



PRIVATE BANKING SVERIGE • INVESTMENT STRATEGY

Investment Outlook

juni 2015



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn - sammanfattning 4-5 Fördel aktier och krediter trots hög värdering	
Marknadssyn - makro Centralbanker styr och ställer	6-8
Globala aktier Hälsosam korrigering på världens aktiemarknader	9-10
Nordiska aktier Normalisering av värderingen gör aktier attraktiva	11-13
Räntor Räntejägarna ställer siktet mot High Yield och EMD	14-15
Alternativa investeringar Upp till bevis efter stark inledning av året	16-17
Valutor Påverkas och påverkar	18-19
Diskretionär förvaltning Viss reducering, men fortsatt övervikt mot risk	20-21
Tema - Värdering Värderingarna ger ytterligare skäl att sprida riskerna	22-25
Tema - Risker Börshoten återfinns främst i finansiella vär(l)den	26-27
Tema - Europa Hur mår Europa?	28-29
Tema - Japan 2 av 3 pilar saknar kraft	30-31

Denna rapport publicerades den 26 maj 2015.
Innehållet baseras på information och analys till-
gänglig före den 19 maj 2015.

Konjunkturen, de finansiella marknaderna och riskerna

EFTER ETT PAR ÅR MED BESKEDLIG GLOBAL TILLVÄXT stiger nu förväntningarna om en tilltagande tillväxttakt senare i år och under 2016. Inledningen av året har dock uppvisat en ojämn utveckling. I USA har aktiviteten varit låg, som följd av ännu en sträng vinter. Europa har visat tydliga tecken på förbättring och fått hjälp av en valuta med fördelaktig växelkurs samt massiva stimulanser från den Europeiska Centralbanken, ECB. En mer detaljerad analys av tillväxtens olika drivkrafter och regionala sammansättning presenteras i makroavsnittet.

Starkare tillväxt resulterar som regel i stigande vinster, ett ökat tryck på inflationen och stigande räntenivåer. Hur slår det igenom på hur vi ser på företagen på de nordiska börserna? Har företagen bättre förutsättningar att höja vinsterna under 2015 än under de föregående åren? Detta har stor bäring för vår bedömning av den lokala aktiemarknaden. Kan räntor hållas på rekordlåga nivåer eller är det dags för stigande räntor nu? Hur ska man fördela risken i en portfölj med flera tillgångsslag? Dessa frågor och mycket mer belyses i vanlig ordning i detta nummer av *Investment Outlook* där vi analyserar tillgångslagen vart och ett för sig samt ur ett portföljperspektiv.

I detta nummer gör vi också en djupare analys av läget i Europa i temat *Hur mår Europa?* SEB har justerat upp sin tillväxtprognos för regionen, vi förespråkar dess aktiemarknad som också svarat med starka uppgångar på sistone. Vi gör även ett nedslag i Japan och ger en uppdatering av den japanska situationen närmare två och ett halvt år efter att premiärminister Abe lanserade "Abenomics". Dessa båda teman fångar upp den rådande situationen, där det tidigare något ensidiga beroendet av den amerikanska konjunkturen nu nyanseras då resten av världen ser ut att repa sig.

Det senaste årets mediokra tillväxt har påverkat företagssektorns förmåga att generera vinster negativt. Å andra sidan har centralbankerna varit mycket aktiva och börserna har fortsatt att stiga medan räntorna har pressats ned till aldrig tidigare skådade nivåer. Det gör att vi tycker att det är dags att gå igenom värderingarna på de finansiella marknaderna. Detta utgör ett tredje tema. Slutligen gör vi en genomgång av vilka risker vi bedömer finns i marknaden, hur stor sannolikheten är för att de materialiseras och hur stort genomslaget i så fall blir.

Med hopp om intressant läsning

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

- Tilltagande och mer robust tillväxt.
- Fortsatta stimulanser från centralbankerna.
- Fördel aktier och krediter trots hög värdering.
- Europeiska och asiatiska aktier framför amerikanska.

VI HAR FORTFARANDE HÖGST förväntad avkastning för aktier. Därefter följer krediter och alternativa investeringar (hedgefonder) och sist hamnar statsobligationer. Detta speglar en värld som förväntas leverera successivt starkare tillväxt och fortsatt låg underliggande inflations-takt. Världens centralbanker stimulerar och stöttar fortsatt tillväxten via rekordlåga styrräntor och omfattande stimulanspaket i form av direkta köp av finansiella tillgångar.

Har vi rätt i vår prognos avseende tillväxten bör företagsvinsterna stiga och i större utsträckning motivera värderingen på aktiemarknaden. Vi förväntas oss en global vinsttillväxt i storleksordningen 5-10 procent per år under de kommande två åren. Vidare borde utdelningsnivån för aktier hamna kring 2-3 procent under samma period. Det innebär dock inte att det är givet att aktiemarknaderna stiger i samma omfattning, särskilt inte som de redan utvecklats väl och aktievärderingarna är tämligen höga

i ett historiskt perspektiv. Vår prognos för de globala aktiemarknaderna är därför något lägre än den förväntade vinsttillväxten och utdelningsnivån tillsammans.

För räntebärande placeringar ser situationen annorlunda ut. Inom statsobligationer är vissa delar mer eller mindre diskvalificerade på grund av extremt låga räntenivåer. Genom att inkludera olika grad av företagskreditrisk erhåller investerare räntekompensation. Beroende på graden av kreditexponering och löptid spänner den förväntade avkastningen i räntevärlden mellan 0-6 procent de kommande 12 månaderna.

Aktier och företagsobligationer är båda beroende av konjunkturen och företagens förmåga att leverera vinster. För att inte all risk i våra kunders portföljer skall vara beroende av samma faktorer kompletterar vi med olika typer av hedgefonder. Vi strävar efter att hitta fonder med begränsad koppling till aktie- och kreditmarknaderna. Vår förväntade avkastning för detta tillgångsslag är 2-4 procent för de kommande 12 månaderna.

Sammanfattningsvis är vi fortsatt positivt inställda till de finansiella marknaderna, med undantag för statsobligationer i bland annat Europa inklusive Sverige.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

POSITIV KONJUNKTURSYN OCH HJÄLPANDE CENTRALBANKER

Ett av våra grundantaganden är en tydlig förbättring av konjunkturen under de kommande två åren. USA:s ekonomi ser robust ut medan resten av världen får stöd via konkurrenskraftiga valutakurser och stimulanser från centralbanker. Det globala ränteläget är lågt och ytterligare stimulans tillkommer från de klart lägre råvarupriserna. Sammantaget talar detta för en stabilare och bredare konjunkturuppgång, där fler regioner kan leverera positiva tillväxtsiffror.

TILLGÅNGSSLAGEN HAR SAMMA RANKING SOM TIDIGARE

Vi föredrar aktier framför krediter och alternativa investeringar. Vi undviker statsobligationer i Europa och Japan, men är mer positiva till samma tillgångsslag i USA och inom Emerging Markets. Bland globala aktier föredrar vi Europa och Asien framför USA och övriga Emerging Markets. Vi är mer positiva till globala aktier än specifikt svenska, där den förväntade avkastningen visserligen är snarlik, men risken är högre för den svenska aktiemarknaden.

RISKER OCH VÄRDERING

Bland de risker vi nu följer återfinns eventuell sviktande konjunktur, geopolitisk oro, Grekland, kinesiska skuldproblem, eventuella negativa effekter av den amerikanska centralbankens förväntade räntehöjningar och möjliga bubbler på tillgångsmarknaderna.

REDUCERAD RISK, MEN FORTSATT AKTIEÖVERVIKT

Vi har under året successivt reducerat risken i våra portföljer, men är fortsatt överviktade i aktier och krediter. Den främsta orsaken till vår riskreduktion var den kraftiga börsuppgången. Våra portföljer domineras fortsatt av aktier och företagsobligationer. Relativt våra jämförelseindex är vi överviktade i Europa och Asien. I absoluta termer har vi störst exponering mot amerikanska och svenska aktier. Vi är underviktade inom räntebärande placeringar. Inom tillgångslaget är vi överviktade företagskrediter och underviktade statsskuldväxlar och statsobligationer. Inom alternativa investeringar håller vi en bred exponering med begränsad korrelation till aktier och företagsobligationer.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
		AVKASTNING	RISK	
AKTIER				
Globala	1 2 3 4 5 6 7	8,2 %	12,1 %	Starkare tillväxt och fortsatta stimulanser ger potential för stigande vinster. En bredare konjunkturuppgång ökar möjligheten för cykliska industrier. Värderingen har stigit, men aktier är trots detta mer prisvärda än räntebärande placeringar. Ur ett svenskt perspektiv (kronan som basvaluta) gynnas tillgångsslaget av en starkare dollar.
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	9,0 %	14,3 %	Starkare konjunktur och ökade handelsströmmar, liksom historiskt låg värdering kontra globala aktier, talar för tillväxtmarknader. Stort råvaruberoende, negativ koppling till en stark amerikansk dollar och stigande amerikanska räntor är nackdelar. Vi föredrar den asiatiska delen av tillväxtmarknadssegmentet.
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	13,6 %	13,6 %	Den svaga kronan och stabil inhemsk situation ger styrka. I en internationell jämförelse är direktavkastningen hög. Värderingen har dock stigit på senare år. Vinsterna under det första kvartalet har haft stöd av en gynnsam valutakurs. På längre sikt finns det tydliga risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett framtida högre ränteläge i Sverige.

RÄNTEBÄRANDE				
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	0,3 %	4,2 %	Mycket låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv och en förstärkning av konjunkturen kan medföra successivt stigande räntor under de kommande åren, med risk för negativ avkastning.
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,4 %	2,4 %	Låga räntor ger begränsad potential, men tillgångsslaget kan fungera väl som stabilisator i en portfölj med andra tillgångar med högre risk.
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,7 %	3,6 %	Direktavkastningar kring 3-4 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken tydligt i förhållande till exempelvis IG. HY gynnas av tilltagande tillväxt och likviditet i marknaden, vilket ökar riskapiten, och därmed bör räntegapet mot statsobligationer minska eller förbli det samma som idag.
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	6,5 %	9,4 %	Direktavkastningar kring 6 procent ger en rimlig kompensation för riskerna kopplade till tillgångsslaget.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR				
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Tydliga trender i kombination med lägre korrelationer mellan och inom tillgångsslagen talar till hedgefonders fördel.
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. Tydlig stabilisering av prisbilden under inledningen av 2015. I ett längre perspektiv är tillgångsklassen attraktiv om inflationen stiger i samklang med råvarupriserna.

VALUTOR				
VALUTAPAR	2015-05-20	Q2 2015	Q3 2015	KOMMENTAR
EUR/USD	1,11	1,05	1,00	Vårens försvagning av USD mot EUR bedöms vara ett hack i en stigande dollarcurva. Ökad tillväxt i USA och Feds stundande räntehöjningar talar för det.
EUR/SEK	9,30	9,30	9,15	På kort sikt förblir SEK svag mot EUR, men senare i år stärks SEK, ett argument för det är att Riksbankens väntas stimulera mindre än ECB.
USD/SEK	8,35	8,86	9,15	Givet att USD återupptar sin allmänna förstärkning kommer denna också att stiga betydligt i värde mot SEK på cirka ett års sikt.

Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn. Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2015-05-20. Valutaprognoser per den 2015-05-20. Index/underlag för estimat: Globala aktier - MSCI World All Countries index i lokala valutor, Tillväxtmarknader - MSCI EM TR i lokala valutor, Svenska aktier - SIX Portfolio Return Index i SEK, Statsobligationer - OMRX T-bonds i SEK, Företagsobligationer (IG och HY) IBOXX Investment Grade Index i USD och IBOXX High Yield Index i USD, Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt) - JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. Hedgefonder - FRX Global Hedgefund Index i USD.



Marknadssyn

Makro - Centralbanker styr och ställer

Penningpolitiken gör tydliga avtryck i världsekonomin. Tron om att Federal Reserve (Fed) ska börja höja räntan under 2015 har fått USA-dollar att stärkas. Det ihop med extrem vinterväderlek och hamnkonflikter har i år satt tillfälliga käppar i USA:s tillväxthjul. I Europa har den Europeiska Centralbankens (ECB) stimulanser snabbt påverkat såväl tillväxten som inflationsförväntningarna, och euron har sjunkit i värde. Bank of Japans stimulanser har stöttat tillväxten och fått yenens kurs att falla. Dessa valutarörelser och billigare olja ger nu draghjälp åt tillväxten i DM (Developed Markets), medan uppväxlingen i EM (Emerging Markets) låter vänta på sig till 2016.

USA – Tillfällig amerikansk tillväxtsvacka

Sedan många år tillbaka har USA:s ekonomi vuxit betydligt långsammare det första kvartalet jämfört med resterande kvartal, ett mönster som upprepades i år när BNP bara steg 0,2 procent. Vår bedömning är dock att tidigare mönster snart upprepar sig, och att konjunkturen snart stärks. Detta främst tack vare större köplust hos hushållen i spåren av en starkare arbetsmarknad och ökad köpkraft, samt en stigande investeringsvilja bland företagen tack vare bland annat låg produktivitet, vilket ger incitament att investera.

Stabila priser under 2015

Visserligen har dollarns förstärkning sedan sommaren i fjol dämpat exporten, men det matchas mer eller mindre helt av stimulanseffekten från det samtidiga oljeprisfallet. Starkare valuta och billigare olja/bensin gör att USA i år får mer eller mindre stabila konsumentpriser i snitt.

Europa – Goda konjunkturutsikter

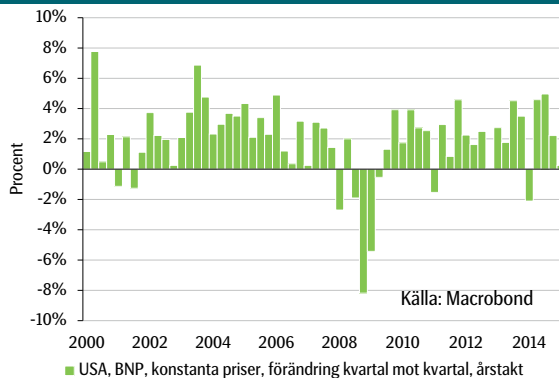
Oljeprisfallet, eurons försvagning och ECB:s stimulanspolitik har fått konjunkturen i eurozonen att stärkas sedan slutet av 2014. Ökad konkurrenskraft gynnar exporten, och stigande sysselsättning tillsammans med bättre köpkraft har satt fart på kommersen i detaljhandeln. Återhämtningen rullar nu framåt oväntat snabbt och sprider sig till fler branscher.

De stora krisbesparingarna är nu över och finanspolitiken i eurozonen blir neutral de närmaste åren. Konjunkturförloppet är dock bräckligt och präglad av underliggande problem såsom hög skuldsättning och politisk osäkerhet. Inte minst Grekland utgör återigen en oroskälla.

Skäl till optimism om brittisk ekonomi

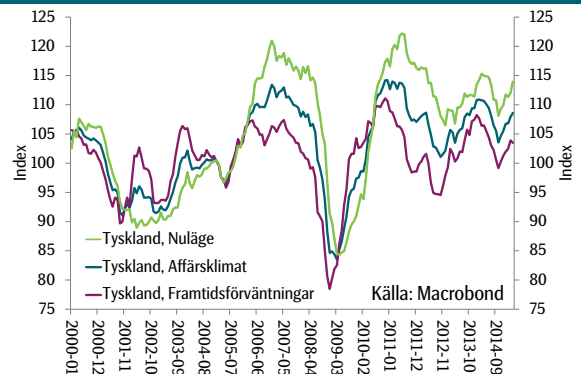
Efter fjolårets höga tillväxt har brittisk ekonomi inlett 2015 på en lägre växel. Det finns dock skäl vara optimistisk om utsikterna. Styrkefaktorer är oljeprisfallet, en lägre arbetslöshet och politisk stabilitet efter att Tories vann valet den 7 maj, och bildat en egen regering.

USA:S EKONOMI I MOTVIND UNDER DET FÖRSTA KVARTALET



Under de senaste fem åren har BNP-tillväxten i USA varit avsevärt lägre under det första kvartalet jämfört med under övriga kvartal. Ett viktigt skäl har varit att sträng vinterväderlek hämmat verksamheter såsom byggandet. BNP steg enligt nuvarande beräkning blygsamma 0,2% under Q1 2015, en notering som dock torde komma att revideras ned.

EN STIGANDE NÄRINGSLEVSPULS I TYSKLAND



Sedan slutet av 2014 har tyska näringslivsindex IFO (blå kurva) stigit när företagens syn på både nuläget (grön kurva) och framtiden (lila kurva) tenderat att höjas. Denna konjunkturförbättring har föranlett många prognosmakare att revidera upp sina BNP-bedömningar för Tyskland, och utsikterna för hela eurozonen har parallellt ljusnat.

Asien/Kina – Tillväxten i Asien växlar upp, trots Kina-broms

Tillväxten i flertalet länder i Asien tilltar försiktigt. Motorer är dels ökad inhemsk efterfrågan i spåren av starka arbetsmarknader, goda lönelöft och expansiv penningpolitik, dels ökad efterfrågan från USA och eurozonen. Feds stundande räntehöjningar utgör dock en källa till oro, eftersom Federal Reserves politik av allt att döma får USA-dollar att stiga ytterligare i värde. Många företag och länder i Asien har på senare år ökat sin dollarupplåning betydligt, och en fortsatt dollarförstärkning skulle öka skulder och skuld tjänst i lokala valutor.

