



Investment Outlook

juni 2016



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn – sammanfattning	4-5
Marknadssyn – makro	6-8
Minskade risker, ifrågasatt potential	
Globala aktier	9-10
Starkare konjunktursignaler önskvärda	
Nordiska aktier	11-13
Inköpscheferna ser inget lyft	
Räntor	14-15
Penningspolitiken närmar sig vägs ände	
Alternativa investeringar	16-17
Volatilitet på gott och ont	
Valutor	18-19
Penningspolitik som drivkraft ebbar ut?	
Tema – Brexit	20-23
To Brexit or to Bremain?	
Tema – Bilindustrin	24-27
En ljuspunkt i Europa	
Tema – Vindkraft	28-30
En ren ekonomisk kraft	

Denna rapport publicerades den 31 maj 2016.
Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 25 maj 2016.

Centralbanker ser till att konjunkturen håller i sig

DEN AMERIKANSKA CENTRALBANKEN Federal Reserve (Fed) hann genomföra en räntehöjning i slutet av förra året innan det blev dags för en paus. Fed har under lång tid signalerat att man haft för avsikt att höja sin styrränta och sedan invänta och tolka ekonomiska signaler innan nya räntehöjningar blir aktuella. Det snabba oljeprisfallet under inledningen av året skapade mycket osäkerhet och volatilitet på finansmarknaderna och det var rimligt att Fed tog hänsyn till detta under 2016 års inledande räntemöten. Effekten från uteblivna räntehöjningar blev ett tydligt dollarfall, vilket fungerade som en riskdämpare då den svagare dollarn omedelbart fick råvarupriserna att återhämta sig. Detta lättade i sin tur trycket på såväl aktiemarknaden som kreditmarknaden via uppgångar i finansiella tillgångar kopplade till råvarubolag och råvaruländer. Vi såg också en förstärkning av flera råvaruländers sargade valutor. Även signaler om en stabilare utveckling i Kina bidrog till minskad oro och stigande marknader. Nyligen signalerade Fed också att nästa höjning kan komma snarare än marknaden räknat med. Vår prognos är höjning i juli.

I skrivande stund ställer sig investerare frågor av typen:

- Är det äntligen dags för en acceleration av den globala tillväxttakten eller skall vi fortsätta att harva kring 3 procent?
- Vinsterna för det första kvartalet imponerade inte, men var inte heller lika svaga som befarat. Är det nu det "globala företaget" kommer att leverera stigande vinster efter ett par år av svag utveckling?
- Hittills under 2016 har cykliska tillgångar tillhört vinnarna efter flera år med mycket svag utveckling. Är detta en uthållig vändning och var botten i februari även en vändning för den globala aktiemarknaden?
- Hur står det till med värderingarna av finansiella tillgångar?
- Brexit, kinesisk skuldsättning och global tillväxttakt är frågor som oroar. Vilka risker hotar utvecklingen den närmaste tiden?

I publikationen ger vi vår syn på frågorna ovan och vilka faktorer som kommer att ha störst påverkan på utvecklingen, samt hur vi förväntar oss att olika tillgångsslag kommer att utvecklas.

Denna gång gör vi också kapitalmarknadskopplade djupdykningar i Brexit-problematiken, den europeiska bilindustrins förväntade utveckling, samt ger en utblick för alternativa energikällor såsom vind- och solkraft.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

- Den globala tillväxttakten är fortsatt cirka 3 procent.
- Riskerna har minskat via stöd från centralbankerna.
- Tillgångsmarknader är tillbaka på höstens nivåer.
- Brexit och Kinas skuldsättning oroar marknaden.
- Investerare har accepterat att vi är i en lågtillväxt- och låginflationsmiljö.

I FÖRRA UTGÅVAN AV *Investment Outlook* (utgiven i mars 2016) beskrev vi ett antal faktorer som skulle kunna skapa stabilitet och öka riskaptiten bland investerare, flera av dessa saker inträffade. Amerikanska centralbanken avstod från att höja räntan, vilket resulterade i en svagare dollar och stigande råvarupriser. Detta tillsammans med stimulanser från Kina fungerade som katalysatorer för ett cykliskt rally och dämpade oron bland investerare.

