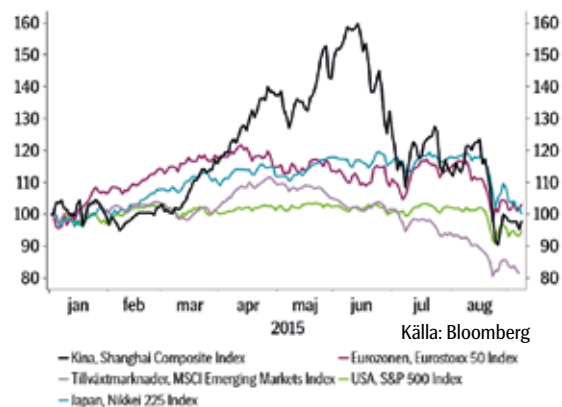
Ökad osäkerhet om vart tillväxten är på väg har fått investerarna att söka sig till defensiva branscher med stabila vinster. Konsumentrelaterade bolag och läkemedel ligger i topp hittills i år medan energi- och råvarusektorn har haft det motigt. Läkemedelsbolag i Korea och Japan är de stora vinnarna, i botten av börslistan återfinns indonesiska energiaktier.

Glädjande nog bekräftade bolagsrapporterna för andra kvartalet att utvecklingen för de europeiska bolagen går åt rätt håll. En hög andel av företagen i Europa visade bättre vinster än analytikerna hade väntat sig. Här var även försäljningstillväxten överraskande god till skillnad från i USA, där hälften av börsbolagen rapporterade sämre försäljning än marknaden hoppats på. De japanska företagen överraskade också på uppsidan, både när det gäller försäljnings- och vinsttillväxt.

Värderingen har blivit mer attraktiv

I förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven i juni 2015) skrev vi ett tema om värderingar. Vi pekade då på riskerna med den då rådande prissättningen. Marknaden är alltid mer sårbar för dåliga nyheter när vinsterna värderas högt och sommaren börsfall orsakades av sviktande tillväxtprognoser. Globala aktier har emellertid blivit billigare efter

STABIL VINSTUTVECKLING GAV STÖD ÅT EUROPA OCH JAPAN



Diagrammet visar utvecklingen i lokala valutor i år för centrala börser och regioner. Kinesiska aktier på Shanghaibörsen har åkt berg- och dalbana. Efter en stark period i början av året ledde en tilltagande oro för vinstutvecklingen till kraftigt fallande kurser. Emerging Markets har sammanlagt gått sämst i år medan Japan och Europa har klarat sig bäst med stöd av stabil vinstutveckling.

korrigeringen och handlas på P/E 15 (12 månader framåt) jämfört med ett P/E-tal på runt 17 i våras. Värderingen har sjunkit överlag men efter de kraftiga kursnedgångarna i Asien framstår regionen som attraktiv på P/E 10. Bolagens samlade vinster på global basis förväntas växa med knappt två procent i år men blickar vi framåt till 2016 är vinsttillväxten hälsosamma 11 procent. Framför allt Indien, men även Japan uppvisar stabila vinster för i år och nästa år.

Orosmoln

Den turbulenta stämningen som präglat finansmarknaderna under sommaren har flera orsaker. Kinesiska centralbanken devalverade valutan i början av augusti och detta ökade oron markant kring tillståndet i ekonomin och vad som händer med tillväxten framöver. Investerarna frågar sig om en Asienkris av samma karaktär som vi upplevde 1997-98 är under uppsegling. Hela banksystemet kom då i gungning och valutorna och aktiemarknaderna sjönk kraftigt. Andra oro smoln på finanshimlen som skymmer solen just nu är frågan om vilken effekt den amerikanska centralbankens höjning av styrräntan kommer att få och om konsumenterna i USA är beredda att öppna plånboken i tillräcklig omfattning för att få fart på de ekonomiska tillväxthjulen.

När det gäller den amerikanska konsumenten går trenden åt rätt håll med ökad tilltro till den egna ekonomin tack vare högre sysselsättning, höjda löner och en stabilare husmarknad. Vi tror även att finansmarknadens aktörer är väl medvetna om den förestående höjningen av räntan i USA, och att detta därmed kommer ske utan större dramatiska. Sannolikheten för att situationen i Kina försämras mycket snabbt är liten. Tillväxten har mattats av gradvis under kontrollerade former. De kinesiska myndigheterna har både penning- och finanspolitiska muskler för att stötta ekonomin, men agerar troligen försiktigt för att inte driva på ett osunt risktagande i den privata sektorn. Man har intensifierat stimulansåtgärder som ränte- och reservkravssänkningar och gjort fortsatta infrastruktursatsningar. Positiva tillväxteffekter av stimulanserna har ännu inte

slagit igenom fullt ut samtidigt som det finns gott om utrymme för fortsatta stödåtgärder. Kina väntas dessutom få hjälp på traven av en accelererande tillväxt i omvärlden.

Korrigeringen är logisk och hälsosam

Vi varnade för den höga värderingen i våras men var ändå inte helt beredda på den dramatik som uppstod på aktiemarknaderna. Korrigeringen har dock klara orsaker och är hälsosam. Den banar, som vi ser det, väg för nya kursuppgångar. Den minskade riskaptiten hos investerarna är ett faktum och vi får sannolikt räkna med stora rörelser under hösten. Osäkerheten är större och vi är väl medvetna om riskerna kopplade till utebliven vinsttillväxt, stigande räntor och geopolitiska beslut. Vårt huvudscenario är emellertid fortfarande ökad global tillväxt och därmed högre bolagsvinster och aktiekurser på sikt. USA bör växla upp och Eurozonen, som glädjande nog lyckats rida ut Greklandsstormen för den här gången, förbättras gradvis. Kina mjuklandar tack vare att politikerna vid behov vidtar rimliga åtgärder.

Sammantaget talar detta scenario fortsatt för globala aktier i portföljerna. Vi föredrar att investera i Europa. Tillväxten tar fart och bolagen gynnas av en svagare euro. På makronivå är inflationen låg och den Europeiska Centralbanken fortsätter med sina stödpaket. Spridningseffekterna av Greklands-krisen är hittills försumbara. Värderingen av de asiatiska bolagen har efter kursfallen nått attraktiva nivåer och vi ser bra möjligheter till "fyndköp". Investerarna är troligen alltför negativa till regionen i nuläget; tillväxten kommer sannolikt åter på banan med stöd från övriga världen. Vi fortsätter dock att undvika EM-länder med stort råvaruberoende såsom Brasilien och Ryssland. När det gäller den amerikanska marknaden har portföljerna undervikt, men även här ser bolagen billigare ut, vilket bör tas i beaktan. Sammanfattningsvis är nedgången för globala aktier hälsosam i ett längre perspektiv och vi behåller övervikten mot aktier givet vår syn på konjunkturcykeln.

LAND/ REGION	P/E 2016	VINSTTILLVÄXT 2016
USA	16,1	11,0 %
Europa	15,2	10,3 %
Japan	14,2	19,1 %
EM Asien	10,5	10,4 %
Kina	8,6	11,4 %
Indien	16,7	21,2 %
Globalt	15,4	10,8 %

Källa: JPMorgan
31 augusti 2015

Efter nedgången i somras ser globala aktier mer köpvärda ut. P/E-talet på global basis har sjunkit från 17 till 15. Vinsterna förväntas växa med hälsosamma 11 procent nästa år. Värderingen i Asien och Kina har kommit ned till mycket attraktiva nivåer men osäkerheten om vinstprognoserna kommer att hålla kvarstår. Indien och Japan uppvisar bäst förväntad vinsttillväxt för 2016.



Nordiska aktier

Historien upprepas, men ändå annorlunda

Börsen är högre värderad än snittet de senaste tio åren, men kombinationen av högre vinster och lägre räntor har tryckt upp riskpremien till mycket attraktiva nivåer. De kraftiga, men kortvariga, kursreaktionerna i samband med försommarens Greklandsdiskussioner och sensommarens Kina-oro indikerar dock att många investerare är obekväma med de senaste årens nedjusterade avkastningskrav i kombination med låg ekonomisk tillväxt. Det efterfrågelyst som vi tidigare hade räknat med skulle ta över som drivkraft för vinsterna under andra halvåret har uteblivit och när valutaeffekterna snart klingar av gör vinsterna det också.

- Högre vinster, låga räntor ger attraktiv riskpremie
- Ett fåtal bolag och valutaeffekter räddar vinsterna
- Vinstprognoserna justeras ned
- Fortsatt svag tillväxt när efterfrågelyst saknas

MED P/E 16 PÅ DEN FÖRVÄNTADE vinsten de närmaste 12 månaderna är Stockholmsbörsen inte billig i ett historiskt perspektiv, men under innevarande år har vinsterna ökat mer än börskurserna. Kombinerat med en kraftig räntenedgång 2014 och hittills 2015 har detta gjort att svenska aktier i ett relativt perspektiv åter blivit mer attraktiva än på flera år. Riskpremien på svenska aktier, definierat som vinsträntan (inverterat P/E-tal) på förväntad vinst det närmaste året minus riskfri ränta, har under sensommaren klättrat till de högsta nivåerna sedan hösten 2012. Faktum är att riskpremien endast varit högre i samband med eurokrisen 2011-2012 och i efterdyningarna från Lehmankraschen hösten 2008-våren 2009.

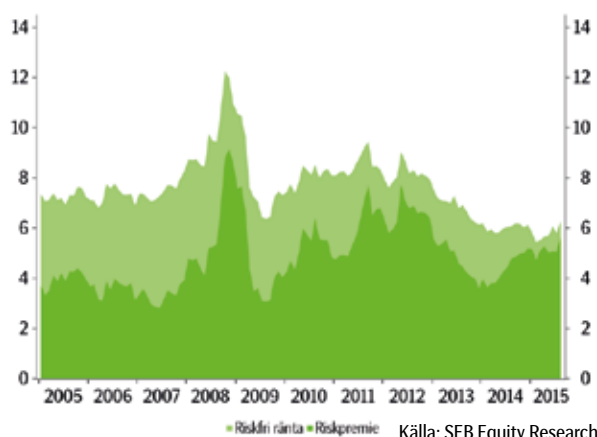
De extremt låga räntorna medför givetvis att investerare inte kan räkna med höga avkastningsnivåer från något tillgångsslag framöver, men förutsatt att vinsterna utvecklas som vi förväntar oss och att vinstmultiplarna (P/E-talet) förblir oförändrade kan svenska aktier ge drygt 8 procents värdeökning plus knappt 4 procents direktavkastning det närmaste året. Huruvida det blir utfallet återstår givetvis att se, men antagandena är inte aggressiva och jämfört med alternativen ser aktier fortsatt ut som ett bra alternativ.

Låg BNP-tillväxt ger svag vinsttillväxt och låga avkastningskrav

För femte året i rad har förhoppningarna om en tydligt förbättrad global tillväxt i allmänhet och en hetare industrikonjunktur i synnerhet kommit på skam. Svag ekonomisk tillväxt medför försämrade vinstutsikter för börsbolagen jämfört med tidigare prognoser. Konjunkturoron har periodvis varit stor även denna sommar (liksom 2014) och vi har återigen behövt skriva ned vinstprognoserna för de nordiska börsbolagen. Hittills i

år har vi justerat ned nettovinstprognosen för de nordiska bolagen med 8 procent för innevarande år och med 10 procent för nästa år. Vi räknar nu med en vinsttillväxt på 11 procent i Norden i år och på 8 procent 2016. Sverige har dock klarat sig bättre med ungefär hälften så stora nedjusteringar under året och en högre förväntad tillväxt. För Danmark och Finland är det istället upprevideringar för innevarande år och en ännu bättre vinsttillväxt än i Sverige. De stora problemen återfinns i Norge där vinsterna faller i år och där ingen nämnvärd förbättring väntas 2016, trots att vi då använder oljeprisprognoser för nästa år som är mer än 15 procent över dagens. Merparten av vinsttillväxten 2015 är dessutom en effekt av svaga valutor i Norden, särskilt jämfört med dollarn och därtill knutna valutor. Vinstrevideringarna hade varit än mer negativa om det inte hade varit för eurons och kronornas försvagning mot dollarn under inledningen av 2015.

AVKASTNINGSKRAVET ÄR LÄGRE MEN RISKPREMIEN HÖG



Diagrammet visar avkastningskravet på svenska aktier uppdelat i riskfri ränta och riskpremie på aktier. Avkastningskravet definieras som vinsträntan (inverterat P/E-tal) på vår aggregerade vinstprognos de närmaste 12 månaderna för börsbolagen på Stockholmsbörsen. Riskpremien definieras som avkastningskravet minus riskfri ränta. Den svenska aktiemarknaden är högre värderad idag än snittet de senaste tio åren, men hela uppvärderingen och lite till kan förklaras av räntenedgången. Riskpremien är idag högre än snittet och har endast varit högre i samband med eurokrisen 2011/2012 och strax efter Lehmankraschen.