Indien gasar, Kina bromsar

Ett inflationsfall och förbättrade statsfinanser ger utrymme att stimulera den indiska ekonomin med både penning- och finanspolitiska verktyg. Visserligen lyser tunga ekonomiska reformer med sin frånvaro, men regeringen Modis senaste budget är positiv för BNP-tillväxten. Den spås accelerera i år och 2016. I Kina fortsätter däremot den cykliska nedväxlingen på grund av främst bostadsmarknadens försvagning. Möjligheterna att stötta kinesisk ekonomi via ekonomisk-politiska åtgärder talar ändå till fördel för en mjuk inbromsning av tillväxten.

Japan – Bättre om än inte bra

Sedan i höstas har den japanska ekonomin bjudit på många besvikelser. Momshöjningen i april 2014 påverkar fortfarande hushållens konsumtionsefterfrågan negativt. Framtidstron bland större industriföretag har dämpats, trots ökad internationell konkurrenskraft tack vare yenens försvagning. Men med hjälp av oljeprisfallet, en successivt

starkare global konjunktur, Bank of Japans (BoJ) expansiva penningpolitik och en förbättrad arbetsmarknad i Japan bör konjunkturpulsen stärkas något framöver.

För tidigt att ge upp hoppet om Abenomics

Bank of Japan spås utvidga sina tillgångsköp ytterligare i sommar, men viktigare på sikt är graden av reformer för att öka arbetskraftstillgången och produktiviteten, något som kallas den "tredje pilen" i Abenomics-strategin. Hittills har inga mer omfattande reformer sjuösatts, men denna strategi ska ännu inte avskrivas. Läs mer i Japan-analysen på sidan 29-30.

Latinamerika – I samhällsekonomisk obalans

Latinamerikas BNP mer eller mindre stagnerar i år, inflationen biter sig kvar och ett stort bytesbalansunderskott leder till att utlandsskulden ökar. Regionens samhälls-ekonomi är således i allt annat än balans.

Brasiliens ekonomi krymper under 2015

I Brasilien har ekonomin bromsats in med besked, och BNP ser ut att sjunka betydligt i år. Korruptionsskandalen kring det statliga oljebolaget Petrobras sänker investeringskonjunkturen ytterligare, och oredan i den politiska sfären försvårar reformarbetet. Samtidigt accentueras behovet av strukturreformer allt mer.

BNP - ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,4	2,7	3,2
Japan	1,6	0,0	1,1	1,3
Tyskland	0,1	1,6	2,2	2,3
Kina	7,7	7,4	6,8	6,5
Storbritannien	1,7	2,8	2,5	2,4
Eurozonen	-0,4	0,9	1,7	2,1
Norden	0,3	1,6	1,8	2,1
Baltikum	3,2	2,6	2,5	3,1
OECD	1,4	1,9	2,3	2,7
Tillväxtekonominer	4,8	4,7	4,3	4,9
Världen (PPP)*	3,2	3,4	3,4	3,9

Världsekonomin rullar framåt på samma växel i år som i fjol, när OECD-området nu tar bättre fart parallellt med att EM-ekonomierna saktar in. Under 2016 växlar tillväxten i världen upp tack vare acceleration i bägge regionerna.

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

Källa: SEB Ekonomisk Analys, analys daterad maj 2015.

Östeuropa – Visar motståndskraft mot den ryska krisen

Östeuropas centrala och sydöstra delar visar god motståndskraft mot den rysk-ukrainska konflikten, ryska livsmedelssanktioner och recessionen i Ryssland. Styrkefaktorer är realinkomstökningar, sjunkande arbetslöshet och låga räntor som sammantaget gynnar hushållens konsumtion. Till bilden hör även mer positiva utsikter för exporten till Tyskland, liksom finanspolitiska lättnader efter en längre period av åtstramningar i flertalet länder. Polen präglas av styrka i den underliggande ekonomin och banksystemet, och växer nu snabbast i Central- och Östeuropa. Kontrasten är Ryssland, där recessionen blir djup 2015. Oljeprisfallet har försvagat rubeln, vilket gett accelererande inflation och stora kapitalutflöden. Vårens rekyl upp för oljepriset och tecken på att vapenvilan i östra Ukraina håller har dock lett till en återhämtning för den ryska valutan.

Hushållens efterfrågan draglok i Baltikum

Ekonomierna i Baltikum visar en hygglig tillväxt tack vare inte minst att stigande realinkomster gör att privatkonsumtionen fortsätter att öka i god takt. Exporten får successivt draghjälp när konjunkturen i Västeuropa stärks, medan den baltiska investeringskonjunkturen förblir svag.

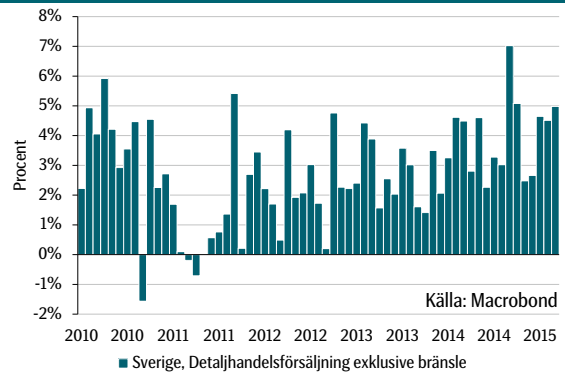
Norden – Konjunkturkrafterna drar åt olika håll

Tendenserna i de nordiska ekonomierna spretar isär. I Norge hämmas tillväxten av investeringsfallet i oljesektorn, något som även får negativa konsekvenser i många andra sektorer. Den norska tillväxten blir därför långsam främst i år, men även 2016. Danmark har nu lämnat den tidigare bostadskrisen bakom sig, vilket speglas i stigande bostadspriser och nu ökar såväl hushållens konsumtionsefterfrågan som företagets investeringsinsatser. Finsk ekonomi gynnas visserligen av den svagare euron och en ökad efterfrågan i övriga eurozonen, men aktuella näringslivsindikatorer indikerar inte något konjunkturellt lyft. De tyder på en mycket långsam återhämtning från den utdragna recessionen.

En tudeladsvensk ekonomi

De positiva drivkrafterna i svensk ekonomi är ett stigande bostadsbyggande och ökad privat konsumtion. Däremot tycks industrikonjunkturens uppgång bli osedvanligt trög, trots att tillväxten i Västeuropa växlar upp och att svensk varuexport därmed kan återhämta sig. Av allt att döma är det en underliggande osäkerhet beträffande såväl utsikterna för den globala ekonomin som de ekonomisk-politiska förutsättningar i Sverige som sätter en bromskloss på aktiviteten.

ÖKAD KÖPLUST BLAND SVENSKA HUSHÅLL



Sedan några månader tillbaka har detaljhandelsförsäljningen i Sverige ökat i klart snabbare takt än perioden dessförinnan. Hushållens köplust har framför allt gällt sällanköpsvaror, vilket brukat vara ett gott konjunkturtecken. Bakom den stigande köplusten ligger bland annat en ökad sysselsättning, mycket låga räntor och ett hyggligt humör bland svenskarna.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Vår bedömning är att USA:s tillväxtsvacka är tillfällig och att valutan och centralbankerna lyfter Europa.
- Asien växlar upp trots Kina, och Japan stärks från låga nivåer.
- Starkare förväntad tillväxt med bredare geografisk spridning skapar förbättrade vinstmöjligheter efter några svaga år.
- Centralbankernas agerande och fortsatt låg inflationstakt gör att räntorna bör stiga i långsam takt.
- Den ekonomiska signalen förväntas vara positiv och gynnar då aktier och företagskrediter i förhållande till statsobligationer.
- Europa och Asien knappar in på USA, vilket gör placeringar i dessa regioner fortsatt attraktiva relativt USA.



Globala aktier

Hälsosam korrigerig på världens aktiemarknader

Trots en nedgång i maj har världsindex stigit 10 procent i SEK i år. Tappet i marknaden får betraktas som hälsosamt när investerarna efter mycket god avkastning på kort tid valde att ta hem en del vinster. Värderingen av globala aktier är hög i ett historiskt perspektiv och utgör en risk. Vårt huvudscenario är dock att de ekonomiska hjulen börjar snurra i något högre fart med tillväxt och fina bolagsvinster som resultat, vilket bäddar för ytterligare kursuppgångar. Vi väljer att ha en stor andel aktier i portföljerna där vi rekommenderar en övervikt i Europa och kryddar med Asien - läs mer om regionens snabbväxande marknader nedan.

- Världsindex har i år stigit 10 procent i SEK och 6 procent i lokala valutor.
- Börserna i Shanghai och Hong Kong ligger i topp medan den amerikanska har utvecklats sämre.
- Bra bolagsrapporter för första kvartalet, framför allt i Europa och Japan.
- Globala aktier värderas till P/E 17 i år och P/E 15 för 2016, vilket är något högre än tidigare år.
- Bra signaler från bolag i Europa, som vi föredrar framför USA. Värderingen är lägre och tillväxten tar fart.
- En starkare tillväxt i väst tillsammans med stimulanter i Kina och Japan talar även för Asien.

INLEDNINGEN AV 2015 BJÖD PÅ fina kursuppgångar på världens börser. Världsindex, mätt som MSCI World AC i lokala valutor, nådde en topp i slutet av april, men föll tillbaka under maj. Efter att ha fått god avkastning på relativt kort tid valde investerare att ta hem vinster inom såväl aktier som räntor och valutor. Den minskade riskaptiten kan förklaras av svagare makrostatistik i USA och fortsatt oro kring utvecklingen i Grekland. Man kan också se det som en konsolidering i marknaden efter en mycket stark period. Trots nedgången har världsindex stigit 10 procent i SEK och 6 procent i lokala valutor sedan årets början. Börserna i Shanghai och Hong Kong tar täten tillsammans med Ryssland (mätt i lokala valutor), medan den amerikanska marknaden har haft det motigare. Emerging Markets (EM) med Asien i spetsen har tagit fart och kört ifrån resten av världen efter att ha gått sämre än Developed Markets (DM) i flera år. Defensiva sektorer som läkemedel och konsumentvaror ligger i topp hittills, medan finans och allmännyttiga företag gått sämst. IT-sektorn i Kina sticker ut med en uppgång på hela 45 procent i lokal valuta sedan årsskiftet.

Vinsterna fortsätter att växa

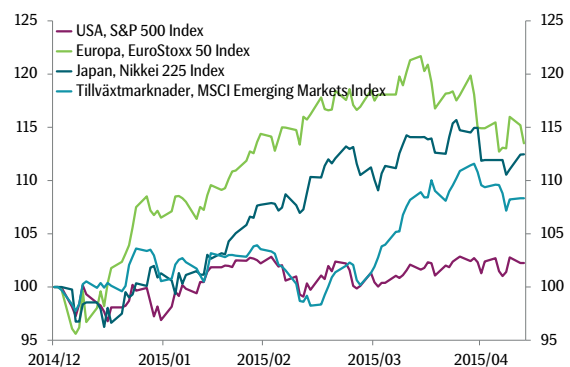
Bolagsrapporterna för första kvartalet har präglat nyhetsflödet den senaste tiden. I USA visar en hög andel av företagen vinster som är bättre än förväntningarna, men förvånansvärt få lyckas leverera positiva överraskningar när det gäller försäljningstillväxt, vilket gett lite smolk i bägaren. Till detta har makrostatistiken varit

åt det svagare hållet. USA-börsens starka uppgång under lång tid och en hög värdering jämfört med omvärlden gör den dessutom känslig för vinsthemtagningar. Även i Europa har bolagen glatt marknaden med bra rapporter och i motsats till de amerikanska har drygt 70 procent även visat på starkare försäljning än väntat (till viss del hjälpta av en svag valuta). Färsk statistik pekar på tydliga regionala skillnader där vinsterna justeras upp i Europa och Japan, och majoriteten av nedjusteringarna sker i USA och inom Emerging Markets.

Potentialen begränsas av hög värdering

Bolagens samlade vinster förväntas växa med knappt 3 procent i år och nära 13 procent 2016. Förväntningarna för 2015 har därmed kommit ned från 7 procent vid förra utgåvan av *Investment Outlook* (mars 2015). Globala aktier värderas till P/E 17 för i år och P/E 15 för nästa år, vilket är högt i ett historiskt perspektiv. I kombination med nedjusteringar av årets förväntade vinster kan detta utgöra en risk och begränsning när det gäller potentialen för högre börskurser. Amerikanska och japanska företag handlas över värderingssnittet medan börsbolagen i Europa värderas i linje med världen i övrigt. Emerging Markets sammantaget har ett P/E-tal på 11,5 för 2016, vilket

EUROPA I BÖRSTOPP TACK VARE ECB OCH EURO



Källa: Macrobond

Diagrammet visar utvecklingen i lokala valutor i år för centrala börser. Europa (grön linje) ligger i topp mycket tack vare kraftfulla åtgärder från Europeiska Centralbanken och en svagare valuta. Den amerikanska marknaden har haft det lite motigare efter en lång period av god avkastning. Hög värdering och blandad makrostatistik har bromsat utvecklingen.

är attraktivt. Tillväxten i EM har dock sjunkit successivt och närmar sig Developed Markets. Slutsatsen blir att vi ser en mer synkroniserad tillväxttakt i hela världen. Vi fortsätter att föredra de asiatiska marknaderna inom Emerging Markets tack vare låg värdering och regionens långsiktiga strukturella tillväxt.

Fortsatt tillväxt är vårt huvudscenario

Amerikansk makrostatistik kommer sannolikt att återhämta sig och detta i kombination med tillförd likviditet från Europeiska Centralbanken och Bank of Japan försätter att tala för tillgångsslaget aktier. Vi väljer därför att ha en stor andel aktier i portföljerna. Värderingen av marknaden framstår visserligen som hög och för varaktiga kursuppgångar behöver den globala tillväxten ta fart och företagen visa bättre vinster. Höga aktievärderingar kan i nuläget motiveras av rekordlåga räntor, men risken ökar när amerikanska centralbanken påbörjar sin höjning av styrräntan i höst. Vårt huvudscenario är att ekonomin tar fart och bolagens vinster justeras upp. När världens industriföretag får medvind av högre efterfrågan och uppvisar en fin vinstutveckling kommer vi troligen se ett skifte i investerarnas portföljer från defensiva till mer cykliska aktier.

Fördel Europa

Vi noterar bra signaler från företagen i Europa och eftersom möjligheten till förbättring och positiva överraskningar är stor föredrar vi att investera där framför USA. Börsbolagen blir alltmer kostnadseffektiva och gynnas av en stor andel försäljning till Emerging Markets och USA. De europeiska vinsterna justeras upp och värderingen talar för regionen. En högre tillväxttakt är sannolikt inte heller helt diskonterad i marknaden ännu.

Hög tillväxt och låga värderingar i Asien

En starkare tillväxt i väst tillsammans med stimulanser i Kina och Japan talar även för Asien. Den starka uppången

inom EM i år beror främst på utvecklingen för kinesiska aktier. Andra attraktiva länder med hög strukturell tillväxt och låg värdering, såsom Korea, Taiwan och Indonesien, har inte utvecklats lika bra. De asiatiska ekonomierna är starkt korrelerade med den globala konjunkturen, och förutsatt att vår prognos om fortsatt positiv konjunkturutveckling i världen som helhet håller, bör Asien få stöd av denna.

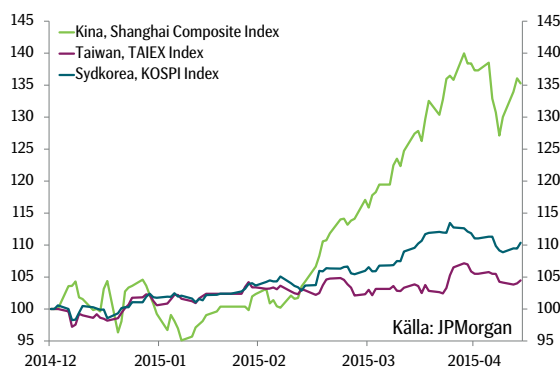
Elektroniksektorns bakgård

Taiwanesiska företag gynnas i allra högsta grad när konsumenterna i väst spenderar mer pengar på surfplattor, bärbara datorer och smarta mobiltelefoner. De levererar komponenter till världens elektronikjättar och teknologisektorn utgör så mycket som halva börsvärdet i Taiwan. Apples storsäljande produkter tillverkas och sätts ihop här. Den taiwanesiska börsen handlas på attraktiva P/E 12 för 2016. Korea, där börsen domineras av bolag som Samsung och Hynix (ledande inom mobiltelefoner och elektronikkomponenter), har en förväntad vinsttillväxt på 36 procent i år med ett P/E-tal på 10. Företagen är i allmänhet importörer av råvaror och gynnas av låga råvarupriser.

Indien är visserligen inte lika lågt värderat, men vinsterna förväntas växa med 13 procent i år och 19 procent nästa år. Med en växande medelklass kommer den enorma indiska befolkningen tillsammans med Kina att stå för en stor andel av världens konsumtion så småningom. Indien har också näst lägst produktionskostnad (efter Indonesien) i Asien och lockar därmed till sig utländska företag som skapar arbetstillfällen och ett ökat välstånd.

Sammanfattningsvis ser vi med tillförsikt på globala aktier framöver. Den korrigerings som pågår i marknaden i nuläget är nödvändig och hälsosam och banar väg för nya uppgångar när tillväxten tar fart och bolagsvinsterna justeras upp. Vi rekommenderar en övervikt i europeiska aktier och kryddar med utvalda länder i Asien.

IT-SEKTORN I KINA LEDER BÖRSUTVECKLINGEN



Diagrammet visar utvecklingen i lokala valutor i år för utvalda börser i Asien. Sammantaget har EM Asien stigit med 12 procent, men detta är främst drivet av kinesiska bolag som har ökat med 26 procent. IT-sektorn i Kina visar en avkastning på hela 45 procent i lokal valuta. Övriga marknader i Asien har halkat efter.