Nu har vi rört oss ett kvartal framåt och den ekonomiska situationen har förbättrats. Råvarupriserna har återhämtat sig och den globala konsumenten mår fortfarande bra. Många tillgångar har återhämtat sig starkt från turbulensens kulmen i februari. Lyfter vi blicken och förlänger perspektivet blir bilden något annorlunda och frågan är om det vi nu ser är en faktisk fundamental förbättring, eller om det snarare

är en återgång till den situation vi hade under hösten 2015, med oljepriset närmare 50 USD/fat, en global tillväxttakt på cirka 3 procent i årstakt och en miljö där konsumentrelaterade bolag gynnades framför cykliska industribolag. Världens börser och kreditmarknader är också tillbaka på liknande nivåer som då. Följaktligen har vi upplevt mer volatilitet än förändring under det senaste halvåret och aktörer fortsätter att räkna med en miljö med låg tillväxt och låg inflation där centralbankerna förväntas fortsätta stötta i problematiska situationer. Det ger vid handen att så länge centralbankerna håller extremt låga räntor och stödköper tillgångar mår den "subventionerade" och skuldsatte konsumenten bra och fortsätter att konsumera.

När det gäller länders vilja att göra investeringar som är skatte- eller lånefinansierade ser vi ett mer försiktigt agerande. Även företagssektorns investeringsvilja präglas av försiktighet. Sammantaget ger detta en förväntad global tillväxttakt på cirka 3 procent, med potential till ökning. Kring den ekonomiska miljön cirkulerar alltid risker och för tillfället är det mycket fokus på en eventuell Brexit (se sidan 20) samt skuldsättningen i den kinesiska ekonomin. I bakgrunden lurar också scenariot med medioker global tillväxttakt i kombination med stigande amerikansk inflation.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

DET ÄR LÄTT ATT BLI FIXERAD PÅ TILLVÄXTEN i världen, men frågan är om vi måste ha tilltagande tillväxttakt för att vinster och tillgångspriser skall stiga från nuvarande nivåer?

Svaret är principiellt nej, men det underlättar. De senaste åren har den globala tillväxten legat runt 3 procent och under samma period har vinstutvecklingen varit svag, där råvarupriser har stor del i förklaringen.

Den senaste tidens återhämtning i råvarupriserna hjälper tillväxten på traven, men för att den riktigt skall ta fart måste försäljningen (som är kopplad till tillväxttakten) och prisbilden (som är kopplad till inflationstakten) förbättras. Denna utveckling går långsamt, samtidigt som värderingarna är tämligen höga.

Förespråkar minskat risktagande

Vi har en exponering med dragning mot det försiktigare hållet. För att vi ska öka upp risken krävs antingen signaler om högre tillväxttakt eller tecken på bättre vinstutveckling i företagen. Alternativt att prissättningen justeras via vinstthemtagningar och därmed gör värderingen mer attraktiv. Trots risken

att investerares bild har blivit alltför defensiv har vi valt att minska vårt risktagande senaste kvartalet. Vi är nu underviktade i både svenska och globala aktier, men har å andra sidan en övervikt mot företagsobligationer i High Yield-segmentet i våra ränteportföljer. Inom globala aktier har vi fortfarande en övervikt mot Europa och Japan på bekostnad av Emerging Markets och USA. I vår alternativportfölj har vi en bred sammansättning.

