



PRIVATE BANKING SVERIGE • INVESTMENT STRATEGY

Investment Outlook

mars 2016



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn – sammanfattning	4-5
Marknadssyn – makro Skör återhämtning med nedåtrisker	6-8
Globala aktier I väntan på bättre vinster	9-10
Nordiska aktier Sämlre vinstutveckling, lägre värdering	11-13
Räntor Fortsatt hög aktivitet hos centralbankerna	14-15
Alternativa investeringar Centralbankerna dikterar villkoren	16-17
Valutor Viktiga centralbanker tappar i betydelse	18-20
Diskretionär förvaltning Neutral exponering i utmanande marknad	21-22
Tema – Vinsten Vad händer med tillväxten, avkastningarna och vinsterna?	23-25
Tema – Olja Större prisfall och effekter än väntat	26-29
Tema – Brasilien När samban tagit slut...	30-32

Denna rapport publicerades den 8 mars 2016.
Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 1 mars 2016.

Osäkerheten kring konjunkturen oroar

STORA BÖRSFALL, FALLANDE STATS OBLIGATIONS RÄNTOR

stigande krediträntor och oro för hälsotillståndet i banksektorn är klassiska mönster när investerarens riskvilja urholkas.

I vanlig ordning är det inte en enskild faktor som skapar denna situation, men absolut viktigast är osäkerheten kring den ekonomiska tillväxten. Så länge konjunkturen tuffar på i rimlig takt och företagens vinster stiger tål investerare snabba oljeprisfall, en splittrad konjunkturbild, osäkerhet kring Kina, tvivel kring effekterna av ytterligare räntesänkningar och stödköp från centralbanker, ett eventuellt Brexit med mera. Motsatsen gäller dock när vi som nu haft en period med svagare än förväntad ekonomisk utveckling och rapportsäsonger som har fortsatt att ge nedjusteringar av prognoserna för framtida vinster.

Under 2015 har vi i samtliga fyra utgåvor av *Investment Outlook* pekat på riskerna med den beskedliga tillväxttakten och tendensen till framskjuten konjunkturuppgång. Är oron för låg tillväxt eller till och med recession överdriven, eller är marknaden något på spåren? Att vi befinner oss i ett ovanligt marknadsläge syns till exempel när vi studerar de amerikanska kvartalsrapporterna. Biltillverkarna levererar rekordvinster samtidigt som oljeolagets vinster sällan varit sämlre. Det kan vara så att vi är i en övergångsfas till en uthålligt lägre tillväxttakt och att detta i kombination med strukturella krafter såsom den kinesiska omställningen mot en mer konsumtions- och serviceledd samhällsmodell skapar en mer svårtydd tillväxtbild.

Oljepriset pendlade länge mellan 20-40 USD/fat (Brent) för att sedan skjuta i höjden och nå en ny balans kring 100 USD/fat, för några år sedan. Därefter tillkom ny nordamerikansk produktion och oljepriset störtade till nuvarande nivå kring 30 USD/fat. Har oljepriset nått sin botten, och vad händer i utpräglade råvaruländer som exempelvis Brasilien som har drabbats av många negativa krafter samtidigt? Om vi går in i en period med låg tillväxt och inflation, vad händer då med vinsterna och vart kommer kapitalet att söka sig? Detta är exempel på teman som avhandlas i denna utgåva av *Investment Outlook*.

Vi går även igenom regionala tillväxt- och inflationsförutsättningar, olika tillgångsslag och vår syn på framtida valutarörelser inklusive en djupdykning i den kinesiska yuanens framtid.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG

Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

- Ökad osäkerhet kring konjunkturen
- Ju lägre tillväxttakt, desto känsligare är systemet för störningar
- Ett år med minskande riskapitet har förbättrat värderingarna
- Marknaden prissätter utifrån låg tillväxt

SKAKIGHETEN I MARKNADEN hänger ihop med stora prognossänkningar för det kommande årets tillväxttakt och vinstutveckling. Dessa sänkningar är rimliga, det är länge sedan utfallen överträffade förväntningarna och de negativa avvikelserna har varit betydande. Investerare mer försiktiga framtidssyn leder till ett behov att dra ned risken i portföljerna. Det skapar i sin tur volatilitet som leder till ytterligare riskreduktion. Denna typ av kedjeeffekter riskerar att få följder, som minskade företagsinvesteringar och försiktigare konsumenter. Ett annat exempel är effekten av de stora oljeprisfallen. Vissa oljestater, som tidigare placerat sina överskott på världens tillgångsmarknader, tvingas nu sälja dessa tillgångar för att täcka budgetunderskotten skapade av minskade oljeintäkter.

Bilden är inte odelat negativ, även om det kan kännas så efter den senaste tidens mycket höga volatilitet. Vår grundsyn är att tillväxten globalt hamnar kring 3 procent och att vinsterna trots allt bör kunna stiga lite under 2016. Sammantaget resulterar det i en bild med låga vinstökningar i den globala företagsektorn och utdelningsnivåer i storleksordningen 2-4 procent beroende på marknad.

I räntemarknaden ligger den förväntade avkastningen mellan -2 procent och +6 procent, med statsobligationer i botten och företagskrediter i topp. Detta förutsätter dock att riskversionen avtar och att konjunkturbilden stabiliseras. Det är inte vad kapitalmarknaden prissätter för tillfället, då räntan inom High Yield-företagsobligationer nästan har dubblats på 12 månader.

De mycket stora kasten i marknaden innebär att det har varit besvärligt för en del hedgefonder. Bäst period har de så kallade trendföljande strategierna haft, då de ställt om sina positioner och exempelvis tjänat på fallande börser. Sammantaget visar dock alternativa investeringar en klart lägre volatilitet än exempelvis aktiemarknaden och fungerar därför som stabilisatorer ur ett portföljperspektiv.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

UNDER DET SENASTE ÅRET HAR VI I FLERA STEG minskat vårt riskutnyttjande. Vi påbörjade denna process redan under det första kvartalet 2015. Tillväxtbesvikelser, beskedlig vinstleverans, negativa oljepriseffekter och inte minst marknadens tecken på mer och mer stress har fått oss att bli försiktigare. Med facit i hand skulle vi gjort mer och i snabbare takt.

I dagsläget är investerarkollektivet mycket mer försiktigt, vilket syns i den generella riskviljan. Dock har vi inte valt att utnyttja den senaste tidens oro till att öka upp aktie- och kreditandelen. De främsta anledningarna är att vi fortfarande inte har fått signaler om att inbromsningen av tillväxten är till ända, samt att ju lägre styrfart ekonomin har, desto känsligare är den för bakslag.

Våra modellportföljer är numera mer neutrala mot risk efter flera år av övervikt. Det innebär en mindre undervikt mot aktier och en viss övervikt mot räntebärande och alternativa investeringar. I vår globala aktieportfölj har vi, drivet av en kombination av värderingsskillnad och potentiell vinstmarginalutveckling, behållit en övervikt mot Europa på Nordamerikas bekostnad. Inom räntebärande placeringar

har vi sänkt risken genom att justera ned andelen krediter till förmån för mer försiktiga innehav. Den genomsnittliga löptiden är beskedlig, då vi från nuvarande räntenivå inte har som huvudscenario att räntorna skall falla ytterligare. I delportföljen alternativa investeringar undviker vi råvaror och har fortsatt en hedgefondportfölj med ganska låg risk.

Vad skulle få oss att minska alternativt öka risken?

Det vi inte vill se är en fortsatt lägre tillväxttakt. Då är risken att den finansiella stressen ökar och förstärker den negativa spiralen. Då behöver vi göra våra portföljer än mer defensiva. Vi vill inte heller se några betydande problem i banksektorn, då det kan få besvärliga följeffekter.

För att vi åter ska öka risken vill vi se en stabilisering av den ekonomiska aktiviteten, vilket fortfarande på sikt är vårt huvudscenario. Andra signaler som skulle lugna ner eller eventuellt vända riskapitet vore ett stigande oljepris och en svagare dollar. Detta skulle stötta flera för tillfället svaga spelare som är kopplade till oljesektorn, vilket skulle få stort positivt genomslag i både aktie- och kreditmarknaden.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
		AVKASTNING	RISK	

AKTIER

Globala	1 2 3 4 5 6 7	5,8 %	11,0 %	På grund av svagare tillväxt har vi justerat ned våra vinstförväntningar och därmed den totala förväntade avkastningen till cirka 6 procent. Direktavkastningen har stigit till lite drygt 3 procent. Tillgångsslagets breda exponering ger stabilitet i en miljö med hög volatilitet. De stora skillnaderna mellan olika sektorer består.
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	6,3 %	14,2 %	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 nackdel för flera av länderna. Hög tillväxt och nettoimport av råvaror gynnar dock länderna i Asien.
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	9,0 %	12,3 %	Kombinationen av välskötta bolag samt en balanserad fördelning mellan cykliska, defensiva och tillväxtbolag gör att svenska börsen med nuvarande värdering är intressant så länge tillväxten förblir duglig. Den svaga kronan har varit ett stöd, men det kan förändras. På sikt finns det tydliga risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett högre ränteläge.

RÄNTEBÄRANDE

Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-3,9 %	4,3 %	Låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv och en förstärkning av konjunkturen eller en något högre inflations-takt kan medföra successivt stigande räntor under det kommande året.
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	2,8 %	3,0 %	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	7,8 %	3,8 %	Direktavkastningar kring 4-8 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken betydligt i förhållande till IG. Låg likviditet och exponering mot råvaror utgör problem, vilka dock reflekteras i prissättningen. Andelen konkurser ökar, främst inom oljesektorn.
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	1,5%	10,7 %	Direktavkastningar i lokal valuta är höga, men svaga valutor riskerar att urholka avkastningen i SEK. Riskerna har generellt 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. Oljeprisfallet är främst en utbudsfråga och blir producenterna mer samordnade ändras förutsättningarna.

VALUTOR

VALUTAPAR	2016-02-23	Q1 2016	Q2 2016	KOMMENTAR
EUR/USD	1,10	1,08	1,05	ECB behöver (och kommer att bidra till) en svagare euro för att stävja deflationstendenser.
EUR/SEK	9,35	9,30	9,20	Sveriges starka fundamenta ger medvind för kronan. Riksbanken fortsätter dock att göra sitt för att bromsa den utvecklingen.
USD/SEK	8,50	8,61	8,76	Den övervärderade dollarn fortsätter att handlas starkt, vi har dock sett toppen i USD/SEK och ytterligare sidledshandel är att vänta.

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 2016-02-10. Valuta-prognoser per den 2016-02-23. 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 - HFRX Global Hedgefund Index i USD.



Marknadssyn

Makro - Skör återhämtning med nedåtrisker

De senaste månaderna har präglats av oro kring styrkan i världskonjunkturen. Oron har gett kraftiga kursfall för risktillgångar som aktier, vilket ökat på oron ytterligare. De största oromolnen utgörs av en allt tydligare svaghet i industrikonjunkturen, inte minst i USA, frågetecken kring kinesisk ekonomi och valutapolitik samt olje- och råvaruprisfall som förstärker den finansiella oron via ökade kreditrisker. I linje med detta har vi marginellt sänkt våra tillväxtprognoser för 2016 och 2017. Men även om recessionsriskerna har ökat kvarstår utsikterna till en försiktig tillväxtökning under året. Såväl i USA som i eurozonen finns en underliggande styrka, driven främst av robust privatkonsumtion till följd av bland annat bättre arbetsmarknad. De data som kommer in kring kinesisk ekonomi pekar också på att tillväxtoron är överdriven samtidigt som de normalt tillväxtpositiva effekterna av lägre olje-/råvarupriser sannolikt kommer i spel under året, i takt med en stabilisering av oljepriset. Sammantaget kvarstår vår bild om försiktigt accelererande tillväxt, men med tydliga risker på nedsidan.

USA – Med konsumenterna i förarsätet

Återigen befästs den tydliga tudelningen av amerikansk ekonomi. Trögheten i industrin färgas alltmer av omvärldsutvecklingen där stark dollar, lägre kinesisk efterfrågan och tydligt lägre energipriser dämpar humöret. Hårdast är pressen på energibolagen, där oljeprisfallet riskerar att skörda fler offer, trots framgångsrikt produktivt arbete. Å andra sidan är tillväxten och motståndskraften god i de inhemska, serviceinriktade, sektorerna. Detta främst då hushållen gynnas av en relativt bra arbetsmarknad – fler kommer i arbete och lönerna kan förväntas börja stiga – samtidigt som förmögenhetsutvecklingen är god. Vi räknar också med att lägre energi- och bensinkostnader gradvis leder till ökad konsumtion. Eftersom privat konsumtion utgör den absolut största delen av ekonomin räknar vi med att tillväxten trotsar motståndet från den relativt sett allt mindre industrisektorn. Ekonomisk statistik stöttar också bilden, de senaste decennierna har tjänsektorn lett tillverkningsindustrin, inte tvärtom.

Europa – Robust ekonomi i svajig union

I kontrast till de politiska orosmolnen fortsätter eurozonens ekonomi att stabiliseras, med svagt ökande tillväxt. Drivkrafter är bland annat lägre energipriser (regionen är stor nettoimportör) samtidigt som den svagare euron gynnar exporten. Lägre energipriser bidrar till press nedåt på inflationen, vilket gör att hushållens realinkomster stiger trots blygsamma löneyft. Gradvis bättre arbetsmarknad bidrar också till ökad efterfrågan. Det finns dessutom ett uppdämt investeringsbehov hos företagen, vilket återspelas i en ökande kreditefterfrågan.

Här finns dock också en riskfaktor då banksektorn i främst Sydeuropa tyngs av en stor andel dåliga lån. Övriga risker återfinns främst på det politiska planet. De politiska

utmaningarna tydliggörs av bland annat EU:s oförmåga att hantera flyttingkrisen samt sommarens omröstning kring en eventuell Brexit (British Exit från EU-samarbetet). De ekonomiska effekterna av det sistnämnda blir dock sannolikt begränsade – även i Storbritannien utgör hushållen och tjänstesektorn dominerande tillväxtkrafter som ger hygglig tillväxt trots viss industritröghet.

Asien/Kina – Tillväxtens tillskyndare med politiska påfrestningar

Vi ser inte att det kinesiska börsfallet i början av året skulle motiveras av stora svagheter i den reala ekonomin. Nedgången har sin grund i myndigheternas oförmåga att hantera börsfallet samt otydliga signaler kring valutapolitiken som ökar marknadens oro för nya policymissstag. Det

USA:S KONSUMENTER SPARAR



Källa: Macrobond

Hushållen i USA sparar hela vinsten från lägre bensinpris. Misstro till prisnedgångens varaktighet och/eller oro kring ekonomin i allmänhet ligger sannolikt bakom oviljan att konsumera trots ett redan relativt högt sparande. Det ger goda utsikter till konsumtionsökningar längre fram, när ekonomin och oljepriset stabiliseras.

finns förvisso en del frågetecken kring tillväxten, inte minst vad det gäller industrin och lagret av osålda bostäder, men fortsatt god aktivitet i tjänstesektorn och en mjukare ekonomisk politik gör att vi fortsatt räknar med en mjuklandning för ekonomin där tillväxten sakta bromsar in.

I övriga Asien ser en del av de mindre länderna stabila ut, med vissa tillväxtökningar drivet av privatsektorn. För Indiens del räknar vi med fortsatt hög tillväxt – landet ligger i topp i den globala tillväxtligan. Ökningen dämpas dock något av att regeringen Modi inte riktigt lyckats genomföra sitt ambitiösa reformprogram i önskvärd takt.

Japan – Tillväxtkamp i uppförsbacke

I Japan fortsätter ansträngningarna för att få upp inflation och tillväxt, dock med fortsatt kläna resultat. De ekonomiska reformer, "Abenomics", som premiärminister Abe lanserade vid sitt tillträde för tre år sedan har hittills inte gett önskad effekt. Tillväxten är endast svagt positiv och vi räknar med att svaga offentliga finanser gör att regeringen går vidare med sin annonserade momshöjning under 2017, vilket effektivt avbryter den svaga fartökning som präglar ekonomin i år. "Abenomics" har kompletterats med ytterligare åtgärder för att stimulera tillväxten, vi ser dock tydliga nedåtrisker i form av svagare inhemsk efterfrågan och bristande tilltro till den ekonomiska politiken, givet svaga offentliga finanser.

Latinamerika – Våt råvarufilt över tillväxten

Regionen pressas av fallande olje- och råvarupriser, i många fall kombinerat med strukturella problem och stort dollarberoende. Situationen är värst i Venezuela men även regionens klart största ekonomi, Brasilien, har det rejält kämpigt (Läs mer i temat "När samban tar slut..." på sid 30). Landet är inne i en lång och djup lågkonjunktur som

genomsyrar stora delar av ekonomin. Från starten i fallande exportintäkter och investeringar till en vikande privatkonsumtion, drivet av besvärande hög inflation och en svag arbetsmarknad. Valutafallet har förvisso gett exporten visst stöd men den effekten motverkas av lägre råvaruefterfrågan från Kina. Vi räknar ändå med att BNP-fallet mildras något i år och att bilden ljusnar ytterligare under 2017.

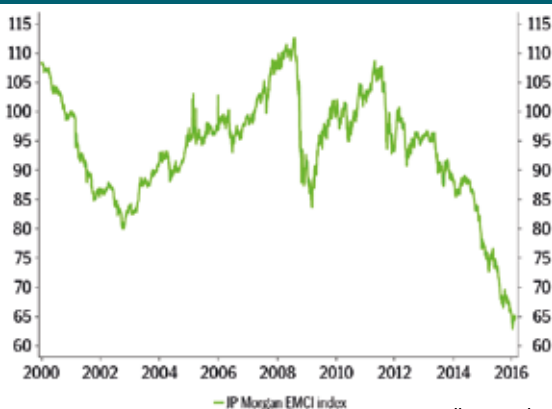
För Mexiko, regionens näst största ekonomi kvarstår den tudelade bilden där pressad oljesektor till viss del kompenseras av exporten till USA.