LAND/ REGION	P/E 2016	VINSTTILLVÄXT 2015	VINSTTILLVÄXT 2016
USA	16,4	0,6 %	13,2 %
Europa	15,2	2,7 %	13,0 %
Japan	15,5	7,3 %	14,9 %
EM Asien	11,6	14,3 %	10,1 %
Kina	11,4	2,0 %	12,7 %
Taiwan	12,4	14,2 %	6,0 %
Sydkorea	9,6	34,0 %	6,8 %

Källa: JPMorgan

EM Asien ligger sammantaget på P/E 11,6 för 2016, vilket får betraktas som attraktivt. Korea framstår som en av de billigaste marknaderna i Asien på 9,6. Vinsttillväxten för regionen estimeras till 14 procent för 2015 och 10 procent 2016. De kinesiska vinsterna växer knappast alls i år, men med 12 procent nästa år.



Nordiska aktier

Normaliserad riskpremie gör aktier attraktiva

Vinstprognoserna har stabiliserats under det senaste halvåret, vilket ger kredibilitet åt vår prognos om 16 procents vinsttillväxt i Sverige. Även i Finland och Danmark väntas god tillväxt medan Norge fortfarande tyngs av ett lägre oljepris. Högre vinster och den senaste tidens börsrekyll har tryckt ned P/E-talet från tidigare toppnivåer och riskpremien på svenska aktier är nu i nivå med snittet de senaste 10 åren. Även efter den senaste nedgången är P/E-talet dock fortfarande högt i ett närhistoriskt perspektiv. Vi förordar tillväxtbolag, där vinsterna kan förväntas växa ikapp rådande värderingar och kompensera för en eventuell uppjustering av avkastningskraven i ett längre perspektiv.

- Högsta vinsttillväxten på 5 år.
- Kvartalsrapporter bekräftar god start på året.
- Stabila prognoser minskar risken.
- Rekyll ger köpläge.
- Mer attraktiva värderingar igen.
- Lönsam tillväxt lockar mest.
- Normaliserad riskpremie.

STOCKHOLMSBÖRSEN HAR PÅ ETT ÅR gått upp med 18 procent. Trots att betydande nya penningpolitiska stimulanser har aviserats i Europa under denna period är uppgången endast till en mindre del en funktion av högre värderingar. Om vi benär ut kraften bakom uppgången i de två faktorerna "högre värdering" och "högre vinstprognoser" står värderingen, eller P/E-tal-expansionen endast för cirka 3 procentenheter av uppgången medan de växande vinsterna förklarar cirka 15 procentenheter (12 månaders framåtblickade vinstprognos idag är 15 procent högre än för ett år sedan). Samtidigt har räntorna fallit under samma period (även efter de senaste veckornas ränterekyl), vilket betyder att riskpremien som investerare får för att investera i svenska aktier har ökat med mer än en procentenhet från bottenivåerna för drygt ett år sedan.

Den senaste tidens stabilisering av vinstprognoserna, efter de påtagliga nedrevideringarna mellan 2011 och hösten 2014, ger kredibilitet åt vår prognos om 16 procents vinsttillväxt i Sverige i år samt 13 procent i Norden totalt trots negativ vinsttillväxt i Norge (-3 procent i norska kronor). I Danmark och Finland räknar vi med en vinsttillväxt på 16 respektive 17 procent i euro (och DKK som är bunden till EUR).

Vi menar att en förbättrad vinsttillväxt ger de senaste årens kraftiga börsuppgång en mer solid grund att stå på än enbart lägre avkastningskrav drivet av penningpolitiska stimulanser, vilket tidigare var fallet.

Rekyll skapar köptillfälle

Efter ett halvår med oavbruten uppgång har börserna i

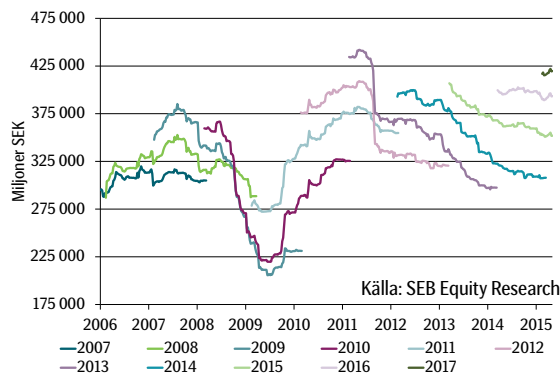
Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn inlett maj med en kraftig rekyll. Nedgången kan förklaras av tre samverkande faktorer: vinsthemtagningar efter en betydande uppgång, en rekyll för dollarn efter det senaste årets kraftiga förstärkning och en signifikant uppgång för den riskfria räntan i hela Europa. Vi ser nedgången som en tillfällig rekyll, vilket har skapat bra köptillfällen och räknar med högre kurser vid årets slut.

Vinsthemtagningsdriva rekyler är en naturlig del av börs-cykeln och ju längre de dröjer, desto mer kraftfulla riskerar de att bli, eftersom mängden vinster blir allt större och vissa investerare därmed finner det psykologiskt lättare att acceptera att sälja på kursnivåer allt längre ned från toppnoteringarna. SEB bedömer dessutom att rekylen i dollar och långräntor endast är temporär.

Vinsttillväxt och rapportperiod

Rapportperioden för första kvartalet kan nu summeras. Vi kan därmed konstatera att vinstprognoserna håller och att vinsttillväxten accelererar från 9 procent ifjol till 16 procent i år, räknat i svenska kronor. Vinsterna har överträffat analytikernas prognoser i både Sverige och övriga Norden. Det justerade rörelseresultatet förbättrades med 9 pro-

VÄXANDE VINSTER VÄNTAS - ENLIGT MER STABILA PROGNOSE



Diagrammet visar de aggregerade vinstprognoserna för bolagen på Stockholmsbörsen i MSEK för respektive år sedan 2006. Under 2011-2014 medförde upprepade besvikelser till kontinuerligt nedreviderade vinstprognoser. Sedan slutet av 2014 har prognoserna stabiliserats och analytikerna har skruvat upp vinstprognoserna för 2016, om än marginellt.

cent mot föregående år i Sverige och med hela 17 procent i Norden om vi exkluderar Statoil. Rapportperioden har inte föranlett analytikerna att göra några nämnvärda prognosjusteringar i Sverige, medan prognoserna för Norden som helhet har justerats ned för 2015, men lämnats i princip oförändrade för 2016.

Andelen positiva rapportövertaskningar överstiger de negativa signifikant; för varje besvikelse var 1,5 rapporter bättre än väntat. Att de aggregerade vinstprognoserna för 2015 trots detta har justerats ned beror på stora besvikelser i tre bolag. Vinstprognoserna har justerats upp i 7 av 10 sektorer medan en har lämnats oförändrad (verkstad) och två har justerats ned (telekom och shipping).

Tittar vi i ett något längre perspektiv, hittills under innevarande år, noterar vi små uppjusteringar av vinstprognoserna i Danmark och Finland (0,3-2,1 procent) och små nedjusteringar i Sverige (1-2 procent) men nedrevideringar på mer än 20 procent i Norge till följd av oljeprisfallet. Eftersom oljepriset återhämtat en stor del av vinterns ras under de senaste månaderna bör dock förutsättningarna för en stabilisering även i Norge vara goda. Vi betraktar stabiliseringen av vinstprognoserna som positiv för aktiemarknaden, då de senaste årens återkommande nedrevideringar medförde att aktievärderingarna vid upprepade tillfällen visade sig vara högre än tidigare beräknat. Mer pålitliga prognoser bör, allt annat lika, medföra en lägre riskpremie.

Normaliserad riskpremie

Vi ser inget onaturligt i de senaste årens lägre avkastningskrav på börsen. Tvärtom är det helt rimligt att lägre räntor

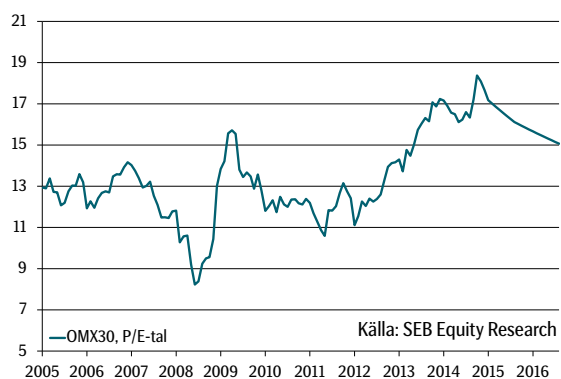
medför nedjusterade avkastningskrav även på aktier. Dels som en direkt effekt av att den riskfria räntan justeras ned, men därtill kan det vara rimligt att riskpremien också justeras ned i någon mån när den riskfria räntan kommer ned. Om en riskpremie på 5 procent var motiverad när den riskfria räntan också uppgick till 5 procent så borde någon form av reduktion även vara motiverad på riskpremien när den riskfria räntan nu understiger 1 procent. Att idag begära mer än sex gånger så hög avkastning på aktier som statsobligationer när en dubbelt så hög avkastning ansågs acceptabel för ett par år sedan framstår som märkligt.

Kombinationen av högre vinster och den senaste tidens börsrekl har dock pressat ned P/E-talet igen. Vi konstaterar att riskpremien nu är tillbaka på snittnivån för de senaste tio åren. Med andra ord har börspositiva faktorer under det senaste året, som lanseringen av ECB:s kvantitativa stimulanser, inte medfört lägre riskpremier.

Lönsam tillväxt kan ge skydd mot höga värderingar

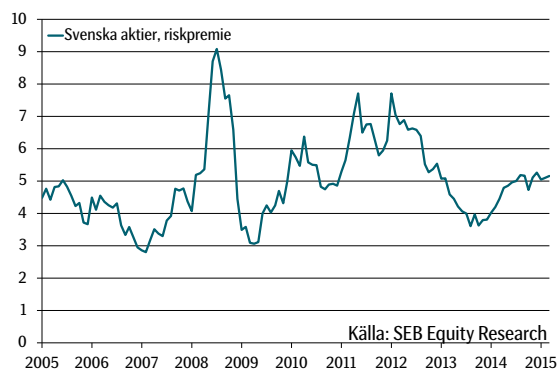
Trots att riskpremien på aktier inte på något vis är extrem idag, vi skulle till och med betrakta en viss nedjustering från rådande nivå som rimlig, är avkastningskraven totalt sett låga och P/E-talet är högt i ett tioårsperspektiv. Detta är en direkt följd av de låga räntorna och därmed följande nedjustering av den riskfria räntekomponenten i beräkningen av avkastningskravet även på aktier. Ett sätt som investerare kan skydda sig mot en befarad nedgång i P/E-talen igen inom 3-10 år är att investera i bolag vars vinsttillväxt kan förväntas vara god och där återställningen av P/E-talet till historiskt mer normala nivåer kan ske genom högre vinster (E) istället för lägre pris (P). Strategin

VÄRDERINGARNA HAR KOMMIT NED



Diagrammet visar P/E-talet för Stockholmsbörsen baserat på prognoserna för de närmaste 12 månaderna (idag kvartal två 2015 till och med kvartal ett 2016). Efter mer än två år med en helt och hållet värderingsdriven börsuppgång (hösten 2011 till våren 2014) kan det senaste årets börsuppgång framför allt förklaras av stigande vinster.

RISKPREMIEN TILLBACA PÅ SNITTNIVÅN DE SENASTE 10 ÅREN



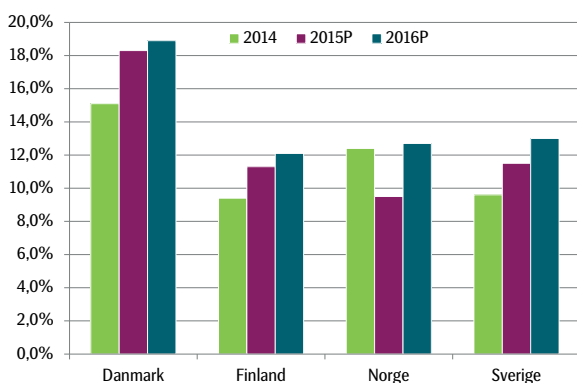
Diagrammet visar den implicita riskpremien på svenska aktier (skillnaden mellan "vinsträntan" baserat på prognostiserade vinster för den närmaste 12-månadersperioden och den riskfria räntan på 10-åriga svenska statsobligationer). Börsuppgången 2012, 2013 och inledningen av 2014 drevs av lägre avkastningskrav, vilket till stor del berodde på en nedjustering av riskpremien på aktier. Bättre vinsttillväxt och den senaste tidens börsrekl har lyft riskpremien tillbaka till snittnivån för de senaste tio åren, trots en rekl uppåt i den riskfria räntan på senare tid.

framstår som extra attraktiv då vi kan konstatera att flera av de historiskt mest pålitliga tillväxtmaskinerna i Norden idag värderas med betydligt lägre premie mot börssnittet än historiskt normalt.

Den ideala kombinationen är givetvis bolag som både kan förväntas växa och samtidigt skifta ut kapital till aktieägarna (via utdelningar/inlösen eller återköp). Ett användbart nyckeltal för att bedöma ett bolags förmåga att generera utdelningsbara kassaflöden och samtidigt växa är räntabiliteten på sysselsatt kapital. En hög räntabilitet medför att de vinster som behöver återinvesteras i verksamheten för att bolaget ska ta tillvara på de tillväxtpotentialer som erbjuds begränsas. Därmed frigörs kapital som istället kan skiftas ut till aktieägarna.

Vi menar, i linje med ovanstående men i andra änden av skalan, att investerare idag bör vara vaksamma på vilka möjligheter bolagen har att skifta ut kapital långsiktigt – inte bara vad de faktiskt skiftar ut för närvarande. Vi noterar att vissa företag återigen lånar för utdelningar och/eller återköp, vilket kan ge smickrande direktavkastning eller direkt stöd åt aktierna, men detta skapar inte värde åt aktieägarna, det är endast en förflyttning av värde från ett konto till ett annat. Samtidigt bygger andra bolag kassor som i framtiden kommer att skiftas ut.

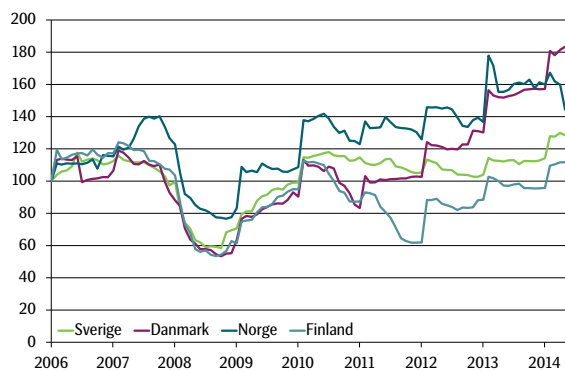
GOD LÖNSAMHET MÖJLIGGÖR UTDELNINGAR OCH TILLVÄXT



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar räntabiliteten på sysselsatt kapital för börsbolagen i Norden 2014-2016, baserat på våra prognoser, uppdelat per land. Ju högre lönsamhet bolagen har, desto mindre kapital krävs för att fånga de tillväxtpotentialer som finns tillgängliga. Därmed kan aktieägarna plocka ut en större del av vinsterna i utdelningar utan att tillväxten hämmas.

INDEXERAD VINSTUTVECKLING PER LAND



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar konsensusvinstprognosen för det närmast förestående året för de största börsbolagen på börserna i Sverige, Norge, Danmark och Finland. Vinsterna är indexerade till 100 för år 2006 och avser lokal valuta för respektive land. Sverige representeras av de 30 största börsbolagen (OMXS30), Finland av de 25 största börsbolagen (OMXH25), Danmark av de 20 största (OMXC20) och Norge av de 25 största (OBX).

Olika branschmässig sammansättning bidrar till att de nordiska ländernas börser kompletterar varandra väl. Det tunga inslaget av oljerelaterade industrier på Oslo-börsen resulterade i en väsentligt bättre vinstutveckling i Norge till och med 2011 men sämre nu på senare tid. Danmark utklassar övriga länder över perioden som helhet och efter omstöpningsen av Nokia har intjänningen förbättrats markant för de finska bolagen.



Ränteinvesteringar

Räntejägarna ställer siktet mot High Yield och EMD

För några år sedan hade flertalet ränteplaceringar attraktiva förutsättningar i form av höga effektivräntor och utrymme för fallande räntor, vilket gav kursvinster på obligationer. Men i takt med att centralbanker har börjat ägna sig åt ny stimulanspolitik och inflationsoro har ersatts av deflationsoro, har obligationsräntorna fallit och antalet lockande ränteplaceringar glesnat. I Europa har vissa statsobligationer till och med negativa räntor. Det ger placerare en garanterad förlust om de behåller obligationerna till förfall. De som nu jagar en hyggligt positiv ränta får söka sig till företagsobligationer inom High Yield och Emerging Markets-obligationer (EMD).

- Statsobligationer minst lockande.
- Investment Grade-företagsobligationer klart mindre attraktiva än High Yield.
- Osäkrare utsikter för Emerging Markets Debt.

Statsobligationer (ej Emerging Markets)

Kring månadskiftet april/maj inledde statsobligationsräntorna i framför allt Europa en rejäl uppgång. Ränteuppgången följde på något bättre europeiska makrodata och minskad oro för deflation. En generellt fortsatt expansiv penningpolitik i världen talar dock för att ränterekylen uppåt i statsobligationsmarknaden kommer att tappa kraft och snart följas av något sjunkande statsobligationsräntor igen. Det gäller särskilt i de länder och regioner där penningpolitiken blir ännu mer stimulerande framöver. Det innebär låga räntor främst i eurozonen och Japan, men även i Sverige och Norge, där bägge centralbankerna väntas sänka styrräntorna inom kort.