Om vi istället delar upp marknaden i branscher syns bredden av nedjusteringarna tydligt. Nästan samtliga sektorer har drabbats, men samtidigt är dramatiken allra mest tydlig inom olja/gas med underleverantörer och om vi lägger till kraft (vars problem också utgörs av lägre energipriser) i samma grupp blir bilden ännu tydligare. Vinstprognoserna har mer än halverats för oljesektorn och om inte den oljeprisuppgång som vi prognostiserar till 2016 infinner sig kommer ytterligare nedjusteringar att behöva göras.

Hälsövård sticker också ut. Det är den enda sektor där vinstprognoserna istället har justerats upp för både 2015 och 2016. Detta förklaras huvudsakligen av framgångarna för danska diabetesvårdbolaget Novo Nordisk. Intressant är även att sektorer som främst är orienterade mot de inhemska marknaderna såsom bank/finans och fastighet/bygg är så gott som oförändrade.

På den positiva sidan betyder svagare BNP-tillväxt än tidigare förväntat att penningpolitiken kommer att förbli stimulerande i Europa och Asien samt att eventuella räntehöjningar i USA blir långsammare och försiktigare än historiskt normalt. En fortsatt lätt penningpolitik är positivt för börserna och kompenserar i stor utsträckning för den något sämre vinsttillväxten.

Stjärnor, valuta och besparingar räddar vinsterna

Vinsttillväxten genereras, förutom av valutaeffekter, även av omfattande kostnadsbesparingar i många stora bolag. Välkända exempel i Sverige är Ericsson, Volvo, SKF, Husqvarna och Sandvik som alla genomför omfattande besparingsprogram. På den positiva sidan finns det i Norden även ett antal globalt verksamma bolag vars koncept eller nischer röner stora internationella framgångar. Vinsttillväxten i dessa är stor nog att påtagligt influera de aggregerade siffrorna. Välkända och stora tillväxtbolag som Assa Abloy, SCA, Hexagon, Hennes & Mauritz, Kone, Novo Nordisk, Coloplast och Pandora ligger tillsammans bakom 85 procent av den förväntade aggregerade vinsttillväxten i Norden

2011-2016. Dessa åtta framgångsrika bolag genererade 2011 cirka 9 procent av de nordiska börsbolagens totala vinster, en andel som väntas öka till 16 procent 2016.

Kina tappar tempo, men från höga tillväxtnivåer

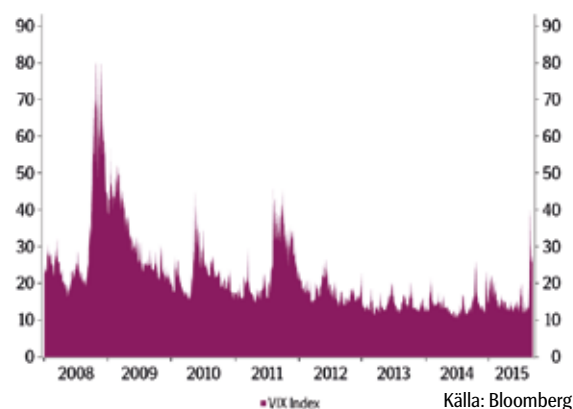
Under sommaren har investerarna uppvisat en närmast panikartad oro över den kinesiska konjunkturavmattningen och dess földeffekter. BNP-tillväxten viker gradvis, från extremt goda nivåer under flera decennier, och tyngdpunkten i ekonomin förskjuts från infrastrukturinvesteringar mot privatkonsumtion. Utvecklingen i Kina är mycket viktig för världsekonomin och de flesta stora börsbolag i Norden har någon form av exponering mot landet – för flera är det den enskilt viktigaste marknaden. Men avmattningen i Kina är inte ett nytt fenomen och det finns ännu inga tydliga tecken på någon dramatisk tempoförändring.

Kommunikationen från bolagen rörande marknaden i Kina har på senare tid varit mycket lik den i samband med rapporterna för årets första och andra kvartal. Bolag med exponering mot tung industri och byggande beskrev i de senaste kvartalsrapporterna att de ser en gradvis avmattning, men ingen kollaps, medan bolag med mer konsumentinriktade produkter som Henne & Mauritz, SCA och Pandora ser en fortsatt stark efterfrågetillväxt. Därtill finns även en del andra tydliga trender exempelvis att lyxvaror, inklusive exklusiva bilar av europeiska varumärken, säljer sämre jämfört med inhemska bilproducenter.

Greklandsstruget fortsätter

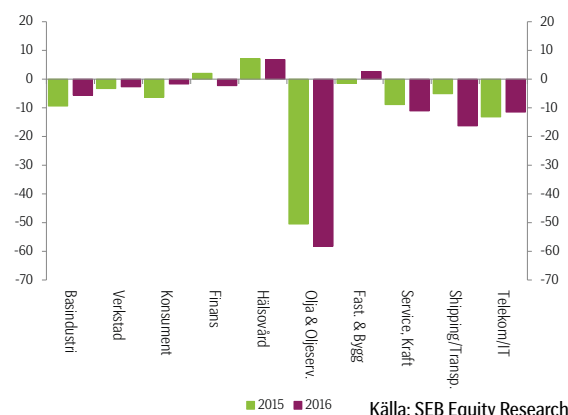
Även Grekland, vars ekonomiska och finansiella kris egentligen varit mer eller mindre konstant sedan 2008, har under sommaren varit föremål för en hel del oro i finansmarknaden. Detta på grund av att landet av många anses utgöra en stor politisk risk (såsom inspirationskälla för väljarna i andra Sydeuropeiska länder). Ekonomiskt och finansiellt är landet idag allt för litet för att ha någon större betydelse för omvärlden.

VIX INDIKERAR ATT KINAORON SKAPADE PANIK I AUGUSTI



Diagrammet visar VIX-index, som är en god indikator på de amerikanska investerarnas oro. Indexet baseras på den implicita volatiliteten i optionsmarknaden. Under 1990-talet, liksom under de senaste sex åren har det ofta varit en bra strategi att köpa aktier när investerarna drabbas av extrem oro, men under 2000-2008 var samma strategi förlustbringande.

SEKTORSKILLNADER I NEDJUSTERADE VINSTPROGNOSE



Diagrammet visar de procentuella justeringarna av vinstprognoserna för nordiska börsbolag uppdelat per sektor. Kraftiga sänkningar i oljesektorn sticker ut, men även prognoserna för andra cykliska industrier och telekomindustrin har justerats ned i år. Justeringarna är positiva i hälsovårdssektorn, medan justeringarna är helt odramatiska inom konsument-, finans- samt bygg- och fastighetssektorerna.

Trendbrott i USA adderar oro

Såväl Kinaoron som Greklandsonen spädades på av förväntningarna om den amerikanska centralbanken Federal Reserves (Feds) förestående räntehöjning som kommer att markera slutet på nollräntepolitiken i USA. Trots att styrräntan ändå kommer att vara extremt låg i ett historiskt perspektiv och att höjningstempot framöver väntas bli ovanligt långsamt finns det en historik i USA av att den första räntehöjningen följs av en serie snabba höjningar, vilket skulle kunna få betydande följd effekter om mönstret mot förmodan upprepas även denna gång. Vi räknar inte alls med en sådan ränteutveckling denna gång och det är inte heller konsensusstron, men risken har ändå bidragit med viss oro under sommaren.

Vad betyder oron och vad bör investerare göra?

Gemensamt för de tre oroshärdarna är att de under kortare stunder skapade kraftiga säljtryck i aktiemarknaden trots att det inte framkommit någon ny information som kunde förväntas inverka signifikant på börsbolagens vinstutveckling. I samband med "Kinaoron" steg klassiska orosindikatorer som VIX index (implicit volatilitet i amerikanska optioner) och put/call-kvoten (andelen säljoptioner relativt köpoptioner) till de högsta nivåerna sedan Lehmankraschen. De enda tillfällena som VIX tidigare varit i närheten av de extrema nivåer som nyss tangerades var i samband med eurokrisen 2011/2012 och vid terrorattackerna i september 2001.

Utan att förringa hur oerhört negativt det skulle vara för världsekonomin och de nordiska börsbolagens vinstutveckling om den kinesiska ekonomin faktiskt skulle kollapsa, menar vi att den egentliga förklaringen bakom sommar-

oron sannolikt är något helt annat. Trots penningpolitiska stimulanser på en nivå som aldrig tidigare upplevts och som pågått under flera år är den ekonomiska tillväxten svag och vinsttillväxten i bolagen är inte imponerande. Vi bedömer att detta gör många investerare nervösa, då situationen upplevs som bräcklig.

Dessutom finns det sannolikt idag många investerare som tar en högre risk än de egentligen är bekväma med och vad de historiskt brukat göra eftersom det är det enda sättet att få avkastning. De som i utgångsläget har en högre risk än de egentligen önskar har sannolikt extra lätt att ryckas med när omgivningen uppvisar oro och hastigt säljer av värdepapper.

Det fina med den påtagliga nervositeten i finansmarknaden är att det historiskt (åtminstone sedan 2009 och under 1990-talet) varit en bra strategi att köpa aktier på 6-12 månaders sikt nästan varje gång VIX rusat över 25 (en nivå VIX senast gick över den 24 augusti i år). Statistiken är dock inte entydig; under perioden 2000-2008 fungerade det sällan i ett 6-12 månadersperspektiv att köpa aktier när oron gick i taket. En kritisk skillnad mellan 1990-talet och perioden från 2009 mot perioden 2000-2008 är värderingarna, som var betydligt högre efter det att IT-bubblan brustit. En annan skillnad är den långsiktiga trenden för börsen som var positiv på 90-talet samt efter 2009 men däremot var negativ 2000-2008. Vi bedömer att situationen idag är mer lik den under de två positiva perioderna än den negativa, varför det bör vara kortsiktigt rätt att gå mot den allmänna oron.

% Ränteinvesteringar

Fortsatt låga räntor, men räkna med hög volatilitet

Aktiviteten hos världens centralbanker har varit och förväntas bli fortsatt hög. Vad som däremot ter sig annorlunda när vi blickar framåt är inslagen av åtstramande åtgärder och inte enbart penningpolitiska stimulanser. Federal Reserve (Fed) i USA och Bank of England väntas höja sina styrräntor under hösten, medan Europeiska Centralbanken (ECB), Bank of Japan och Riksbanken bedöms fortsätta stimulera ekonomin. Obligationsräntorna under 2015 har varit volatila och det finns anledning att tro att volatiliteten består. En av anledningarna till detta är försämrade likviditet i obligationsmarknaden, något som är drivet av nya regleringar för bankernas obligationshandel tillsammans med minskat utbud av obligationer i kölvattnet av centralbankernas köp. Räntenivåerna för såväl statsobligationer som företagskrediter inom olika segment (High Yield och Investment Grade) har varierat påtagligt under året.

- Fortsatt hög aktivitet från världens centralbanker
- Stabilt företagsklimat ger lågt antal konkurser
- Fortsatt osäkerhet inom tillväxtmarknader

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Den kraftiga ränteuppgång som inleddes under våren kulminerade under första veckan i juli och sedan dess har statsobligationsräntor fallit på bred front. Främsta anledningen till detta har varit ökad osäkerhet kring de globala tillväxtutsikterna, men även ovisshet kring när Federal Reserve ska påbörja sina styrräntehöjningar.

Inte frågan om Fed höjer, utan när och i vilken takt

I USA är förutsättningarna annorlunda än i Europa, skillnaden mellan de amerikanska och tyska 10-åriga statsobligationsräntorna visas i grafen här intill. En stabil amerikansk utveckling av privatkonsumtion och fastighetspriser anförda av en stabil arbetsmarknad har skapat såväl tillväxt som inflation. Det har därför spekulerats om tidpunkten för Feds första höjning av styrräntan. Vår bedömning är en inledande höjning av styrräntan med 0,25 procentenheter i september. Det är troligt att Fed efter en inledande höjning avvaktar med ytterligare åtgärder under en tid, för att sedan anpassa den fortsatta höjningscykeln utifrån hur ekonomin utvecklas.

Balansakten fortsätter för ECB

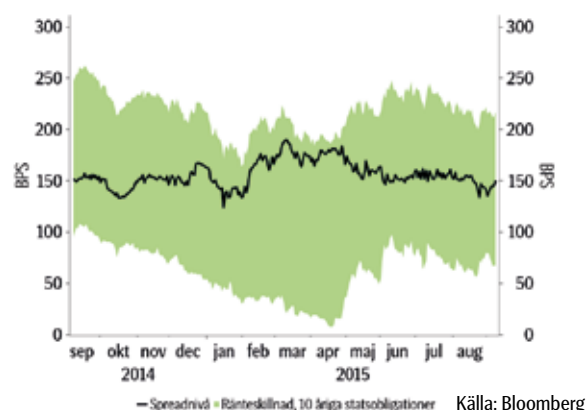
Jämfört med Federal Reserve har den Europeiska Centralbanken ett annat utgångsläge. ECB har att ta hänsyn till den starka utvecklingen i tysk ekonomi, samtidigt som länder tidigare grupperade under begreppet "GIIPS" (Grekland, Italien, Irland, Portugal och Spanien) behöver fortsatt stimulans för att bibehålla återhämtningen. Sommarens stödåtgärder till Grekland visar tydligt på hur fragmenterade och spretiga de ekonomiska förutsättningar

är i Europa. ECB lär dock fortsätta med det sjösatta återköpsprogrammet, som är tänkt att pågå till september 2016, och som pekar mot en utdragen period med korta räntor nära noll och en oförändrad styrränta.