Östeuropa – Rysk influensa stör inte friskt Centraleuropa

Även i öst är bilden tudelad, dock inte mellan sektorer utan mellan geografier. I de centraleuropeiska länderna, med Polen och Tjeckien i täten, är bilden relativt positiv. Även här är hushållens efterfrågan en viktig drivkraft, i takt med stigande realinkomster och bättre arbetsmarknader.

För Rysslands del kvarstår den problematiska bilden en tid till. Förutom de strukturella problemen och konflikten med Ukraina och de därtill följande sanktionerna i utrikeshandeln utgör också oljeprisfallet en tydlig tillväxtbroms. Det pressar också ner värdet på rubeln vilket tvingar upp inflationen och holkar ur hushållens konsumtionsförmåga. Vi räknar med negativ tillväxt även innevarande år. En stabilisering av oljepriset och lättnader i sanktionerna ger svagt positiv tillväxt nästa år, men de strukturella problemen begränsar potentialen under lång tid framöver.

MISSTROENDE MOT TILLVÄXTLÄNDER



Oron kring Emerging markets-länderna illustreras väl av svagheten i ländernas valutor – den senaste tiden har också nedgången accelererat. Strukturella problem, svagare råvarupriser och osäkerhet kring effekter av kommande Fed-höjningar har drivit nedgången. Många av länderna brottas fortsatt med dessa problem. Lägre valutor driver också på inflationen – men bör dock bli ett ljus i mörkret för exportutsikterna.

Norden - Styrka i Sverige, motvind i Norge och Finland

Den tudelade bilden för Nordens länder förstärks. Finland plågas av fortsatt stagnation. Svaga offentliga finanser och vikande konkurrenskraft tynger bilden, vi räknar dock med svag fartökning kommande år. I Norge tyngs bilden alltmer av det låga oljepriset. Effekterna sprider sig också i ekonomin, inte minst till hushållen. Tillväxten räddas ändå kvar på hygglig nivå tack vare stimulatив politik och försvagad valuta. För Danmarks del innebär en stark arbetsmarknad/hushållssektor att den modesta återhämtningen fortsätter, dock gör bland annat svag investeringsaktivitet att vi justerar ned våra tillväxtprognoser något.

I Sverige överraskar tillväxten på uppsidan. Huvudskälet är ökad konsumtion till följd av ökat flyktingmottagande. Ett starkt fjärdekvartal gjorde att tillväxten för 2015 hamnade strax över 4 procent. Vi räknar med nästan lika hög tillväxt i år, med ökad konsumtion och bostadsinvesteringar som största drivkrafter, återigen till stor del drivet av invandringen. Stora utmaningar inom bostads- och arbetsmarknadspolitiken samt politisk osäkerhet utgör de största riskerna.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Tillväxtprognoserna fortsätter justeras ned när oro för recession dyker upp i debatten.
- Vi räknar fortfarande med viss fartökning, men riskerna på nedsidan har ökat
- Tudelningen i väst kvarstår – stark, hushållsdriven tjänstesektor, svag industri
- Stabil tillväxt i USA – men svag omvärld dämpar.
- Kinas ekonomi mjuklandar, frågetecken kring hantering av valuta och börs.
- Stabilisering av oljepris i sikte, producenter dock under fortsatt press
- Nedrevidering av tillväxt- och vinstprognoser pressar börser...
- ... viss fartökning och fortsatt låga räntor talar ändå för riskfyllda tillgångsslag på sikt

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

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

Källa: SEB Research, Nordic Outlook, daterad februari 2016.



Globala aktier

I väntan på bättre vinster

Inledningen av året har präglats av börsfall och stora svängningar i aktiekurserna. Industrikonjunkturen vill inte riktigt ta fart och oroliga investerare har valt att dra ned exponeringen mot risktillgångar. Hyggliga värderingar och bred börsnedgång talar för en rekyl, men smolket i bägaren är att vinstestimatet fortsätter att justeras ned. Bolagens samlade vinster förväntas växa 4 procent 2016. Vi räknar dock med en fartökning nästa år. Många av förra årets vinnare ligger på förlorarlistan hittills i år. Europeiska småbolag och amerikanska tillväxtbolag har haft det svårt, medan det har gått bättre för aktier kopplade till guldpriset och vissa tillväxtländer. I portföljerna föredrar vi exponering mot Europa framför USA.

- Fallande kurser och stora svängningar har präglat världens börser inledningsvis i år. Ökad oro för konjunkturens styrka har skrämt marknaden.
- Aktier i Latinamerika och Ryssland visar bättre utveckling än världsindex, i motsats till förra året när Emerging Markets föll på bred front.
- Globala aktier handlas på P/E 14 (vinstprognoser 12 månader framåt), vilket skulle kunna betraktas som attraktivt om inte "E" i formeln, alltså vinsterna (earnings) hade varit så osäkra som i nuläget.
- Bolagsvinster som vänder uppåt och tecken på förbättringar i makroekonomin är önskvärda innan vi rekommenderar ökad exponering mot risktillgångar.
- Börserna i industriländerna har goda möjligheter, medan vi ser risker kopplade till utvecklingsländerna. I våra portföljer överviktar vi Europa där vi fortsatt tror att läget förbättras, med högre marginaler och vinster för bolagen som följd.

VÄRLDENS FINANSMARKNADER PRÄGLAS i nuläget av oro och stora svängningar. Investerarna brottas med frågetecken kring styrkan i den globala industrikonjunkturen och även läget i den kinesiska ekonomin ger huvudbry. Globalt väger energisektorn tungt i börsindex och ett lågt oljepris har spätt på det dåliga humöret. 2016 har börjat i moll och världsindex är ner cirka 5 procent i lokala valutor. Aktier i Latinamerika och Ryssland visar på bättre utveckling, detta i motsats till 2015 när investerarna ratade Emerging Markets-länderna (EM) på bred front. Allra bäst har det gått för aktier med koppling till guldpriset. Dessa har på aggregerad nivå stigit över 40 procent.

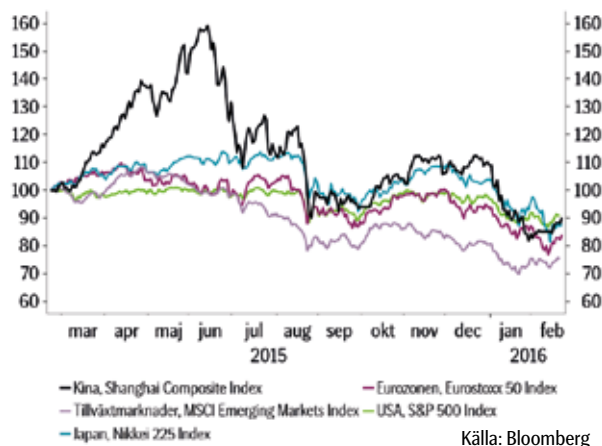
Japanska börsen ligger i botten efter en stark utveckling 2015. Generellt hamnar många av förra årets vinnare på förlorarlistan i år. Om denna trend fortsätter kan man spekulera i om EM och Valueaktier (som gick sämst förra året) helt enkelt har blivit för billiga? Eller om konjunkturen faktiskt kommer att överraska positivt så småningom? I ett scenario där konjunkturen förstärks är Valuebolag med lågt värderade vinster mer intressanta än tillväxtaktier (Growth), som blivit dyra efter flera års uppgång.

Förra årets vinnare i botten

På global sektornivå hamnar förra årets favoriter i botten. Finans, sällanköpsvaror (konsument), IT och läkemedel har nämligen tappat mest medan det gått bättre för dagligvaror, telekom och allmännyttiga bolag. Att äga finansaktier i Japan och Europa är ett bottennapp hittills 2016, medan gruvor i Sydafrika är "värda sin vikt i guld" med en avkastning på hela 25 procent.

Globala aktier handlas på P/E 14 (vinstprognoser 12 månader framåt), vilket skulle kunna betraktas som attraktivt om inte "E" i formeln, alltså vinsterna (earnings) hade varit så osäkra som i nu. Den amerikanska marknaden handlas till lite högre värdering än världsindex och Europa ligger i linje med genomsnittet. Japanska företag är attraktivt värderade (P/E 13) efter nedgången eftersom prognosen visar vinsttillväxt både 2016 och 2017. Globalt fortsätter bolagens samlade vinster att revideras ned och förväntas växa 4 procent 2016, men i konsensusprognoserna ligger en fartökning nästa år och en vinsttillväxt på nära 10 procent. Länderna i Latinamerika med Brasilien i spetsen ligger i topp vad gäller förbättrade bolagsvinster efter flera år med negativa tal. I botten finner vi Ryssland där företagets välmående är starkt

TUFFT FÖR TILLVÄXTMARKNADER



Kinesiska aktiers rörelse med uppgång och fall under det senaste året är dramatisk. Oron för ekonomin och tillväxten har tilltagit. Börsnedgången sedan december har varit bred och drabbat alla marknader. Emerging Markets har klarat sig lite bättre sedan årsskiftet, men ligger ändå i botten.

korrelerat med oljepriset. Den indiska börsen är högt värderad (P/E 16), men förmodas ha hög vinsttillväxt framöver.

Vinster justeras nedåt

Hyggliga värderingar och bred börsnedgång talar för en uppåttreky. Hamnar vi i ett läge där tillväxten överraskar positivt och råvarupriserna stiger, kan uppgången bli kraftfull för många nedtryckta verkstads- och råvaruaktier. Det som ändå gör investerarna avvaktande är att analytikernas vinstestimater löpande justeras ned och de nyligen presenterade bolagsrapporterna bekräftade den negativa trenden. Både amerikanska och japanska företag rapporterade sämre vinster än förväntat medan det såg något ljusare ut i Europa. Nedjusteringar av vinster inom energi- och råvarusektorn agerade sänke under 2015 och kräftgången fortsätter. Bolag inom konsumentrelaterade branscher ser ut att förbättra sina vinster mest i år.

Osäkerheten när det gäller styrkan i den globala återhämtningen har ökat. Makroekonomisk statistik visar inte den förbättring man hoppats på, BNP-prognoser skruvas ned och tillväxtscenariot flyttas fram. Vi bedömer sannolikheten för recession som låg, men nedjusterade vinster och stora svängningar gör oss försiktiga på kort sikt. Det finns även en oro att den svaga industrikonjunkturen ska sprida sig till de starka konsumtions- och tjänstesektorerna. Man kan inte heller utesluta nya kriser inom EM i ett läge med fortsatt låga råvarupriser, ökad skuldsättning och en stark dollar.

Världen är spretig

Världsekonomin är i nuläget spretig, vissa områden är nära eller har redan fallit in i recession, medan andra visar fin tillväxt. Generellt kan sägas att råvaruberoende länder, företrädesvis inom EM har det svårt, medan utvecklade länder med stor tjänstesektor klarar sig bättre. Råvarumarknader är hårt pressade, medan det ser bra ut för den globala konsumtionen. Den klassiska tillverkningsindustrin kämpar med överkapacitet och fallande priser medan tjänstesektorn tuffar på. I Kina har tjänstesektorn nyligen storleksmässigt gått om industrisektorn. Även framöver kommer tjänster att fortsätta expandera och skapa nya investeringsmöjligheter. I en värld där det blir allt svårare

att hitta avkastning gäller det att vara selektiv och "plocka russin ur kakan".

Mycket talar för en stabilisering

På den positiva sidan har börsfallen resulterat i lägre värderingar och en mer normaliserad prissättning av aktier. Att investerare redan dragit ned risken och tagit mer försiktiga positioner talar också för en stabilisering. Låga råvarupriser stöttar konsumtionen och pressar ner inflationen, vilket gynnar industriländerna i väst. Centralbankernas alltiämt stödjande åtgärder ökar riskapiten. Och även om takten är låg, får vi ändå positiv tillväxt i världsekonomin.

Uppjusterade bolagsvinster och tecken på förbättringar i det makroekonomiska läget är dock önskvärt innan vi är beredda att öka exponeringen mot risktillgångar. Börserna i industriländerna har goda möjligheter medan riskerna är högre i EM-länderna. Å andra sidan borde de asiatiska ekonomierna få god draghjälp av starkare konsumtion i väst. Tillväxtländerna har historiskt klumpats ihop till ett begrepp men spänner idag från länder med stark demografisk medvind och reformvilja, till länder som brottas med djupt rotad korruption och motvind från fallande råvarupriser. Selektivitet blir alltså mycket viktigt.

Handeln med fysiska varor minskar

Konsumenterna i västvärlden efterfrågar i allt högre grad digitala produkter och tjänster i stället för fysiska, vilket bidrar till att mängden transporterade varor minskar. Detta får effekt på världshandelns omfattning och gör det motigt för transportsektorn som lever på handeln mellan Europa och Asien. Tillväxtpotentialen för fysiska produkter kvarstår emellertid tack vare efterfrågan från den växande medelklassen i framför allt Indien och Kina.

I våra portföljer övervikt vi Europa där förutsättningarna förbättras med högre marginaler och vinster som följd. Värderingen av de europeiska bolagen är också mer attraktiv än i USA. De amerikanska bolagens vinstmarginaler har nått historiska toppnivåer och kan knappast bli så mycket bättre. Efter nedgången ser även japanska aktier intressanta ut med stabil vinsttillväxt för de närmaste två åren.

HAR VALUEAKTIER BÖRJAT TA REVANSCH?



Valueaktier har utvecklats sämre än Growth under flera år. Sedan december är trenden dock lite bättre. I ett scenario där de ekonomiska hjulen rullar snabbare är Valuebolag med lågt värderade vinster mer intressanta än tillväxtaktier (Growth), som dessutom har blivit dyra efter flera års uppgångar.

LAND/ REGION	P/E 2016 (P)	VINST- TILLVÄXT 2016 (P)	VINST- TILLVÄXT 2017 (P)
Globalt	14,5	4,1	10,0
USA	15,4	3,6	13,6
Europa	14,2	3,3	12,6
Japan	13,0	12,8	10,7
Indien	15,9	16,3	16,5
Kina	8,9	7,8	13,5

Källa: JPMorgan /IBES /MSCI

Bolagens samlade vinster förväntas växa 4 procent 2016, man räknar dock med en fartökning nästa år. Japanska företag är attraktivt värderade och uppvisar stabil vinsttillväxt både 2016 och 2017. Den indiska börsen är något högt värderad men visar fin vinstökning framöver.



Nordiska aktier

Sämre vinstutveckling, lägre värdering

Aktiemarknaderna i hela världen, inklusive Norden, inledde 2016 med kraftiga kursfall. Som mest var Stockholmsbörsen (OMXS30) i mitten av februari ner med 13,7 procent sedan årsskiftet. Inledningsvis var det samma konjunkturoro som vi såg i slutet av 2015 som pressade börsen. En sämre konjunkturutveckling än förväntat har även speglats i bokslutsrapporterna för 2015 som överlag visade en sämre avslutning än väntat på året, framför allt för bolag i cykliska industrier. Detta har föranlett betydande nedjusteringar av vinstprognoserna. Efterhand tog dock andra orosmoment över som huvudsakliga drivkrafter för nedgången, framför allt oro kring stress i kreditmarknaden och oro för europeiska banker.

- Svag vinstutveckling och vi räknar med negativ vinsttillväxt i Norden i år.
- Värderingen är mer attraktiv, men inte dramatiskt.
- Fyndläge i växande kvalitetsbolag.
- Brist på alternativ ger stöd, där expansiv penningpolitik och ultralåga räntor förblir börsens trumfkort.

Börsnedgången associerades även med en dramatisk ökning av volatiliteten, inte minst intradag och mellan enskilda värdepapper i snarlika bolag under samma dag. Vi betraktar den periodvis extrema volatiliteten som ytterligare ett tecken på betydande osäkerhet bland investerarna.

På senare tid har dock volatiliteten minskat igen, börsen och kreditmarknaden har rekylerat upp från bottenivåerna och konjunkturoron har minskat påtagligt.

PROBLEMEN INOM ENERGISEKTORN i kreditmarknaden har spridit sig vidare och påverkar nu riskpremien på en rad andra sektorer, inte minst finanssektorn. Dessutom har regelkrav kring hur problemtyngda banker i Europa ska kunna stärka sina balansräkningar med offentliga medel medfört att de finansiellt svaga institutionerna fått svårare att finansiera sin verksamhet. Riskpremien på svagare europeiska finansinstituts icke-säkerställda obligationer (kostnaden per år för att försäkra via CDS-derivat) dubblerades från årsskiftet till mitten av februari till 8,7 procentenheter.