ECB bäddar för låga statsobligationsräntor under 2015

Inte minst den Europeiska Centralbankens (ECB) stora obligationsköpprogram som ska pågå till september 2016, ihop med en styrränta som länge kommer att ligga kvar nära noll, talar för låga europeiska statsobligationsräntor under 2015. ECB:s köp av tyska statsobligationer kan överstiga 200 miljarder euro fram till nästa höst. Samtidigt väntas nettoemissionerna av sådana obligationer bara bli i storleksordningen 5-10 miljarder euro. Därför kan ECB tvingas ändra i programmet, genom att justera ländervikterna för statsobligationsköpen och/eller inkludera exempelvis företagsobligationer i sina stödköp.

Gradvis stigande statsobligationsräntor under 2016

Under 2016 finns argument för att statsobligationsräntorna på båda sidor av Atlanten gradvis kommer att bli högre. Deflationsoron borde då ha stillats av stigande konsumentpriser. Samtidigt stramas penningpolitiken i USA och Storbritannien stegvis åt, ECB avrundar sitt stora köpprogram, och i Norden spås såväl den svenska Riksbanken som Norges Bank att börja höja sina styrräntor under det andra halvåret.

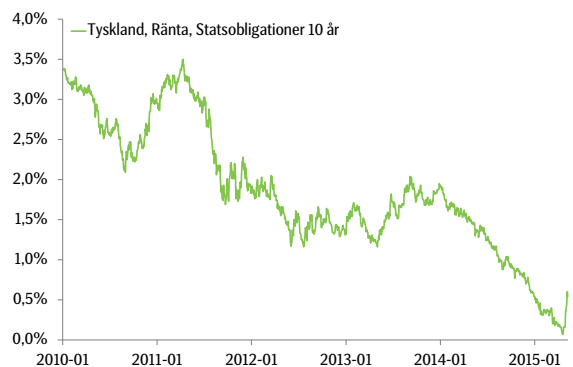
Företagsobligationer – Investment Grade

Mot slutet av finans- och konjunkturkrisen våren 2009 och efter finansdramatiken under det tredje kvartalet 2011 var företagsobligationer klassade Investment Grade (IG) mycket attraktiva. Skälet var att dessa erbjöd 4-5 procentenheter högre effektivräntor än motsvarande statsobligationer. Därefter har attraktiviteten avtagit i takt med att ränteskillnaden krympt, för att idag vara den minsta sedan 2008 (ca 0,75 procentenheter i Europa).

Mindre lockande ränteskillnad

Det som framöver ändå i viss utsträckning talar till IG:s fördel är ECB:s stimulanspolitik och förbättrad företagshälsa i både Europa och USA i takt med konjunkturuppgången. Till bilden hör även att ränteskillnaderna mot statsobligationer endast var 0,25-0,50 procentenheter före krisen 2008-2009. Jämfört med företagsobligationer klassade High Yield är IG ändå klart mindre lockande.

EXTREMA RÖRELSER FÖR TYSKA STATSobligationsRÄNTAN



Källa: Macrobond

Den mångåriga fallande trenden för 10-åriga statsobligationsräntan i Tyskland förstärktes under 2014 och början av 2015. Orsakerna var svagare konjunktur ihop med ökad oro för deflation samt ECB:s upptrappade stimulansåtgärder. Mot slutet av april kom sedan ett markerat räntelyft i spåren av lite bättre konjunktur och minskad deflationsoro.

Företagsobligationer – High Yield

Företagsobligationer High Yield (HY) erbjuder visserligen mindre utrymme för värdestegring nu jämfört med till exempel 2011, men tack vare rådande ränteskillnader mot statsobligationer på cirka 4,5 procentenheter i USA och runt 4 procentenheter i Europa är High Yield betydligt attraktivare än företagsobligationer IG, även beaktat när vi tar hänsyn till den högre risken i HY.

Oljepriset sätter tydliga spår i amerikansk HY

Ett viktigt skäl till att räntegapen för amerikansk High Yield steg rejält under 2014 var det dramatiska oljeprisfall. Det drabbade företag i energisektorn hårt. Dessa bolag väger avsevärt tyngre i USA:s HY-marknad än i Europas. Genom att oljeprisnedgången nu verkar ligga bakom oss och priset på olja bedöms stiga beskedligt det närmaste året, faller denna tidigare tyngande faktor för USA bort.

Fördelaktiga fundamenta

Det fundamentalt viktigaste för High Yield-placeringar är konjunkturen/tillväxten, penningpolitiken/räntorna, företagshälsan, antalet bolagskonkurser, samt alternativa ränteplaceringars attraktivitet. Samtliga dessa faktorer talar till fördel för HY. Konjunkturen stärks gradvis 2015-2016, global penningpolitik förblir mycket stimulerande, företagshälsan är generellt god att döma av den senaste rapportssäsongen, antalet kredithändelser/konkurser spås öka beskedligt och vara kvar under historiskt snitt. Övriga alternativ i räntevärlden (förutom EMD) erbjuder avsevärt lägre effektivräntor än HY, som alltså gynnas när ränteplaceringarna jagar ränta (yield).

Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)

Förutom i Latinamerika har räntorna på tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Markets Debt, EMD) sjunkit avsevärt sedan förra sommaren med stigande obligationskurser som följd. Det har gynnat EMD-placerare. Riktas räntejaktkikaren framåt förefaller förutsättningarna sämre.

Nära räntebotten

Av allt att döma är botten nära eller nådd för obligationsräntorna i EM. När Federal Reserve troligen börjar höja styrräntan i höst ökar trycket på högre räntor i inte minst Latinamerika och Afrika, men även i någon mån i Östeuropa och Asien. I Östeuropa bidrar ECB:s stimulanspolitik till att räntetrycket blir begränsat, och i Asien är den kinesiska penningpolitiken på väg att ta över den roll som Feds politik tidigare spelat. Utsikterna till sänkta styrräntor i Kina gör att risken för tydligt stigande räntor i EM-Asien som helhet är liten.

För EMD-placerare bosatta i Europa och USA är naturligtvis valutaperspektiven väldigt viktiga. Risken för att EM-valutor faller i värde ter sig störst i delar av Latinamerika - Mexiko undantaget - och minst i Asien, medan utsikterna är mer blandade i Östeuropa och Afrika (läs mer i valutavsnittet på sidan 18).

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

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

Källa: SEB



Alternativa investeringar

Upp till bevis efter stark inledning av året

2014 kom att bli ett utmanande år för hedgefonder generellt. Globala ekonomiska händelser tillsammans med turbulenta marknader gjorde tillvaron svårhanterlig för flertalet förvaltare och avkastningarna nådde inte upp till de nivåer som levererats tidigare år. Med detta i färskt minne är förvaltarkollektivet sannolikt inställda på att bevisa för investerare att fjolårets besvikelse var en tillfällighet, och att hedgefonder fortfarande har förmågan att leverera stabil avkastning över tid. Att korrelationen med andra tillgångslag är låg gör också att hedgefonder kan tillföra goda portföljegenskaper.

- Revanschlusta bland hedgefonder efter problematiskt 2014.
- En stark inledning på året testas av den senaste tidens trendbrott.
- Kraftigt stigande oljelager till följd av rådande utbudsöverskott.
- Oljemarknaden väntas vara i balans först 2016.

Hedgefonder – Upp till bevis efter stark inledning av året

Att döma av inledningen på 2015 tycks revanschlustan bland hedgefondförvaltarna ha gett viss effekt. Under årets första fyra månader är HFRX Global Hedge Fund Index upp cirka 2 procent i SEK. Detta trots att turbulensen i slutet av april innebar en nedgång med en procent. Årets till stor del stabila uppgång på aktiemarknaderna tillsammans med amerikansk dollarstyrka och fallande obligationsräntor är ingredienser som har gynnat flera strategier. Förväntningar om åtstramande penningpolitik i USA tillsammans med centralbanksstimulanser i resten av världen visade sig vara ett vinnande koncept för många strategier. Den trendföljande strategin Macro/CTA, som med en stark avslutning av 2014 blev fjolårets vinnare, har fortsatt att leverera imponerande avkastning under inledningen av 2015. HFRX Macro/CTA Index noterade fram till mitten av mars en uppgång om knappt 5 procent sedan årsskiftet.

Det gör ont när knoppar brister, och när trender bryts. De senaste veckornas reky nedåt på aktiemarknaden, försvagningen av den USA-dollar samt stigande långa obligationsräntor har inneburit vissa utmaningar för flera strategier. Störst har utmaningen varit för ovan nämnda trendföljande strategi, Macro/CTA, som i stort sett har förlorat hela årets uppgång enligt HFRX Macro/CTA Index. Även strategin Equity Long/Short har upplevt viss nedgång i samband med oroligheterna på aktiemarknaderna. Strategin är trots detta upp 3 procent sedan årets början.

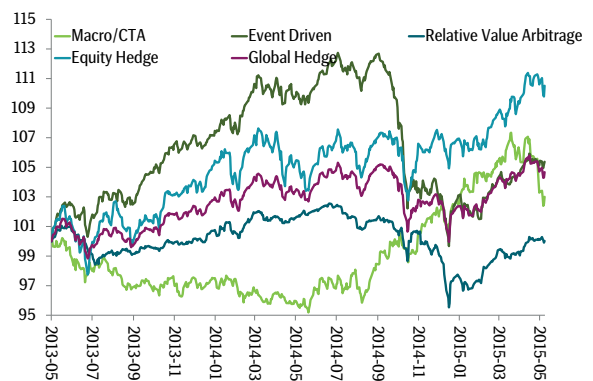
Equity Long/Short

Efter ett besvärligt 2014 för dessa förvaltare ter sig tillvaron nu något ljusare. Aktiemarknadens imponerande styrka under första kvartalet är naturligtvis en bidragande orsak, men även det faktum att variationen avseende utvecklingen mellan enskilda aktier har ökat stärker förutsättningarna att generera avkastning. Införandet av kvantitativa lättnader från Europeiska Centralbanken har inneburit ett indirekt stöd för strategin i allmänhet och för europeiska förvaltare i synnerhet. Förvaltare med "long bias", positiv nettoexponering, har gynnats av positiva aktiemarknader under det första kvartalet. Skulle tveksamheter kring aktiemarknadens fortsatta styrka uppstå kan förvaltare med möjlighet att snabbt ändra sin nettoexponering vara att föredra.

Relative Value

Trots tuffa förutsättningar via den extremt lätta penningpolitiken som bedrivs runtom i världen har flertalet förvaltare inom denna kategori lyckats någorlunda väl under inledningen av året. HFRX Relative Value Arbitrage Index är upp knappt 3 procent under årets första fyra månader. Strategin har även uppvisat en stabil avkastningskurva under året med motståndskraft mot

APRILS TRENDBROTT SÄTTER FÖRVALTARNA PÅ PROV



Källa: Bloomberg

Med förväntningar om höjd styrränta i USA och fortsatt expansiv penningpolitik i övriga delar av världen bjöd första kvartalet på goda förutsättningar för hedgefonder. Senaste tidens trendbrott inom USD, räntor och aktier har dock satt press.

nedgångar i perioder där övriga strategier haft svårigheter. Den minskade samvariationen mellan enskilda värdepapper har bidragit till att kompensera för historiskt snäva kreditspreadar.

Event Driven

Det fjärde kvartalet 2014 kom att bli ett förlorat kvartal för strategin Event Driven, till stor del drivet av den ökade volatiliteten som följde i spåren av geopolitisk oro och ett antal vägledande företagsaffärer som avbröts. Inledningen av 2015 ser dock lovande ut och förutsättningarna för fortsatt styrka finns.

I USA fortsätter bolagen att genomföra omstruktureringar och kostnadsbesparingar i syfte att öka effektiviteten, något som tillsammans med ett fortsatt stort inslag av aktiva ägare driver marknaden för företagsaffärer. Europa gynnas av en svag valuta i tider när affärer över landsgränser blir allt vanligare. Inom Europas gränser bidrar låga finansieringskostnader och fortsatt press på ledningar att skapa aktieägarvärde i en värld med låg tillväxt till att ge strategin bra förutsättningar.

Macro/CTA

Efter att ha inlett året i samma starka anda som föregående år avslutades har Macro/CTA mött visst motstånd under de senaste veckorna. Marknadsförutsättningarna ändrades påtagligt i samband med att räntor, valutor och europeisk aktiemarknad bröt de tydliga trender som har setts tidigare under året. Mer kortsiktiga förvaltare har lyckats hantera turbulensen bättre än de långsiktiga, detta då denna kategori snabbare kan ställa om sin allokering och riktningen på sina positioner. Långsiktiga förvaltare har förvisso minskat risken men riktningen med långa positioner i USD, aktier och räntor är i de flesta fall densamma.

Råvaror – Högre oljepris men fortsatt marknadsobalans

Efter att oljepriset (Brent) rekylerat upp från bottennoteringarna runt 47 dollar per fat i januari låg det på drygt 60 dollar per fat vid senaste utgåvan av Investment Outlook (mars 2015). Vi räknade med ett pris runt det då aktuella under det första halvåret, men påtalade att risken för kortsiktiga prisfall var överhängande. Ytterligare prisfall har uteblivit och i skrivande stund ligger oljepriset på drygt 65 dollar per fat.

Vår tidigare prognos var en marknad i balans under andra halvåret i år, men nu räknar vi med utbudsöverskott under hela 2015, även om överskottet är krympande. En avsiktlig produktionsminskning från OPEC eller en utbudsstörning skulle potentiellt förändra den bilden. Under mars producerade OPEC 31 miljoner fat olja per dag varav Saudiarabien stod för cirka 10,3 miljoner. Det är siffror nära rekordnivåer. En minskad OPEC-produktion med efterföljande prisökning skulle troligen leda till ökad produktion av skifferolja i USA och därmed förnyad prispress. OPEC skulle då landa i en situation med lägre produktion, men utan nämnvärt högre oljepris, vilket gör scenariot relativt osan-

nolikt. Världens två största oljeimportörer, USA och Kina, har tagit hand om majoriteten av utbudsöverskottet, vilket lett till nya rekordnoteringar för oljelagren i USA under 20 veckor i rad (en ökning med nästan 1 miljon fat per dag).

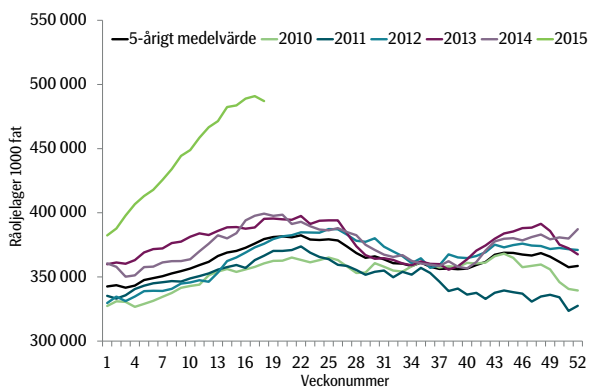
Utbudsöverskottet i oljemarknaden har minskat något. Efterfrågan har stärkts och utbudstillväxten utanför OPEC har börjat avta. I USA har efterfrågan stigit något i år, främst drivet av ökad efterfrågan på bensin. Både genomsnittlig reslängd med bil och nybilsförsäljningen har ökat. Vidare har kinesisk oljeimport ökat med 8 procent i år.

Oljeprisfallet har lett till att antalet riggare i bruk på land i USA nu minskar, produktiviteten har samtidigt ökat, men på sista raden minskar. Oljeutbudet i landet framöver. Produktionen i USA har varit motståndskraftig mot prisnedgången, men de siffror som nu rapporteras (med två månaders eftersläpning) tyder på att januariproduktionen föll något.

Under 2016 bedömer vi att den globala oljemarknaden kommer nå balans mellan efterfrågan och utbud, men att utvecklingen kring Iran har potential att förändra bilden. Sannolikheten att en överenskommelse rörande Irans kärnkraft blir av, och därmed landets möjlighet att exportera olja, har ökat den senaste tiden. Även om det är långt kvar kan överenskommelsen, om den blir av, öka landets export med upp till 1 miljon fat per dag under 2016.

Vår prognos är likt tidigare ett oljepris runt 60-65 dollar per fat de närmaste kvartalen och nära 70 dollar mot årets slut för att sedan ligga kvar runt den nivån de närmaste åren.

ALLT STÖRRE OLJELAGER I USA



Källa: Bloomberg

Som framgår i grafen ovan har amerikanska råolja-lager stigit kraftigt vecka för vecka. Jämfört med utvecklingen de senaste 5 åren avviker aktuell situation dramatiskt.



Valutor

Påverkas och påverkar

I den historiska backspegeln turas ett antal faktorer om att vara viktigast för valutamarknaden, men sedan ett par år tillbaka väger penningpolitikens inriktning klart tyngst. Detta är särskilt tydligt när det gäller rörelserna mellan USA-dollar, den japanska yenen, euron och det engelska pundet. Medan Federal Reserve i USA och Bank of England närmar sig räntehöjningar, utökar Bank of Japan och Europeiska Centralbanken sina penningpolitiska stimulanser, för att elda på tillväxt och inflation i Japan och eurozonen. I Norden har svenska Riksbankens och Norges Banks politik siktet inställt på att hålla valutan svag.