Riksbanken kan komma att sätta nya rekord

Den svenska reporäntan ligger efter två sänkningar hittills i år på rekordlåga -0,35 procent. Vår prognos är att det kommer ytterligare en sänkning till -0,45 procent. Till detta bör läggas Riksbankens köp av obligationer som enligt plan väntas löpa till slutet av 2015 och uppgå till SEK 135 mdr. Syftet med dessa manövrar är att stimulera efterfrågan och därmed undanröja deflationstendenser, men även indirekt att hålla tillbaka värdet på den svenska kronan. Vår prognos är att styrräntan i Sverige förblir negativ under hela 2016 och att en normalisering sker först under 2017.

STABILISERING AV RÄNTESKILLNADERNA



De amerikanska och tyska 10-årsräntorna har gått ned under första halvan av 2015. ECB:s köp av obligationer påbörjades under våren och förklarar en del av den större kursnedgången för de tyska obligationerna. Observera att ränteskillnaden under sommarmånaderna har varit stabil vid 1,50 procentenheter.

Företagsobligationer – Investment Grade och High Yield

Året inleddes med snäva kreditspreadar (skillnaden mellan statsobligationsräntan och företagsobligationsräntan) på både Investment Grade (IG) och High Yield (HY), vilka fortsatte att gå ihop under våren. Dessa vidgades dock kraftigt under senvåren av rädslan för ett grekiskt utträde ur EMU, samt vilka följer en "Grexit" skulle kunna få för den europeiska ekonomin. Kulmen nåddes i slutet av juni precis innan uppgörelsen med Grekland kom på plats. Under sommarmånaderna gick kreditspreadarna ihop, dock inte ned till de nivåer som inledde året, för att sedan återigen vidgas i samband med turbulensen i mitten av augusti.

De växande kreditspreadarna innebar också att avkastningskurvan blev brantare, vilket medförde att kurserna på obligationer med längre löptider föll mer än de med korta löptider (som påverkas mer av centralbankernas styrräntor). Centralbankernas köp av obligationer är ett stöd för företagsobligationsmarknaden och har en stabiliserande effekt på kreditspreadarna. Det finns dock en del orosmoln som kan skapa volatilitet, vilket vi har fått uppleva de senaste veckorna. Osäkerhet kring Kinas tillväxt, konkursrisker bland råvaruproducerande bolag (oljesektor och gruvbolag), konsekvenser av en amerikansk räntehöjning samt den pyrande osäkerheten om Grekland är alla faktorer som påverkar prissättningen av företagsobligationer.

Stabila konkursrisker trots oro

Risken för att företag går i konkurs har i stort sett varit oförändrad under året trots den ekonomiska oron. Ratinginstitutet Moody's anger att antalet konkurser i bolag som de analyserar per den sista juli i år uppgår till 45 jämfört med 31 för samma period 2014. De sektorer som sticker ut på den negativa sidan är olja & gas (25%) samt metallexponerade bolag (20%). Av de 45 konkurser som skett under 2015 är 31 nordamerikanska och endast 6 är

europeiska. Prognosen för kommande tolv månader är en begränsad uppgång av antalet konkurser i Nordamerika, detta trots att marknaden består till 15 procent av bolag med anknytning till energisektorn. Inom europeisk High Yield spås däremot en lätt nedgång i konkursfrekvensen, detta då energisektorn väger betydligt mindre inom europeisk High Yield.

Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)

Utsikterna för tillväxtmarknaderna är fortsatt osäkra. Politisk osäkerhet i Argentina och Brasilien kombinerat med fallande råvarupriser pressar de enskilda ländernas ekonomier och ökar osäkerheten kring betalningsförmågan. En amerikansk räntehöjning kan även komma att sätta delar av EM-kollektivet under ytterligare press, detta då länder med höga bytesbalansunderskott är mer känsliga för stigande USD-räntor. Detta drabbar främst Turkiet, Sydafrika och Indonesien och skapar en extra börda för dessa länders obligationsmarknader.

Under de senaste kvartalen har tillväxten i Asien stagnerat på grund av Kinas minskande efterfrågan. Till de positiva faktorerna hör att råvarupriser fortsatt att sjunka och därmed har inflationstrycket minskat samtidigt som konsumtionen har kunnat stabiliseras. Thailand och Singapore har i nuläget deflation. Detta har lett till förväntningar om fortsatta styrräntesänkningar i regionen, då främst i Indien och Kina. Den indiska styrräntan är idag 7,25 procent och den kinesiska 4,60 procent. Jämfört med styrräntenivåerna i Europa och USA finns det mycket att göra. Men dessa stimulanser kan inte ensamma vända utvecklingen utan det krävs också strukturella åtgärder. Krafttag måste tas mot korruption och bristande regelefterlevnad. Den stagnation vi nu upplever inom delar av Emerging Markets kan lätt förvärras till recession i främst Brasilien, Argentina och Turkiet.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,4 %	-0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,7 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-2,6 %	-1,1 %	0,2 %	4,2 %	3,8 %	3,9 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,2 %	1,5 %	0,7 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,5 %	3,8 %	4,3 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Emerging Market Debt	1 2 3 4 5 6 7	7,1 %	7,1 %	6,5 %	9,5 %	9,5 %	9,8 %

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.

Källa: SEB



Alternativa investeringar

Lägre volatilitet kan skapa investeringsmöjligheter

De kraftiga rörelserna på världens finansmarknader de senaste månaderna har förändrat bilden och skapar i nuläget såväl möjligheter som svårigheter för hedgefonder. Året inleddes i ett klimat som tycktes gynna de flesta hedgefondsstrategier. Starka börser, tydliga trender och förutsägbara ränte- och valutarörelser var ingredienser som innebar god utveckling under våren och försommaren för hedgefondskollektivet.

- Starka börser och förutsägbarhet gav stark inledning av året
- Trendbrott på flera fronter under senvåren
- Osäkerhet skapar ökad volatilitet under slutet av sommaren

Hedgefonder – Sommarens svårigheter kan ge möjligheter under hösten

Efter en stabil och förhållandevis händelsefattig inledning av hedgefondåret kom sommarmånaderna att erbjuda det motsatta. Den utdragna förhandlingen kring Greklands skulder och eurosamarbetet, och osäkerheten kring Kinas tillväxt, grumlade den tidigare tydliga bilden. Den tilltagande volatiliteten undgick inte hedgefonder och de flesta strategier gav negativ avkastning under sommaren. Förutsatt att global konjunkturdata den närmaste tiden faller någorlunda väl ut bör en stabilisering på de finansiella marknaderna kunna ske under hösten. En lägre volatilitet och en återgång till mer fundamentalt drivna marknader kan skapa goda investeringsmöjligheter.

Equity Long/Short

Trots att händelserna under sommaren gav förvaltare av Equity Long/Short huvudbry levererade strategin bra avkastning fram till den skarpa nedgången i slutet av augusti. Den goda avkastningen för strategin i kölvattnet av börsårets starka inledning kunde någorlunda väl bibehållas genom turbulensen under sommaren. Framtida stabilitet i aktiemarknaden med återgång till fokus på fundamentala faktorer bör vara gynnsamt för strategin och kan skapa förutsättningar för en återhämtning.

Relative Value

Under föregående år hade strategin påtagliga problem att skapa avkastning. Penningpolitiska stimulanser runtom i världen höll nere redan låga räntenivåer, vilket gav få möjligheter att skapa avkastning. Så här långt i år har Relative Value dock lyckats väl. Ökad volatilitet på räntemarknaden har skapat gott om affärsmöjligheter, samtidigt som investeringsfilosofin har uppvisat motståndskraft i turbulensen under sommaren.

Event Driven

Trots att förutsättningarna för Merger Arbitrage sett till affärsvolymerna har varit bra under året har strategin haft problem att leverera avkastning. Nya regleringar på båda sidor av Atlanten har skapat osäkerhet och påverkat prisbilden negativt. Även det faktum att ett fåtal tongivande affärer har spruckit är skäl till att strategin har haft ett svårt år hittills. Kategorin "Special Situations", som också faller inom ramen för Event Driven, tenderar att korrelera med aktier under perioder av stress, vilket har missgynnat utvecklingen under sommaren.

Macro/CTA

Såväl makrofonderna som de mer trendföljande CTA-fonderna hade en stark inledning av året. Starka aktiemarknader, fallande räntor och dollarförstärkning var trender som skapade goda förutsättningar. Trendbrottet för samtliga faktorer i slutet av april blev smärtsamt för flera CTA-förvaltare som inte hann ställa om sina portföljer. Makrofonderna manövrerade sig bättre genom turbulensen. Den korrigering som skedde på marknaderna i slutet av augusti har öppnat dörren för att etablera nya trender om kommande makrodata ingjuter förtroende.

SVÄRNAVIGERAD TURBULENS UNDER SOMMAREN



Turbulensen under sommarmånaderna har gjort tillvaron betydligt mer komplicerad för hedgefonder. De flesta strategier har påverkats negativt, dock i varierande grad.

Råvaror – Oljepriset förblir lågt de närmaste åren

Sedan i början av juni har oljepriset (Brent) fallit med cirka en fjärdedel. Ett fortsatt överutbud i kombination oro över Kinas tillväxt ligger bakom det kraftiga fallet. Inget tyder på att oljemarknaden kommer i balans under vare sig i år eller nästa år varför vi räknar med ett fortsatt lågt pris.

Vid inledningen av året var förväntningarna att OPEC skulle minska produktionen för att nå marknadsbalans. På tvärs emot den prognosen har OPEC istället ökat produktionen. Vidare är nu Irans kärnenergiavtal på plats, endast ett godkännande i den amerikanska kongressen (omröstning kommer genomföras i mitten av september) kvarstår för att sanktionerna mot landet kan börja lyftas. Givet ett positivt utfall i omröstningen kommer Iran, med start mot slutet av året, gradvis att komma tillbaka till de produktionsnivåer som gällde före sanktionerna. Det innebär ett utbudstillskott om cirka 1 miljon fat per dag under 2016 och 2017, vilket därefter väntas stiga ytterligare något.

Den största överraskningen i år är motståndskraften i amerikansk skifferoljeproduktion. Trots det dramatiska prisfallet har produktionen varit väldigt stabil. Antal riggar i bruk har minskat med 60 procent sedan årsskiftet och investeringarna med cirka 40 procent, men produktionen har inte fallit. Produktionskostnaderna har däremot fallit dramatiskt, antal borrhälsar per källa har halverats, samtidigt som producerad volym per källa har fortsatt att öka. Amerikansk skifferolja kan inte längre betraktas som högstkostnadsproduktion. Vi räknar dock med en något minskad produktion under 2016.

Det lägre oljepriset har lett till ökad efterfrågan. Amerikansk efterfrågan har visats sig vara väldigt priselastisk, Kinas efterfrågan är fortsatt stabil och i Europa stiger efterfrågan för första gången sedan 2009. Vår bedömning är att detta ändå inte är tillräckligt för att utbud och efterfrågan i oljemarknaden ska nå balans. Tidigare räknade vi med att marknadsbalans skulle nås under 2016, nu är vår prognos att balans kommer att nås tidigast under 2017.

Trots att oljelagren i OECD ökat kraftigt under både 2014 och 2015 och väntas stiga ytterligare under 2016, till följd av obalansen i marknaden, är vår bedömning att det inte leder till brist på lagerutrymme. USA har till exempel utrymme för ytterligare cirka 600 miljoner fat.

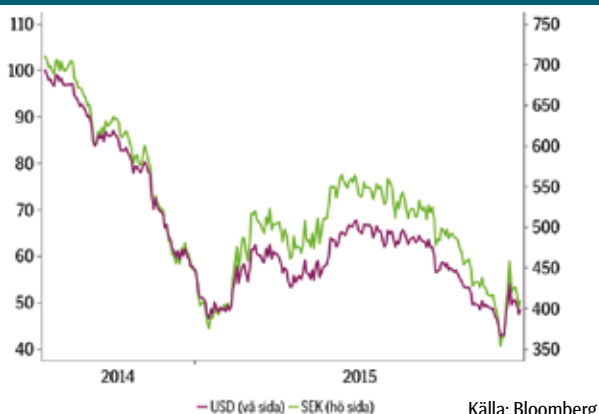
Som en följd av det fortsatta överutbudet förväntar vi oss ett oljepris (brent) runt 50 USD per fat under resterande del av innevarande år och att genomsnittspriset under nästa år landar cirka 5 USD högre. Detta är en nedjustering mot tidigare prognos med cirka 15 USD per fat.