Fyndlägen i stabila tillväxtgeneratorer

Från mitten av januari ändrade börsnedgången tydligt karaktär, konjunkturoron minskade och aktier i cykliska bolag har haft en bättre utveckling än börsen totalt. Tittar vi på de nordiska börserna kan vi även se stora skillnader i vad som förorsakat kursfallen de senaste tre månaderna. Alla de nordiska börserna noterar kursfall på 7-11 procent på tre månader i lokal valuta. Nedgången på Oslobörsen kan förklaras av nedjusterade vinstprognoser medan börsnedgången i Finland istället helt kan förklaras av lägre värderingar med oförändrade prognoser. Nedgången i Sverige

FÖRÄNDRING I LOKALA VALUTOR DE SENASTE TRE MÅNADERNA

	Börsnedgång	Vinstutsikter	P/E kontraktion/expansion
OMX (Sve)	-10 %	-4,5 %	-6 %
KFX (Dan)	-7 %	-3,0 %	-4 %
OBX (Nor)	-11 %	-14 %	3 %
HEX25 (Fin)	-9 %	0,5 %	-10 %

Källa: Bloomberg

Tabellen visar börsutvecklingen i lokal valuta för de fyra nordiska börserna de senaste tre månaderna, samt förändringen av konsensusvinstprognosen för den närmast förestående 12-månadersperioden över samma tid. Skillnaden mellan dessa är förändringen av det framåtblickande P/E-talet för samma börs. Nedgången den senaste 3-månadersperioden har varit bred, och förklaras i många fall av försämrade vinstutsikter. Tydliga undantag finns dock där nedgången är en ren multipelkontraktion medan vinstutsiktterna är stabila. Samma mönster syns på sektor- och bolagsnivå.

och Danmark förklaras till ungefär lika delar av försämrade vinstutsikter och lägre värdering.

Samma mönster syns på sektornivå och bolagsnivå. I många fall kan nedjusterade vinstprognoser förklara stora delar av kursnedgången, men i några cykliska bolag med stora nedjusteringar av vinstprognoserna har aktierna redan återhämtat sig kraftigt från bottennivåerna och P/E-talen har expanderat häftigt. Samtidigt har aktierna för flera av de mest pålitliga vinsttillväxtbolagen i Norden sett kraftiga kursfall i år, trots starka rapporter för fjärde kvartalet 2015 och signaler om fortsatt tillväxt 2016, samt obetydliga prognosrevideringar (eller till och med positiva sådana). I en miljö med svag ekonomisk tillväxt och ultralåga räntor menar vi att en signifikant premievärdering är motiverad för bolag som kan förväntas uppvisa vinsttillväxt framöver även om det allmänna konjunkturläget förblir något kärvt.

Årets börsnedgång har ännu inte skapat något uppenbart fyndiläge i marknaden som helhet, men för selektiva investerare menar vi att många enskilda aktier blivit riktigt attraktiva, åtminstone för de som kan acceptera en fortsatt hög volatilitet på kort sikt. På listan över årets sämsta stor-bolagsaktier i Norden hittar vi en rad av de mest pålitliga tillväxtbolagen med kursfall på 5-20 procent, nedgångar som i sin helhet förklaras av lägre värderingsmultiplar. Här finns sannolikt ett antal fyndköpslägen.

Svag vinstutveckling

Konjunktursignalerna i slutet av 2015 och inledningen av 2016 har överlag utgjort negativa överraskningar, även om en stabilisering och återhämtning kunnat skönjas på senare tid. Dessutom har bolagens rapporter för fjärde kvartalet 2015 varit sämre än väntat. I snitt överraskade de svenska bolagen negativt med 4 procent och i Norden var den negativa snittöverraskningen 8 procent (justerat för ett bolag som utgjorde en extrem negativ avvikelse). Likaså

har många bolag flaggat för en något sämre utveckling under 2016 än vad analytikerna hade räknat med och vi har sett kraftiga nedjusteringar av prognoserna.

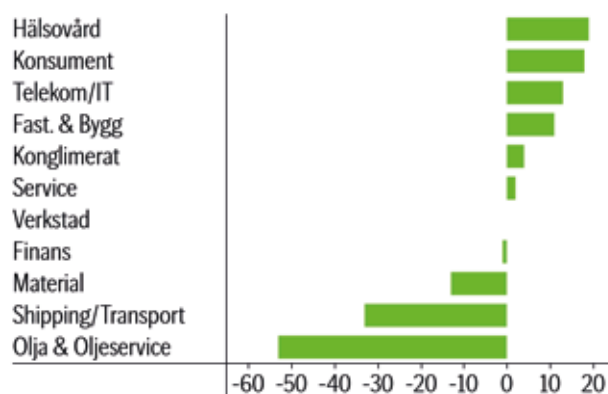
Vinstprognoserna har reviderats ned för alla sektorer utom bygg & fastigheter samt hälsovård. Hittills i år har vinstprognosen för 2016 justerats ned med 8 procent och under de senaste 6 månaderna är nedjusteringen 16 procent.

Vi räknar idag med en negativ vinsttillväxt om 2 procent för Norden som helhet 2016. För de svenska bolagen räknar vi fortfarande med 3 procents vinsttillväxt i år, men så sent som vid årsskiftet räknade vi med 10 procents ökning från en något högre bas 2015 än vad som blev det slutliga utfallet (vinsterna 2015 blev cirka 1 procent lägre än vad vi räknade med före boksluten publicerades). Utan hjälp från den svaga svenska kronan hade sannolikt vinsttillväxten varit obefintlig även för bolagen på Stockholmsbörsen.

Fortsatt kluven marknadsbild

Tittar vi på vinstutsikterna för innevarande år uppdelade per sektor träder en tydligt tudelad bild fram. Branscher som lider av låga energi- och råvarupriser samt den svaga globala industrikonjunkturen, och bolag som förlorar på Kinas pågående ekonomiska omvandlingsprocess, visar kraftigt negativ vinsttillväxt i år. Samtidigt växer vinsterna med hälsosamma tal inom konsumentsektorn, hälsovård och bygg & fastighetssektorn. Även telekomsektorn förväntas återhämta sig efter en svag utveckling 2015. Ovanstående branschtrender är starka och visar inga tecken på att mattas av, tvärtom. De branscher där vinstutvecklingen har varit sämst och där vi räknar med de största negativa förändringarna 2016 är även de där vi tvingats sänka vinstprognoserna på senare tid (såväl under de senaste 2 månaderna som under de senaste 6 månaderna) och det gäller vinstprognoserna för såväl 2015 som 2016 och 2017. Däremot har behovet av nedjusteringar varit betydligt

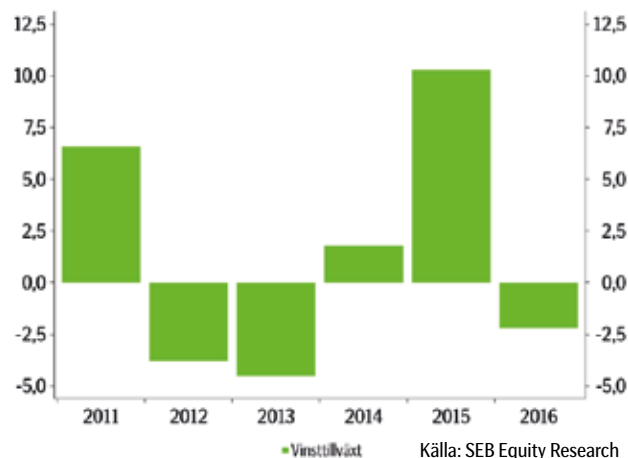
FORTSATT TUDELAD MARKNADSBILD



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar den förväntade procentuella vinstförändringen 2016 uppdelat per sektor för de nordiska börsbolagen. Marknadsbilden är fortsatt tudelad, stora vinstfall väntas i vissa cykliska sektorer medan konsumentbolag, hälsovård och fastighet/bygg visar fortsatt tillväxt.

VINSTERNA KRYMPER I NORDEN I ÅR



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar den aggregerade vinsttillväxten för de nordiska börsbolagen i procent. Efter två år av positiv tillväxt 2014 och 2015 väntas vinsterna återigen krympa i år. I Sverige räknar vi fortfarande med 3 procents positiv vinsttillväxt, men denna kan till sin helhet förklaras av positiva valutaeffekter, räknat i euro förväntas de svenska bolagen redovisa oförändrade resultat i år.

mindre om vi tittar på de sektorer där vi redan tidigare haft höga förväntningar, för fastighet och bygg har prognoserna till och med justerats upp. Det vill säga det senaste halvårets negativa vinstprognosrevideringar förklaras främst av att bolagen med sämst vinstutveckling har överraskat ännu mer negativt, medan de där vi förväntade oss en bättre utveckling från början i princip har levererat enligt plan. Det enda undantaget är telekom/IT-sektorn där nedrevideringarna varit stora, men där positiv tillväxt förväntas under 2016.

Lägre värdering, men inte rea

Tyvärr betyder de nedreviderade vinstprognoserna att det är svårt att se någon generell "rea" på börsen efter den senaste tidens nedgång. P/E-talet på vinstprognosen för den kommande 12-månadersperioden är idag marginellt lägre än snittet 2014 och 2015 i Sverige. För Norden som helhet är det i nivå med 2014, men lägre än 2015. På trögrörliga multiplar, som värderingen av eget kapital (P/BV), är bilden något mer fördelaktig. Sedan andra halvan av 2013 har Stockholmsbörsen endast

varit lägre värderad än idag under kortare perioder, men den är fortfarande cirka 30 procent över bottenivåerna från 2011.

Brist på tillväxt

Av de 132 storbolag (börsvärde över 1 miljard euro) i Norden som vi bevakar förväntas endast 60 leverera positiv vinsttillväxt 2015, 2016 och 2017. Totalt blir vinsttillväxten negativ i år och fem av elva sektorer (inklusive två av de största) väntas leverera krympande vinster 2016. Det är därmed fortsatt brist på bolag som kan uppvisa en stadig vinsttillväxt och vi menar att detta är egenskaper som borde uppskattas extra mycket i en miljö som den nuvarande med ultralåga räntor och expansiv penningpolitik.

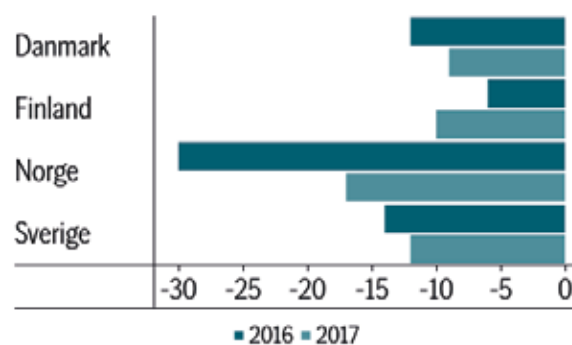
Snabbväxande nischbolag och bolag med stabil vinsttillväxt kommer från tid till annan, som vi sett mycket tydligt i februari, också att drabbas av allmän oro i finansmarknaden. Sådana sättningar bör dock bli relativt kortvariga tack vare det stöd som fortsatt finns från penningpolitiken.

VÄRDERINGARNA HAR FALLIT, MEN INTE SOM BÖRSEN



Diagrammet visar P/E-talet på konsensusprognosen för de närmaste 12 månaderna för Stockholmsbörsen. Värderingen har kommit ner från toppnivåerna i fjol, men inte dramatiskt. Lägre vinstprognoser förklarar en stor del av nedgången.

KRAFTIGT SÄNKTA VINSTPROGNOSER I HELA NORDEN



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar nedjusteringarna av de aggregerade vinstprognoserna för 2016 och 2017 under de senaste 6 månaderna för de nordiska börsbolagen uppdelat per land. Vi har sett kontinuerliga nedrevideringar i fem års tid, men under det senaste halvåret har nedrevideringstakten varit anmärkningsvärt hög.

% Ränteinvesteringar

Fortsatt hög aktivitet hos centralbankerna

De långa statsobligationsräntorna har fallit kraftigt under inledningen av 2016. Den främsta anledningen är oro för att den globala tillväxten ska tappa kraft och i sin tur hämma inflationsutsikterna. Samma osäkerhet har även fått investerare att söka sig bort från aktier och High Yield-företagsobligationer till förmån för säkrare statsobligationer, något som driver upp efterfrågan på statsobligationer och trycker ner räntorna. Detta har lett till att bland annat Frankrike, Holland, Schweiz, Sverige, Tyskland och Japan i skrivande stund har negativa statsobligationsräntor upp till fem års löptid. Centralbanker världen över ställs inför nya utmaningar i takt med att de finansiella marknaderna förväntar sig stimulansåtgärder, samtidigt som verkansgraden av åtgärderna tycks klinga av i allt snabbare takt.

- Mer av samma att vänta från centralbankerna
- High Yield präglas av oro kring fallande energipriser
- Fortsatta svårigheter för tillväxtmarknader

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Svenska Riksbanken fortsätter på den inslagna vägen och har sänkt styrräntan ytterligare, ner till -0,50 %. Samtidigt fortsätter Riksbankens köp av statsobligationer och innehavet kommer vid halvårsskiftet att uppgå till en tredjedel av den utestående obligationsvolymen. Det motsvarar 200 miljarder svenska kronor eller 6 procent av BNP. Syftet med åtgärderna är att uppfylla Riksbankens inflationsmål om 2 procent (+/- 1 procentenhet). För att ytterligare understryka allvaret i dagens situation utesluter inte Riksbanken valutainterventioner. En försäljning av svenska kronor skulle syfta till att försvaga kronan, något som i sin tur väntas öka efterfrågan på svenska varor och höja priset på importerade varor. Just efterfrågan får sägas vara Riksbankens största huvudbry för stunden, detta då utbudet är tillfredsställt via en extremt lätt penningpolitik. Kanske är det så att efterfrågan behöver draghjälp från finanspolitiken i de länder där det finns budgetutrymme.

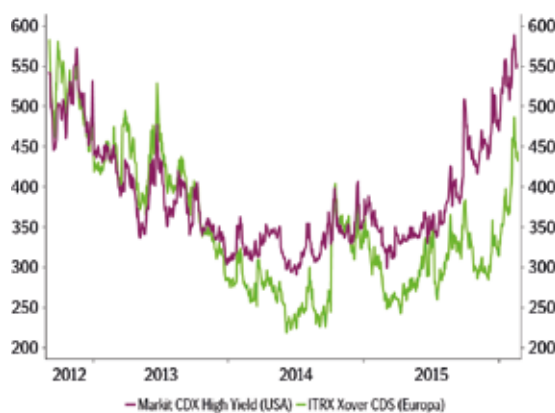
För europeisk del bedömer vi att den Europeiska Centralbanken, ECB, senast vid sitt möte den 10 mars sänker depositräntan med 0,1 procentenheter till -0,40 procent. Depositräntan är den ränta banker får när de deponerar överskottslikviditet vid varje bankdags slut hos centralbanken. ECB väljer sannolikt även att utöka sina interventioner i kapitalmarknaden genom att öka månadstakten av återköp med ytterligare 15 miljarder till 75 miljarder euro per månad. Med hänsyn tagen till att en styrränta under noll kan leda till stora obalanser i ekonomin kommer sannolikt även en del tekniska begränsningar att lyftas. ECB får i dagsläget inte köpa statsobligationer med negativ ränta, vilket exkluderar köp av obligationer med kortare löptider än fem år i flera länder. Problemen för ECB är snarlika de som Riksbanken har, inflationen vägrar att stiga trots att tillväxten visar en positiv trend.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Fed, har genomfört sin första styrräntehöjning på tio år och ovisshet råder om det kommer fler höjningar i närtid eller om centralbanken väljer att avvakta till slutet av 2016. Feds beslut har stor påverkan på många andra länders situation då dessa emitterat obligationer med tillhörande kupongbetalningar i USD. Vi bedömer att Fed ser en stor risk i att agera för tidigt och för kraftigt, varför vår prognos är att de avvaktar till andra halvåret innan nästa räntehöjning.

Företagsobligationer – Investment Grade och High Yield

High Yield-obligationer har drabbats hårt av prisfallet i olja och basmetaller med stigande räntor och fallande obligationskurser som följd. Den norska marknaden för High Yield-obligationer domineras av oljeleraterade företag och har under den senaste tiden upplevt en påtaglig minskning av antalet nyemissioner, samtidigt som vissa

ÖKAD OSÄKERHET HAR VIDGAT KREDITSPREADARNA



Källa: Bloomberg

Oljeprisfallet tillsammans med oro för banksektorn i Europa har drivit upp kreditspreadarna i både USA och Europa.

obligationer utgivna av välkända bolag prissätts på nivåer som signalerar rekonstruktion. Högst sannolikt kommer antalet bolag som behöver rekonstrueras eller ställa in betalningarna att öka under innevarande år.

I USA står energisektorn för cirka 15-20 procent av den totala marknaden för High Yield-obligationer och det är främst de nya aktörerna inom okonventionell oljeutvinning som måste gå via obligationsmarknaden för att trygga sin finansiering. Detta har medfört att värdet på amerikanska kreditindex har fallit och nu befinner sig på nivåer i paritet med 2008. Att den amerikanska marknaden har haft problem med energisektorn visas i grafen på vänster sida. Europa är av tradition mindre exponerat mot energi och har istället en större vikt mot obligationer utställda av banker och finansolag.

Den europeiska marknaden för High Yield-obligationer har undgått mycket av turbulensen kopplat till oljeprisfall, men istället har osäkerhet inom banksektorn skapat ett säljtryck av förlagslån den senaste tiden. Förlagslån är obligationer utgivna av finansiella institut i syfte att stärka kapitalbasen. Får man med stigande räntor och större ränteskillnader mellan stats- och High Yield-obligationer blir att finansieringskostnaderna för företag stiger. Detta kan i sig leda till en ond spiral då det späder på kreditoron ytterligare och kan leda till att antalet konkurser ökar. Hittills är osäkerheten begränsad till olje- och energisektorn i USA, samt finansiella institut inom eurozonen, och i nuläget bedömer vi spridningsriskerna till andra delar av ekonomin som små.

Tillväxtmarknader – Tilltagande oro för framtiden

En stark dollar tillsammans med stigande amerikanska räntor och sjunkande råvarupriser är sammantaget inga bra

faktorer för tillväxtmarknaderna. Samtidigt försvårar ansträngda statsfinanser i många tillväxtländer möjligheterna att stimulera sina respektive ekonomier finanspolitiskt.