- Uppgången för USD tar ny fart.
- Bank of Japan sänker JPY ytterligare.
- ECB bäddar för en svagare EUR.
- GBP försvagas mot USD, stärks mot EUR.
- CHF sjunker i värde mot både USD och EUR.
- SEK fortsätter falla mot USD, stärks mot EUR.
- NOK slår följe med SEK.
- EM-valutor följer olika vägar mot USD.

USD – Dollarn har tagit en uppgångspaus

Under den senare delen av 2014 och i början av 2015 stärktes USD rejält mot andra världsvalutor. Drivkrafterna var stark amerikansk makrostatistik och förväntningar om att Federal Reserve (Fed) skulle inleda räntehöjningar under våren eller sommaren i år. Därefter har USD tillfälligt försvagats på grund av oväntat svaga konjunkturdata i USA med åtföljande spekulationer i valutamarknaden om att Feds åtstramningar dröjer.

Högre tillväxt och Fed ger USD ny styrka

Givet vår bedömning att svackan i USA:s ekonomi är tillfällig och att Fed inleder sina räntehöjningar i höst är det troligt att USD åter stärks. Till bilden hör även att den Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of Japan (BoJ) parallellt utökar sina penningpolitiska stimulanser.

JPY – Svagare yen en del i Abes strategi

Premiärminister Abes strategi "Abenomics" som lanserades i slutet av 2012 bygger på "tre pilar", som är finans- och penningpolitisk stimulans samt strukturreformer. Politiken syftar till att försvaga yenen (JPY), få japanska löner att stiga snabbare och hålla obligationsräntorna låga. Detta ska i nästa steg leda till att deflationsfaran minskar, så att inflationen kan bli vid 2 procent, och att tillväxten i Japan ökar. Hittills har Abenomics framgångar varit begränsade, men ambitionen att försvaga JPY har i stort nåtts.

Ytterligare stimulanser sänker JPY

Tillväxten har varit en besvikelse, och det är alltjämt långt till inflationsmålet. Det har ökat behovet av mer stimulanser, där Bank of Japan bör stå för merparten. Sådana skulle bidra till att sänka JPY ytterligare, till gagn för tillväxt och inflation.

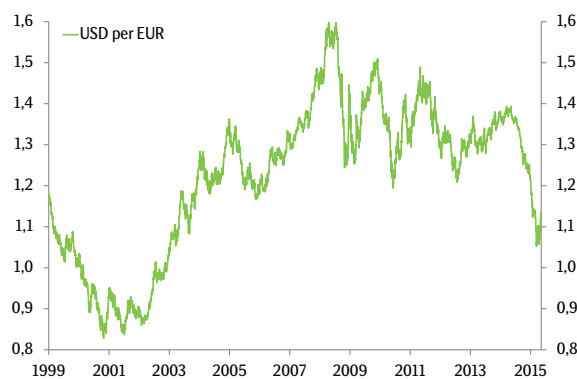
EUR – Eurozonen mår bra av försvagning

Även ECB:s politik syftar till att gynna tillväxten och via en svagare valuta skapa både inflationsförväntningar och inflation. ECB:s upptrappning av obligationsköpprogrammet i början på mars har också fått avsedda effekter i termer av stigande konjunkturindikatorer och ökad tro på inflation framöver. Men för att framgångarna ska bli ihållande behöver euron (EUR) av allt att döma försvagas ytterligare.

ECB:s politik bäddar för valutafall

Eftersom ECB väntas låta styrräntan vara nära noll en längre tid och väntas fortsätta med obligationsköpprogrammet fram till hösten nästa år ligger en försvagning av EUR i valutakorten. Särskilt då tillväxten i eurozonen under de närmaste åren väntas bli mycket lägre än i USA.

DOLLARFÖRSTÄRKNINGEN HAR TAGIT EN TILLFÄLLIG PAUS



Källa: Macrobond

Efter att USD länge hade rört sig i spannet 1,30-1,50 mot EUR bröts mönstret under våren 2014 när USD snabbt stärktes i riktning mot paritet tack vare bättre tillväxt i USA än i eurozonen och olika penningpolitisk kurs för Fed och ECB. Rekylen ned för USD på senare tid bedöms vara tillfällig, givet att USA:s tillväxt snart ökar igen efter svackan inledningsvis 2015.

SEK – Kronan i fokus för Riksbanken

Efter att Riksbanken med eftertryck börjat fokusera på inflationsmålet (2%) har SEK blivit verktyg nummer ett för att höja inflationsförväntningar och inflation. Genom stimulerande penningpolitik, till exempel minusränta, sänkt ränteprognosbana och stora statsobligationsköp, hoppas Riksbanken att kronan ska bli tillräckligt svag för att Sverige ska få betala höjda importpriser och därmed genom handel kunna importera inflation.

SEK faller mot USD, men stiger mot EUR

En fortsatt och långsiktig försvagning av SEK mot USD ligger i våra prognoskort, men mot EUR bedömer vi att kronan stärks på lite sikt. Ett skäl till det är att Riksbanken inte väntas stimulera lika mycket som ECB.

NOK – Kronan slår följe med grannvalutan

Norges Bank (NB) har NOK i kikarsiktet när de penningpolitiska åtgärderna bestäms, och liksom för den svenska Riksbanken är ambitionen nu en svag valuta. Men till skillnad mot i Sverige är inte främsta målet inflation, utan ökad tillväxt och internationell konkurrenskraft. Därför sänks troligen den norska styrräntan inom kort. I samklang med SEK kommer NOK förmodligen att stärkas mot EUR lite längre fram, när NB rundar av sina stimulanser och oljepriset drar sig över 70 USD per fat. USD blir dock gradvis dyrare även för normmännen.

GBP – Pundet tar medelväg

I flera avseenden påminner pundets (GBP) makromiljö om den för USD. I både Storbritannien och USA var tillväxten i fjol ganska hög, vilket inledningsvis i år följdes av tillfälliga svackor. Dessutom tillhör Bank of England (BoE) och Fed tättgruppen när det gäller inledande räntehöjningar. BoE spås dock avvakta till början av 2016 med sin första

höjning, för att därefter trappa upp räntan i långsammare takt än Fed. Det talar för att pundet inte stiger lika mycket som dollarn, men GBP förstärks ändå mot EUR.

CHF – I Nationalbankens grepp

Nationalbanken (NB) i Schweiz har det senaste året kämpat hårt för att schweizerfrancen (CHF) inte ska stiga i värde, bland annat genom negativ ränta på inlåning i centralbanken, vilket har gjort det dyrt för banker och andra finansföretag att ha CHF. För stunden är köptrycket på CHF relativt begränsat, men ECB:s fortsatta stimulanser och den grekiska finansdramatiken kan leda till ett ökat intresse. Vår bedömning är att NB då kommer att sänka räntan ytterligare för att göra francen mindre attraktiv och/eller sälja CHF i valutamarknaden. Grundtipset är att CHF på något års sikt försvagas mot både USD och EUR.

Tillväxtmarknadsvalutor – EM-valutor ska inte dras över samma kam

Under det närmaste året spås valutor i EM-sfären följa olika vägar mot USD. I Asien, där de makroekonomiska och finansiella förutsättningarna är bäst, kan flera valutor stiga i värde, däribland Indiens, Indonesiens och Filippinernas.

I Östeuropa är huvudtendensen fallande valutakurser, dock kan ryska rubeln efter sitt stora fall fortsätta att stärkas om oljepriset rör sig uppåt.

Afrikanska valutor som Nigerias och Kenyas ser ut att bli relativt stabila mot USD, medan Sydafrikas väntas falla.

I Latinamerika ger val osäkra utsikter för brasiliansk real, medan Mexikos valuta har förutsättningar att stärkas betydligt mot USD.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS					VALUTAKURSFÖRÄNDRING %			
	Nu*	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016
EUR/USD	1,11	1,05	1,00	0,95	0,96	-5,7	-10,2	-14,7	-13,8
EUR/SEK	9,30	9,30	9,15	8,95	8,85	0,0	-1,6	-3,7	-4,8
EUR/NOK	8,40	8,65	8,45	8,25	8,10	3,0	0,7	-1,7	-3,5
USD/SEK	8,35	8,86	9,15	9,42	9,22	6,1	10,6	12,9	10,4
USD/NOK	7,54	8,24	8,45	8,68	8,44	9,3	13,0	15,2	12,0
EUR/CHF	1,04	1,05	1,07	1,08	1,10	-0,3	2,6	3,5	5,5
CHF/SEK	8,95	8,86	8,55	8,29	8,05	-0,6	-4,1	-7,0	-9,7
EUR/JPY	134,6	128,1	125,0	123,5	125,8	-4,8	-7,2	-8,3	-6,6
GBP/USD	1,55	1,48	1,46	1,45	1,47	-4,6	-5,9	-6,5	-5,2
GBP/SEK	12,9	13,1	13,4	13,7	13,6	1,2	3,2	5,5	4,6

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Trading Strategy, per den 2015-05-20. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Diskretionär förvaltning

Viss reducering, men fortsatt övervikt mot risk

Inför 2015 gjorde vi bedömningen att konjunkturen och centralbankerna med ECB i spetsen skulle verka som positiva drivkrafter. Det medförde att vi startade året med att vara överexponerade mot risk via en övervikt i aktier och krediter. Detta har fallit väl ut och i takt med marknadernas uppgång har vi i ett par steg reducerat risken på grund av att uppgången sedan oktober föregående år varit stor och därmed signalerat att värderingsfaktorn åtminstone kortsiktigt blivit mindre attraktiv. Dock är vi även efter denna nedjustering av risken fortsatt överviktade mot både aktier och företagskrediter, men i en mindre omfattning än vid årets början.

- Konjunkturen och likviditeten från centralbankerna stöttar.
- Värderingarna ökar behovet av riskspridning.
- Övervikt i aktier och företagskrediter.
- Övervikt i europeiska och asiatiska aktier framför amerikanska.

Delpportfölj – Globala aktier

Senaste årets kraftfulla förstärkning av den amerikanska dollarn gör att europeiska och asiatiska företag får en förbättrad konkurrenssituation på den globala försäljningsmarknaden i förhållande till amerikanska konkurrenter.

Europa och Asien framför USA

Aktiva centralbanker i Europa och Asien stöttar inhemsk efterfrågan, vilket ytterligare förbättrar förutsättningarna för företag verksamma i dessa regioner. Den förväntade uppväxlingen i tillväxttakt gynnar cykliska industrier som har haft det svårt under många år och som tappat mark på börserna mot mer defensiva sektorer. De senare finns i större utsträckning representerade på den amerikanska marknaden än på andra börser världen över. Detta förklarar också varför de amerikanska företagen värderats upp mer än företag i andra delar av världen. Självklart beror det också på att USA:s ekonomi har varit och är mer robust än övriga delar av världen.

En bredare världskonjunktur med tydliga förbättringar i Asien och Europa i kombination med fördelaktigare värdering gör att vi valt att övervikta dessa regioner på bekostnad av den amerikanska exponeringen. Vi håller oss fortsatt lite avvaktande till tillväxtregionerna på grund av råvaruberoendet och känsligheten för stigande amerikanska räntor. Inom tillväxtmarknader är vi mest positiva till Asien.

Delpportfölj – Svenska aktier

Den svenska portföljdel har gått bättre än börserna totalt hittills i år. Framst tack vare budbolag och exponering mot verkstadssektorn.

Försiktig inställning till banksektorn

Den positiva starten på året för den svenska aktiedelen berodde framför allt på portföljens innehav i Axis när japanska Canon la bud på bolaget i februari. Men även en stor exponering mot verkstadssektorn, som gynnas kraftigt av dollaruppgången, har bidragit positivt. Dessutom har portföljen tjänat på att inte ha så stor andel i banksektorn. Sedan i vintras har vi har intagit en mer negativ syn på bankerna på grund av de allt lägre räntorna, som medför att det kommer att bli allt mer utmanande för dem att hålla upp räntenettet de närmaste åren. Vi anser därför att uppsidan hos bankerna blivit begränsad.

Bland de negativa bidragen i år märks framför allt Nokia, som släppte en mycket svag rapport för första kvartalet där framför allt nätverksdelen missade förväntningarna rejält. Även Elekta sticker ut negativt, då bolaget dragits med leveransföreningar, vilka eskalerat och nyligen ledde till en vinstvarning från bolaget. Som helhet har dock portföljen klarat sig relativt bra i ett aktieklimat som präglats av stora kursrörelser.

Delpportfölj – Räntebärande investeringar

Globala räntemarknaderna präglades 2014 av fallande statsobligationsräntor och inledningen av 2015 visade inga tecken på förändringar. I februari skrev den svenska Riksbanken in sig i historieböckerna efter att ha infört negativ styrränta i Sverige, något som aldrig tidigare inträffat.

Kortare duration att föredra

I denna lågräntevärld har vi valt att hålla ner durationen i portföljen då vi bedömer att förhållandet mellan risk och avkastning i termer av ränterisk börjar se något ansträngt ut.

I syfte att skapa avkastning har vi istället valt att hålla kreditrisk i form av en diversifierad exponering mot High Yield. Inom detta segment har vi valt att övervikta USA mot Europa då vi anser att den lägre kreditkvaliteten i amerikansk High Yield mer än väl kompenseras av bättre avkastning och goda ekonomiska förutsättningar. I syfte att ta ned ränterisken inom High Yield-segmentet har vi investerat delar av kapitalet specifikt mot kort duration.

Med fortsatta stimulanser i Europa och förväntningar om en första höjning av styrräntan i USA under hösten är vår strategi att även fortsättningsvis hålla nere durationen i en balanserad portfölj mellan Investment Grade och High Yield.

Delportfölj – Alternativa investeringar

Föregående år blev problematiskt för hedgefonder som uppvisade kraftiga variationer såväl mellan som inom de olika strategierna. Inledningen av 2015 har dock bjudit på stabilare marknader med tydligare trender och penningpolitiska färdriktningar, något som avspeglar sig i stabilare avkastningar.

Allokeringen fungerar tillfredsställande

Vår inriktning har varit att allokera vår exponering över ett antal olika strategier som vi bedömer har goda förutsättningar i rådande marknadsläge, för att på så vis undvika onödigt mycket enskild risk kopplad till en specifik strategi. Vi har också försökt att välja underliggande fonder som har en begränsad korrelation till aktiemarknaden och därmed tillför goda egenskaper till totalportföljen. Vår största exponering finns i nuläget mot strategierna Event Driven, Relative Value/Fixed Income och Multi-strategy.

Portföljen har klarat sig väl under de senaste veckornas turbulens då aktier, amerikanska dollar och obligationer simultant reverserade sina trender, vilket får ses som ett kvitto på att portföljen i nuläget uppträder som avsett.

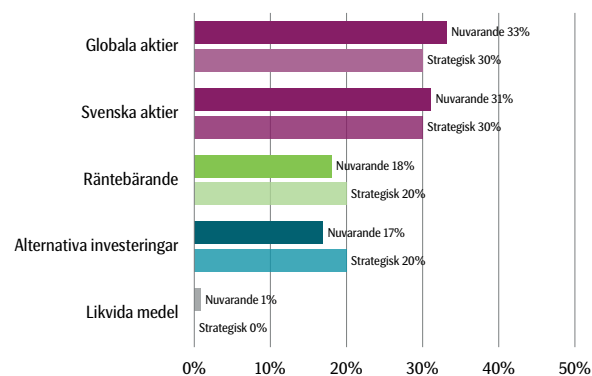
Utblick

Efter den senaste tidens vinsthemtagning som bland annat har omfattat långa räntor, aktier och den amerikanska dollarn är värderingen lite mindre ansträngd. Samtidigt har den globala konjunkturen haltat under inledningen av året. Det gör att den sammanvägda bilden är tämligen oförändrad.

Kraven på tillväxt ökar under andra kvartalet

Vi föredrar fortsatt aktier och företagsobligationer framför statsobligationer. Det innebär att vårt riskutnyttjande förväntas förbli högre än normalläget även under den kommande perioden. Inom globala aktier överviktar vi Europa och Asien på USA:s bekostnad. Inom alternativdelen håller vi medvetet ned korrelationen mot aktiemarknaden för att inte överexponera portföljerna mot konjunktur- och vinstcykeln, då detta skulle skapa alltför stor känslighet om densamma viker ned. Första kvartalets tillväxt var en besvikelse vilket ökar kraven på leverans under andra kvartalet avseende global tillväxt och vinstgenerering.

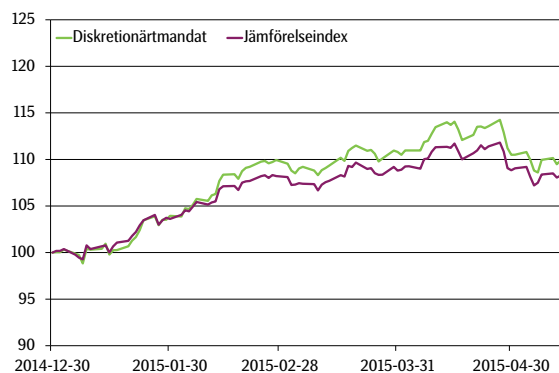
PORTFÖJALLOKERING MODELLPORTFÖJEN



Källa: SEB

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

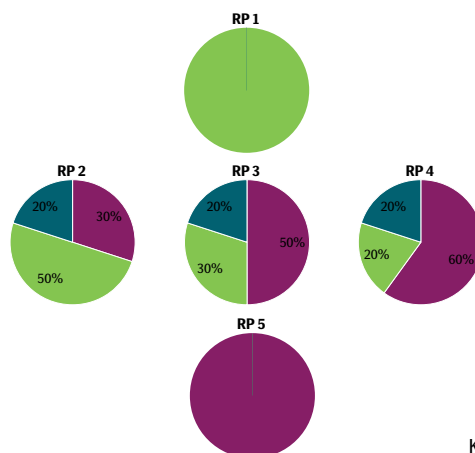
PORTFÖJUTVECKLING



Källa: SEB

Risktillgångar har utvecklats väl under vintern och våren, och vår tydliga övervikt mot aktier och krediter har betalat sig. Portföljen (Enhanced riskprofil 4) har överträffat sitt jämförelseindex med nästan 2 procentenheter sedan årsskiftet.