Svagare tillväxt i Kina ger avtryck

Oro för kinesisk tillväxt har satt kraftiga avtryck i råvarumarknaden. Det är logiskt då landet är världens överlägset största konsument av till exempel flera industrimetaller, en konsumtionsandel som dessutom varit stigande. Som exempel kan nämnas Kinas kopparkonsumtion som är 11 miljoner ton av total global konsumtion på 23 miljoner ton. 2008 låg den på 5 miljoner ton (global konsumtion var då 18 miljoner ton). Av global konsumtion är Kinas andel nu över 50 procent för både aluminium och nickel, och cirka 50 procent för koppar. Kinas andel av global oljekonsumtion är cirka 10 procent.

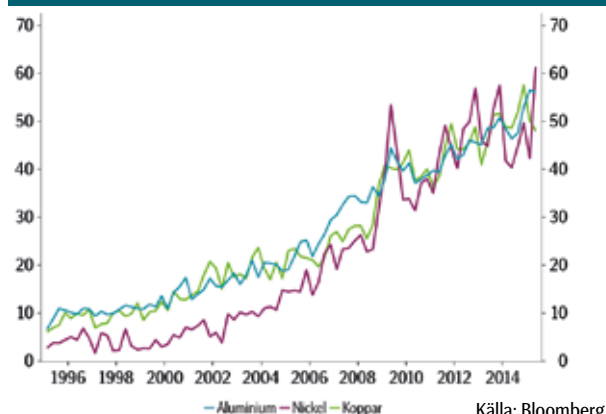
Korrelationen mellan den amerikanska dollarn och råvaror har varit stark, där en stärkt dollar har lett till fallande råvarupris. Majoriteten av produktionen sker i länder utanför USA, så uttryckt i lokal valuta är senaste årets prisfall mindre dramatiskt. För nickel till exempel, som är den mest cykliska metallen, sker en stor del av produktionen i Ryssland. Kina som står för över 50 procent av global aluminiumkonsumtion står för en ännu större andel men är sedan en tid nettoexportör av metallen, en försvagad kinesisk valuta ger därmed stöd åt lönsamheten. Vi räknar med ett aluminiumpris runt nuvarande nivåer även om ett år. Även nickelpriiset kommer att ha svårt att stiga innan lagren faller och produktionen minskar. För koppar är vår bedömning att priset är något lägre om ett år.

EN HALVERING AV OLJEPRISET



Grafen visar oljeprisutvecklingen (Brent) det senaste året uttryckt i USD respektive SEK. Som framgår har vårens och sommarens utveckling varit mycket volatil. Då valutorna också rört sig mycket är utvecklingen uttryckt i till exempel SEK än mer volatil.

KINAS ANDEL AV GLOBAL METALLKONSUMTION ÄR BETYDANDE



Som framgår av grafen ovan står Kina för över 50 procent av global konsumtion i både koppar, aluminium och nickel. Andelen har dessutom varit kraftigt stigande de senaste 20 åren. När marknaden nu börjat oro sig för tillväxten i landet är det inte ologiskt att detta sätter avtryck i metallpriserna.



Valutor

Centralbanker styr men fundamenta blir viktigare

Sedan flera år tillbaka har penningpolitiken styrt valutamarknadens utsikter. Nivån på styrräntor har dock inte varit avgörande, utan förändringen i penningpolitiken har varit den dominerande faktorn för växelkurser. Förväntningar på att Federal Reserve (Fed) och Bank of England (BoE) snart ska höja sina styrräntor har tagit USD och GBP till flerårshögsta och detta innan dessa centralbanker de facto har påbörjat en åtstramning. Med varaktigt lågt inflationstryck globalt blir en svagare valuta ett av få sätt att "skapa" inflation. Därmed har ett tydligt beroende vuxit fram mellan utsikterna för penningpolitiken och hur växelkursen utvecklas. Stramare penningpolitiska utsikter belönas med starkare växelkurs och dämpar också behovet av att verkligen strama åt.

- USD – fortsatt stark, men balanserad riskbild
- EUR – låg inflation accentuerar behovet av en svag euro.
- JPY – attraktivt värderad men fortsätter att falla
- GBP – i väntan på Bank of England
- CHF – övervärderad mot kronan
- SEK – Riksbanken bromsar underliggande positiva faktorer
- NOK – billig, men för tidigt att kliva in

Under augusti sjönk världens börser kraftigt då oron för kinesisk tillväxt eskalerade. Den utlösande faktorn var Kinas devalvering av yuanen (CNY). Att Kina skriver ned värdet på sin valuta är inte så förvånande givet hur starkt den reala handelsviktade växelkursen har utvecklats de senaste 5-10 åren. Vår bedömning är att Kina tillåter ytterligare depreciering av valutan. Vår bild är samtidigt att den globala oron är överdriven, men den minskade riskaptiten visar att fundamenta och tillväxtutsikter kommer att spela en mer avgörande roll för valutamarknaden. Under denna period föll dollarn kraftigt samtidigt som kronan stärktes (vilket inte är det normala mönstret då dollarn brukar vara tillflyktsort i tider av turbulens). En delförklaring till USD-fallet kommer av att flera centralbanker, särskilt inom Emerging Markets, bromsar sina egna valutors fall genom att sälja amerikanska statspapper. Just frågan om globala valutareserver är relevant för USD-analysen. Att Kina går mot att öppna sina finansiella marknader och göra valutan mer konvertibel leder inte bara till att Kina släpper sin koppling mot USD, men även att dollarns status i reservportföljer kommer att minska. Dessa faktorer kommer att vara USD-negativa kommande år.

Råvaruvalutor kommer att vara fortsatt svaga. Euron kommer fortsätta falla, men kortsiktigt ser vi att den får visst stöd av svag riskaptit. Den svenska kronan rankar vi som en av de starkare valutorna och det är bara ytterligare Riksbanks-agerande som motverkar underliggande positiva drivkrafter. Utvecklingsländers valutor har fallit till rekordsvaga nivåer. Vi tror att de fortsätter att vara sårbara i en miljö som bjuder på risk för tillväxtbesvikelser.

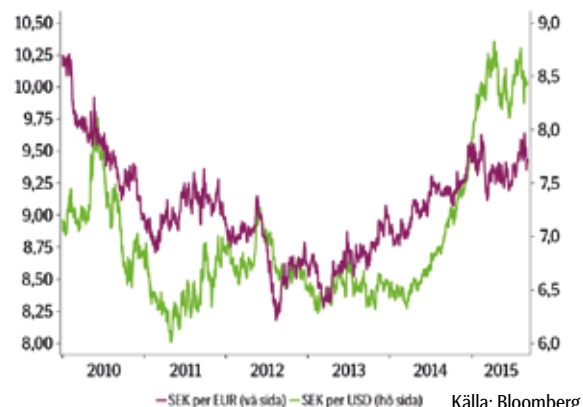
USD – Fortsatt stark, balanserad riskbild

Vi behåller prognosen att Fed höjer räntan redan nu i september. Samtidigt tror vi att Fed kommer att gå mycket försiktigt fram med ytterligare höjningar. USD kommer därmed att ha svårt att få ett mer varaktigt stöd från räntehöjningsövertäckningar. Att USD fortsätter att stärkas blir därmed avhängigt av att ekonomin utvecklas i linje med våra ekonomiska prognoser samt att andra centralbanker (ECB och Bank of Japan) fortsätter med sina stimulanspaket. Den samlade bilden kommande sex månader är ändå att USD fortsätter att stärkas, men att det kortsiktigt finns risker kopplade till positionering och riskaptit.

JPY – attraktivt värderad, men fortsatt fall

Den japanska valutan har i handelsviktade termer fallit över 30 procent sedan toppen 2012 och enligt våra värderingsmodeller är JPY undervärderad. Samtidigt är förväntningarna låga på att premiärminister Abes ekonomiska program i tre steg kommer att uppfylla de uppsatta målen (framför allt att varaktigt nå inflationsmålet på 2 %), och vi väntar oss ytterligare expansiva åtgärder från centralbanken. Lyckas Bank of Japan (BoJ) med inflationsmålpolitiken är det också troligt att lokala förvaltare fortsätter att sänka

UTMANINGAR FÖR RIKSBANKEN



Trots negativ reporänta och obligationsköp på totalt 135 mdr har kronan inte försvagats under 2015. Eventuellt senarelagd styrräntehöjning från amerikanska Federal Reserve och eventuellt ökade kvantitativa köp från Europeiska Centralbanken ger Riksbanken utmaningar i strävan att försvaga den undervärderade kronan.

andelen japanska räntepapper i sina portföljer till förmån för andra bättre realt avkastande värdepapper.

EUR – låg inflation ger behov av svag euro

Den europeiska ekonomin fortsätter att återhämta sig och våra tillväxtprognoser över den långsiktiga trenden för Euroland. Euron får stöd från bytesbalansöverskottet som ligger stabilt nära tre procent av BNP, men portföljförvaltare uppvisar samtidigt ett relativt litet intresse för europeiska aktier/obligationer jämfört med för 6-12 månader sedan. I handelsviktade termer är euron rejält undervärderad, men vi ser få faktorer som kan bidra till en snabb omsvängning. Så länge riskerna för inflationen är på nedsidan kommer ECB hålla ett öga på euron och eventuellt till och med öka tempot i stödjande kvantitativa tillgångsköp. Även om man tillfälligt löst Greklandskrisen, finns det fog att behålla en politisk riskpremie på euron.

GBP – i väntan på Bank of England

Efter USA:s är Bank of England (BoE) nästa centralbank att höja räntan. Pundet har från historiskt svaga nivåer redan blivit övervärderat mot bland andra den svenska kronan. Vi tror dock att det är för tidigt att gå emot denna trend eftersom BoE är i en höjningsfas och Riksbanken i en lättnadsfas. Därmed fortsätter pundet att utvecklas som dollarn med liknande risker och möjligheter.

CHF – övervärderad mot kronan

Efter att den schweiziska centralbanken släppt golvet mot euron i våras och schweizerfrancen (CHF) stärkts ytterligare 15 procent, går landet mot en utdragen period av deflation. Men trots valutans styrka har inte exporten drabbats så hårt som förväntat och landet kan uppenbarligen hantera växelkursuppgången rimligt bra. Vi behåller vår prognos att EUR/CHF successivt stiger mot 1,10, men givet det politiska läget i eurozonen kan nya kapitalinflöden till Schweiz inte uteslutas. Därmed kommer valutan att fortsätta handlas starkare än vad fundamentala värderingsmodeller ger - cirka 1,15-1,20 mot euron. Mot svenska kronan tror vi CHF kommer falla i måttlig takt närmaste åren.

SEK – Riksbanken bromsar positiva faktorer

När vi rankar valutor är kronan en av de kandidater vi vill köpa. Motiveringen är en förväntan om stark tillväxt 2015/16, Sveriges fortsatt stora bytesbalansöverskott och det faktum att många aktörer har sålt kronan och positioneringen därför borgar för positiva flöden eftersom kronan är undervärderad. På grund av det underliggande apprecieringstrycket har Riksbanken tvingats agera mycket kraftfullt genom att sänka räntan under noll samt sjösätta stora program för tillgångsköp. Under kommande månader finns en risk att inflationen blir lägre än Riksbankens prognos och därmed kommer också Riksbanken tvingas att expandera penningpolitiken en sista gång. När väl inflationen når 1,5 procent i årstakt (sent 2015) tror vi att Riksbanken kan sänka garden något, vilket också ger kronan möjlighet att stärkas igen.

NOK – billig, men för tidigt att kliva in

Föga förvånande har läget försämrats för norsk ekonomi då oljepriset fallit 50-60 procent sedan förra sommaren. Även sektorer utanför oljesektorn har bromsat in. Frågan är hur stora spridningseffekter en svagare oljesektor får? Det kommer att ta tid att utvärdera dessa, vilket på kort sikt ger en negativ riskbild för norsk ekonomi. Norge har dock större möjligheter än de flesta andra råvaruproducerande länder att expandera finanspolitiken för att stärka upp exportbortfallet. Inflationen är fortfarande nära centralbankens mål och dessutom köper Norges Bank dagligen statspapper till ett värde av 700 MNOK för överföring till den norska oljefonden. Valutan är därtill rekordsvag, vilket kan vara ett skäl för Norges Bank att avvakta med ytterligare räntesänkningar. Sammantaget ser vi risker för att tillväxten blir svag och att Norges Bank tvingas fortsätta att sänka räntan. Om höstbudgeten går i en mera expansiv riktning har det positiva effekter på såväl tillväxt som flöden. Vi letar efter ett läge för att rekommendera köp av NOK, men vi är inte riktigt där ännu.