Dessa faktorer tillsammans med osäkra ekonomiska utsikter för flertalet tillväxtländer innebär en tilltagande risk och sätter press på berörda statsobligationsmarknader. Företagsobligationsmarknaden drabbas indirekt i spåren av lägre ekonomisk aktivitet och med stigande kreditrisk som följd. Men även det faktum att delar av företagsobligationsmarknaden är emitterad i USD försvårar situationen. Kommande räntehöjningar från USA talar för en starkare dollar och högre lånekostnader, samtidigt som intäktssidan från råvarumarknaden har blivit avsevärt sämre.

För Kinas del bedömer vi att tillväxten sjunker under ordnade former de kommande två åren, från dagens tillväxttakt om 7 procent till 6 procent 2017, vilket bland andra bör påverka exporterande grannländer som Japan och Sydkorea.

En annan region med problem är Sydamerika och dess ledande ekonomiska nation Brasilien. Fallande priser på olja och järnmalm har lett till negativ tillväxt, samtidigt som landet lider av hög inflation. I januari noterades inflationen till över 10 procent. Det ser bättre ut för de tillväxtmarknader som gynnas av penningpolitiska stimulansåtgärder från ECB. Östeuropa, med Baltikum, Polen och Tjeckien i spetsen, har starka handelsförbindelser med Tyskland och Skandinavien, geografier som står relativt starka i den rådande ekonomiska utvecklingen.

Indien har haft en stark tillväxt under 2015 och det finns anledning att tro att tillväxten håller i sig även 2016 och 2017. Till skillnad från Sydamerika och Ryssland gynnas Indien av ett lågt oljepris, vilket har visat sig genom såväl stigande tillväxt som stigande räntor.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVkastNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,5 %	-0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-3,9 %	-1,4 %	-2,0 %	4,3 %	4,5 %	4,5 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	2,8 %	2,9 %	1,6 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	7,8 %	7,9 %	8,4 %	3,8 %	4,1 %	4,1 %
Emerging Market Debt	1 2 3 4 5 6 7	1,5 %	4,5 %	-1,5 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %

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

Centralbankerna diktar villkoren

Det blir allt mer påtagligt att centralbankernas agerande har påverkat de finansiella marknaderna grundligt. Detta har gett biverkningar som är svårhanterliga för flertalet hedgefonder. Oavsett om de åtskilliga stimulansåtgärderna som injiceras världen över bär frukt eller ej, bör vi dock närma oss slutet på den centralbanksberoende tidsperiod vi just nu upplever. Om fortsatta stimulansåtgärder visar sig fruktlösa i termer av ökad tillväxt och inflation kommer andra åtgärder än penningpolitiken att tvingas upp på agendan.

Efter att oljepriset rasat med cirka 65 procent från slutet av juni 2014 till slutet av 2015 var bedömningen att den största dramatiken låg bakom oss. Det visade sig vara fel. Oljepriset har fortsatt rasa och oron ökat.

- Centralbankerna sätter agendan
- Högt volatilitet sätter den fundamentala prissättningsmekanismen ur spel
- Obefintliga räntor i en problematisk marknad utmanar absolut avkastning tillfälligt

Hedgefonder – Nya förutsättningar i en föränderlig värld

Det kan tänkas att det drogs en lättandens suck bland många hedgefondförvaltare när nyårsklockorna ringde vid årsskiftet. Föregående år kom att bli ett avsevärt mer utmanande år för hedgefonder än vad inledningen av 2015 gav sken av. Många var de fonder som inte lyckades leverera positiv avkastning och för vissa var den negativa årsavkastningen påtaglig. Men knappt hann lungorna syresättas efter nyårssucken innan nya utmaningar tog vid.

Inledningen av det finansiella året 2016 har varit dramatisk; kraftiga nedgångar på såväl aktiemarknader som för statsobligationsräntor, hyperaktiva centralbanker med olika agendor, fallande råvarupriser, samt en prissättningsmekanism som tycks vara mer driven av rädsla än av fundamentala faktorer. För många hedgefonder innebär detta att avkastningen inledningsvis 2016 har negativa förtecken. I skrivande stund har dock marknaderna rekylerat upp något och en stabilisering, måhända tillfällig, kan skönjas. En stabilisering är egentligen allt som krävs för att hedgefonderna skall ges möjlighet att förvandla förtecknet till plus istället för minus. En stabilisering innebär någorlunda förutsägbarhet och möjligheter att skapa avkastning på fundamentala felpriissettningar, något som det efter turbulenta tider brukar finnas gott om.

Equity Long/Short

Trots kraftig volatilitet har strategin lyckats ta sig någorlunda väl igenom den osäkerhet som varit. Strategin som kollektivt har dragit ner sin risk under den senaste tiden och på så sätt lyckats minska de negativa effekterna. I tider när fundamentala faktorer får stå åt sidan för kategorisk

riskminskning tenderar Equity Long/Short uppleva svårigheter. I efterdyningarna av årets inledande nedgångar finns dock stora möjligheter att hitta avkastningskällor i form av icke fundamentala felpriissettningar.

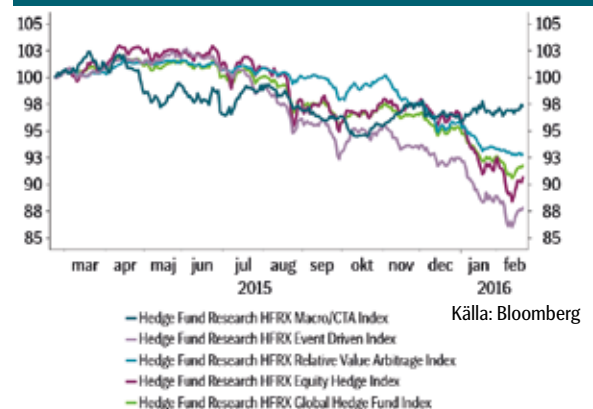
Credit Long/Short

Oljeprisfallet har skapat en ökad oro på kreditmarknaderna under det senaste året. Framför allt den amerikanska marknaden där energisektorn väger tungt i totalindex. Förväntningar om ökad konkursfrekvens tillsammans med försämrade likviditet i obligationsmarknaden har fått kreditspreadar att öka. Med ett mer stabilt oljepris och påtagliga prisskillnader inom kreditsektorerna finns det grogrund för positiv avkastning om osäkerheten avtar.

Event Driven

Den del inom strategin som fokuserar på företagsaffärer, Merger Arbitrage, har stått emot osäkerheten väl under inledningen av året. Andelen nya annonserade affärer avtog något under januari, men detta balanse-

MACRO/CTA - DEN STARKAST LYSANDE STJÄRAN



Det har varit en svår inledning på året för de flesta strategier undantaget Macro/CTA som efter ett problematiskt 2015 inleder året starkt.

ras av det faktum att många tidigare annonserade affärer förväntas stänga under första delen av året. Den andra tongivande delen inom strategin, Special situations, har däremot straffats hårt av sin korrelation med aktiemarknaden. Ett bra perspektiv för företagsaffärer i det korta perspektivet tillsammans med stabilare aktiemarknader bör göra strategin intressant under första halvåret.

Makro/CTA

Kollektivet avseende trendföljande strategier gick in i 2016 med långa positioner i statsobligationer och USD, samt korta positioner i aktier och råvaror, en kombination som gjorde strategin till vinnare under inledningen av året. Positionerna i nuläget är i mångt och mycket de samma och framtida utveckling är i viss mån avhängigt hur tvära kasten kommer att vara i de olika avkastningskällorna. Även makrofonder har haft en stark inledning av 2016 och utsikterna med skiftande riktningar på penningpolitiken runt om i världen ser ljusa ut.

Råvaror – Ny energi åt oljepriset

Efter att oljepriset hade rasat med cirka 65 procent från slutet av juni 2014 till slutet av 2015 var nog flertalet marknadsbedömare överens om att vi hade det mesta av dramatiken bakom oss. Det visade sig vara fel då oljepriset i mitten av februari fallit till nära 26 dollar per fat, motsvarande ett prisfall på nästan 30 procent från årsskiftet. Global konjunkturoro i kombination med en ökad oro för utvecklingen i Kina tyngde utvecklingen.

Under inledningen av året kändes det periodvis som om oljeprisfallet aldrig skulle dämpas. Lägre efterfrågan än tidigare prognoser, högre utbud än väntat, rekordstora globala oljelager, ökad oro för Kina, en starkare amerikansk dollar och en ökad global konjunkturoro var en för utmanande miljö för oljepriset trots redan stora nedgångar. Prisfallet spädades på ytterligare när sanktionerna mot Iran i januari lyftes och landets uttalade ambition var att snart nå de produktionsnivåer som gällde före sanktionerna. Potentiellt skulle då ytterligare en miljon fat per dag tillföras

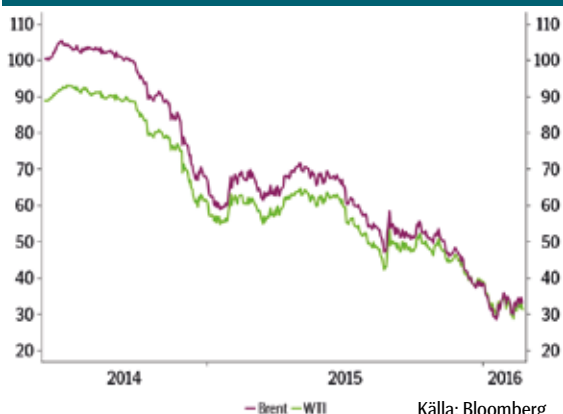
en redan obalanserad oljemarknad med stort utbudsöverskott. Iran har ännu inte ökat produktionen i någon större utsträckning, men risken och ambitionen kvarstår.

Samvariationen mellan oljepris och börser har varit mycket stark under året, då dagar med stigande oljepris nästan utan undantag också fått fart på börserna. Det är delvis en effekt av förändringar i riskviljan, men utförsäljningar av oljestaters investeringsfonder har också bidragit. Efter en tid med mycket volatil utveckling verkar i skrivande stund oljepriset ha stabiliserats något, i alla fall tillfälligt.

Marknadens förhoppning har under lång tid varit att OPEC ska minska sin produktion för att nå marknadsbalans. Detta har inte realiserats, istället har produktionen legat på rekordnivå och det finns inga aktuella signaler om neddragningar. Vår bedömning är att utbudet kommer att ligga på en stabil till något fallande nivå. Även om vi räknar med en viss tillväxt i global efterfrågan innebär det att marknaden kommer i balans tidigast under slutet av nästa år. Vi räknar med att oljepriset når sin botten under första halvåret och sedan stiger något för att under 2017 närma sig 50 USD per fat. Skulle OPEC trots allt dra ner på produktionen kan det förändra bilden.

Även för industrimetallerna var 2015 ett av de historiskt absolut svagaste åren. Svagast utveckling hade nickel som föll över 40 procent, medan aluminium hörde till vinnarna trots ett fall på nästan 20 procent. Då Kina är världens överlägset största konsument av metaller är det oron för landets konjunktur som satt kraftiga avtryck. Marknaderna måste balanseras och lagren minska innan vi kan förvänta oss några större prisuppgångar. Produktion har stängts ned, men det har hittills inte varit tillräckligt. Oro för efterfrågan är alltjämt aktuell. Främst från Kina som en effekt av landets ambition att transformera ekonomin mot mer konsumtionsdriven från tidigare investeringsledd. Men även från USA kommer signaler om en allt svagare industrikonjunktur. Vår bedömning är att efterfrågan inte kommer att lösa obalanserna. Vi räknar därmed inte med några stora kurslyft innan vi ser ytterligare produktionsnedsänkningar.

MARKANT OLJEPRISFALL SEDAN SOMMAREN 2014



Efter att överutbudet lett till ett prisfall på cirka 40 procent under 2014 föll priset ytterligare med en tredjedel året därpå och flertalet aktörer räknade med att fallet var över. Inledningen av detta år var om möjligt än mer dramatiskt med ett fall om som mest på ytterligare nästan en tredjedel.

KOPPARPRISETS UTVECKLING I USD OCH LOKAL VALUTA



Likt flertalet metaller har också koppar fallit kraftigt i pris senaste åren. Metallen prissätts i USD och flera av de största producenterna ligger i länder vars valuta försvagats, varför prisfallet är mindre dramatiskt uttryckt i lokal valuta. I bilden ovan framgår kopparprisets utveckling uttryckt i USD respektive chilenska pesos.



Valutor

Viktiga centralbanker tappar i betydelse

Valutamarknaden är kvar i centralbankernas grepp, genom ökad expansivitet hoppas många centralbanker på stigande importerad inflation via en försvagad växelkurs. Men marknadsaktörer börjar tvivla på att detta är en hållbar strategi och valutamarknaden svarar inte upp på sänkt ränta på samma sätt längre. Starka fundamenta, värdering och centralbanksagerande blir avgörande faktorer och både kronan och dollarn är fortsatt starka kandidater.

- USD - Stigande råvarupriser samt mjukare centralbankspolitik ger endast marginell dollarförstärkning.
- EUR – Euron är central för Europeiska Centralbanken och "måste" försvagas.
- GBP – Snabbt fall efter överdriven Brexit-oro.
- JPY – Rusande JPY de senaste månaderna är inte motiverat givet svag fundamenta.
- CHF – Dyr värdering borgar för svagare franc.
- SEK – Riksbanken kan bara tillfälligt hindra ofrånkomlig kronförstärkning.
- NOK – Undervärderad, men vi avvaktar köpläge.

Vi har många gånger skrivit om centralbankernas stora betydelse för valutamarknaden. I en miljö med fortsatt låg global inflation och svagt resursutnyttjande (lediga resurser) är valutorerna i de flesta länder avgörande för centralbankernas inflationsmålsuppfyllelse. Med ett undantag (USA) kan den senaste tidens inflationsutveckling också kopplas till hur växelkursen har utvecklats. Länder som har fått en svagare växelkurs verkar ha lyckats få upp inflations-takten. I detta perspektiv kan man även sätta Riksbankens iver att försvaga kronan och på så sätt få tillbaka inflationen nära målet.

Men den senaste tidens finansiella oro visar också på några, för centralbankerna, oroande tendenser. Marknaderna svarar inte längre lika tydligt på de lättnader som implementeras. Penningpolitiska åtgärder har alltså inte resulterat i svagare valutor, snarare tvärtom. Det finns flera orsaker till denna utveckling. Den mest uppenbara är att marknadsaktörer till viss del har tappat förtroendet för att centralbankerna verkligen ska lyckas nå inflationsmålen via negativa räntor.

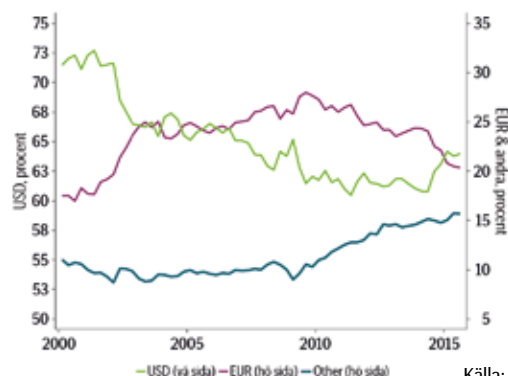
Finansoronen i början av året har gjort valutamarknaden fokuserad på Kinas växelkurspolitik (se extra tematext om den kinesiska valutan) och världens råvarumarknader. Vi bedömer att detta beroende successivt kommer att avta under våren. Kina har de reserver de behöver för att försvara växelkursen när stora kapitalutflöden drabbar

landet (något som pågår just nu). Oron för svagare riskapitet bör successivt avta och i takt med att USA visar att reces-sionsoronen är obefogad bör valutamarknaden åter fokusera på underliggande fundamenta samt skillnader i framtida penningpolitik. Värdering är också ett viktigt tema; många Emerging Market (EM)-länders valutor är attraktivt prissatta efter stora valutakursfall 2014-2015.

USD – marginell dollarförstärkning

Den amerikanska valutan har stärkts 20 procent sedan sommaren 2014. Sjunkande råvarupriser, förändrad valutapolitik i Kina, oljeproducerande länder under press samt amorteringar av USD-lån bidrar till att stärka dollarn. Alla dessa faktorer ger penningpolitiska utmaningar för centralbanken Federal Reserve (Fed). Att förvaltare av valutareserver och oljeproducenter säljer (främst dollar) är inte en tillräckligt stor kraft för att motverka penningpolitikens effekter, vilka över tid fortfarande är svagt USD-positiva. Vi bedömer dock att Fed avvaktar med ytterligare räntehöjningar till september 2016 och totalt levererar två höjningar om 0,25 procentenheter 2016. Under kommande månader är således USD driven av

RESERVFÖRVALTARE FORTSÄTTER MINSKA EURO-EXPONERING



Källa: IMF, COFER

Som ett resultat av ständiga kriser och hög politisk riskpremie har globala förvaltare av länders valutareserver minskat sin euroexponering till förmån för exponeringar mot amerikanska dollar och andra valutor.

andra faktorer än Fed-politik. Att vi successivt fjärrar oss från en amerikansk recession bör vara svagt USD-positivt. Under våren gör vi bedömningen att USD/SEK fortsätter att handlas i ett intervall 8,20-8,80. På lite sikt bör USD/SEK falla genom 8,20 och ned mot 7,50-8,00. Endast en global recession eller svensk husmarknadskollaps skulle ta USD/SEK genom 9,00-9,50.