PORTFÖJVERSIONER



Källa: SEB

Vi erbjuder vår diskretionära förvaltning i fem olika riskprofiler, där de tre i mitten är allokerade mellan aktier (svenska och globala), ränteplasseringar och alternativa investeringar. Med lägst risk finner vi riskprofil 1 (grön paj) med 100% ränteplasseringar, och högst risk har riskprofil 5 (cerise paj) med 100% aktier. Alternativa investeringar är mörkt turkos i diagrammet ovan. Riskprofil 4 är utgångsportföljen i kommunikationen ovan.

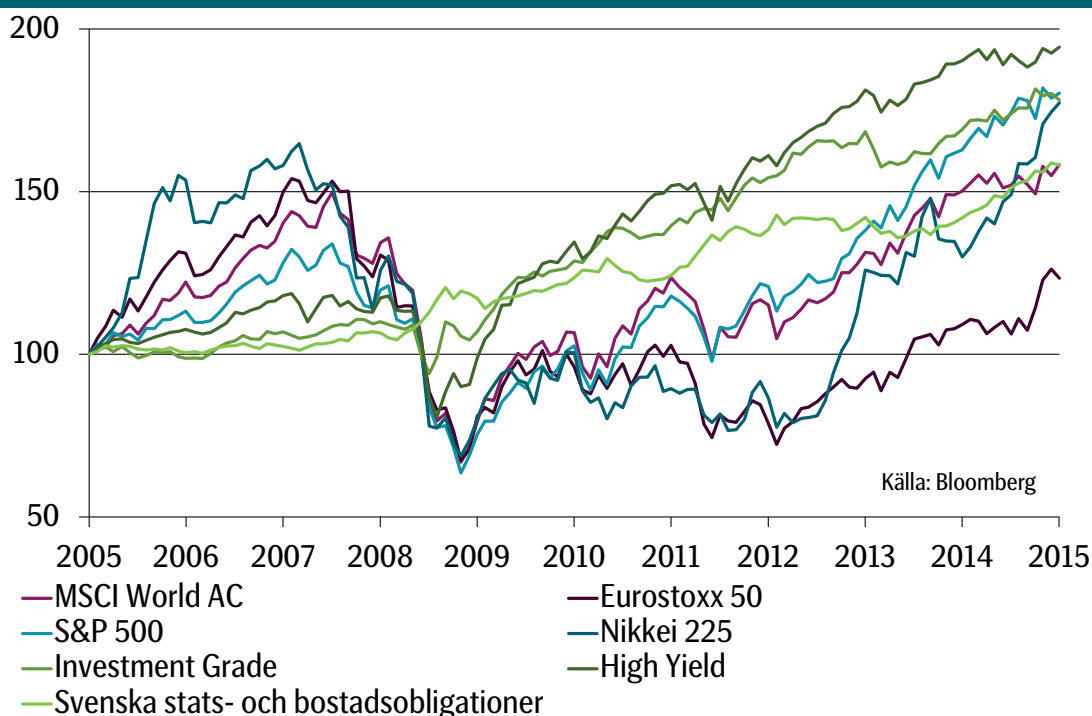
Tema - Värdering

Värderingarna ger ytterligare skäl att sprida riskerna

De senaste årens starka börser och fallande räntor har drivit upp värderingarna. Med anledning av detta analyserar vi den rådande prissättningen på finansmarknaden och avkastningsmöjligheterna framöver. Perioden från finanskrisens utbrott 2007 fram till nu har karaktäriserats av medioker tillväxt och mycket låg inflationstakt. Världens centralbanker har svarat med rekordlåga styrräntor och omfattande stimulanspaket, vilket har resulterat i en återhämtning och stabilisering av den globala ekonomin. Räntenivåer som aldrig tidigare skådats i kombination med enorma likviditetsinjektioner har drivit upp prissättningen på andra finansiella tillgångar och i vissa segment begränsat framtida avkastningsmöjligheter.

- Alla tillgångar har stigit i pris och ingen är billig.
- Delar av statsobligationsmarknaden är det dyraste tillgångsslaget.
- Riskjusterad förväntad avkastning för aktier och företagskrediter är i linje med varandra.
- Prognosen om stigande global tillväxt talar fortsatt för att aktier har den högsta förväntade avkastningen.
- Antaganden om avkastning är tydligt beroende av konjunkturutvecklingen, vilket visar på en av flera risker.

STARK PRISUTVECKLING PÅ BÅDE AKTIE- OCH RÄNTEMARKNADEN DE SENASTE SEX ÅREN



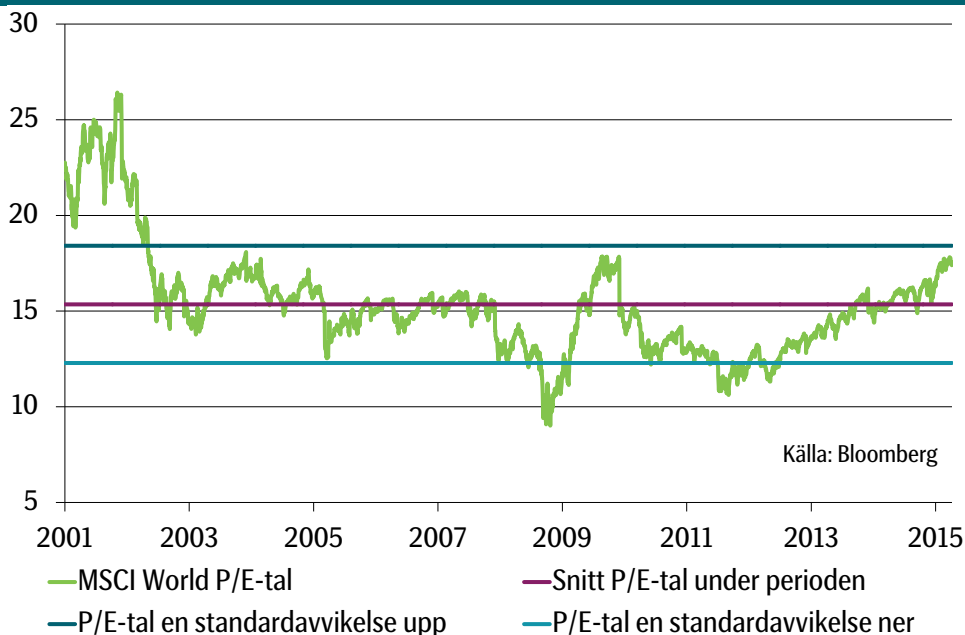
Sjunkande räntor har bidragit till att företagsobligationer inom segmentet High Yield, representerat av det amerikanska indexet IBOXX High Yield Total Return Index har haft den starkaste prisutvecklingen de senaste tio åren. Den europeiska aktiemarknaden, representerad av Eurostoxx 50 Index har under samma period haft den sämsta utvecklingen.

Dyra men inte extrema värderingar på aktiemarknaden

I nedanstående grafer visar vi hur olika aktiemarknader prissätts i förhållande till historien och varandra. Vi har valt att studera prissättningen i relation till de förväntade vinsterna för de kommande 12 månaderna (P/E-tal). Denna

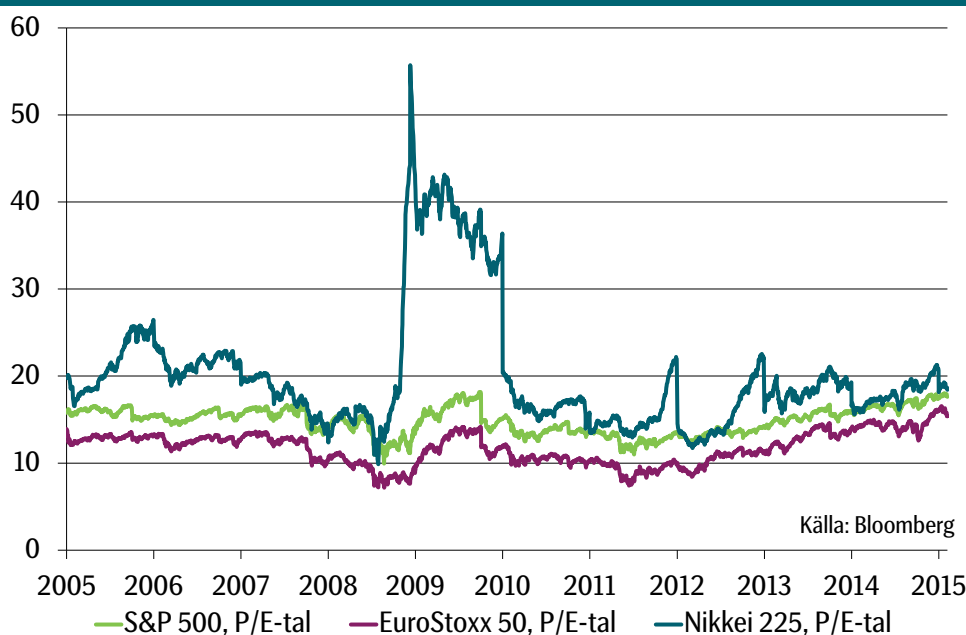
värderingsparameter har svängt mycket genom åren och befinner sig efter starka prisuppgångar för tillfället på höga nivåer relativt sin egen historik. Detta innebär att det i dagens priser ligger ett antagande om att tillväxten och vinsterna kommer att förbättras under de kommande åren.

VÄRDERING PÅ GLOBALA AKTIEMARKNADEN



Den globala aktiemarknaden mätt som MSCI World AC i lokal valuta värderas i dag till drygt 17 gånger nästa års estimerade vinster, att jämföra med det historiska genomsnittet på drygt 15 de senaste 15 åren.

I ABSOLUTA TAL FRAMSTÅR EUROPEISKA AKTIER SOM BILLIGAST



Grafen visar värderingsutvecklingen, mätt som P/E-talet, för Europa (Eurostoxx 50 Index), USA (S&P 500) och Japan (Nikkei 225).

Den amerikanska aktiemarknaden värderas i dag till knappt 18 gånger nästa års förväntade vinster. Detta är cirka 19 procent dyrare än det historiska genomsnittet för de senaste 10 åren. Den europeiska aktiemarknaden värderas idag till drygt 15 gånger nästa års förväntad vinster. Detta är i absoluta tal billigare än den globala aktiemarknaden, men drygt 30 procent högre än det historiska genomsnittet för de senaste 10 åren. Den japanska aktiemarknaden värderas idag till drygt 18 gånger nästa års förväntade vinster. Detta

är i absoluta tal dyrare än den globala aktiemarknaden, men lägre än det historiska genomsnittet de senaste 10 åren. Den japanska aktiemarknaden har varit volatil och under 2009 var värderingen på extrem nivå, vilket drar upp medelvärdet. Sammantaget kan sägas att aktiemarknaden har värderats upp till nivåer som ligger i den övre delen av det historiska spannet. Samtidigt har statsräntemarknadens prissättning nått rekordlåga nivåer.

Europeiska statsobligationer sticker ut som dyrast
Svag tillväxt, lågt inflationstryck och aktiva centralbanker har resulterat i en trend med fallande räntor. Sedan början av 2000-talet har exempelvis den europeiska statsräntan fallit nära 98 procent. Frågan är om den långvariga trenden med sjunkande europeiska och amerikanska statsräntor nu har nått vägs ände.

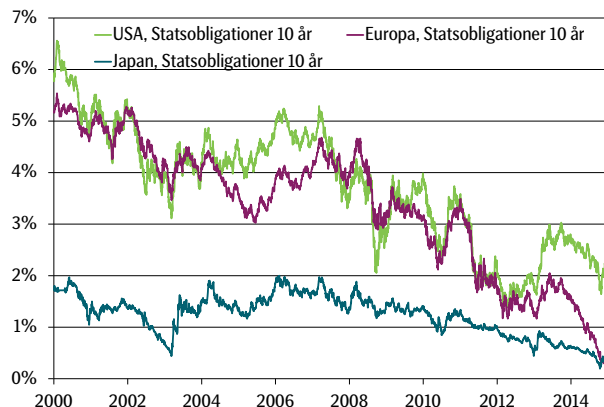
Amerikanska 10-åriga statsobligationer har de senaste 15 åren gått från en ränta på cirka 6 procent till dagens dryga 2 procent. Utvecklingen har drivits av svag tillväxt och låg inflation, vilket har fått centralbanken Federal Reserve att sänka styrräntan och initierat åtskilliga lättnader (så kallad quantitative easing, QE) för att stimulera amerikansk tillväxt och driva upp inflationsförväntningarna.

Europeiska 10-åriga statsobligationer har de senaste 15 åren gått från en ränta på drygt 5 procent till som lägst, 0,075 procent i april i år. Trenden är precis som i USA driven av svag tillväxt och låg inflation, vilket har gett centralbankerna skäl att stimulera ekonomin med sänkta räntor och kvantitativa stimulanser. Räntan i eurozonen kan idag liknas vid den japanska 10-åriga statsobligationsräntan som sedan 90-talet har hållits nere av den japanska centralbanken för att råda bot på dålig tillväxt och deflation. Den japanska centralbanken har precis som den europeiska sedan en tid tillbaka börjat köpa värdepapper i marknaden i syfte att tillföra likviditet och stimulera investeringar. Statsobligationer har aldrig varit dyrare än vad de är nu och detta har skapat ett allt större intresse för olika former av företagsobligationer, som erbjuder en högre absolut ränta, men i normalfallet också till en högre risk.

Ökat risktagande i jakten på avkastning

Den låga förväntade avkastningen eller räntan på statspapper påverkar förutsättningarna för andra tillgångsslag. I grafen nedan jämför vi dagens direktavkastningsnivåer för olika tillgångsslag med nivåerna för 10 år sedan. Vi har även tagit med inflationen i eurozonen och USA för att kunna jämföra den reala direktavkastningen.

LÅNG TID AV SJUNKANDE RÄNTOR I EUROZONEN OCH USA

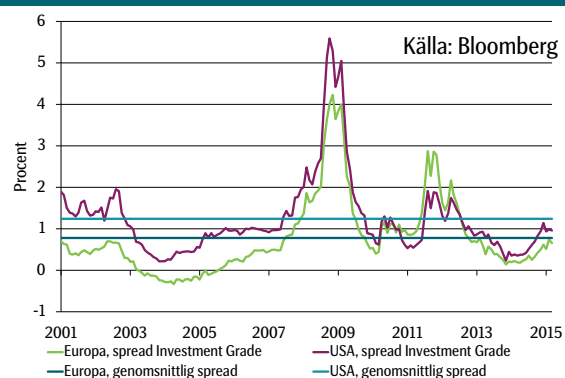


Källa: Bloomberg

Ett sätt att försöka jämföra värderingen på olika tillgångs- slag är att se vilken direktavkastning eller ränta de ger idag jämfört med för 10 år sedan, samt hur de förhåller sig till varandra. Direktavkastningen på både statsobligationer och företagsobligationer har fallit ordenligt de senaste 10 åren, men med hänsyn till dagens låga inflation är den reala avkastningen inte avsevärt sämre. Statsobligationer inom tillväxtmarknader, Emerging Market Debt (EMD) har i stort sett oförändrad ränta jämfört med för 10 år sedan. Länder som Indien, Mexiko och Kina har minskat sin skuldsättning och handlas till attraktiva räntenivåer i jämförelse med många utvecklade länder. Företagsobligationsräntorna har också justerats ned men även här är de reala räntorna mer i linje med historiens.

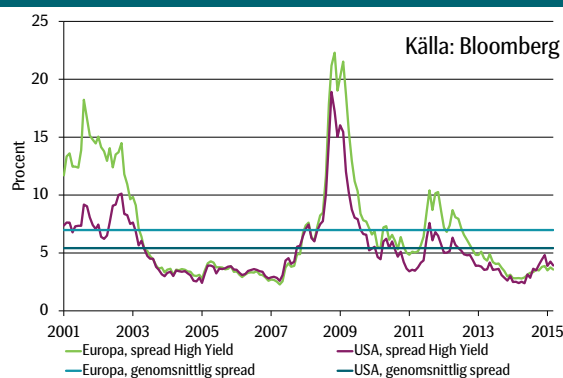
I takt med att räntorna har blivit allt lägre har investerare rört sig allt längre ut på riskskalan i jakten på avkastning. Den nominella direktavkastningen på aktiemarknaderna är till skillnad från ränteplaceringar högre idag än vad den var för 10 år sedan och betydligt mycket högre i reala termer. Givet avsaknaden av avkastning från ränteplaceringar handlas aktier idag som ett räntesubstitut till obligationsplaceringar. En högre real direktavkastning från aktier kan delvis motivera den högre värderingen på många aktiemarknader.