VALUTA- PAR	VALUTAKURS			FÖRÄNDRING %		
	Nu*	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q4 2015	Q1 2016
EUR/USD	1,12	1,10	1,08	1,04	-3,2	-6,8
EUR/SEK	9,43	9,40	9,20	9,00	-2,3	-4,4
EUR/NOK	9,26	9,25	9,40	9,35	1,8	1,3
USD/SEK	8,44	8,55	8,52	8,65	1,0	2,6
USD/NOK	8,29	8,41	8,70	8,99	5,2	8,7
EUR/CHF	1,09	1,09	1,09	1,10	-0,2	0,7
CHF/SEK	8,63	8,62	8,44	8,18	-2,1	-5,1
EUR/IPY	134	132	133	130	-0,9	-3,0
GBP/USD	1,54	1,53	1,54	1,51	0,2	-2,1
GBP/SEK	13,0	13,1	13,1	13,1	1,2	0,4

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Trading Strategy, per den 2015-09-08. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Diskretionär förvaltning

Positionering för stabil konjunkturutveckling

Vår övergripande strategi under året har varit att sätta samman en portfölj som gynnas av stigande tillväxt. Detta fungerade mycket bra tills augustis stora nedåtrekyl inträffade. Trots att vi har minskat risken under året innebar börsfallet att stora delar av årets avkastning nu har raderats. Vi är fortsatt överviktade mot risk. Rådande värdering gör att vi måste ha en mer negativ syn på tillväxten och vinstutvecklingen för att ändra den ansatsen. Dock finns det orosmoment som utvecklingen i Emerging Markets, konsekvenserna av stora råvaruprisfall samt en tendens till att konjunkturuppgången hela tiden skjuts framåt.

- Vi är fortsatt positionerade för en stabil konjunkturutveckling
- Riskutnyttjandet är lägre än vid årets början
- Mer fördelaktig värdering, efter börsfall
- Övervikt mot aktier och företagskrediter
- Volatiliteten består

Delportfölj – Globala aktier

Året inleddes starkt, drivet av positiv ekonomisk statistik från Europa, stark amerikansk dollar och kvantitativa lättnader från de europeiska och japanska centralbankerna. I mitten av april hade världindex (MSCI AC Net) i svenska kronor gått upp med 18 procent. Nedjusteringar av amerikansk BNP och vinstbesvikelser från amerikanska företag följt av svaghetstecken från kinesisk ekonomi gjorde att börserna konsoliderades med dragning nedåt fram till augusti. Då kom fallet. Augustis utveckling summeras till minus 7,5 procent. Årets uppgång är därmed 5 procent i svenska kronor (per 31/8).

Normaliserade värderingar

Värderingarna som tidigare varit något höga har i och med kursnedgångarna kommit ned till rimliga nivåer. De utvecklade ländernas börser klarade sig bäst i nedgången medan börserna i tillväxtländerna föll mest. Tillväxtmarknaderna som tidigare var så populära bland investerare är nu ute i kylan. Tillväxtländerna handlas med 30 procents rabatt mot de utvecklade länderna, vilket är den högsta rabatten på många år. Vår grundläggande syn är att Kina lyckas ställa om sin ekonomi till att bli mer konsumtionsinriktad och mindre investeringstung. Följden blir minskad efterfrågan på råvaror och lägre tillväxttakt i Kinas ekonomi. Av denna anledning har vi ingen direkt exponering mot de stora råvaruproducenterna Ryssland och Brasilien. Vi har däremot fortsatt övervikt i vår Asienexponering då värderingarna är historiskt låga och länderna i regionen generellt är råvaruimportörer.

Vår syn på den europeiska aktiemarknaden är fortsatt positiv. Svagare euro, låga finansieringskostnader och

stigande tillväxt i Europa resulterar i stigande vinsttillväxt för europeiska bolag. Vinst och marginaler är på historiskt låga nivåer från vilka förbättringar sker snabbt då konjunkturen förbättras. USA-börsen fungerar ofta som tillflyktsort i tider av turbulens, då investerare vill minska konjunkturberoendet. I dagsläget har vi fortsatt undervikt i vår USA-exponering, då såväl marginaler som vinst är på höga nivåer. Dessutom gör den starka amerikanska dollarn det svårare för bolagen att försvara sina vinst, vilket visat sig i rapporterna för det första halvåret. Det skall dock tilläggas att vi är mer positivt inställda till den amerikanska börsen efter augustis nedgång. Portföljen har klarat sig bra mot index trots övervikten i Asien och Europa och undervikten i det mer stabila USA.

Delportfölj – Svenska aktier

Stockholmsbörsen gick starkt under första halvåret med stöd av lägre räntor och penningpolitiska lättnader samt positiva valutaeffekter, inte minst från en allt starkare amerikansk dollar. Även förhoppningar om förbättrade vinst bidrog positivt, samtidigt som Greklandskrisen skapade oro. Uppgången kom av sig i slutet av april och eskalerande oro för situationen i Grekland gjorde att börsen föll tillbaka. Efter viss återhämtning under juli, var det oro för utvecklingen i kinesisk ekonomi som skapade turbulens på aktiemarknaderna under augusti, med kraftiga kursfall som följd.

De svenska portföljmandaten låg före börsen under hela första halvåret men tappade något under senare delen av sommaren. Bland de största bidragen till årets avkastning återfinns Axis (som Canon la bud på i februari), men även spelbolagen Betsson och Unibet har bidragit rejält till den positiva utvecklingen. På minussidan finner vi framför allt Elektro som återkommande har levererat rapportbesvikelser. Value-konceptet har inte hängt med i år. Ett krav för den portföljen är att innehaven lever upp till vissa kvalitetskriterier och det är inte dessa bolag som har premierats på börsen i år. Under årets första kvartal började vi minska i innehaven i banker och istället försiktigt öka i verkstadssektorn. Hittills har minskningen i bank varit rätt, dock har ökningen inom verkstad ännu inte riktigt betalat sig.

Delpportfölj – Räntebärande investeringar

Räntemarknaden har under året präglats av stora rörelser och kraftfulla penningpolitiska åtgärder. Statsobligationsräntor befinner sig fortsatt på rekordlåga nivåer. Såväl den Europeiska Centralbanken (ECB) som Riksbanken fortsätter att stimulera. På andra sidan av Atlanten, där förutsättningarna avseende tillväxt och inflation ser annorlunda ut, ligger fokus istället på tidpunkten för den första höjningen av styrräntan. Företagsobligationsmarknaden har påverkats negativt av osäkerheten kring Grekland och Kina, extra drabbade är bolag inom energisektorn till följd av fallande olje- och råvarupriser.

Lågräntevärlden vi har befunnit oss i en tid består, men en första höjning från den amerikanska centralbanken, Federal Reserve rycker allt närmare. I detta läge har vi valt att fortsätta hålla en relativt kort duration i ränteportföljen då vi ser begränsat utrymme för lägre räntenivåer. Vi tar fortsatt kreditrisk i form av exponering mot företagsobligationer inom segmentet High Yield, men med diversifiering avseende såväl geografi som duration.

Framtida tecken på en ljusare konjunkturbild bör ge stöd åt såväl underliggande räntor som företagens kreditvärdighet, en utveckling som portföljen är väl positionerad för.

Delpportfölj – Alternativa investeringar

Hedgefonder hade en stark inledning av året, men kom under sommarmånaderna att sättas på prov i kölvattnet av ökad osäkerhet på finansmarknaderna. Det var framför allt två händelser som fick uppmärksamhet; utvecklingen i Grekland med efterföljande drama kring EMU-medlemskapets "vara eller icke vara", samt de branta fallen på de kinesiska börserna i spåren av devalveringar av yuanen (som tolkades som oro för den ekonomiska tillväxten i Kina).

De stabila trenderna för aktier, räntor och den amerikanska dollarn, USD, som präglade inledningen av året var särskilt gynnsamma för strategierna CTA och Equity Long/Short. Trenderna vände simultant i samband med Greklandsoron och slog hårt mot framför allt CTA som tappade stora delar av sin tidigare uppgång.

En tillfällig lösning avseende Grekland innebar en tillfällig återhämtning, dock har den senaste tidens osäkerhet kring Kina åter skapat en volatilitet som är svårhanterlig för vissa hedgefonder.

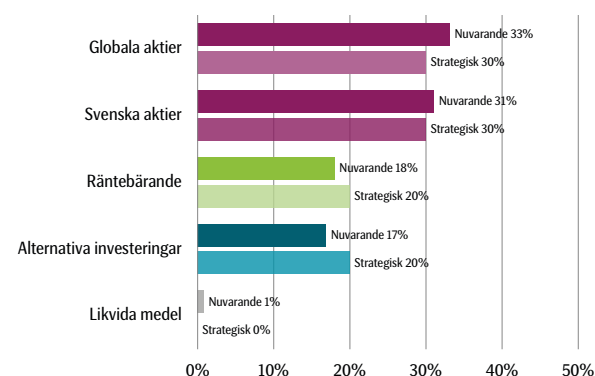
Vi fortsätter att vara exponerade mot ett antal olika strategier för att undvika specifika risker kopplade till enskilda strategier och strävar efter att hålla nere korrelationen till aktiemarknaden. Som ett led i detta har portföljen klarat sig någorlunda väl i de perioder av turbulens som vi upplevt under året.

Utblick

Efter många år av stigande tillgångspriser och uppjusterade värderingar är det inte förvånande att vi ser vinsthemtagningar och stigande volatilitet. Enligt vår bedömning är det inte slutet på denna positiva konjunktur- och börscykel. Vi förväntar oss fortsatt stigande vinster och värderingsparametern är fördelaktigare igen, då de flesta tillgångar prissätts ungefär som vid årsskiftet, trots att vinsterna har ökat under året.

Dock har de flesta tillgångar en lägre förväntad avkastning nu jämfört med vad de hade för ett par år sedan, samt att vi förväntar oss en högre genomsnittlig volatilitet framöver. I denna miljö väljer vi att fortsatt hålla en högre risk än i normalläget, men inte i samma stora utsträckning som tidigare. Enkelt uttryckt, portföljerna domineras fortfarande av aktier och företagsobligationer, men inte lika tydligt som i början av året.

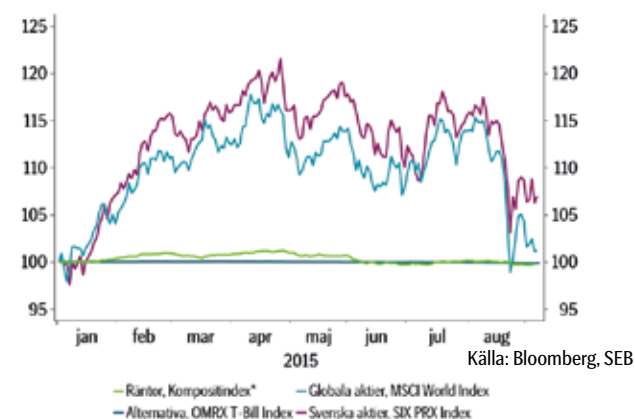
PORTFÖLJALLOKERING



Källa: SEB

Diagrammet ovan visar vår nuvarande allokering i vår modellportfölj Enhanced i risknivå 4. Den strategiska vikten utgör ett riktmärke för portföljallokering över lång sikt utifrån risk- och avkastningspreferenser. Trots en nedjustering av risktillgångar under året är vi fortsatt överviktade mot aktier, som vi bedömer har den bästa förväntade avkastningen i förhållande till risken.

UTVECKLING FÖR TILLGÅNGSSLAGEN I LOKALA VALUTOR



Diagrammet visar utvecklingen för de tillgångsslagsindex vi utvärderar vår förvaltning emot. Ränteindex är ett komposit av 50% statsobligationer och 50% företagsobligationer. För alternativdelen är målavkastningen riskfri ränta (definierad som 3 mån statsskuldväxel) plus 200 baspunkter.

Tema - Federal Reserve

Vad händer när Fed väl höjer?

Frågorna kring den amerikanska centralbanken Federal Reserves (Feds) stundande räntehöjningar är många. Finansmarknadens aktörer har svängt fram och tillbaka avseende tidpunkten för första höjningen, från att ha varit väl förankrad i september till att, med hänvisning till oroliga marknader under augusti, skjutas fram till december eller kanske efter årsskiftet. Vi kvarstår med prognosen att den första höjningen kommer i september. När det gäller effekterna av Feds agerande, höjningar i små steg under lång tid, är dessa inte helt enkla att överblicka, men det finns ett antal möjliga konsekvenser.

- Vi vidhåller prognosen om att den första höjningen kommer i september
- Marknadsturbulensen är en normalisering, inte en inbromsning
- Långsam profil på de kommande räntehöjningarna
- Globaliseringen av ekonomin gör att effekterna av en räntehöjning i USA slår bredare än de gjort historiskt

Varför?

I grunden markerar Feds beslut om räntehöjningar att man bekräftar att konjunkturen har nått en nivå där stimulanser inte längre är nödvändiga. Stimulansprocessen har pågått sedan 2008, och har bestått av såväl räntesänkningar som obligationsköp. Första steget mot en normaliserad ekonomi – som under normala omständigheter skapar egen likviditet genom banksystemet och utlåning – togs när Fed slutade köpa obligationer för att aktivt tillföra likviditet under hösten 2014.

Effekterna

En första höjning av styrräntan är ofta kopplad till oro, eftersom den kan ses som ett första steg mot den åtstramning som görs när konjunkturen riskerar att överhettas. Där är vi dock inte ännu, utan stundande räntehöjning ska snarare ses som en normalisering av räntenivåerna anpassade till amerikanska ekonomins nuvarande status i termer av exempelvis tillväxt. Oron kan även ses som ett uttryck för hur finanssystemet reagerar på det faktum att centralbanken inför ränta i systemet igen.