EUR – ”måste” försvagas

Med EUR/USD på 1,10 verkar flertalet bedömare tycka att euron är undervärderad, och visst, ett rimligt värde för EUR/USD ligger enligt vår bedömning strax under 1,20. I en miljö med svagt resursutnyttjande, låga/fallande råvarupriser och låg kärninflation behöver ECB en svagare euro för att få upp inflationstakten, och vår bedömning är att ECB lyckas. De politiska riskerna i Europa är eurons största långsiktiga utmaning. Röstar Storbritannien ja till att lämna EU – ”Brexit” – kommer även euron att drabbas.

JPY – omotiverad snabb förstärkning

Efter en längre period med mycket svag yen har den japanska valutan tagit tillbaka förlorad mark med besked de senaste två månaderna. Flera samvarierande faktorer bidrar till detta: 1) valutan är rejält undervärderad, 2) låga och fallande råvarupriser bidrar till en förbättrad bytesbalans, 3) negativ positionering bland spekulativa konton stängdes när riskaptiten i början av året försvagades. Under 2016 bedömer vi att dessa faktorer inte kommer att bidra lika mycket längre. Bank of Japan har också sänkt räntan under noll och vi väntar oss ytterligare två sänkningar om 0,1 procentenheter till -0,30% under 2016.

GBP – oron för Brexit överdriven

EU-toppmötet 18-19 februari gav Storbritannien vissa efterfrågade lättnader i samarbetet, men marknadsreaktionen var mycket negativ efter att bland andra Boris Johnson (Londons borgmästare) anslöt sig till Nej-sidan. För pundet kommer risken för Brexit (British exit) att övertrumfa alla andra makroekonomiska argument de kommande månaderna (till folkomröstningen 23 juni). Bank of England kommer inte att förändra penningpolitiken innan frågan är avgjord. Vår prognos är att landet blir kvar i EU.

CHF – högt värderad

Efter valutans rusning förra året har inflationen fallit under noll och centralbanken (SNB) är tydligt inriktad på att begränsa francens uppsida. Står CHF kommer SNB att intervensera. Vårt långsiktiga jämviktsestimat för CHF/SEK ligger kring 7,50 och vi räknar fortfarande med en försiktig CHF-depreciering mot flertalet valutor. Risken (det vill säga att CHF stärks) härrör sig framför allt till politiska risker i Europa, exempelvis om Storbritannien lämnar EU och vi får en större nedgång i risksentimentet. Detta scenario är inte osannolikt, men inte vårt huvudscenario.

SEK – kronförstärkning ofrånkomlig

Trots en mycket stark makroekonomisk inledning av året har kronan försvagats mot euron. Bakgrunden är den mycket expansiva penningpolitik som Riksbanken för och som syftar till att behålla kronan svag. Men varje gång Riksbanken adderar stimulans svarar valutamarknaden med att köpa kronor. Detta ska ses som ett tecken på att flertalet svenska aktörer är underviktade kronan, samtidigt som marknaden sätter allt större frågetecken för huruvida Riksbanken kan fortsätta nuvarande politik eller inte. Om kronan stärks med ytterligare 3 procent från dagens nivåer det vill säga ner mot 9,00-9,10 mot EUR är risken överhängande att den svenska centralbanken trots allt intervenerar för att försäkra sig om att inflationsutsikterna inte störs. Vår prognos är att EUR/SEK blir kvar i intervallet 9,20-9,50 kommande månader, men att den starka ekonomin samt värderingen talar för en starkare krona under andra halvåret i år.

NOK – undervärderad efter oljeprisfall

Den norska kronan har gått igenom ett stålbad de senaste åren. Från en topp på 1,31 mot den svenska kronan efter finanskrisen föll NOK/SEK till 0,95 i början av 2016. Deprecieringen reflekterar självklart oljeprisets fall samt att norsk ekonomi väntas visa mycket svag tillväxt de närmaste kvartalen. Men Norge har också resurser att stödja den inhemska ekonomin via oljefonden, som idag har cirka 7 000 miljarder kronor under förvaltning. Risken för recession innebär att finanspolitiken eventuellt kommer att bidra med ytterligare stimulans (medel ur oljefonden), vilket ironiskt nog stärker flödesutsikterna för NOK via Norges Banks egna NOK-köp. NOK är dessutom kraftigt undervärderad och vi bedömer dessutom att oljepriset stabiliseras/stiger svagt under 2016.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q1 2016	Q2 2016
EUR/USD	1,10	1,08	1,05	1,04	-1,8	-4,6
EUR/SEK	9,35	9,30	9,20	9,05	-0,6	-1,6
EUR/NOK	9,49	9,50	9,40	9,30	0,1	-0,9
USD/SEK	8,50	8,61	8,76	8,70	1,3	3,1
USD/NOK	8,62	8,80	8,95	8,94	2,0	3,8
EUR/CHF	1,10	1,10	1,11	1,12	0,4	1,3
CHF/SEK	8,54	8,45	8,29	8,12	-1,0	-2,9
EUR/JPY	123	130	132	133	5,2	7,4
GBP/USD	1,41	1,42	1,35	1,38	0,7	-4,6
GBP/SEK	12,00	12,24	11,79	12,00	2,0	-1,7

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Trading Strategy, per den 2016-02-23. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Valutor

Tema Kina - Valutapolitiken skapar flöden med stor marknadspåverkan

Den ekonomiska utvecklingen i Kina och framför allt växelkurspolitiken har tillsammans med utvecklingen på världens råvarumarknader varit en starkt bidragande faktor till den finansmarknadsoro som präglat inledningen av 2016. Tillväxttakten i ekonomin och den allt starkare integrationen med omvärlden gör att förändringar av valutapolitiken får stort globalt genomslag – reellt och finansiellt. Stora kapitalflöden har satts i rörelse – och mer återstår.

Den finansiella turbulensen ger intrycket av att förändringar av Kinas växelkurspolitik är något nytt. I själva verket har ett antal förändringar genomförts sedan 1948 då yuansen introducerades. Bland annat har yuansen varit peggad till dollarn under perioderna 1997-2005 och 2008-juni 2010, då centralbanken ökade växelkursflexibiliteten. I spåren av finanskrisen inleddes en apprecieringsfas som resulterade i omfattande valutainflöden drivna av förväntningar om fortsatt förstärkning ("hot money inflows"). För att motverka denna utveckling och få marknaden att förstå att yuansen kan depreciera mot dollarn försvagade centralbanken yuansen dels under våren 2012, dels under inledningen av 2014. Det skapade oro på marknaderna. En oro som spädades på efter den oväntade devalveringen i augusti 2015.

En av valutapolitikens uppgifter är att säkerställa länders konkurrenskraft. I Kinas fall finns det få tecken på vikande konkurrenskraft och landet har behållit sina andelar av global export. Istället bör förändringarna av valutapolitiken ses som en del i det långsiktiga målet att få en fritt flytande global valuta. För att nå dit måste växelkursförändringar vara marknadsdrivna, vilket utesluter omfattande valutainterventioner. Dessutom måste yuans starka koppling till dollarn brytas. Augustidevalveringen var en del av strategin att ge marknaden mer betydelse för växelkursen. Dessutom sa Internationella Valutafonden, IMF, för ett år sedan att renminbin inte längre är undervärderad.

Kinas ändrade valutastyrning, och att yuans 10-åriga trendmässiga förstärkning som gett en 50 procent starkare valuta i reala effektiva termer sannolikt kommit till ett slut, skapar nya spelregler. Ett nytt och stort valutariskelement har tillförts Kina och resten av världen och ger enorma kapitalflöden. Kinas bytesbalansöverskott 2015 förväntas ha varit cirka 350 miljarder dollar. Detta var alltså otillräckligt för att möta övriga kapitalflöden. People Bank of Chinas (PBoC:s) valutareserv minskade förra året med ungefär 515 miljarder dollar. Det betyder att det totala utflödet av kapital från Kina uppgick till hisnande 865 miljarder dollar.

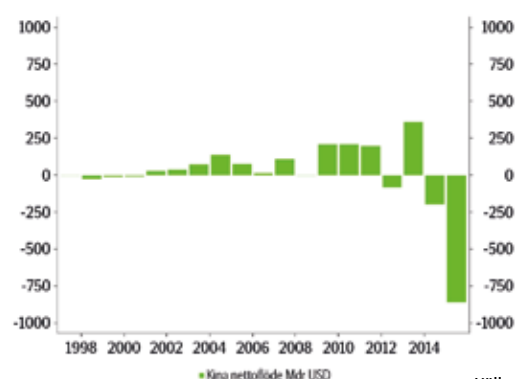
Det är svårt att göra en utflödesprognos för 2016, men ett belopp i närheten av det som registrerades 2015 kan inte uteslutas. Kina avslöjar inga detaljer kring hur valutareserven är sammansatt, men flera uppgifter antyder att upp

till 60 procent kan bestå av amerikanska statspapper. Att valutareserven fortsätter minska innebär således att Kina behöver sälja av räntepapper, vilket utgör en uppenbar risk för stigande globala långräntor. Tillsammans med flera oljeproducenters behov att använda sina finansiella reserver på grund av det låga oljepriset väntas globala tillgångsmarknader generellt pressas av värdepappersförsäljningar.

I och med att Kinas yuan inkluderas i IMF:s korgvaluta SDR från och med 1 oktober i år väntas centralbankens intresse för att köpa yuan att öka. Centralbankens tillgångar i SDR kan uppskattas till 280 miljarder dollar. Med yuans vikt i SDR (Special Drawing Rights) på 11 procent behöver centralbankerna köpa yuan för cirka 30 miljarder dollar. Dessa köp lär ske gradvis, men kan inte täcka upp för de utflöden som redovisats ovan.

Sammanfattningsvis råder det stor osäkerhet kring myndigheternas förmåga att försvara växelkursen i takt med de stora kapitalutflöden som drabbar landet. Vi bedömer att risken för mer okontrollerad försvagning är överdriven och att sentimentet stabiliseras. Yuansen fortsätter dock att försvagas successivt under 2016. Risken för stigande globala långräntor ökar i takt med att Kina behöver sälja av räntepapper från valutareserven, där en stor andel antas vara amerikanska statspapper. I kombination med oljestaters behov att täcka upp de budgetunderskott som ett långvarigt lågt oljepris skapar, sätter detta press på tillgångsmarknaderna.

MASSIVA KAPITALUTFLÖDEN MINSKAR VALUTARESERVEN



Källa: Bloomberg

Det totala utflödet av kapital från Kina uppgick till hisnande 865 miljarder dollar 2015, och det kan inte uteslutas att det blir liknande summor även 2016, vilket skulle sätta tryck uppåt på globala långräntor.

Diskretionär förvaltning

Neutral exponering i utmanande marknad

Det senaste året är en besvikelse avseende tillväxten och vinsterna. Det har fått oss att stegvis gå från en tydlig övervikt i riskutnyttjande till en mer neutral exponering. Värdering av aktier och företagsobligationer är klart mer intressant idag än tidigare, men det balanseras av en grumligare utsikt för tillväxten och dessutom börjar vi åter se tendenser till stress i systemet exempelvis via stigande räntor i Europas svagare ekonomier och att investerare undviker bankaktier. I en sådan situation tycker vi att det fortsatt är lämpligt att vara försiktigare än tidigare.

- Riskerna har ökat och fått genomslag i prissättningen av aktier och företagsobligationer
- Fortsatt fallande tillväxttakt stör och det har fått oss att minska riskerna ytterligare
- Nu är aktier och företagskrediter på neutrala nivåer i ett historiskt perspektiv, medan statsobligationer är mycket dyra
- Vi behöver se stabilisering för att riskviljan skall vända upp. Det kan vara oljepriset, tillväxten, nya stimulansinitiativ eller kapitalmarknaden själv som får det att vända
- Volatiliteten består

Delportfölj – Globala aktier

Efter ett starkt första halvår och ett svagt andra halvår summeras 2015 års uppgång för världsindeks inklusive utdelningar i SEK till 5,1 procent. Årets inledning har onekligen varit skakig och börsen är i skrivande stund ned drygt 5 procent, men har som värst varit ned 12 procent.

Vår förvaltning var lyckosam under 2015 och kapitaliserade på två starka trender under året – europeiska småbolag med kvalitetsinriktning, samt stora amerikanska tillväxtbolag. Vår europeiska småbolagsfond slog det breda europaindeks med över 20 procent och vår inriktning mot amerikanska tillväxtbolag slog det breda USA-indeks med 9 procent. Mindre lyckat var inriktningen mot Asien exklusive Japan som bidrog negativt till utvecklingen. Aktierna i regionen var, och är, lågt värderade, men oron för skuldsättningen i bolagen samt den kinesiska deprecieringen av valutan inverkade negativt på kursutvecklingen. I slutet av året avvecklade vi småbolagspositionen i Europa till förmån för större europeiska bolag med Value-inriktning, som blivit relativt lågt värderade.

Trenden i år är att föregående års vinnare avseende bolag, sektorer och regioner hittills är årets förlorare. Detta är inte helt ovanligt då marknaden vanligtvis överreagerar och trendsifften, eller test av trenders uthållighet, ofta sker i samband med ett nytt kalenderår. Till exempel har småbolag i Europa underpresterat jämfört med stora bo-

lag, och Value som stil har presterat bättre än Growth (tillväxt). Ett annat exempel är att den utdömda och utskälda brasilianska börsen har inlett året bättre än världsindeks, medan den japanska börsen, som hade bäst utveckling 2015, har inlett året med ett kraftigt fall.

Inledningen av året för vår förvaltning är av blandad karaktär och utvecklingen motsvarar världsindeks. Vår positionering mot amerikanska tillväxtbolag har bidragit negativt, då kvartalsrapporterna för dessa bolag som grupp inte fullt ut motsvarat de högt ställda förväntningarna. Däremot har inriktningen i övrigt vinklats mot lågt värderade stora bolag, vilka klarat börsnedgångarna på ett bra sätt. Beträffande regioner har vi fortsatt en övervikt mot den europeiska marknaden och en undervikt mot den amerikanska, samt råvaruproducerande länder inom Emerging Markets.

Delportfölj – Svenska aktier

Efter en hyfsat stark återhämtning under förra hösten vände Stockholmsbörsen ned i december och har fortsatt ner även under inledningen av 2016. Sedan förra utgåvan av *Investment Outlook* (utgiven 1 december 2015) är börsen ned ungefär 10 procent, trots en stark återhämtning under inledningen av februari. Rapportsäsongen som inleddes för några veckor sedan, med bolagens bokslut för 2015, har än så länge varit allt annat än övertygande. Förvisso har försäljningssiffrorna totalt sett övertygat på uppsidan då inte mindre än 65 procent av bolagen har kunnat rapportera en bättre försäljning än väntat. Tyvärr har det skett på bekostnad av lönsamheten. Hela 65 procent av bolagen har samtidigt levererat en vinst före skatt som var sämre än prognoserna.

Våra svenska portföljer har dock klarat sig bra under årets första rapportsäsong, åtminstone relativt börsen. För även om avkastningen har varit negativ i absoluta tal har värdeminskningen i portföljerna varit betydligt mindre än för börsen totalt. Till skillnad från förra året har dock de portföljer som följer vår value-förvaltning klarat sig bättre än de med mer tillväxtbolagsprofil. Den enskilt största positiva bidragsgivaren hittills i år är läkemedelsbolaget Meda, som fanns i alla våra svenska portföljer. Medas aktie steg med knappt 70 procent på en dag efter att amerikanska Mylan lagt ett bud på bolaget, något som kraftigt förbätt-

rade avkastningen i våra portföljer. Under förra året började vi succesivt öka exponeringen mot cykliskt, inte minst under hösten, och det är en strategi som redan har betalat sig och som vi tror kan betala sig ytterligare framöver.

Delportfölj – Räntebärande investeringar

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve, Fed, har genomfört sin första räntehöjning på tio år samtidigt som Europa och Asien fortsätter att stimulera sina ekonomier med full kraft. Därmed har vi ett scenario med motverkande penningpolitiska krafter på båda sidor av Atlanten. Ekonomisk data från USA reser frågetecken kring kraften i den amerikanska ekonomins återhämtning, vilket förmodligen föranleder en något försiktigare räntehöjningsfas från Fed än vad som tidigare förutspåts. Sammantaget har detta inneburit kraftigt nedpressade statsobligationsräntor i USA och Europa under inledningen av 2016.

Företagskrediter har präglats av fallande råvarupriser i allmänhet och oljeprisfallet i synnerhet. Energisektorns stora andel av totalmarknaden för företagsobligationer inom High Yield-segmentet i USA innebar fördel för Europa under andra halvåret 2015. I nuläget har dock oljepriset stabiliserats och frågetecken kring den europeiska banksektorn och en eventuell "Brexit" (British Exit) uppenbarar sig, något som har satt viss press på europeiska krediter.

Vi väljer att hålla nere durationen (ränterisken) i ränteportföljerna då vi ser ett begränsat utrymme för räntenedgångar från dagens nivåer. Vi har även tagit ned vår kreditrisk något genom minskad exponering mot High Yield-obligationer. Vi har även valt att ha positioner med lägre exponering mot energisektorn än marknadens genomsnitt.

Delportfölj – Alternativa investeringar

Inledningen av året har inneburit en osedvanligt svårorienterad terräng för hedgefonder. Nedpressade räntenivåer tillsammans med extrem volatilitet på de finansiella marknaderna har skapat osäkerhet och rädsla. Förutsägbarheten kring prissättning av olika tillgångar har påtagligt försvårats, något som den kraftiga volatiliteten är bevis för.

Trendföljande strategier, även kallad CTA:s är den typ av hedgefonder som har lyckats bäst under inledningen av året. De flesta av dessa hedgefonder gick in i 2016 med korta positioner (som gynnas av nedgång) mot aktier och råvaror, samtidigt som de höll långa positioner (som gynnas av uppgång) mot USD och långa obligationer.