10-ÅRIGA STATSOBLIGATIONER VS INVESTMENT GRADE



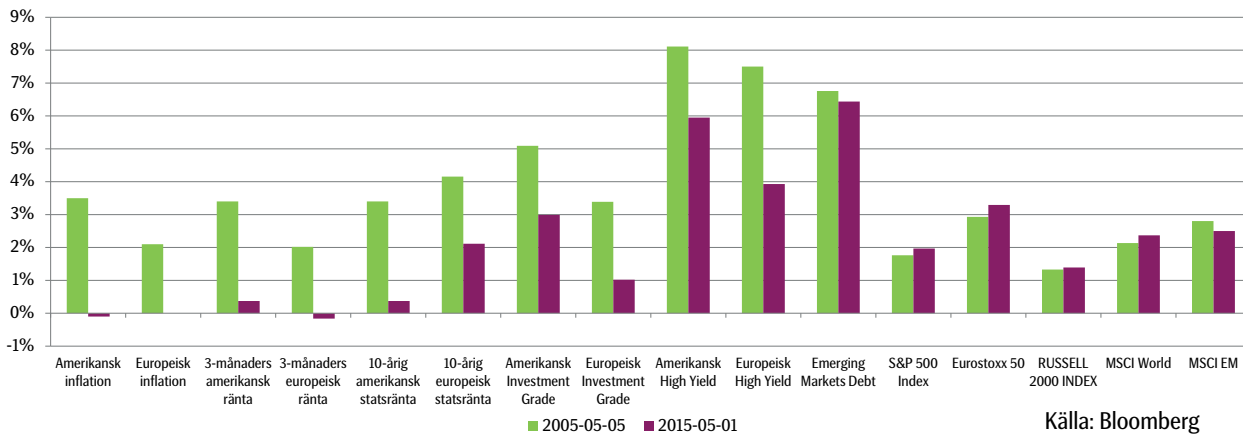
Skillnaden mellan 10-åriga statsobligationsräntor och företagsobligationer inom segmentet Investment Grade (kreditbetyg AAA till BBB-) ligger i linje med det historiska genomsnittet de senaste 15 åren. Extremt låga statsobligationsräntor i framför allt eurozonen gör att ränteskillnaden framstår som stor givet stabiliteten i de underliggande bolagen.

10-ÅRIGA STATSOBLIGATIONER VS HIGH YIELD



Motsvarande ränteskillnader inom High Yield (kreditbetyg lägre än BBB-) indikerar att nivåerna i Europa ligger en bra bit under medelvärdet de senaste 15 åren. De absoluta räntenivåerna ska framför allt ge kompensation för den förväntade andelen konkurser. Konkurserna förväntas enligt Moody's ligga på 2,6 procent under 2015. Detta är fortfarande låga nivåer och sammantaget ger High Yield-obligationer en rimlig räntekompensation i förhållande till statsobligationer.

JÄMFÖRELSE MELLAN DIREKTAVKASTNING FRÅN AKTIER OCH RÄNTEPLACERINGAR



Dags att justera ned avkastningsförväntningarna

Stämmer dagens tillväxt- och inflationsprognoser står vi står sannolikt inför en period av successivt stigande räntor och dagens värderingar pekar snarare på någon form av normalisering än fortsatt multiplexpansion.

TILLGÅNGSSLAG	AVKASTNING (SEK)	RISK (SEK)	RISKJUSTERAD AVKASTNING*
Statsskuldväxlar	0,00 %	1,0 %	-
Statsobligationer	1,00 %	5,0 %	0,20
Företagsobligationer	2,20 %	8,0 %	0,28
Globala aktier	4,70 %	17,0 %	0,27

* Kvoten mellan förväntad avkastning och historisk risk

Källa: SEB

Tabellen visar historisk risk och förväntad årlig avkastning givet våra femårsantaganden. Estimatet inkluderar ett antagande om en lägre framtida värdering, vilket urholkar en del av avkastningspotentialen. Detta gör att estimatet för avkastningen per år de kommande fem åren är lägre än vår prognos för de närmaste 12 månaderna (där vi inte förväntar oss någon förändring i värderingar). Riskjusterat framstår företagsobligationer och globala aktier som likvärdiga.

Aktier alltjämnt bästa tillgångsslaget

En förväntad global tillväxt på omkring 3,5 procent 2015 och närmare 4 procent 2016 ger stöd åt prognoser om stigande bolagsvinster de kommande åren. Samtliga tillgångsslag är idag dyrare än sina historiska genomsnitt under de senaste 10 åren. De låga räntenivåer är sannolikt botten och vi står troligtvis inför en period med långsamt stigande räntor. Lägre förväntad absolut avkastning till oförändrade/högre risker understryker behovet av diversifiering. Detta skapas genom en högre andel globala aktier än vad som normalt gäller. Geografiskt framstår Europa i absoluta tal som en billig marknad i jämförelse med andra, men relativt sitt historiska snitt framstår dock priserna som ganska höga. Givet fortsatta valutakursrörelser med en starkare dollar och centralbanksstimulanser framstår dock vinstökningspotentialen störst i Europa.

Japan sticker ut som relativt billigt och ytterligare stimulanser och en mer investerarvänlig politik är förväntade. Inom segmentet räntebärande ger företagsobligationer en rimlig kompensation i jämförelse med statsobligationer så länge konjunkturutvecklingen är gynnsam. På sikt stigande räntor talar dock för att hålla investeringar med kort löptid.

Sammantaget pekar värderingar i kombination med en positiv konjunktursyn på att aktieexponeringen skall hållas uppe och vi anser att det är lämpligt att övervika Europa och Asien. Inom räntevärlden talar de rekordlåga räntorna till företagsobligationers fördel, men löptiden skall hållas kort. Med högt konjunkturberoende i både aktie- och ränteexponeringen ökar behovet av alternativa investeringar som kan skapa avkastning via andra faktorer. Skulle konjunktur- och ränteprognoserna inte slå in kan det komma att uppstå en situation där statsobligationer i västvärlden återigen blir ett intressant tillgångsslag att äga. Konjunkturberoendet är en uppenbar risk för avkastningsmöjligheterna på kapitalmarknaderna.

Tema - Risker

Börshoten återfinns främst i finansiella vär(l)den

Rådande börsuppgång, "bull market", har nu drygt sex år på nacken. Därför oroas allt fler för att uppgången närmar sig sitt slut. Inventeringen av vad som skulle kunna få börserna att vända ned i en "bear market" visar att situationen i den reala ekonomin inte rymmer några stora hot, utan att

- Viktigt för långsiktiga kapitalförvaltare att skilja på traditionell börscykel och minicykel.
- Perioder med börsuppgång har ofta brutits av stora och oväntade prisrörelser.
- Den reala ekonomin rymmer idag inga stora börshot.
- Accelererande prisuppgångar på finanstillgångar oroar.
- Centralbankers agerande har skapat en bubbla i obligationsmarknaden och ökat risken för en sådan i aktie- och fastighetsmarknaderna.
- Federal Reserves stundande räntehöjningar utgör en orosfaktor.
- Dollarns förstärkning drabbar företag i EM.
- Grekland är en risk, men mindre än tidigare.

LÄNGDEN PÅ TRADITIONELLA börsuppgångar, "bull markets", har varierat betydligt under de senaste 60-70 åren, med en tendens att bli längre under de senaste decennierna. I snitt har perioderna med uppgång varat nästan 5 år, medan nedgångarna, "bear markets", i snitt varat 10-12 månader. Sedan några år tillbaka har börserna i ökad utsträckning också präglats av minicykler, det vill säga kortare kursbakslag på några veckor upp till ett par månader, följda av nya börslyft.

För långsiktiga kapitalförvaltare är det därför av stor vikt att kunna avgöra om ett plötsligt börsfall är inledningen på en traditionell "bear market" - det logiska beslutet är då att minska andelen aktier i portföljen. Det kan också vara inledningen på ett minicykliskt bakslag. Då är det logiskt att "sitta lugnt i båten" och förbereda uppviktning av aktier i portföljen inför en ny snar kursuppgång.

Skälet till att perioder med börsuppgång bryts har ofta varit stora och oväntade prisrörelser i den reala och/eller finansiella ekonomin. Dessa har utlöst händelseförlopp som bäddat för börsfall.

En snabbare prisökningstakt på varor och tjänster i den reala ekonomin - ökad inflation - i spåren av brist på produk-

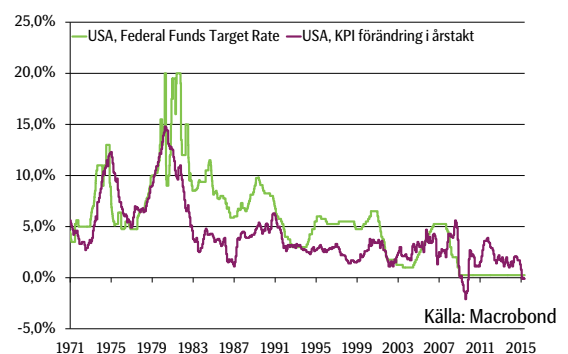
tionskapacitet brukar få centralbanker att höja styrräntor och marknadsräntor att stiga. Det fördröjer konsumtion och investeringar som lånefinansieras, tillväxten drabbas och konjunkturen glider ned i recession. Sannolikt paras detta med en "bear market" på börserna.

Om priser på varor och tjänster istället faller snabbare - tilltagande deflation - leder det till lägre företagsvinster, uppskjuten konsumtion och senarelagda investeringar (då varor och tjänster förväntas bli ännu billigare längre fram), konjunkturen hamnar i recession, och börserna i en "bear market".

Kraftiga prislyft på råvaror som olja drabbar köpkraften och därmed tillväxten i oljeimportländerna, till nackdel för börserna där. Å andra sidan gynnar kraftiga oljeprisfall importländernas tillväxt, men drabbar tillväxt och börser i oljeexportländer och även energisektorer i importländer med egen olje- och gasproduktion. Totalt sett drabbas världstillväxten när oljan blir dyrare, medan den gynnas när oljan blir billigare.

Accelererande prisuppgångar på finansiella tillgångar som aktier, obligationer och fastigheter gör att dessa efter en tid blir dyra med olika mått mätt (se även temat om börsvärdering). I förlängningen kan spekulationsbubblor

INFLATIONEN OCH RÄNTAN PÅ GEMENSAM VANDRING



USA:s historia påvisar ett tydligt samband mellan inflationen och Feds räntepolitik. Hög inflation har bekämpats med kraftfulla räntehöjningar, vilket har bidragit till att ekonomin hamnat i recession under perioder. Efter 1990 har inflationen dämpats, varför Feds räntehöjningar också blivit beskedligare. För närvarande sjunker priserna, och styrräntan ligger sedan länge nära noll.

blåsas upp. Effekterna när dessa brister kan bli dramatiska och geografiskt vitt spridda i ekonomier och finansmarknader, illustrerat av den brustna IT/Telekom-bubblan i början det nya millenniet, och den brustna "subprime"-bostadslånebubblan i USA under 2007-2009.

I maj 2015 är risken för att inflationen ska skena iväg mycket liten, och vinterns deflationshot har minskat. Prisbilden på råvaror är samtidigt till nytta för världsekonomin totalt. Visserligen har oljepriset studsat upp från en botten kring 46 USD/fat (brentolja) i mitten av januari till knappt 70 USD/fat i mitten av maj. Jämfört med för ett år sedan är oljan ändå cirka 35 procent billigare.

Dagens situation i den reala ekonomin tycks alltså inte rymma några stora hot mot konjunkturen och börsen, givet att första kvartalets tillväxtsvacka i USA verkligen var tillfällig och att Kinas ekonomi bromsar mjukt. Hoten får istället sökas i den finansiella ekonomin. När det gäller värderingsriskerna för aktier hänvisas till vårt tema om värdering av olika tillgångsslag i denna *Investment Outlook*, på sidan 22.

Sedan 2010/2011 har kurserna på statsobligationer stigit betydligt till följd av centralbankers sänkta styrräntor och kvantitativa politik (tillgångsköp). Denna penningpolitik har inneburit steg ut i tidigare okänd terräng, präglad av nästintill nollpris på pengar (i Sverige minuspris), och negativa obligationsräntor.

Genom sitt agerande medverkar centralbanker direkt till en bubbla i obligationsmarknaden, och indirekt till att bubbler riskerar att blåsas upp även i aktie- och fastighetsmarknaderna när placerare tar allt större risker i sin jakt på avkastning. Att detta skapar ett labilt marknadstillstånd illustreras av det plötsliga lyftet för tyska och även andra europeiska statsobligationsräntor kring månadsskiftet april/maj i år.

Vidare riskerar det inom något år att bli brist på tyska statsobligationer om Europeiska Centralbanken (ECB) fullföljer sin obligationsköpsplan. Det skulle öka osäkerheten

på obligationsmarknaden. Fortsatt låga statsobligationsräntor skulle också göra det svårt för många europeiska livförsäkringsbolag att klara kapitaltäckningsreglerna. Totalt förvaltar dessa bolag respektive 4,4 biljoner euro.

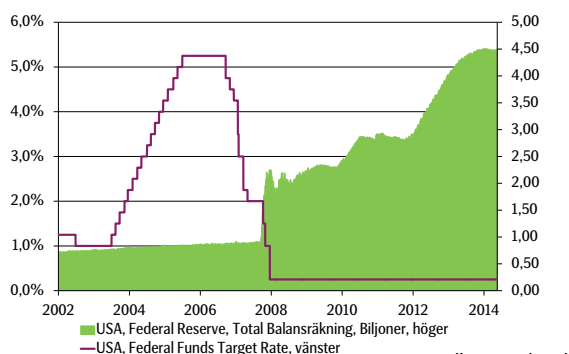
Medan ECB och Bank of Japan fortsätter på den inslagna (bubbelskapande) stimulansvägen, står amerikanska Federal Reserve (Fed) snart i begrepp att gå i motsatt riktning. Normaliseringen av penningpolitiken i USA kan ske smidigt om finansmarknaden och Fed är kalibrerade, men kan också leda till stora ränterörelser om marknaden upplever osäkerhet om vart Fed egentligen är på väg.

Stora prisrörelser på valutor riskerar också att bidra till tillväxt- och börsbakslag, särskilt i Emerging Markets-sfären (EM). Många företag där har på senare år finansierat sig allt mer i utländsk valuta, främst i USD. Dessa har därför drabbats finansiellt hårt under det senaste året när USD kraftigt förstärkts. Särskilt utsatta är råvaru- och oljeföretag, som sedan 2007 stått för hela 1/3 av icke-finansiella EM-företags emissioner av företagsobligationer i USD och andra "hårdvalutor". Fallande fastighetspriser i Kina utgör en annan EM-risk. Pristfallen drabbar kinesiska bankers balansräkningar, och det finns en fara för konsekvenser i andra EM-länder.

Smittoeffekterna på delar av europeisk ekonomi och finansvärld om Grekland skulle lämna EMU ska inte underskattas, men följderna borde bli betydligt beskedligare än om detta skett för några år sedan.

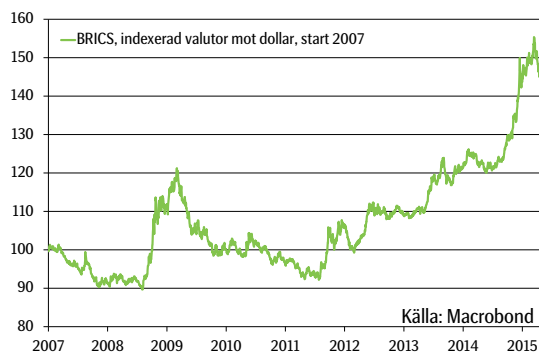
Slutligen finns geopolitiska hot som upptrappad dramatik i Ukraina och/eller Mellanöstern samt geologiska katastrofer exempelvis jordbävningar, vilka skulle kunna ge negativa hack i börskurvan. Sådana hack blir dock kortvariga, förutsatt att tillväxten och företagsvinsterna inte drabbas i någon större omfattning.

FED PÅ VÄG ATT BÖRJA NORMALISERA PENNINGPOLITIKEN



Sedan hösten 2008 har Fed dels sänkt styrräntan till 0,00-0,25%, dels genomfört massiva obligationsköp i tre steg, vilka blåst upp balansräkningen till cirka 4 500 mdr USD. Nettoköpen av obligationer upphörde på hösten i fjol, men nettoförsäljningar torde dröja ganska länge. Däremot stundar en första räntehöjning i september 2015 enligt SEBs prognos.

USD:S FÖRSTÄRKNING HAR SATT PRESS PÅ EM-FÖRETAG



Många företag i Emerging Markets-sfären har sedan en längre tid finansierat allt mer av sin verksamhet i utländsk valuta, inte minst i USD. I takt med att USD stärkts mot EM-valutor (i diagrammet USD mot en korg bestående av BRICS-valutorna) har dessa företag hamnat under finansiell press när skulder och skuldtjänst (räntor, amorteringar) vuxit snabbt i lokala valutor.

Tema - Europa

Hur mår Europa?

Efter en tuff period för flera av eurozonens länder ser det nu klart mycket bättre ut. Under 2013 började BNP åter växa efter sex raka kvartal i recession. Hög arbetslöshet och stora statsskulder är alltjämt utmaningar i regionen, men hushållens förtroende har förbättrats och konsumtionen har

ökat. Flera länder har nu med hjälp av den svaga euron förbättrat konkurrenskraften och exporten har börjat öka. Ultralåga räntor, ett lägre oljepris och svagare valuta är faktorer som ger stöd åt den positiva utvecklingen framöver. Grekland är fortsatt ett negativt undantag.

- Krisen blottade eurozonens fundamentala svagheter, med allvarligast situation i de så kallade GIIPS-länderna
- Första nödlånet betalades ut 2010 till Grekland, med Trojkan (EU/ECB/IMF) som långgivare
- Kraven förenade med lånen avsåg leda till starkare ekonomier
- ECB spelade en huvudroll i krishanteringen
- Konkurrenskraften i europeiska bolag har stärkts
- Det mesta ser betydligt bättre ut idag, med Grekland som negativt undantag
- Stora statsskulder och hög arbetslöshet är alltjämt utmaningar

DEN FÖRSTA FUNDAMENTALA SVAGHETEN som uppdagades i eurozonen var att ett antal länders, i första hand de så kallade GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien), statsfinanser var i betydligt sämre skick än väntat. Finans- och konjunkturkrisen fick underskotten och skulderna att explodera, och allvarliga bankproblem blev snart ett faktum. Första land att hamna i en krissituation var Grekland. I maj 2010 hade Grekland en statsskuld på motsvarande 115 procent av BNP, ett budgetunderskott på nästan 15 procent och landets 2-åriga obligationsränta låg på nästan 20 procent.