Dagens situation skiljer sig från skollboken, där man ser penningpolitiken utifrån det egna landets förutsättningar. Idag är vi mer globaliserande än någonsin, vilket bland annat visar sig i att många länder lånar i utländska valutor, inte minst i amerikanska dollar (USD). Detta gör att den penningpolitik som bedrivs i USA i större utsträckning än tidigare påverkar andra länder, främst inom tillväxtmarknader, Emerging Markets (EM) där det finns skulder i USD, i vissa fall i kombination med svaga bytebalanser och egna valutor. Förväntan om högre räntor i USA och en starkare dollar har på sistone skapat oro för

att dessa länder ska få det svårt att hantera sina skulder. När sedan Kina ändrade förutsättningarna och devalverade yuanen (CNY) blev det för mycket för aktiemarknaderna som svarade med kraftiga kursfall under augusti.

På obligationsmarknaden innebär räntehöjningarna att den generella räntenivån flyttas upp ett steg. Initialt ger det negativ avkastning då kurserna på utestående obligationer faller. Hur mycket räntorna stiger beror mycket på hur inflationsförväntningarna ser ut. Idag är de fortsatt väldigt dämpade, vilket innebär att risken för kraftiga ränterörelser uppåt är begränsade, men lika fullt det är stigande räntor vi förväntar oss framöver. Det är viktigt att säga att så länge rörelsen är rimlig utgör den inget hot mot aktiemarknaderna. När det gäller inflationen och förväntningarna kring den, handlar det om såväl graden som typen av inflation, det vill säga om den kan förväntas stödja vinstutvecklingen i företagen eller inte. Skillnaden mellan vinstnivåerna i företagen och obligationsräntan talar fortfarande väldigt mycket till aktiemarknadernas fördel, och vi bedömer att detta förhållande kommer att gälla under lång tid framöver. I kalkylen skall man också ta hänsyn till att den Europiska Centralbanken, ECB, fortsätter att köpa obligationer (tillföra likviditet) fram till mitten av 2016. Sammantaget kommer hela det centralbanksstyrda globala systemet att förbli expansivt, även om den amerikanska delen sakta höjer räntan.

På företagsobligationsmarknaderna kan Fed-höjningen innebära initiala problem. Historien har visat att man ofta får en liten uppgång i riskkompensationen, ökad ränteskillnad (kreditspread) mot statsobligationer, i själva höjningsögonblicket med fallande priser på företagsobligationer som följd. De kraftiga kursrörelserna under augusti tyder dock denna gång på att marknaden åtminstone delvis redan har räknat in en stundande räntehöjning.

Utgångspunkten för strategin med räntehöjningar är att höjningen i sig markerar konjunkturstyrka, vilket är positivt för risktillgångar som aktier. Tidpunkten när man höjer utgör dock ofta ett problem för marknaden då volatiliteten ofta ökar och skapar viss osäkerhet. Dessa svängningar

brukar avta efter någon månad och följas av en positiv långsiktig trend tills dess att räntenivån når sådana höjder att den direkt kyler av ekonomin. Dessa nivåer bör vara långt borta.

Under nuvarande fas, fram till första räntehöjningen, drivs marknaden mycket av likviditet, medan likviditeten efter räntehöjningen väntas bli mer balanserad, då reala investeringar ofta slukar kapital som annars gått till finansmarknaderna. Detta innebär också att börsutvecklingen i mycket större utsträckning drivs av vinstförväntningar snarare än kapitalflöden.

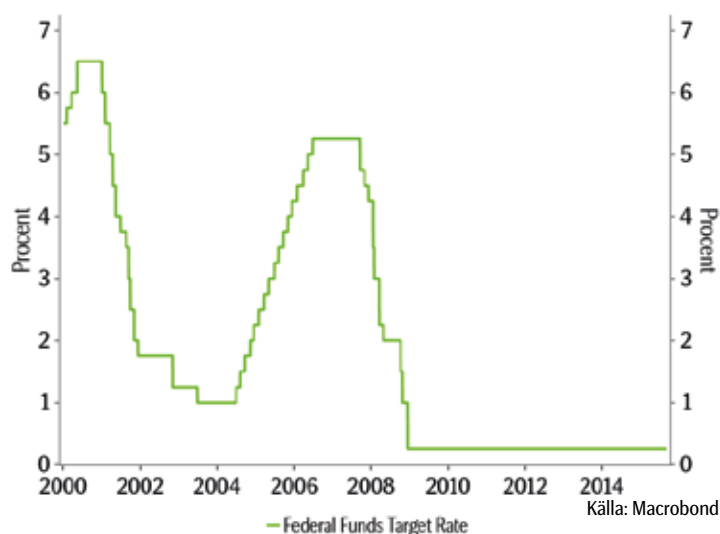
Nya förutsättningar

Historiskt sett har också räntehöjningar kunnat ses som startskottet för kursuppgångar i de segment av aktiemarknaderna som är mer konjunkturkänsliga (cykliska), eftersom räntehöjningen bekräftar konjunkturstyrkan. Mönstret gäller både geografiskt och på branschnivå. Geografiskt har det inneburit att USA tappat ledarskapet på aktiemarknaderna och det övergår till Europa, Japan och senare olika grupper av Emerging Markets. Förklaringen till detta mönster har i huvudsak med näringslivsstrukturer att göra. USA har en större andel stabila bolag med låg konjunkturkänslighet, medan det i Europa,

Japan och vissa tillväxtländer finns fler bolag med större beroende av konjunkturutvecklingen och cykeln för investeringsvaror.

Dagens marknadsläge bjuder på speciella förutsättningar, då stora tillväxtländer som Kina, inte investerar i infrastruktur på samma sätt som tidigare. Detta har strukturellt minskat efterfrågan på råvaror, och därigenom fått konsekvenser för industrin. Denna minskade efterfrågan ska emellertid skiljas från den konjunkturdrivna efterfrågan från exempelvis privat byggande och produktivitetsfrämjande investeringar, som normalt sett ökar när konjunkturen förstärks. I praktiken kommer det troligen att innebära att traditionellt konjunkturkänsliga industrier inte får den skjuts de brukar få och att regioner och länder med hög exportandel med inriktning på konsumtionsvaror kommer att hävda sig väl, då konsumtionen är den stora drivkraften i världen idag. Fallande råvarupriser, stigande reallöner och låg vilja att göra traditionella industriinvesteringar har skapat en global ekonomi där konsumenter står i centrum och de som säljer konsumtionsvaror levererar starka vinster.

FEDERAL RESERVE STÅR INFÖR FÖRSTA STYRRÄNTEHÖJNINGEN SEDAN 2006



Vår prognos är att den amerikanska centralbanken, Federeal Reserve, gör en första höjning av styrräntan i september, och därmed inför ränta i det finansiella systemet. Vi spår vidare att följande höjningar sker i maklig takt och i små steg.

Tema - Indien

Lockande potential, stora utmaningar

Indien är idag världens snabbast växande ekonomi och landet förväntas bli världens mest folkrika nation år 2022. Landet är fattigt och välkänt för sin tunga byråkrati, långsamma politiska beslutsprocesser och korruption, men har gjort betydande framsteg sedan krisen 1991. Den betraktas ofta som en brytpunkt för den indiska ekonomiska politiken. Regeringen Modi driver en omfattande reformagenda, vilket bör medföra att delar av den enorma förbättringspotentialen, som länge har funnits, ska kunna realiseras under överskådlig tid. Indiens finansmarknad erbjuder många investeringsmöjligheter, med en likvid aktiemarknad inklusive 26 börsbolag med ett marknadsvärde överstigande 100 miljarder kronor, långa statsobligationsräntor på 7,8 procent samt en kompetent centralbank. Den kortsiktiga börsutvecklingen kommer dock sannolikt att präglas av den allmänna tillväxtmarknadsoron.

- Snabb ekonomisk tillväxt från en mycket låg nivå
- Omfattande reformagenda ska förvandla mardrömsbyråkrati till ekonomisk supermakt, men utvecklingen går långsamt
- En växande och ung befolkning med ökande andel i arbetsför ålder bidrar till goda långsiktiga förutsättningar för ekonomisk tillväxt.
- Kompetent centralbank har stabiliserat valuta och konsumentpriser.
- Börsbolagen visar stark vinstutveckling och lönsamhet till en historiskt normal värdering,

FINANSMARKNADEN FOKUSERAR OFTA på de faktorer som främst bidrar till kortsiktiga konjunktursvängningar såsom kreditstillväxt (eller -kontraktion), men i ett längre perspektiv är det framför allt produktivitet och befolkningstillväxt som är avgörande för den ekonomiska tillväxten. Medan Europa, Japan och Kina står inför betydande utmaningar att hantera en åldrande befolkning med en allt mindre andel av befolkningen i arbetsför ålder, som per person måste försörja allt fler pensionärer, sitter Indien i en helt annan sits. Indien har en ung befolkning med 46 procent av invånarna under 25 år. Befolkningen väntas växa med cirka 1,3 procent per år och Indien förväntas passera Kina som världens folkrikaste nation om bara sju år. Dessutom väntas andelen av befolkningen i arbetsför ålder öka och det är i synnerhet befolkningen i städerna som växer.

När det gäller produktiviteten har underutvecklade länder som Indien goda förutsättningar att anamma redan existerande teknik från föregångsländer så länge den politiska och institutionella utvecklingen bidrar i rätt riktning. Förutsatt att premiärminister Narendra Modis regering (tillsammans med de minst lika viktiga lokala regeringarna i landets 29 delstater och 7 territorier) levererar på utlovade och pågående reformer bör de förutsättningarna vara goda. Urbaniseringen, som ökar snabbt från en låg nivå, bör också kunna bidra påtagligt till produktivitetens utvecklingen framöver, då jordbruket ännu står för mer än

hälften av antalet sysselsatta, men mindre än 18 procent av BNP.

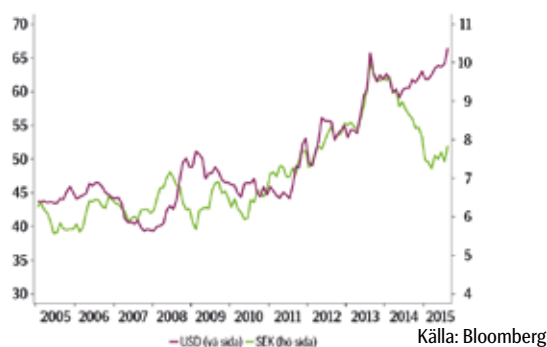
Tillväxtkritiska reformer

I Indien ser pessimisten en tungrodd, byråkratisk och korrupt mardröm medan optimisten konstaterar att ekonomin faktiskt är den snabbast växande i världen redan idag trots alla dessa välkända och tillväxthämmande faktorer. Förbättringspotentialen är enorm och hur god ska inte tillväxten kunna bli om bara några av strukturreformerna genomförs och de lägst hängande frukterna plockas?

Vid upprepade tillfällen det senaste året har representanter från Indiens regering, men även centralbankschefen Raghuram Rajan i samband med sitt Sverigebesök i juni i år, talat om det omfattande reformprogram som är på gång. Detta innefattar:

- Äganderätt till mark och processer för att säkerställa en rättvis kompensation åt dem som berövas mark (kritiskt för såväl infrastrukturprojekt och råvaruproduktion som investeringar i jordbruk).

STARK RUPEE UNDER NUVARANDE CENTRALBANKSREGIM



Diagrammet visar kursutvecklingen för indiska rupee mot svenska kronor och amerikanska dollar. Efter förtroendekrisen 2013 fick centralbanken en ny ledning med Raghuram Rajan som guvernör som tack vare ett tydligt fokus på konsumerprisinflationen har återuppbyggt investerarnas förtroende och stabiliserat valutan.

- Arbetsrätten. Idag lider näringslivet av rigorösa anställningsskydd samtidigt som många arbetare står utanför systemet och i princip helt saknar rättigheter. Hittills syns dock inga nämnvärda framsteg på området.

- Konkurslagstiftning och möjligheter för banker att driva in fordringar eller tvinga fram finansiella rekonstruktioner av skuldtunga kunder. På detta område finns tecken på en positiv utveckling med finansiella rekonstruktioner som satt fart på tidigare pausade byggprojekt.

- Infrastruktur. Massiva satsningar med Kina som föredöme planeras med bland annat motorvägar och järnvägar mellan ett stort antal större städer.

- Jordbruk. Landets jordbruk är ineffektivt, men stora framsteg bör kunna göras med befintlig teknik och begränsade investeringar. Även distributionen av livsmedel ska effektiviseras dramatiskt med hjälp av bättre infrastruktur, vilket medför ett minskat svinn av livsmedel. Det kommer även att lätta på inflationstrycket och därmed uthålligt höja ekonomins potentiella tillväxttakt.

- Skatter. Enklare och nationellt enhetlig beskattning, exempelvis moms, som även minskar administration och byråkrati. Retroaktiv beskattning har upphört, men flera uppmärksammade "gamla" konflikter ligger fortfarande hos domstolarna, vilket har kostat regeringen omfattande förtroendekapital hos utländska företag.