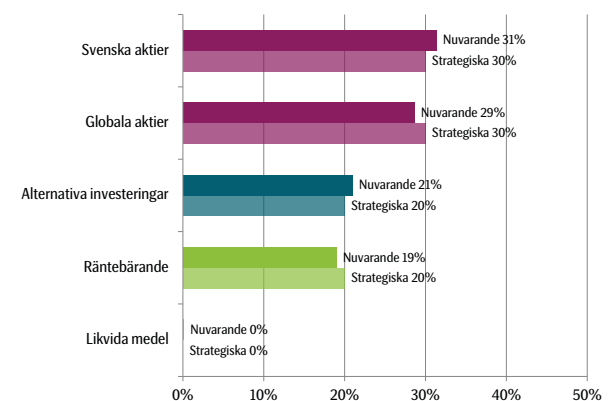
I syfte att begränsa risken för bakslag inom specifika strategier har vi fortsatt en bred exponering mot flertalet strategier i den alternativa portföljen. Samtidigt fortsätter vi att försöka begränsa korrelationen mot aktiemarknaden genom att vara investerade i flertalet marknadsneutrala strategier, vars påverkan från volatilitet på aktiemarknaden är begränsad.

Utblick

Den successiva försvagningen av tillväxten har resulterat i klart beskedligare förväntan på vinstgenereringen i företagssektorn. Detta gör att våra antaganden för de kommande åren är mer moderata än tidigare. Vi tror på positiv tillväxt och förväntar oss att aktier och företagsoptioner skall återgå till att leverera bättre avkastning. Dock går det inte att bortse från att det kan behövas någon form av tydlig förändring för att trenderna skall vända. Det skulle exempelvis kunna handla om ett högre oljepris eller en period med stabilare ekonomisk data som minskar oron. Alternativt fortsätter det på den inslagna vägen och då riskerar riskaptiten att bli lägre om inte regeringar och centralbanker agerar. Expansiv finanspolitiken skulle få stor positiv effekt medan ytterligare stimulanser från centralbanker måste vara radikala om de skall få gensvar som består, eller att de kommer från parter som ännu inte tagit till de stora kanonerna såsom Bank of China.

Med denna splittrade bild har vi valt att reducera risken till ett mer neutralt riskutnyttjande i våra portföljer.

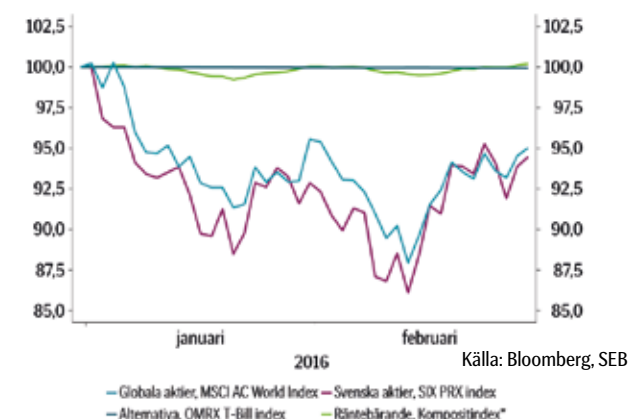
PORTFÖJALLOKERING



Källa: SEB

Diagrammet ovan visar nuvarande allokering i vår modellportfölj Enhanced i risknivå 4. Den strategiska vikten utgör ett riktmarke för portföljallokeringen 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 - Vinster

Vad händer med tillväxten, avkastningarna och vinsterna?

Flera år med lägre real tillväxt och problem med att få fart på inflationen har gjort det svårare för företagen att öka vinsterna. Det finns också strukturella skäl som talar för att vi även kommande år står inför en period med låg tillväxt, låg inflation och därmed låga nominella vinstökningar. Hur slår det igenom på de förväntade avkastningarna och inom vilka sektorer och marknader hittar vi de relativa vinnarna?

- Låg inflation och låg real tillväxttakt ger lägre nominell trendtillväxt
- Den förväntade avkastningen för alla tillgångsslag sjunker
- Stora omdispositioner i investerares portföljer
- Tillväxtbolag och företag med god utdelningsförmåga premieras framför statsobligationer
- För svag tillväxt ökar risken för vinstfall och recession
- Nasdaq sticker ut avseende tillväxtparametern, men risken har ökat på grund av den höga koncentrationen till ett fåtal bolag

såsom råvaru- och industridelen tydligt har påverkats negativt av "Kina-effekten". Den fantastiska miljö som rådde under många år med en enorm investeringsledd tillväxt inom Emerging Markets och högt uppdrivna råvarupriser skapade starka vinster, men också stora kapacitetsökningar som under de senaste åren haft exakt motsatt effekt – fallande priser och mycket svaga vinster. Detta är ett utmärkt exempel på strukturella skeenden. Parallellt med detta har vi under de senaste åren haft en stabil och stark tillväxt inom service- och tjänstesektorn, något som förklaras av goda reallöneökningar via låg inflation och rekordlåga räntor samt en gynnsam arbetsmarknad. Centralbankernas agerande för att driva ned räntorna i världen har i detta sammanhang haft en starkt positiv effekt.

Under finanskrisen 2008/09 kollapsade aktiviteten i världen och vinsterna havererade. Åren som följde var en period med enorma insatser från centralbanker och regeringar för att stabilisera det finansiella systemet, stötta tillväxten i världen och hålla borta deflationen. Denna medicin fungerade väl fram till och med 2014, då vi började se fler och fler tecken på att varken tillväxt- eller inflationsförväntningarna infriades. Detsamma har kommit att gälla den aggregerade vinsttillväxten. För att förstå detta skeende är det viktigt att skilja på cykliska och strukturella drivkrafter.

De senaste årens ekonomiska utveckling har varit minst sagt splittrad, där cykliska delar av den globala ekonomin

De senaste årens tudelade bild av det ekonomiska läget har medfört att den totala reala tillväxttakten (exklusive inflationsfaktorn) har varit beskedlig. För de kommande två åren förväntar vi oss en något högre takt, men i ett lite längre perspektiv bedömer vi att strukturella krafter som exempelvis demografi och produktivitet påverkar negativt. Det innebär att den mer långsiktiga trendmässiga reala tillväxttakten, som justeras för årsvisa cykliska slag, är på väg nedåt. En vanlig bedömning är att vi får räkna med en halv procentenhet lägre tillväxttakt framöver (jämfört med prognoserna i tabellen).

BNP – ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING	2015	2016	2017
USA	2,4	2,4	2,7
Japan	0,6	1,0	0,5
Kina	6,9	6,5	6,0
Eurozonen	1,5	1,9	2,0
Sverige	3,6	3,7	2,8
Världen (PPP)*	3,1	3,4	3,8

Källa: SEB

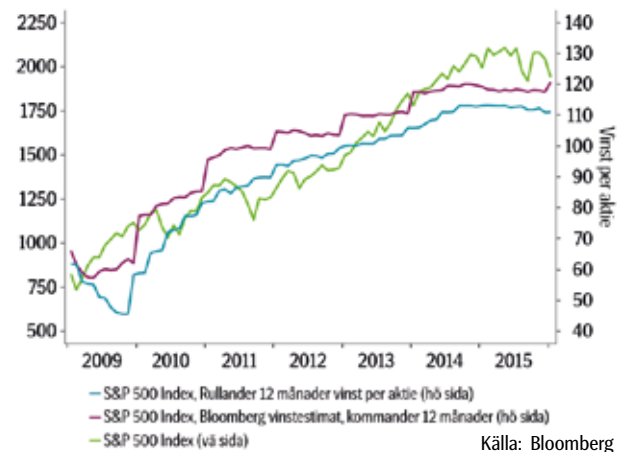
Hur slår en lägre förväntad trendtillväxt igenom i förväntad avkastning?

Med en viss förväntad återhämtning i tillväxt- och inflationstakten under de kommande två åren bör aktier och krediter leverera en högre förväntad avkastning än exempelvis statsobligationer, som uppvisar mycket låga räntenivåer – en effekt av beskedliga inflationsimpulser och stödköp från centralbanker. Detta är förvisso normalt, då en investerare förväntar sig kompensation för att ta en högre risk.

Skulle denna utveckling bli verklighet kommer investerare att fortsätta att söka efter investeringsmöjligheter som kan matcha det som statsobligationer en gång i tiden levererade; stabilitet och både nominell och real avkastning. Allt fler investerare försöker i dagsläget uppnå detta genom att låsa in investeringarna under längre tid (och därmed få en högre räntekompensation) eller genom att investera i företag med hög direktavkastning via aktie- eller obligationsmarknaden.

En annan strategi är att söka efter företag med en vinstgenerering som är tydligt starkare än snittet och helst också med ett lägre konjunkturberoende. Dessa strömningar talar för aktieinvesteringar. Varför har då investerare minskat aktieandelen till förmån för statsobligationer och rena kassaplaceringar under det senaste året? Det finns en rad orsaker; värderingen var för ett år hög i ett historiskt perspektiv, oron för konjunkturutvecklingen var påtaglig och bolagsvinsterna levde inte upp till förväntningarna. Att denna oro inte varit ogrundad framgår av diagrammet till höger.

VINSTFÖRVÄNTNINGARNA STYR BÖRSUTVECKLINGEN



Diagrammet visar den amerikanska börsen S&P 500, vinstutvecklingen och vinstprognoserna de senaste sju åren. Nedrediveringar och vinstbesvikelser visar sig i fallande börskurser, medan förväntan om ökade vinster och infriade sådana förväntningar ger stigande börs.

Vinster – vad består de av och hur utvecklas de?

När vi tittar på vinsternas sammansättning kan vi utgå från det grundläggande sambandet att vinster utgörs av försäljning gånger marginal. Över tid avgör samspelet mellan dessa faktorer normalt företagets lönsamhet. Till detta kommer dock andra faktorer som till exempel finansieringskostnader och extraordinära intäkter och kostnader.

Studerar vi de grundläggande faktorerna kan vi se att försäljningsutvecklingen under de senaste årens konjunktur-

TILLGÅNGSSLAG	ERHÅLLNA LÅNGSIKTIGA AVKASTNINGAR (%)	FÖRVÄNTADE AVKASTNINGAR KONSTANT RÄNTELÄGE (%)	RISK MÄTT SOM STANDARD-AVVIKELSE (%)
Statsskuldväxlar	3,0	-0,1	1,0
Statsobligationer	4,3	0,5	5,4
Företagsobligationer	5,5	1,8	5,4
Aktier	8,0	4,3	17,4
Råvaror	5,8	2,0	16,5
Fastigheter	5,5	1,8	12,7
Hedgefonder	5,1	1,9	6,6

Tabellen visar erhållna avkastningar uttryckt som medelvärde över 30 år och risken i tillgångsslaget. Kolumn två justerar dessa historiska avkastningar genom att beakta nuvarande ränteläge, vilket justerar ned förväntningarna i nominella termer. Skulle vi dessutom ta hänsyn till antaganden om lägre framtida trendtillväxt skulle ytterligare justeringar nedåt krävas.

Källa: SEB

uppgång varit svagare än under många tidigare konjunkturuppgångar – detta innebär att tillväxten i BNP-termer inte skjutit fart som i många tidigare högkonjunkturer. Detta har till viss del kompensats av stigande produktivitet och besparingsprogram som höjt marginalerna. De senaste åren har försäljningen endast stigit marginellt. Sammantaget innebär det att de totala vinsterna på aggregerad nivå varit i princip oförändrade.

Även om den totala vinstnivån i stort sett legat still har vi sett en uppgång i vinsten per aktie. För exempelvis det amerikanska aktieindexet S&P 500 förklaras detta av företagens återköp av aktier, som varit betydande under de tre senaste åren. Faktum är att även vinsten per aktie hade utvecklats negativt under föregående år om återköpen varit på en historiskt mer normal nivå. Starka balansräkningar i företagen gör att förutsättningarna för fortsatta återköp är goda – måttet vinst per aktie kan därmed hållas under armarna en tid till.

Vinstskillnader mellan sektorer

Den tudelade globala ekonomiska utvecklingen syns också när man jämför olika sektors utveckling senaste åren:

- Industrisektorns betydelse har minskat
- Råvarusektorn har upplevt uppgång och fall
- Teknologisektorns omvända, fall och uppgång

Nedan illustreras den amerikanska börsens totala vinstgenerering och dess sektors bidrag till den totala utvecklingen.

I en "Låg-allting-miljö" det vill säga låg inflation, låga räntor, låg tillväxt och låg vinsttillväxt är det viktigt att söka välskötta företag som har goda förutsättningar att skapa tillväxt på egen hand. Den svenska börsen har exempelvis visat sig vara en god investering över tiden och har hävdat sig väl i olika typer av marknadslägen. Det tyder på att den består av företag med hög kvalitet som över tiden genererar bra tillväxt både avseende försäljning och vinster. Nackdelarna är att det är en liten börs och

att den är underexponerad mot defensiva sektorer, vilket får effekten att den i regel är starkare än världsindex i stigande marknader och svagare i fallande marknader. Ur ett portföljperspektiv är det därför lämpligt att komplettera en svensk aktieportfölj med en global exponering.

Tillväxtjakt leder till Nasdaq

Nasdaq-börsen har en bolagssammansättning som gjort den till en vinnare över tiden och som talar till dess fördel om vi går in i en miljö med ännu lägre tillväxt. Några av de positiva drivkrafterna på Nasdaq är:

- Tillväxtorienterad sektorsammansättning
- Hemvist för många av världens starkast växande företag
- Många bolag med god lönsamhet och låg kapitalbindning
- En tillväxtmaskin där nya tillväxtbolag gärna vill notera sig på Nasdaq och "gamla" tillväxtbolag köper upp nya i strid ström
- Silicon Valley och de amerikanska universiteten är starka kluster inom teknologisektorn

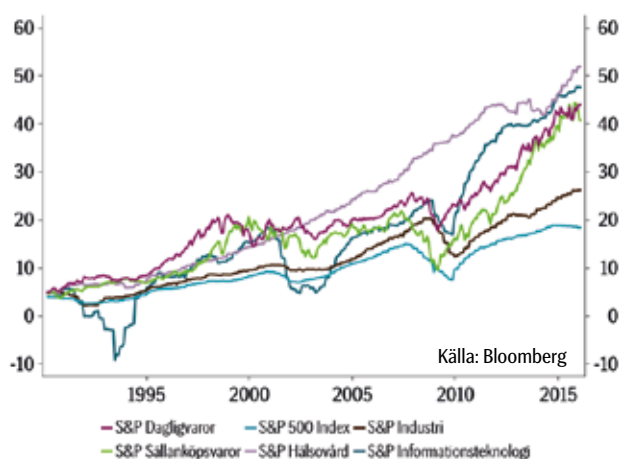
Från tid till annan blir dock prissättningen på Nasdaq för utmanande och då tappar den börsen relativt mer än defensiva börser. Faktum är att vi just nu är inne i en sådan period, men det är efter flera år av överavkastning. Graferna nedan visar Nasdaq relativt S&P 500 samt de aktuella framåtblickande P/E-talen för respektive börs.

För den som inte tar hänsyn till argumenten ovan kan Nasdaq framstå som högt värderad. Men givet resonemanget kan det snarast tyckas märkligt att P/E-talen mellan dessa två börser, inklusive prognosen för vinsterna de kommande 12 månaderna, inte avviker från varandra med mer än tre procentenheter (18,5 för Nasdaq mot 15,5 för S&P 500).

En förklaring är den ständiga oron för att Nasdaq-börsens allra största bolag ska ha nått sin kulmen. I index väger de fem största bolagen tungt, och står för över 25 procent av det totala marknadsvärdet.

Är det värt risken att exponera sig mot Nasdaq över tiden? Om historien är en vägledning är svaret ja, dock ska man bli mer försiktig om relativvärderingen rusar iväg alltför

STABIL VINSTGENERERING PREMIERAS



Diagrammet visar den amerikanska börsens totala vinstgenerering och sektorernas bidrag till den totala utvecklingen. Vinsterna för de cykliska bolagen inom industri och sällanköpsvaror svänger mest, de mer stabila läkemedelsbolagen uppvisar också en bättre vinstgenerering över tid.

NASDAQ UTVECKLAS STARKAST ÖVER TID



Den tekniskbolagstunga Nasdaq-börsen svängde kraftigt under IT-bubblan. Sedan dess har den dock haft en trendmässigt klart starkare utveckling än den bredare aktiemarknaden.

mycket. Teknologibubblan kring millennieskiftet är ett bra exempel på detta och det tog lång tid innan Nasdaq hade återhämtat det fallet.

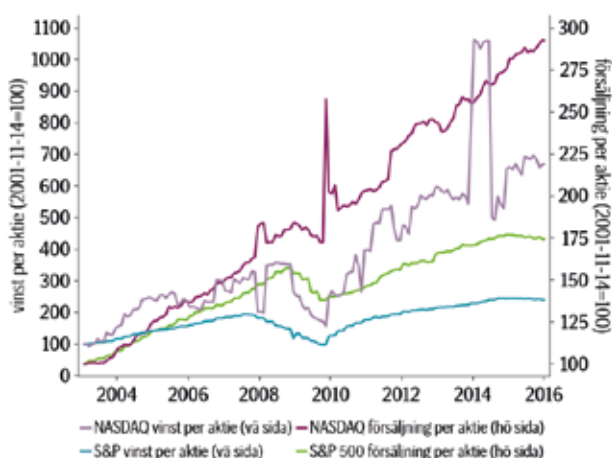
Trots det är drivkrafterna bakom bolagen så pass starka att det är svårt att förbise en exponering mot Nasdaq som en del av en global aktieportfölj. I grafen nedan presenteras både försäljnings- och vinstuppgången för Nasdaq och S&P 500. Båda har uppvisat styrka, men särskilt imponerande är försäljningsuppgången för företagen på Nasdaq.