Under andra kvartalet 2010 togs det första steget för nödlån till Grekland som totalt uppgår till 240 miljarder EUR (varav 7,2 mdr ännu inte har betalats ut), med EU/ECB/IMF (Europeiska Unionen, Europeiska Centralbanken, Internationella Valutafonden - den så kallade "Trojkan") som långgivare. Under sommaren 2011 hamnade också övriga GIIPS-länder i finansiellt krisläge, och stora politiska omvälvningar följde. Portugal och Irland slog under vintern 2011/2012 följe med Grekland som nödlånetagare. Att flera euroländer hade stora problem gick då att utläsa i räntemarknaden. I juni 2011 var räntegapet på 10-åriga statsobligationer mellan Grekland och Tyskland 14 procentenheter. Detta kan jämföras med skillnaden mellan amerikanska statsobligationer och industribolag med mycket låg kreditvärdighet (CCC-rating) som vid samma tidpunkt var 7,5 procentenheter.

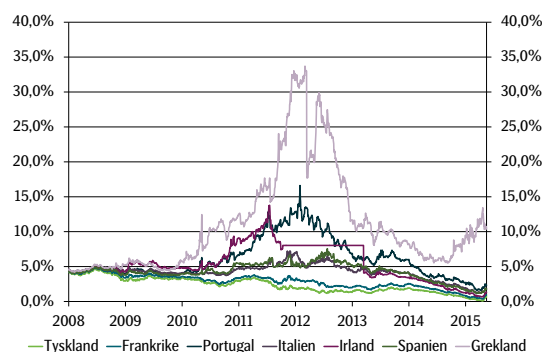
Trojkan krav för att ställa upp med lån har främst varit att länderna minskar sina budgetunderskott, genomför strukturreformer som långsiktigt höjer tillväxten genom bättre fungerande ekonomier, samt stärker den internationella konkurrenskraften. Kraven har varit mycket tuffa för låntagarna att leva upp till.

Åtgärderna fick effekt

Andra kvartalet 2013 bröts en sex kvartal lång recession i Eurolands ekonomi när BNP åter växte. (se graf på nästa sida). Samtidigt hade ländernas konkurrenskraft stärkts och bytesbalanserna förbättrats. ECB:s politik och agerande hade parallellt stabiliserat finansmarknaderna. Exporten började öka, inte bara i Tyskland, utan även i flera av GIIPS-länderna, där bästa exemplet är Spanien. En del produktion började återvända till Europa från att tidigare ha varit lokaliserad i lågkostnadsländer. Främst Irland, men även Spanien, genomförde åtgärder som tydligt har förbättrat ländernas statsfinanser och samhällsekonomier.

Generellt har behovet av ytterligare budgetåtgärder minskat i eurozonen, och finanspolitiken har kunnat ställas om från åtstramande till neutral, och i vissa fall till lätt stimulerande. Undantaget är Grekland, där privata långgivare skrivit ned större delen av sina fordringar, vilket betyder att IMF och europeiska skattebetalare nu är största fordringsägare.

STATSOBLIGATIONS RÄNTOR TILLBAKA PÅ 2009 ÅRS NIVÅ



Med undantag för uppgången för obligationsräntan i Grekland ligger nu statsobligationsräntorna under nivån som gällde 2009. Detta signalerar att marknadens förtroende för regionen är tillbaka samt att ECB:s stimulanspolitik har fått genomslag.

Källa: Bloomberg/Macrobond

ECB har spelat en allt viktigare roll för hanteringen av de uppkomna kriserna. Styrrentan (refiräntan) har sänkts till 0,05 procent, fördelaktiga lån har getts till bankerna, ECB deltar i lånetrojan, och löfte har getts om ECB-köp av statsobligationer med korta löptider givet att ett land först får lån från ESM (European Stability Mechanism).

Konkurrenskraften har förbättrats i Spanien, Grekland, Irland och Portugal, men inte i Italien, Frankrike eller Tyskland, där det i Tysklands fall inte heller har varit syftet. Vidare har viktiga steg tagits mot en bankunion. Stresstester av de europeiska bankerna mottogs positivt under sommaren 2010, viket minskade oron för det europeiska banksystemet. Nya stresstester gjordes under sommaren 2011, och ECB har åtagit sig att agera övervakare.

När det gäller finanspolitiken och samordningen av denna har framgångarna varit mindre imponerande. Efterlevnaden av stabilitetspaktens krav är usel. Statsskulden enligt denna ska vara under 60 procent av BNP och budgetunderskottet under 3 procent av BNP, krav som få länder i unionen lever upp till idag.

Eurozonen idag

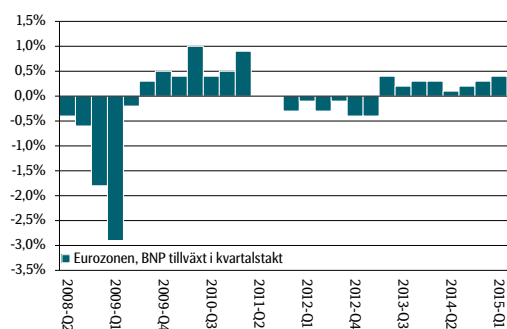
Aktuell situation med ett relativt lågt oljepris, ultralåg ränta, svagare euro och ECB:s stimulanspolitik med kvantitativa lättnader genom stödjande obligationsköp ger stöd åt utvecklingen i regionen framöver. Politiken som innebär att ECB kommer att köpa obligationer för 60 mdr EUR/mån till september 2016, varav drygt 40 mdr i statsobligationer, och resterande i så kallade ABS:er (Asset Backed

Securities) och covered bonds (säkerställda obligationer) var väntad, men insatsens omfång något större än vad marknaden räknat med.

Vidare har hushållens förtroende ökat och detaljhandelsförsäljningen tagit fart. En svagare euro (som sannolikt blir ännu svagare som en effekt av centralbankensstimulanserna) gynnar exporten, även om effekten varierar beroende på hur varaktig valutaförändringen blir. Inhemsk efterfrågan har under krisåren varit dämpad, men nu finns tecken på en viss återhämtning, inte minst inom hushållssektorn. Konsumentförtroendet har stigit kraftigt de senaste månaderna och detaljhandelsförsäljningen ökade vid senaste årsskiftet i den snabbaste takten på flera år. Även bilförsäljningen har tagit fart. Under första halvåret 2015 bedöms konsumtionen i regionen som helhet återta nedgången under krisen och åter nå upp till 2008 års nivå. De stora krisbesparingarnas tid är nu sannolikt över och finanspolitiken blir mer neutral de kommande åren i de flesta av regionens länder.

Mycket har utvecklats till det bättre även om många utmaningar kvarstår. Arbetslösheten är fortsatt väldigt hög i regionen som helhet, även om trenden är något fallande. Variationerna är stora beroende på land, Tysklands arbetslöshet ligger på en historiskt låg nivå, samtidigt som både Spanien och Grekland har en arbetslöshet på över 20 procent. Statsskulden är alltså mycket höga och Greklands situation är åter kritisk.

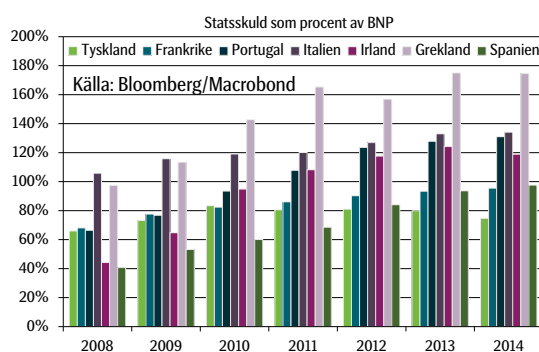
TILLVÄXTEN INTE STARK MEN FÖREFALLER UTHÅLLIG



Som framgår i diagrammet ovan vände eurozonen åter till tillväxt under andra kvartalet 2013. Även om tillväxten inte är speciellt stark är vi nu inne på det nionde raka kvartalet med tillväxt.

Källa: Bloomberg/Macrobond

STATSSKULDERNA HAR ÖKAT EXPLOSIONSARTAT



Förutom Tysklands statsskuld som legat relativt stabilt som andel av BNP, har samtliga övriga länders statsskulder ökat explosionsartat. Majoriteten av de representerade länderna i grafen ligger över 100 procent som andel av BNP. Värt att notera är att samtliga länder ligger över gränsen 60 procent, vilket är stabilitetspaktens maxnivå.

Tema - Japan

2 av 3 pilar saknar kraft

I *Investment Outlook september 2013* belyste vi de ambitiösa ekonomiska planerna som den då relativt nye premiärministern Shinzo Abe var i färd med att lansera. Syftet var att sätta fart på den stora, men sedan länge i princip stillastående japanska ekonomin. Reformprogrammet, populärt kallat "Abenomics", skulle röka ut deflationen och sätta fart på ekonomin genom en kombination av stimulanser – penningpolitiska och finanspolitiska samt strukturella. Abenomics presenterades för de japanska väljarna som en analogi till en japansk saga om en härskare vars tre söner var oförmögna att var och en bryta en

bunt med tre pilar, men däremot enkelt kunde bryta en pil var – därav de återkommande referenserna till "pilar". Vår bedömning av förutsättningarna då utgjorde en blandning å la "förhoppningsfull skepsis". Förutsägelsen att Tokyobörsen skulle komma att röra sig kraftigt i endera riktningen har tveklöst slagit in. I övrigt har Abe delvis underlevererat, vilket är i linje med våra farhågor, men även överträffat förväntningarna i vissa avseenden. Sammantaget är det ännu för tidigt att avskryva Abenomics, men för att kunna gå till historien som en succé krävs mer framgångsrika strukture reformer.

- Blandat facit för Shinzo Abe, så här långt
- Offensiv penningpolitik lyfter inflationen
- Svag yen lyfter vinsterna och börsen
- Utmanande arbetsmarknad
- Mer strukture reformer behövs

SÅHÄR 20 MÅNADER EFTER VÅR förra genomlysning kan vi konstatera att Abe varit framgångsrik vad det gäller att få fart på inflationen genom offensiva penningpolitiska stimulanser. Även om SEB bedömer att de åtgärder som hittills har vidtagits för att stävja landets långsiktiga deflationsproblem inte utgör en uthållig lösning, måste denna utveckling betecknas som en framgång för Abenomics.

Dessutom har Tokyobörsen svarat positivt på stimulanserna och har under perioden gått upp med 35 procent i lokal valuta, ännu mer räknat i svenska kronor och 12 procent räknat i amerikanska dollar. Uppgången är dessutom främst driven av växande vinster i företagen medan P/E-talet endast expanderat marginellt under perioden. Även om vinststillväxten till stor del är en direkt funktion av den offensiva penningpolitiken måste vi erkänna att de japanska bolagen på denna front har överträffat våra förväntningar för 20 månader sedan.

Däremot har den reala ekonomin inte svarat lika väl. Industriproduktionen backar, företagets framtidsoptimism har enligt Tankan-index planat ut - på en väsentligt högre nivå än före Abenomics lanserades, men likväl på en lägre nivå idag än för ett år sedan (Tankan är en stor undersökning, utförd kvartalsvis av centralbanken, kring de japanska företagens syn på det ekonomiska klimatet). Detaljhandels försäljning steg kraftigt före momshöjningen i april 2014, men har därefter varit svag.

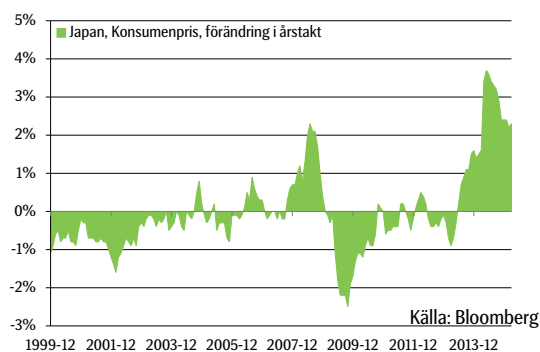
Pil 1 - mitti prick, och kan avfyras igen

Den som söker efter förklaringar till den mediokra realekonomiska utvecklingen behöver inte söka länge. Av de tre så kallade reformpilarna (penningpolitik, finanspolitik, strukture reformer) har endast en, penningpolitiken, avfyrats med tillräcklig kraft för att kunna nå målsättningarna. På egen hand blir det dessutom endast temporära delsegrar som kan uppnås enligt vår bedömning. SEB räknar med att Bank of Japan redan i sommar kommer att tvingas addera ytterligare stimulanser.

Pil 2 – hade missat målet redan innan Abe spände bågen

När det gäller de finanspolitiska stimulanserna var utrymmet redan i utgångsläget extremt begränsat. Den japanska statsskulden är gigantisk och landets regering har under mycket lång tid försökt stimulera ekonomin genom att tillåta betydande underskott i de offentliga finanserna. Denna del av stimulanspaketet var inte ny för Abe och har haft begränsad framgång både före och efter hans tillträde.

BOJ HAR VUNNIT FÖRSTA RONDEN MOT DEFLATIONEN...



Diagrammet visar inflationen i årstakt i procent enligt konsumentprisindex. Shinzo Abe har med Bank of Japans hjälp vunnit första rondan mot deflationen, en långtida plågoande för den japanska ekonomin. Bank of Japan är nu redo för en ny rond, men i förlängningen krävs mer än offensiv penningpolitik.

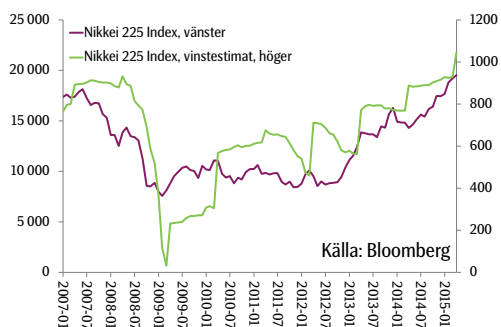
Pil 3 – orkar den hela vägen fram?

Den svåraste och redan i utgångsläget mest ifrågasatta delen rör de strukturella reformerna. Vissa framsteg har gjorts, men de är hittills långt ifrån tillräckliga. Arbetsmarknaden är en av de största utmaningarna för att få fart på ekonomin igen. Landet lider av en omvänd befolkningspyramid, vilket gör att en gradvis mindre andel av befolkningen är i arbetsför ålder medan andelen pensionärer ökar. Japan har dessutom en låg andel kvinnor som deltar i arbetslivet och en dåligt utbyggd barnomsorg, vilket försvårar situationen. Samtidigt är immigrationspolitiken mycket restriktiv och sammantaget medför detta att de japanska företagen redan nu, trots bristande framgångar vad gäller den realekonomiska tillväxten, klagar över brist på kompetent personal. Det ligger

även nära till hands att misstänka att den tudelade strukturen på arbetsmarknaden, med en blandning av å ena sidan relativt höga, åldersbaserade löner med livstidsgaranti och å den andra sidan en utbredd förekomst av tillfälliga låg-lönejobb, inte är optimal ur ett tillväxtperspektiv.

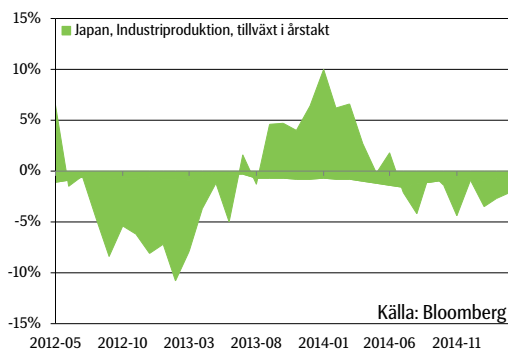
De snabba och radikala reformerna har hittills uteblivit varför skeptikerna menar att Abe (som väntat) har missat målet med den kritiska tredje pilen. Optimisterna menar att stora framsteg har gjorts, men att det politiska systemet är extremt tungrott och att fokus hittills har varit på grundläggande politiska processer, vilket kommer att underlätta för mer påtagliga reformer längre fram.

NIKKEI DRIVS UPP AV STARK VINSTILLVÄXT I BOLAGEN



Diagrammet visar börsindex, Nikkei, och index över de förväntade vinsterna enligt analytikernas konsensus för närmast förestående helår. Vinstindexet är konstruerat så att ett vinstindex på 1046 kombinerat med prisindex för Nikkei på 19520 betyder att de 225 aktierna i Nikkei i snitt värderas till P/E 18,7 på konsensusprognosen för innevarande år.

INDUSTRIPRODUKTIONEN LYFTER INTE TROTS VALUTASTÖD



Diagrammet visar industriproduktionens procentuella tillväxt i årstakt. Den svaga utvecklingen är ett underbetyg för Abenomics och sannolikt en indikation på att realekonomiska framgångar kräver större strukturreformer, inte minst en mer vital arbetsmarknad.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

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



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



Esbjörn Lundevall
Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se



Stefan Lukacs
Economist
stefan.lukacs@seb.se



Helene Cronqvist
Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se



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

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



Kai Svensson
Economist
kai.svensson@seb.se

Jonas Evaldsson
Economist
jonas.evaldsson@seb.se



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



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



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

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