- Omprioritering av offentliga utgifter. Statsbudgeten slösas i stor omfattning bort på subventioner av bränsle/energi och vissa basvaror, vilket ger osunda incitament och omfattande korruption. Framöver ska dessa utgifter skäras ned och tillväxtdrivande utgifter för utbildning, infrastruktur och hälsovård prioriteras upp istället.

Kombinationen av avregleringar av detaljhandelssektorn (internationella detaljhandelskedjor som H&M och Ikea ska nu tillåtas), pågående och planerade infrastrukturinvesteringar, samt enklare beskattning har förutsättningar

att revolutionera distribution och logistik i landet, med enorma effektivitetsvinster som följd.

När det gäller infrastruktur ligger Indien fortfarande långt efter Kina. Infrastrukturinvesteringarna som andel av BNP är fortfarande långt mindre än Kinas, trots att dessa dubblerats på ett decennium, men utvecklingen går åt rätt håll. Regeringens ambition är att motorvägsnätets längd ska växa med 1100 mil per år (cirka 12 procent av nuvarande totallängd) och 2009-2014 dubblerades landets elkraftgenereringskapacitet. Det finns över 900 miljoner mobilteleabonnenter i landet och för närvarande byggs, upphandlas eller planeras 40 olika tunnelbaneprojekt i de större städerna.

Infrastrukturutvecklingen i delstaten Gujarat, där Modi tidigare var guvernör, brukar ofta lyftas fram som en viktig faktor bakom delstatens ekonomiska framsteg under samma period. Eftersom många stora projekt har privat finansiering (cirka 40 procent av investeringarna är i privat regi) är konkurslagstiftningen också kritisk för att få fart på infrastrukturbyggandet. Bankerna har historiskt haft svårt att kräva in panter från byggherrar i trångmål varför projekt utan tillräcklig finansiering bara blivit stillastående istället för att finansiellt rekonstrueras. Det kommer att ta tid innan bankerna formellt får dessa nödvändiga befogenheter, men redan görs vissa framsteg genom att ägare frivilligt överger delar av projekten i utbyte mot ytterligare finansiering.

Bättre infrastruktur är även kritiskt för att Indien ska bli en mer konkurrenskraftig industrination. Landet har idag en märklig kombination av en stor ineffektiv jordbrukssektor, en framgångsrik tjänsteexportsektor med flera globala IT-konsulter i spetsen och en relativt eftersatt industrisektor. Modis slogan "Make in India" visar dock tydligt att det finns politiska ambitioner även på detta område.

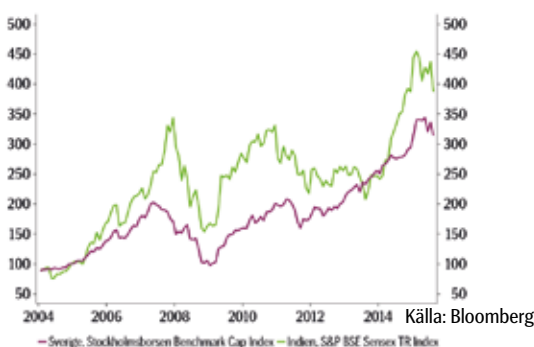
Utöver de kritiska strukturreformplanerna har Indien redan gjort stora framsteg inom penningpolitiken. Centralbanken har sedan 2013 tydligt lyft fram konsumentprisinflationen som den avgörande parametern för styrräntorna och vunnit påtaglig trovärdighet i de internationella finansmarkna-

HÖG RÄNTA PÅ 10-ÅRIG STATSOBLIGATION



Diagrammet visar räntan på 10-åriga indiska statsobligationer. Med en ränta på nära 8 procent är alternativavkastningen för investerare i indiska tillgångar väsentligt högre än i västvärlden, vilket påverkar den relativa attraktiviteten av aktiemarknaden.

AVKASTNING SENSEX (INDIEN) MOT OMXS30 (SVERIGE) I SEK



Diagrammet visar totalavkastningen, inklusive utdelningar, från indiska aktier (Sensex) jämfört med svenska (OMXS30) sedan 2005, räknat i SEK.

derna för detta, något som inte minst manifesteras av en relativt stark rupee (se kursdiagram mot SEK och USD).

Två steg fram och ett tillbaka

Optimisterna menar att demokratin i Indien gynnar tillväxtmodellen och minskar riskerna för den typ av utbredd missnöje bland befolkningen som förr eller senare skulle kunna resultera i stora ekonomiska bakslag, såsom i Kina vad gäller miljöförstöring och markägande/nyttjande. Däremot medför demokratin även att många beslutsprocesser blir väsentligt mer långdragna än i exempelvis Kina och många upplever en stor frustration över hur långsamt reformerna går samt att framsteg ofta följs av nya bakslag. Många, inklusive SEB, menar att reformtakten under Modi hittills är en besvikelse jämfört med vad som väntades för ett år sedan.

Tveklöst är dock att även om reformtakten i Indien av många betraktas som långsam så kan näringslivet vittna om enorma framsteg sedan krisen 1991, som ofta betraktas som en brytpunkt för den indiska ekonomiska politiken på samma vis som Deng Xiaopings makttillträde 1978 gjorde i Kina.

Politisk stabilitet och väljare med nya ekonomiska möjligheter

Indien är en extremt heterogen federation av vitt skilda delstater, folkslag, religioner och språkgrupper. Under nationens första decennier som självständig stat var hoten mot dess existens omfattande och slitningarna mellan olika grupperingar ofta nära inbördeskrig. Idag finns en stabiliserande kombination av omfattande regional självständighet och en gemensam "indisk" identitet.

Den relativt goda politiska stabiliteten underlättar för politiker och väljare att fokusera på annat än säkerhetsfrågor och framför allt har urbaniseringen och en växande medelklass medfört att väljarna i allt större grad ställer krav på politikerna att leverera grundläggande service och ekonomisk tillväxt.

Ungdomar i städerna har idag helt andra möjligheter än tidigare generationer på landsbygden som suttit fast i kastsamhällets seder och bruk. Enligt statsvetare markerade demonstrationerna mot korruption 2011 och mot en grym och uppmärksam våldtäkt 2013 ett trendbrott i Indiens politiska landskap. Demonstrationerna skedde främst i städerna och genom att demonstrera sitt missnöje och avsky framträdde städernas utbildade medelklass som en enhetlig nationell grupp med krav på lag och ordning.

En parallell utveckling som borgar för ett fortsatt tryck på politikerna att leverera tillväxtorienterade reformer är konkurrens mellan delstaterna och dess regeringar. Väljarna uppges i upprepade fall ha identifierat och belönat ledare som levererar arbetstillfällen och välfärd, med premiärminister Modi som det mest uppenbara men långt ifrån enda exemplet.

Kortsiktiga makroutsikter

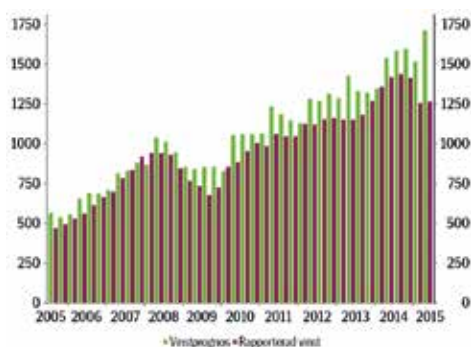
Hittills har de utlovade reformerna levererats i en långsammare takt än vad många räknade med för ett år sedan. Internationella Valutafonden, IMF, räknar trots det med att Indien behåller positionen som världens snabbast växande ekonomi den närmaste tiden och vi räknar med ytterligare något bättre tillväxt 2016. Det offentliga budgetunderskottet är litet nog för att skuldsättningen som andel av BNP ska förväntas minska och underskottet i bytesbalansen är hanterbart. Inflationen har länge varit något hög, men problemet är väl adresserat av centralbanken och vi ser utrymme för fler styrräntesänkningar framöver. Sist men inte minst är Indien, i påtaglig kontrast till många av de utvecklingsländer som det senaste decenniet burit etiketten "tillväxtekonomi", en vinnare på de lägre råvaruprierna. Indien är världens femte största nettoimportör av råolja men bara nionde eller tionde största ekonomin och därmed en av de största vinnarna i världen på det senaste årets mer än halverade oljepris.

VÄRDERINGEN AV INDISKA AKTIER ÄR RELATIVT NORMAL



Diagrammet visar P/E för den indiska börsen (Sensex) baserat på konsensusprognosen för det närmaste räkenskapsåret. Värderingen är varken anmärkningsvärt hög eller låg i ett historiskt perspektiv, men framstår som lockande givet tillväxtförutsättningarna i ett längre perspektiv. Indien sticker dock ut som dyrt relativt börserna i många andra utvecklingsländer.

VINSTERNA HAR TREDUBBLATS PÅ 10 ÅR



Diagrammet visar index över de aggregerade vinsterna för bolagen i Sensex-index, såväl faktiskt rapporterade vinster för det gångna året som konsensusförväntningarna för det närmaste året. Inte minst Indiens framgångsrika IT-sektor ligger bakom den fina utvecklingen.

Börsstruktur

Liksom landet i övrigt är den indiska aktiemarknaden rik på kontraster. Börsen är väldiversifierad med många sektorer representerade, men med ett för utvecklingsekonomier ovanligt stort inslag av tjänstexporterande bolag inom informations-teknologi. Internationellt framgångsrika konsultbolag som Tata Consultancy, Infosys, Wipro och HCL Technologies bidrar till att göra IT till den största branschen på börsen jämte bankerna. Enligt McKinsey har 45 procent av alla nya arbetstillfällen i indiska städer under det senaste decenniet skapats i IT-sektorn. Indien är även hem för ett antal internationellt framgångsrika läkemedelsbolag, exempelvis Sun Pharmaceutical och Dr Reddys Labs, vilket också är något udda för ett land på Indiens utvecklingsnivå.

En annan påtaglig kontrast finns inom banksektorn som kan delas in i två distinkta grupper, statskontrollerade respektive privata. De statskontrollerade bankerna har svaga balansräkningar och omfattande problemlån i kreditportföljen. De privata bankerna har däremot, med endast några enstaka undantag, starka balansräkningar som med råge klarar de internationella Basel III-kraven och god kreditkvalitet samt hög räntabilitet på eget kapital. De statskontrollerade bankernas svaga balansräkningar i kombination med beryktat låg servicegrad gör att de kan befaras fortsätta tappa marknadsandelar till de mer konkurrenskraftiga privata bankerna. De statliga bankerna kontrollerar idag tre fjärdedelar av de indiska bankernas totala tillgångar och värderas ofta med en betydande rabatt mot privata banker.

Indien avviker från många andra utvecklingsekonomier genom ett relativt begränsat inslag av råvarubolag på börsen. I SX-40 index över de 40 största börsbolagen väger material och energi tillsammans mindre än 12 procent, och då ingår drygt 5 procent i form av petrokemi och raffinaderikoncernen Reliance Industries. Längre ner i börslistorna (storleksmässigt) återfinns det flera för svenska investerare välbekanta namn i börslistan såsom ABB India, SKF India och Esab India, vilka är delägda men börsnoterade dotterbolag till de europeiska industribolagen med samma namn.

Vinsttillväxt och lönsamhet

Index över vinsterna för de 30 största börsbolagen i Indien, Sensex, väntas i år bli mer än 3 gånger så högt som för 10 år sedan, vilket är en betydligt starkare utveckling än för motsvarande vinstindex i Sverige, Europa och USA, och även något bättre än vad de kinesiska bolagen på Hongkongbörsen presterat under motsvarande period. Lönsamheten har dalat något på senare år, men med en räntabilitet på eget kapital över 16 är denna fortfarande bättre än snittet för börsbolagen i Sverige, USA och Kina samt nästan dubbelt upp mot Europasnittet. Framgångsrika bolag inom IT-tjänster, läkemedel och privata banker har bidragit markant till den starka vinsttillväxten för indiska börsbolag. Samma bolag bidrar i många fall även till den goda snittlönsamheten för indiska börsbolag.

Värdering

Sensex-index handlas idag till P/E 16, vilket är en historiskt normal nivå och något billigare än Stockholmsbörsen (men något högre än OMXS30). Givet de långsiktiga tillväxtmöjligheterna om Indien lyckas med ovan nämnda reformplaner kan detta tyckas riktigt attraktivt. Riskpremien som investerare idag kräver för indiska aktier relativt det inhemska räntealternativet, 10-åriga statsobligationer med 7,8 procents ränta, är dock väsentligt lägre än för Stockholmsbörsen (där ju 10-årsräntan är nästan tio gånger lägre). Indien är också högt värderat jämfört med börserna i de flesta andra utvecklingsländer och en av de högst värderade marknaderna i Asien. Den indiska börsen har inte undgått senaste tidens börsras, men har ändå klarat sig bra relativt många andra utvecklingsländer. En delförklaring till detta finns i det relativt begränsade inslaget av råvarubolag på den indiska marknaden, men det kan även ses som ett tecken på investerarnas förtroende för den ekonomiska politiken. Tyvärr kommer den allmänna börsoron kring utvecklingsländer att vara viktigast för börsutvecklingen på kort sikt, oavsett om de långsiktiga reformerna genomförs framgångsrikt. Tillväxtfrämjande reformer i kombination med billigare aktiekurser från en allmän börsfrossa i utvecklingsekonomier skulle dock kunna skapa mycket attraktiva köptillfällen i ett mer långsiktigt perspektiv.