Slutsatser

De senaste årens allt svagare nominella tillväxttakt har strukturella skäl, det finns anledning att anta lägre tillväxt även på sikt. Det har medfört att investerare med stor sannolikhet måste sänka sina framtida avkastningsförväntningar. Detta har redan fått betydande genomslag i prissättningen av kapitalmarknaden.

För tillfället överskuggas den svagare tillväxten delvis av en allmän oro för konjunkturutvecklingen och vinstcykeln, vilket fått investerare att bli tydligt mer försiktiga. Skulle det visa sig att konjunkturen trots allt hankar sig fram i hyfsad takt kommer investerare åter att söka sig till aktiemarknaden och företagskreditmarknaden i jakt på avkastning. Inom dessa segment kommer då tillväxtorienterade företag att vara önskvärda, något som vänder blickarna mot bland annat Nasdaq. Börsen har blivit samlingsplatsen för många av världens mest framgångsrika tillväxtbolag, vilket gör att den även attraherar många nya tillväxtbolag. Andra sidan av myntet är risken i den höga koncentrationen, där de fem största bolagen står för mer än 25 procent av börsvärdet.

STARKARE TILLVÄXT FÖR NASDAQ-BOLAGEN



Källa: Bloomberg

Såväl försäljning som vinster stiger tydligt snabbare för Nasdaq-bolagen. Vinsterna på den breda marknaden har haft en relativt svag utveckling de senaste åren, än mer så om de stora aktieåterköpen skulle tas i beaktande.

HÖGRE VÄRDERING MEN INTE DYRT



Källa: Bloomberg

Att den högre vinsttillväxten leder till högre värdering på Nasdaq framstår som rimligt. Dagens skillnad avskräcker inte – särskilt som den breda marknaden ligger i trakten av historiska toppvärderingar, till skillnad från Nasdaq.

Tema - Olja

Större prisfall och effekter än väntat

Efter nästan fyra år med oljepriser runt 100 dollar per fat (Brent) började vi runt årsskiftet 2013/14 att vänja oss vid nivån och uppfattningen var att lägre priser hörde historien till. Mot slutet av sommaren 2014 inleddes emellertid det kraftiga prisfall som endast tillfälligt bromsade in i början av 2015. Priset hade då mer än halverats och låg på 45 dollar per fat. Justeringen var mycket dramatiskt och har genererat stor oro. En oro som sedan dess eskalerat och som i dagsläget sätter stor press på världens finansmarknader. För närvarande ligger oljepriset runt 33 USD/fat.

- År av överutbud har byggt upp rekordstora globala oljelager
- Amerikansk skifferolja är en större och mer uthållig spelare än väntat
- Saudiarabien har fortsatt att producera på rekordnivåer trots prisfallet
- Efterfrågan alltså stigit
- Det låga oljepriset har lett till kraftiga underskott i oljestaters finanser
- Oljeländers investeringsfonder har varit och är fortfarande betydande säljare på de finansiella marknaderna
- Effekten av kraftigt minskade investeringar dröjer

Bakomliggande orsak till oljans motståndskraft mot det allmänna prisfallet på råvaror som varit ett faktum sedan 2011 var den så kallade "arabiska våren" som inleddes under 2010. Land efter land ställdes inför krav på demokratiska reformer, vilket ledde till stora oroligheter och att flera länder tvingades dra ner sin oljeproduktion. Den minskade produktionen gav ett utbudsunderskott på 1,3 miljoner fat per dag, vilket höll oljepriset under armarna trots att de flesta andra råvaror föll i pris.

USA dök samtidigt upp som en allt viktigare oljeproducent när deras utvinning av skifferolja tog fart. Förväntningar om att produktionen endast skulle vara marginell visade sig vara en kraftig missbedömning. Under perioden 2008-2013 ökade produktionen till 3,5 miljoner fat per dag, vilket motsvarade drygt 10 procent av OPEC:s produktion. Det höga och till synes uthålliga oljepriset innebar också att det blev lönsamt med oljeutvinning även med kostsamma metoder, såsom djuphavsborrning och utvinning ur kanadensisk oljesand.

Efterfrågan har inte varit problemet

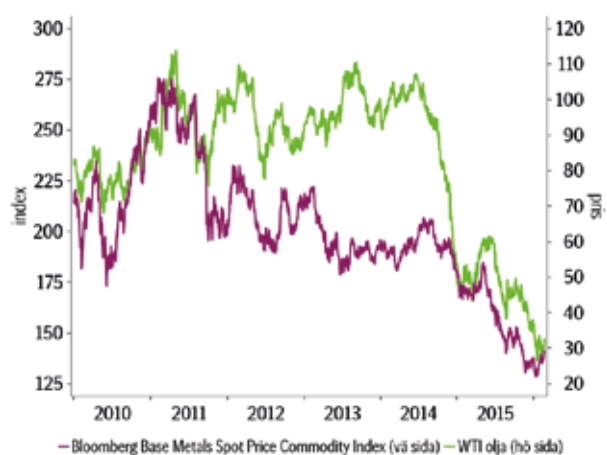
Det är ökat utbud och inte försvagad efterfrågan som ligger bakom raset i oljepriset. Enligt IEA (International Energy Agency) steg dagsefterfrågan globalt med 1,6 miljoner fat under 2015, och bedömningen är att den stiger med ytterligare 1,2 miljoner fat under innevarande år. Totala efterfrågan i världen ligger för närvarande runt 94 miljoner fat per dag

Överutbudet ett faktum

Produktionen av skifferolja har stadigt ökat och ligger för närvarande runt fem miljoner fat per dag. Vidare har ny högkostnadsproduktion kommit igång, samtidigt som delar av tidigare nedstängd produktion i arabländerna åter har startats upp. Följden har blivit ett överutbud i oljemarknaden - 2015 var det drygt 2 miljoner fat per dag - med kraftiga prisfall som följd. För närvarande produceras cirka 1,5 miljoner fat för mycket varje dag.

Historiskt har Saudiarabien styrt produktionen för att balansera marknaden och stabilisera priset. Denna gång skulle det krävas ganska kraftiga neddragningar varför strategin istället blev att bibehålla sin nära rekordhöga produktion. Strategin grundade sig sannolikt på bedömningen att ett lägre oljepris visserligen skulle vara negativt för landet kortsiktigt, men att högkostnadsproducerad olja i förlängningen skulle slås ut och priset därmed skulle lyfta igen. Fokus låg på att försvara sina marknadsandelar och göra produktion av till exempel amerikansk skifferolja olönsam. Detta har dock i början av 2016 ännu inte inträffat, trots ett oljepris runt 30 USD/fat.

PRISUTVECKLING OLJA OCH METALLER SEDAN 2010



Senaste årens oljeprisfall har varit dramatiska både i styrka och hastighet. Prisfallet för metaller är emellertid nästan lika stort men har tagit längre tid. Minskad produktion låg bakom oljeprisets motstånd mot i övrigt fallande råvarupriser. I bilden ovan uttryckt med WTI olja och basmetallindex.

Den största felbedömningen var motståndskraften hos amerikansk skifferoljeproduktion. Förväntningar om produktionsneddragningar vid ett betydligt högre oljepris än dagens realiserades inte. Förutom att skifferoljan har tillfört ny volym till marknaden är produktionen mer flexibel. Med konventionella metoder är ledtiden cirka 5 år för att få igång ny oljeproduktion, med skifferolja tar det endast 3 månader. Det är en faktor som sannolikt kommer hålla tillbaka långvariga kraftiga prisuppgångar. En annan faktor är de svällande globala oljelagren, som idag ligger på rekordnivåer.

Produktionen minskar om än i långsam takt

Även om skifferoljeproduktionen inte har minskat i någon betydande omfattning, uppskattningsvis cirka 500 tusen fat per dag sedan toppen, har det totala antalet aktiva oljeriggar i USA minskat kraftigt sedan hösten 2014. Statistik från serviceföretaget Baker Hughes daterad februari 2016 visade att antalet riggar har minskat nio veckor i rad. Antalet aktiva riggar är nu 413 (att jämföra med 662 så sent som i september i fjol), vilket är den lägsta nivån sedan 2009. Stora produktivetsförbättringar inom skifferoljeindustrin gjorde att produktionen initialt inte sjönk, nu verkar dock antalet aktiva riggar minska i snabbare takt än produktiviteten ökar.

Vidare har oljebolags investeringsbudgetar globalt minskat kraftigt. En genomgång vi har gjort av 40 större oljebolag indikerar att budgetarna har minskats med i storleksordningen 25 procent både 2015 och 2016, vilket är den största nedskärningen på 30 år. Detta kommer att få effekt, men först om 4-5 år.

Prisfallets påverkan

Uppfattningen att billigare olja är negativt för producenter men bra för konsumenter och leder till ökad BNP stämmer sannolikt på längre sikt, men inte på kort. Av de investeringar som samtliga börsnoterade företag aggregerat genomför ett normalår, står energi och material för cirka

en tredjedel. Globalt har investeringar i olje- och gasutvinning minskat kraftigt från rekordhöga nivåer, och bara de två senaste åren väntas nivån ha minskat med 250 miljarder, till cirka 600 miljarder USD. Enligt beräkning av IEA krävs investeringsnivåer runt 650 miljarder per år för en långsiktig marknadsbalans. Prognosen gjordes dock när kostaderna var högre än idag så 500-600 mdr USD är nog en mer rimlig siffra.

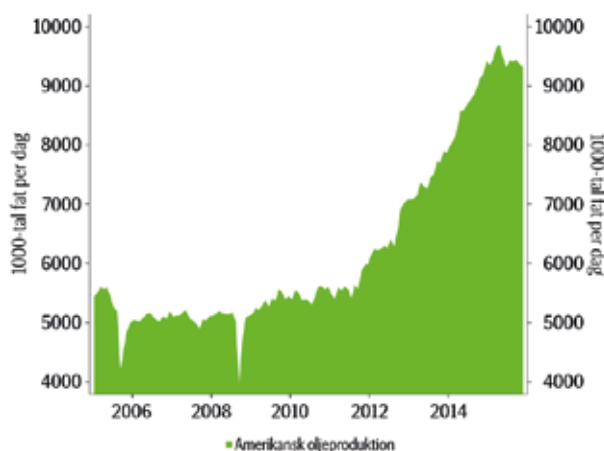
Förutom att oljebolagen och deras underleverantörer står inför tuffa utmaningar påverkas även deras långivare. Den totala obligationsvolymen utgiven av olje- och gasföretag har enligt estimat från BIS (Bank for International Settlements) ökat med omkring 15 procent om året sedan 2006 och uppgår nu till enorma 1,4 biljoner USD. Utöver obligationerna har syndikerade banklån (flera banker som går samman och beviljar lån) till dessa sektorer stigit med 13 procent årligen. Banklånen ligger i storleksklassen 1,3 biljoner USD. Vi har ännu inte sett några stora effekter av detta, men risken för kreditförluster ökar ju längre oljepriset ligger kvar på aktuell nivå.

En annan påtaglig effekt av det kraftiga prisfallet är den i oljebolagens balansräkningar. Det sammanlagda värdet på bevisade oljereserver har i takt med att oljepriset fallit minskat med omkring 135 biljoner USD (vilket motsvarar 140 procent av global BNP!), något som slagit hårt mot bolagens balansräkningar.

Oljestaters budgetar alltmer ansträngda

För många oljeproducerande länder är oljan den enskilt viktigaste inkomstkällan. Oljeprisets utveckling är därför avgörande för att dessa länder ska få ihop sina finanser. Enligt en sammanställning av IMF (International Monetary Fund) krävs ett betydligt högre oljepris än dagens för att dessa länder ska nå budgetbalans.

10-ÅRS UTVECKLING FÖR AMERIKANSK OLJEPRODUKTION



Källa: Bloomberg

Amerikansk skifferoljeproduktion har överraskat kraftigt, både i volymutveckling och i motståndskraft mot fallande oljepris. I bilden ovan framgår utvecklingen för total oljeproduktion i USA sedan 2006. Hela produktionsökningen från 2010 förklaras av skifferolja. USA producerar nu nästan lika mycket som Saudiarabien.

OLJEPRIS FÖR ATT NÅ BALANS I OFFENTLIG SEKTOR (USD/FAT)

LAND	BREAK-EVEN
Bahrain	106
Saudiarabien	103
Algeriet	95
Oman	95
Iran	87
Irak	80
Förenade Arabemiraten	73
Kuwait	67
Qatar	55

Källa: IMF 2015

Dagens oljeprisnivå ger budgetunderskott som måste kompenseras. Enligt en analys av JP Morgan (Flows & Liquidity, daterad 15 januari 2016) gav de oljeproducerande regionernas (Mellanöstern, Norge, Ryssland, Afrika och Latinamerika) oljeexport under 2015 intäkter på omkring 740 miljarder USD. Detta var cirka 70 miljarder mindre än vad som hade krävts för budgetbalans. Om oljepriset ligger kvar runt 30 USD/fat under 2016 kommer intäkterna att landa på cirka 440 miljarder dollar, vilket skulle ge ett underskott på i storleksordningen 260 miljarder USD. Intäkterna har historiskt i huvudsak använts på två sätt. Import av varor och tjänster samt köp av finansiella tillgångar, det senare främst via Sovereign Wealth Funds (SWF). Följden av oljeprisfallet för denna grupp länder blev att de konsumerade för 70 miljarder USD mer under 2015 än vad oljeexporten gav utrymme för. Detta löstes genom att dels använda sina valutaserver, dels genom att sälja av finansiella tillgångar.

Påverkar även börser

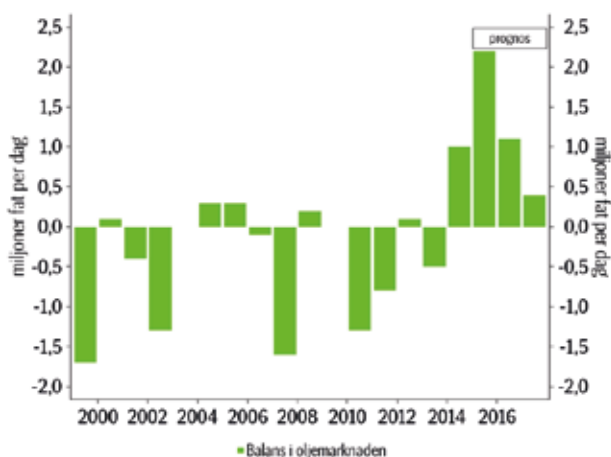
Att oljestater nu är nettsäljare, från att tidigare ha varit nettoköpare, på de finansiella marknaderna har bidragit till oljeprisets ökade samvariation med börser. I rapporten av J.P. Morgan noteras att oljestaternas investeringsfonder innehar en oproportionerligt stor andel av aktieexponeringen mot Västeuropa och en betydande övervikt mot finans, teknologi och sällanköpsvaror, vilket är tre av de sektorer som utvecklats sämst på börserna i år. Vad kan vi vänta oss framöver?

Majoriteten av OPEC:s medlemmar kommer troligtvis inte öka produktionen under 2016. Saudiarabien, Ryssland, Qatar och Venezuela offentliggjorde den 16 februari att

de kommit överens om att frysa produktionen på den nivå som gällde i januari, givet att andra producenter också ställer upp på detta. Överenskommelsen är ingen jätteuppostring för Saudiarabien som redan producerar på rekordhög nivå och inte heller för Ryssland som pumpar på högsta nivån sedan Sovjetunionstiden. Iran har dock indikerat att landet vill nå de produktionsnivåer som gällde innan sanktionerna mot Iran infördes. Landet är i behov av oljeexportpengar, vilket gör att en produktionsfrysning på aktuell nivå känns osannolik. Även om marknadens aktörer hade hoppats på en produktionsminskning är ändå denna överenskommelse en bra signal. Det är första gången på 15 år som OPEC kommer överens med icke OPEC-medlemmar om ett gemensamt åtagande.

Vi har justerat ned vår prognos för 2016 och räknar nu med en efterfrågan på cirka 95,8 miljoner fat per dag. Det innebär ett fortsatt överutbud på drygt 1 miljon fat per dag. Vår bedömning är dock att en fortsatt stigande efterfrågan i kombination med ett stabilt (möjligen något fallande) utbud kommer göra att man närmar sig marknadsbalans under 2017. Sannolikt når oljepriset botten någon gång under första halvåret i år för att sedan stiga något. Flexibiliteten i amerikansk skifferoljeproduktion gör dock att vi inte tror på några kraftiga och/eller långvariga prisstegringar.

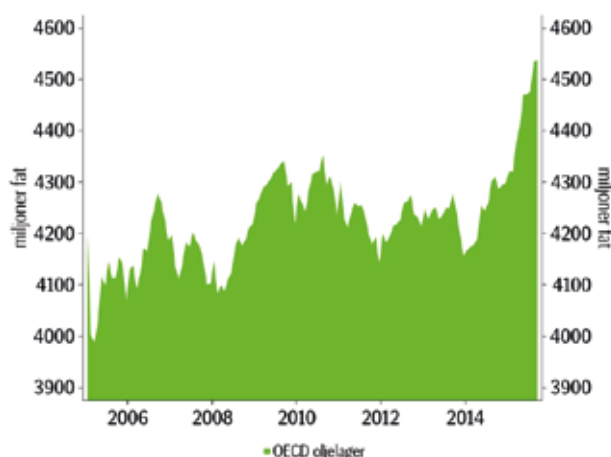
FRÅN UNDERUTBUD TILL ÖVERUTBUD I OLJEMARKNADEN



Källa: Bloomberg

Som framgår i bilden har år med underutbud varit det dominerande i oljemarknaden under perioden 2000 till 2013, efterföljande år har det varit överutbud. Vår bedömning är att förra årets obalans om drygt 2 miljoner fat per dag var toppen och att marknaden åter närmar sig balans mot slutet av 2017.