BASDATA I JÄMFÖRELSE	INDIEN	USA	KINA
Befolkning, miljoner	1 267	319	1 364
Yta, tkm2	3 287	9 832	9 563
BNP, mdr USD	2 050	18 495	10 380
BNP/capita i USD	1 808	56 421	8 154
Andel urban befolkning i %	32	81	54

Källa: Världsbanken, IMF

INDIEN NYCKELTAL (MAKRO, IMF-PROGNOSE)	2015 (P)	2016 (P)
BNP-tillväxt	7,5	7,5
Inflation, KPI	6,1	5,7
Offentlig sektor, % av BNP	27	27
Bytesbalans % av BNP	-1,3	-1,6

Källa: IMF

Tema - Kina

Lugnare tillväxttakt, men ingen dramatik

Nyhetsflödet gällande Kina har ökat kraftigt under sommaren. Världens näst största ekonomi bromsar in, vilket har fått konsekvenser för alla tillgångsslag samt påverkat marknadsaktörernas riskbenägenhet negativt. En lägre tillväxttakt är dock logisk i ljuset av en världsekonomi som inte riktigt vill ta fart, samt att man i Kina vill få bort det stora beroendet av den cykliska tillverkningsindustrin, till förmån för en ekonomi driven mer av konsumtion och servicetjänster. Därtill kommer motvind från försämrade demografi med en allt mer ålderstigen befolkning, och överkapacitet i branscher där statens investeringar inte fördelats optimalt.

- Fastighetsmarknaden behöver tid för att återhämta sig
- Börsoro, men liten påverkan på ekonomin
- Gott om stimulansmöjligheter om tillväxten faller mer än förväntat
- Växande medelklass med servicebehov blir en allt viktigare tillväxtfaktor

UNDER SOMMAREN HAR TYDLIGA tecken på inbromsning visat sig i svagare industriproduktion, sämre export-siffror och lägre nivåer för inköpschefsindex. Vi tror dock på en mjuklandning med en BNP-tillväxt på 6,8 procent för 2015. President Xi Jinping har satt tillväxtmålet till 7 procent för Kina i år, vilket i så fall skulle bli den lägsta tillväxttakten sedan 1990.

Fastighetsmarknaden

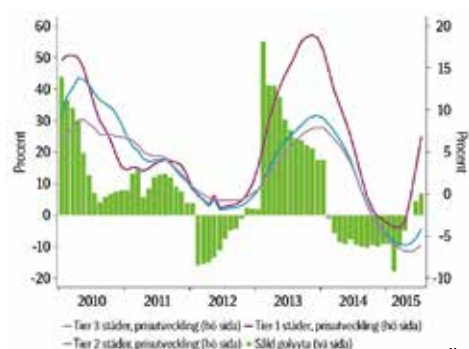
En annan anledning till att Kina bromsar in är att den för ekonomin så viktiga bostadsmarknaden försvagas. När efterfrågan på fastigheter minskar påverkar det råvarumarknaden. Mindre stål går åt, vilket har lett till att Kina under 2015 exporterar lika mycket stål som Japan, trots att Kina fortfarande är världens överlägset största stålkonsument. Efter de stora investeringarna i spåren av den finansiella krisen 2008-2009 utgjorde investeringar i bostadsfastigheter som andel av BNP 10,4 procent 2013, vilket är toppnivå hittills. När Spaniens bostadsbubbla brast 2006 utgjorde bostadsinvesteringar 12,5 procent av BNP. Det finns även flera exempel på länder där bostadsbubblan brustit med investeringstoppar på 6-9 procent av BNP. Med Kinas stora befolkning och den pågående urbaniseringsvågen som leder till att en större andel människor flyttar till städer borde detta göra problematiskt något mindre, även om bostadsbyggandet har kommit långt, och marknaden börjar mättas. Redan 2012 var Kinas bostadsyta per capita större än den i Spanien och större än i exempelvis Taiwan och Sydkorea, vilket är ovanligt för att vara en tillväxtmarknadsekonomi. Ledtiderna för att få en bostad såld pekar stadigt uppåt. I mindre städer är de nu på femårshögsta. Kinas ledning sitter dock inte handfallen, utan agerar för att stabilisera fastighetsmarknaden. Restriktiva regler för husköp har lättats upp och bankerna

har fått instruktioner om att snabbare godkänna nya bostadslån. Centralbanken har sänkt räntan i flera steg och även lättat på reservkraven hos bankerna. Kanske har det redan gett en viss effekt, under sommaren steg huspriser marginellt efter 12 månader i rad med fallande priser.

Regeringen använder flera verktyg

Historien visar att regeringen i Kina ser allvarligt på sina utlovade tillväxtnivåer och vi kan förvänta oss fler räntesänkningar och minskade reservkrav för bankerna. Yuanen devalverades oväntat i augusti och har försäkrats cirka fem procent mot dollarn, vilket bör gynna de kinesiska exportbolagen. Vår bedömning är att ytterligare devalveringar kommer att ske. Infrastruktursatsningar lär åter komma upp på agendan, då det finns områden som är eftersatta, men som kan förväntas ge ett positivt bidrag till Kinas tillväxt även på längre sikt. Förbättringar inom kommunala transporter, kraftnät, vattenkvalitet och miljö är troliga områden för kommande satsningar. Det är inte osannolikt att regeringen även tar tillfället i akt och gör förändringar av ägarbilderna i de statliga bolagen. I nuläget både äger och reglerar den statliga tillsynsmyndigheten SASAC bolagen, vilket inte kan anses optimalt. Många av dessa bolag är ineffektiva och i vissa fall korrupta. Ägarbildsförändringen kan handla om sammanslagningar av bolag där en ny ägarstruktur förhoppningsvis ska resultera i ett mer optimalt styrsätt och mer effektiva bolag på sikt.

HUSPRISER OCH FÖRSÄLJNING VÄNDER FÖRSIKTIGT UPPÅT



Källa: CEIC, UBS estimat

Grafen visar att prisutvecklingen för bostäder väntar upp senaste månaderna, framför allt i de stora städerna.

När det gäller korruptionsproblematiken har sittande regering i Kina faktiskt gjort en hel del redan. Anti-korruptionssvågen i Kina har pågått sedan 2013, och i juli 2014 sattes nio höga tjänstemän under utredning. I vissa statliga bolag har i princip hela ledningsgrupper bytts ut. I december 2012 infördes även strikta regler mot extravaganser för statsanställda tjänstemän. Syftet är naturligtvis att visa för allmänheten att regeringen står på deras sida. Det verkar fungera då huvuddelen av befolkningen säger sig vara nöjda med regeringens arbete.

Börsen, investerarna och staten

Det har varit ett turbulent år på de lokala börserna i Kina där så kallade A-aktier handlas. Shanghaibörsen startade året starkt med en 70-procentig uppgång mellan februari och juni för att sedan fullständigt kollapsa. I skrivande stund är börsen i stort oförändrad från årsskiftet. Det var många som ansåg att det var en börsbubbla med extrema värderingar, men de kinesiska investerarna strömmade till i takt med fortsatta uppgångar. Antalet nyöppnade aktiekonton formligen exploderade då fler ville vara med på börsfesten. Det tillkom cirka 40 miljoner nya aktiekonton i Kina mellan juni 2014 och maj 2015. Många ovana aktiespekulanter tog stora risker, belånade sig och en del har nu förlorat hela insatsen och ibland mer än så. Många av de större investerarna minskade däremot sina aktieinnehav under sommaren. Kanske blev många mindre erfarna investerare missledda av att staten lanserade en rad åtgärder för att försöka få stopp på börsfallet. Börsnoteringar har avbrutits, blankningar av aktier förbjudits och statligt kontrollerade enheter på finansmarknaden har stödköpt aktier och även fått privata organisationer att göra detsamma. Samtidigt har institutioner uppmanats att fortsätta utlåningen till investerarens aktieköp. Myndigheternas interventioner hjälpte inledningsvis, men sedan kom nya börsfall. Börsfallets effekter på den reala ekonomin förväntas dock inte bli speciellt stora. Trots den senaste tidens börsfall är Shanghaibörsen upp drygt 30 procent de senaste 12 månaderna. Andelen kineser som äger aktier är fortfarande bara drygt 7 procent och aktier står för en ganska liten del av hushållens förmögenhet i motsats till fastigheter som står för cirka 40 procent.

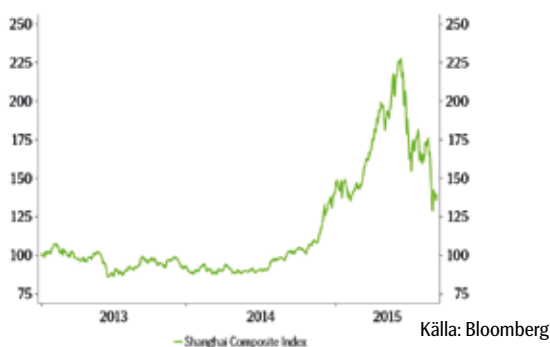
Olika börser, olika priser

De kinesiska investerarna har i princip att välja på att investera i aktier på den lokala Shanghaibörsen eller på Shenzhenbörsen. Utländska investerare kan numera handla dessa A-aktier, men endast efter att ha fått ett speciellt tillstånd eller genom Hongkongbörsen. Då Kina fortfarande är ett slutet land omgärdat av kapitalkontroller är det ovanligt att de kinesiska småspararna investerar i något annat än de egna A-aktierna. Detta beteende driver upp de inhemska börsernas värdering. De flesta utländska aktiefonder som vill investera i kinesiska bolag köper istället kinesiska aktier som är listade på Hongkongbörsen, så kallade H-aktier, noterade i Hongkongdollar, HKD. Där finns många av de stora bolagen noterade, med fokus på finansrelaterade bolag. Det är vanligt att dessa bolag handlas med rabatt jämfört med exakt samma bolag som är noterat på de inhemska kinesiska börserna. Ett mått på hur värderingarna drog iväg på de inhemska börserna är att A- och H-aktier handlades till samma pris i december 2014. I juni 2015 handlades samma aktier med en 50-procentig (!) premie i Kina. Värderingarna har nu kommit ned ordentligt för i princip alla kinesiska aktier.

Framtiden

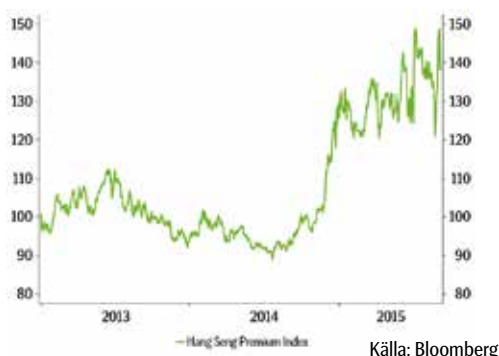
Kina är notoriskt svårbedömt. Den senaste tidens oro är överdriven utan att vara obefogad. Vi bedömer att Kina mjuklandar. Bostadsmarknaden behöver tid för att komma igång igen. Kina är fortfarande världens folkrikaste land med hög utbildningsgrad och en hårt arbetande befolkning. Här finns många företag som gynnas av de behov en växande medelklass har. Det innebär att det fortfarande finns fördelaktiga strukturella krafter i Kina, men att de har en annan skepnad än förr. Här finns även tillväxtbolag som tar marknadsandelar globalt och som nu värderas till ett mer attraktivt pris. I närtid fortsätter oron och volatiliteten, men i ett lite längre perspektiv börjar värderingsparametern på de företag som handlas i Hongkong att bli intressant.

UPP SOM EN SOL, NED SOM EN PANNKAKA



Grafen visar utvecklingen för den lokala Shanghaibörsen som tjurrusade första halvåret för att sedan tappa hela uppgången under sommarmånaderna.

HÖG PREMIE FÖR LOKALT HANDLADE A-AKTIER



Grafen visar premien för de lokalt handlade A-aktierna i Kina jämfört med samma aktier handlade på Hongkong börsen, så kallade H-aktier.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg

Chief Investment Officer
fredrik.oberg@seb.se

**Stefan Lukacs**

Economist
stefan.lukacs@seb.se

**Esbjörn Lundevall**

Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se

**Henrik Larsson**

Portfolio Manager
henrik.y.larsson@seb.se

**Helene Cronqvist**

Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se

**Kai Svensson**

Portfolio Manager
kai.svensson@seb.se

**Carl-Filip Strömbäck**

Economist
carl-filip.stromback@seb.se

**Lars Drougge**

Portfolio Manager
lars.drougge@seb.se

**Jonas Evaldsson**

Economist
jonas.evaldsson@seb.se

**Johan Hagbarth**

Economist
johan.hagbarth@seb.se

**Cecilia Kohonen**

Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se

**Magnus Sabel**

Portfolio Manager
magnus.sabel@seb.se

Pernilla Busch

Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se



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

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