OLJELAGER INOM OECD SEDAN 2006



Källa: Bloomberg

Flera år med överutbud på oljemarknaden har lett till svällande globala oljelager som nu har nått historiska rekordnivåer. I grafen framgår lagerutvecklingen inom OECD sedan 2006 inklusive strategiska lager på cirka 1500 miljoner fat.

Tema - Brasilien

När samban tagit slut...

..kommer huvudvärken och den nyss så fagra ekonomin framstår i helt annan dager; med stora strukturella och cykliska problem. Brasilien var ett av de länder som drog mest nytta av Kinas enorma efterfrågan på råvaror under början av millenniet, och är nu ett av de länder som drabbas hårdast av den minskade efterfrågan. Landets attraktionskraft för internationella investerare har avtagit markant, och den brasilianska realen har sedan toppnivåerna 2011 tappat hela 60 procent i värde mot dollarn. Brasilien ser nte längre ut som en tegelstenshård ekonomi, utan lika bräcklig och volatil som före begreppet BRIC hade myntats.

- Recession eller depression? Ekonomin krymper snabbt, hur länge återstår att se.
- Efter de senaste årens lånekarusell, klarar banksystemet en krympande ekonomi?
- Politiskt kaos inger inget hopp. Vem har kraft och tid för landets ekonomi när alla tycks vara indragna i ett nät av korruptionsskandaler utan slut?
- Kinas ekonomiska ombalansering ger strukturellt lägre mineralpriser, men nedgången har stannat av.
- Exportjättarna Petrobras och Vale har tappat sin forna glans, men är inte längre avgörande för börsutvecklingen.

De senaste decenniernas ekonomiska revolution i Kina fick omfattande efterverkningar över hela världen. För många mineralrika ekonomier upplevdes det som en välsignelse då Kinas enorma aptit på råvaror av alla de slag tryckte upp priserna med många hundra procent över de första 7-11 åren av det nya millenniet. Utvecklings-ekonomier med stora mineraltillgångar förvandlades till "tillväxtekonomier" som i många avseenden utklassade de rikare länderna i västvärlden när det gällde såväl makro-ekonomiska nyckeltal som attraktionskraft för investeringar. Idag, med priser på exempelvis olja, aluminium och järn som återigen tangerar nivåerna från 2003, är bilden en helt annan. De länder som drog störst nytta av Kinas massiva investeringar är också de som drabbas hårdast när den kinesiska ekonomin ska profileras om och få en större slagsida mot tjänster och privatkonsumtion.

Stenhård blev bräcklig när sagan om BRIC tog slut

En av de riktigt stora vinnarna på råvaruhaussen under det nya millenniets första decennium var Brasilien, men idag har landets attraktionskraft för internationella investerare avtagit markant. Den brasilianska realen, som för ett par år sedan såg ut att kunna bli en ny hårdvaluta, har sedan dess tappat mer än 60 procent av värdet mot den amerikanska dollarn från toppnivåerna 2011 (även i jämförelse med den betydligt mjukare svenska kronan har realen tappat halva värdet). För bara några år sedan attraherade Brasilien så stora inflöden av utländskt kapital till landet

att president Dilma Rousseff gick till offentligt angrepp mot amerikanska centralbanken Federal Reserve och USA:s ultralätta penningpolitik, som ansågs driva på för stora kapitalflöden till Brasilien. Idag klassas brasilianska statsobligationer som skräpobligationer och börsvärdet på landets två största exportbolag, Petrobras och Vale har minskat till mindre än en tiondel av vad de var för fem år sedan.

Fyndläge i mörkret eller dags att säga godnatt?

Är det fyndläge på Sao Paolobörsen eller har vi fortfarande det värsta framför oss? Den enskilt viktigaste faktorn för svaret på denna fråga är sannolikt huruvida bankerna klarar sig igenom landets ekonomiska recession utan att kreditförlusterna exploderar. Bank- och finanssektorn väger idag 26 procent i börsindex och står för en betydligt större del av vinsterna. Bankerna värderas idag till ett P/E på cirka 6 på konsensusprognosen för innevarande år, då vissa investerare fruktar ett scenario som det vi såg i Sverige i början av 1990-talet och i Baltikum 2009, då stora vinster förbyttes till ännu större förluster på grund av skenande kreditförluster.

P/E-TALET PÅ SAMMA NIVÅ IDAG SOM 2011



Börsnedgången i Brasilien förklaras främst av sämre vinstutsikter. P/E-talet är på samma nivå idag som 2011. Diagrammet visar brasilianska Bovespa börsindex och konsensus P/E för närmaste prognosår.

Även om en "finanskras" med skenande kreditförluster för bankerna kan undvikas, är det viktigt att komma ihåg att de senaste årens börsnedgång förklaras av försämrade vinstutsikter för börsbolagen och att dessa försämrade vinstutsikter är såväl strukturella (långsiktiga) som cykliska (svänger tillbaka igen inom ett par år) till sin natur. Det dröjer sannolikt mycket länge innan diverse mineralpriser blir så gynnsamma för Brasilien igen som de var för tre år sedan, om det någonsin sker. Efter de senaste årens avslöjande av den enorma korruptionsskandalen i Petrobras och det farsartade politiska läget i landet just nu kommer det dessutom, även i ett mycket positivt scenario, att dröja oerhört länge innan investerarna återfår det förtroende för Brasilien som de hade 2011. Det är rimligt att räkna med att investeringar i Brasilien kommer att kräva en betydligt större riskpremie under överskådlig tid än vad som var fallet då.

Petrobras och Vale

Krisen i Petrobras och Vale har redan gått så långt att de båda aktierna numera är av klart begränsad betydelse för Sao Paulobörsen med indexvikter runt 5 procent vardera, men två så stora industriföretag har givetvis även en indirekt betydelse för såväl den reala ekonomin som förtroendet hos investerare och näringsliv.

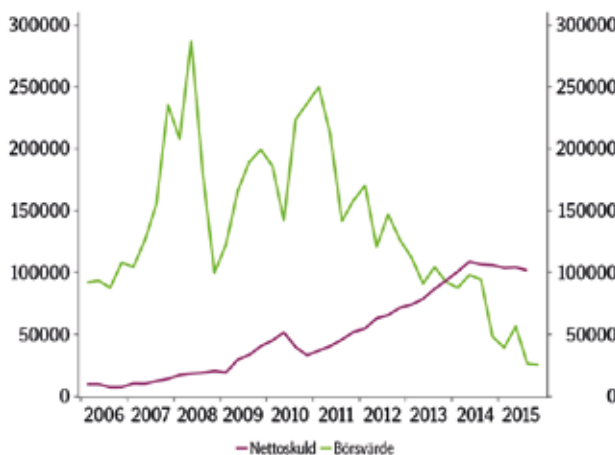
Även efter kraftiga nedskärningar i investeringsbudgeten planerar Vale investeringar för mer än 6 miljarder dollar (över 50 miljarder kronor) i år och Petrobras avser att investera nära 100 miljarder dollar över femårsperioden 2015-2019 (cirka 170 miljarder kronor per år). Som en jämförelse planerar Sveriges mest investeringstunga börsbolag, Teliasonera, att investera 17,5 miljarder kronor i år, Hennes & Mauritz investerar 12,5 miljarder kronor och SCA 9,5 miljarder kronor. Petrobras och Vale har inte mer än cirka 150 000 anställda tillsammans, men sysselsätter indirekt betydligt fler genom bland annat underleverantörer.

De två bolagen har dominerande positioner inom den brasilianska oljeindustrin respektive gruvindustrin, Vale är världens största järnmalmproducent och Petrobras dominerar fullständigt landets oljeindustri med en daglig produktion av mer än 2 miljoner fat olja. Båda bolagen är också hårt skuldsatta med nettoskulder som motsvarar cirka 2 gånger respektive mer än 5 gånger börsvärdet. Som jämförelse har det svårast skuldsatta av de stora industribolagen på Stockholmsbörsen, en nettoskuld på knappt två gånger börsvärdet, vilket är tillräckligt för att spekulanterna om en förestående räddningsemission idag är omfattande kring detta bolag.

Liksom Brasilien är ett bra exempel på ett land som kommit i kläm av det senaste decenniets mineralprissvängningar är Petrobras och Vale bra exempel på hur många stora företag drabbats av samma fenomen. Det finns många stora (och små) olje- och gruvbolag i världen som för några år sedan agerade helt rationellt utifrån de då rådande marknadsförhållandena, men som idag brottas med enorma skulder samtidigt som avkastningen på de oljefält eller gruvor de med lånat kapital investerade i har blivit dramatiskt mycket sämre än väntat. Listan på stora gruv- och energibolag som gjort samma misstag är lång och utgör ett viktigt orosmoment i kreditmarknaden idag. I vissa fall har dessutom de stora investeringarna i nya gruvor kompletterats med lånefinansierade företagsförvärv, vilket förvärrat situationen ytterligare. Oron kring sådana hårt skuldsatta mineralproducenter med underleverantörer utgör en central bit i den kreditmarknadsoro som skakat världen det senaste halvåret.

Precis som Brasilien är ett bra exempel på hur extremt gynnsamma makroförhållanden för bara några år sedan ledde till offensiva, ibland lånefinansierade, satsningar i många mineralrika utvecklingsländer är Petrobras och

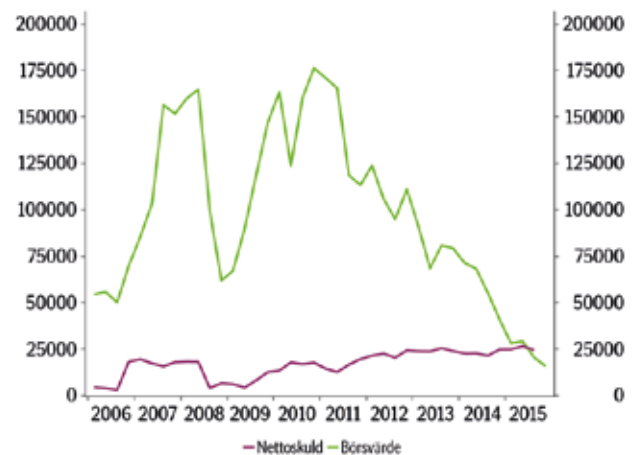
ESKLAREANDE NETTOSKULD I PETROBRAS



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar Petrobras börsvärde och nettoskuld i miljoner dollar. Den kraftiga försvagningen av realen hjälper bolaget att parera det lägre oljepriset med lägre kostnader för inhemskt producerade tjänster men stora kostnader, inte minst räntor på bolagets dollarlån, ska fortfarande betalas i hårdvaluta. För fem år sedan var nettoskulden drygt 40 miljarder dollar och börsvärdet 250 miljarder dollar. Idag är nettoskulden över 100 miljarder dollar och börsvärdet är under 20 miljarder dollar.

KOLLAPS FÖR JÄRNIÄTTEN VALE



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar Vales börsvärde och nettoskuld i miljoner dollar. För fem år sedan var börsvärdet 10 gånger större än nettoskulden. Idag är nettoskulden ungefär dubbelt så stor som börsvärdet. Bolagets aktie har formligen kollapsat som en följd av prisfallet på järnmalm och bolaget är hårt skuldsatt.

Vale tydliga exempel på samma sak i företagsvärlden. Gemensamt är också de sedan dess radikalt försämrade omvärldsförutsättningarna på grund av decimerade priser på olja, järn och andra mineraler. Idag är aktierna i de bägge bolagen i stor utsträckning att likna vid optioner; radikalt högre priser på olja respektive järn skulle lösa det mesta av huvudvärken för respektive bolag (även om Petrobras under lång tid givetvis kommer att fortsätta dras med efterdyningarna av korruptionsskandalen) samtidigt som priser på nuvarande nivåer i praktiken gör att bolagen "tillhör" kreditgivarna.

Brasilianska banker

Trots att Brasiliens ekonomi är starkt förknippad med de stora exportprodukterna sojabönor, sockerrör, järnmalm och olja är den överlägset viktigaste sektorn i börnsindex lbovespa bankerna. Dessa utgör 26 procent medan energi, inklusive Petrobras, utgör 9 procent och råvaror, inklusive Vale, utgör 11 procent. Livsmedelsindustrin väger också tungt med 17 procent, men representeras på börnsen framför allt av bryggeriet AmBev och halvfabrikatsproducenten BRF, den framgångsrika jordbrukssektorn saknar representation bland de stora börnsbolagen.

Om vi ska tro på analytikerna kommer Brasiliens banker att klara den pågående recessionen galant. De största

bankerna i börnsindex är Itau Unibanco, Bradesco, Santander Brasil och Banco do Brasil. Vinsterna väntas för alla fyra öka igen 2017, efter ett vinststapp på mellan 10 och 30 procent för tre av de fyra och oförändrad vinst för den fjärde under 2016.

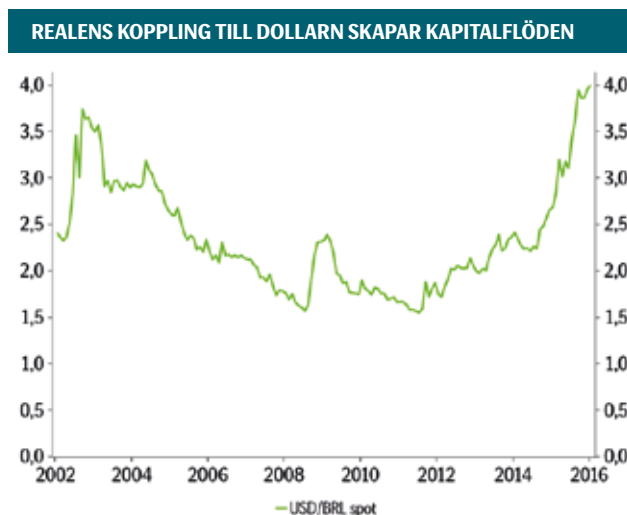
De låga P/E-talen (tre av de stora bankerna värderas till P/E på mellan 3 och 7 på konsensusprognoserna för 2016) är visserligen lockande, men indikerar samtidigt att många investerare fruktar att den pågående recessionen som kommer efter mer än ett decennium av kraftig kreditexpansion ska resultera i stora kreditförluster; kanske betydligt större än vad analytikernas konsensusprognos idag indikerar.

Sammanfattning

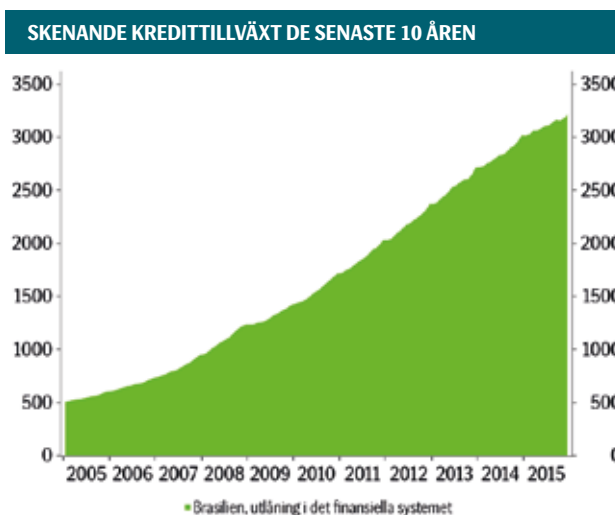
Brasilien är ett tydligt exempel på hur den supercykel i råvarusektorn 2003-2012, med Kina som främsta drivkraft, och den efterföljande kollapsen med facit i hand inte var den ekonomiska välsignelse det såg ut att vara för ett par år sedan. Börnsindex har gått ner med 40 procent i lokal valuta från toppnivåerna och med mer än två tredjedelar i svenska kronor. Nedgången förklaras av försämrade vinstutsikter och dessa beror inte bara på konjunkturcykeln. Kritiskt för den framtida utvecklingen blir bland annat bankernas kreditförlustutveckling och mineralprisförändringar.

IMF-S PROGNOSE R FÖR BRASILIE	2015	2016	2017
BNP tillväxt, %	-3,8	-3,5	0,0
Inflation, %	8,9	6,3	5,2
Budgetunderskott, % av BNP	-7,7	-7,2	-5,4
Bytesbalans, % av BNP	-4,0	-3,8	-3,8

Källa: IMF (prognoser från januari 2016 för BNP, övriga från oktober 2015)



Källa: Bloomberg



Källa: Bloomberg

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg

Chief Investment Officer
fredrik.oberg@seb.se



Jonas Evaldsson

Economist
jonas.evaldsson@seb.se



Esbjörn Lundevall

Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se



Stefan Lukacs

Economist
stefan.lukacs@seb.se



Helene Cronqvist

Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se



Henrik Larsson

Portfolio Manager
henrik.y.larsson@seb.se



Lars Granqvist

Economist
lars.granqvist@seb.se



Kai Svensson

Portfolio Manager
kai.svensson@seb.se



Cecilia Kohonen

Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se



Lars Drougge

Portfolio Manager
lars.drougge@seb.se



Pernilla Busch

Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se



Johan Hagbarth

Economist
johan.hagbarth@seb.se



Carl Hammer

Chief Currency Strategist
carl.hammer@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 Luxembourg 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.