I dagsläget ser det trögt ut för tillväxten att accelerera bortom den nu rådande 3-procentstakten. Det skapar en tydlig risk för dämpad marknadsutveckling ännu en tid

Förväntar oss positiva avkastningar det kommande året

Vår något försiktiga hållning innebär däremot inte att vi förväntar oss fallande börser det kommande året. Med en stark period bakom oss och risker som Brexit med flera runt hörnet förespråkar vi dock en mer försiktig portfölj för den kommande perioden i förhållande till vad vi gjorde i mars, då vi hade en neutral syn på marknaden med bra förutsättningar för en positiv rekyl.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
		AVKASTNING	RISK	
AKTIER				
Globala	1 2 3 4 5 6 7	5,5 %	12,3 %	Direktavkastningen förväntas bli drygt 2 procent. Tillgångsslagets breda exponering ger stabilitet i en miljö med hög volatilitet. De stora skillnaderna mellan olika sektorer består. Ur ett svenskt perspektiv väntas extra avkastning via en starkare dollar.
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	6,4 %	15,6 %	Efter en stark återhämtning via en svagare dollar och stigande råvarupriser förväntar vi oss nu en beskedligare utveckling. Dock ser vi inte att prisbilden havererar igen som under inledningen av 2016.
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	9,6 %	13,6 %	Svenska aktier har en högre förväntad avkastning än globala aktier beroende på svag utveckling det senaste året. På längre sikt finns det tydliga inhemska risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett framtida högre ränteläge.
RÄNTEBÄRANDE				
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-2,2 %	3,1 %	Mycket låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv. En förstärkning av konjunkturen eller en något högre inflationstakt kan även medföra successivt stigande räntor under det kommande året, med risk för negativ avkastning.
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,9 %	2,8 %	Låga räntor ger låg men positiv förväntad avkastning för IG-segmentet. Tillgångsslaget kan fungera väl i en portfölj tillsammans med andra tillgångar med högre risk.
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	5,7 %	4,4 %	Direktavkastningar kring 4-7 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken betydligt i förhållande till exempelvis IG. Värt att poängtera är att konkursriskerna har minskat tack vare råvaruprisuppgången.
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	7,1%	14,3 %	Direktavkastningar i lokal valuta är höga, men svaga valutor riskerar att urholka avkastningen i SEK. Råvarupriserna har återhämtat sig liksom råvaruländernas valutor och därmed har riskerna minskat. Denna utveckling kan dock komma att vända och utgör en av tillgångsslagets risker.
ALTERNATIVA INVESTERINGAR				
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Lägre volatilitet i kombination med möjligheten att skapa avkastning även på negativa trender gör tillgångsklassen intressant i en portfölj. Lägre framtida förväntade avkastningar för aktier och krediter i kombination med varierande volatilitet minskar potentialen.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	I ett längre perspektiv är tillgångsklassen attraktiv om inflationen stiger i samklang med råvarupriserna. Oljeprisfallet var främst en utbudsfråga och årets inledande kris ökar sannolikheten för att producenterna blivit mer benägna att ha en samsyn avseende lämpliga produktionsvolymer.
VALUTOR				
VALUTAPAR	2016-05-25	Q2 2016	Q3 2016	KOMMENTAR
EUR/USD	1,12	1,10	1,09	Eurosvaghet ligger i prognoskorten, men blir beroende av att Federal Reserves (Fed) börjar höja amerikanska räntan.
EUR/SEK	9,26	9,25	9,20	Mindre konjunkturkänslig krona ökar graden av valutasäkring - en process som är kronpositiv. Vår prognos är fortsatt kronförstärkning närmaste 1-2 åren.
USD/SEK	8,31	8,41	8,44	Dollarn har tappat mark, men prognosen är återhämtning inför kommande räntehöjningar från Fed i sommar.

Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn. Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2016-05-11. Valutaprognoser per den 2016-05-25. Index/underlag för estimat: Globala aktier - MSCI World All Countries index i lokala valutor, Tillväxtmarknader - MSCI EM TR i lokala valutor, Svenska aktier - SIX Portfolio Return Index i SEK, Statsobligationer - OMRX T-bonds i SEK, Företagsobligationer (IG och HY) IBOXX Investment Grade Index i USD och IBOXX High Yield Index i USD, Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt) - JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. Hedgefonder - HFRX Global Hedgefund Index i USD.



Marknadssyn

Makro - Minskade risker, ifrågasatt potential

Tillväxtbilden har bjudit på både goda och dåliga nyheter sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven mars 2016). Ännu ett svagt första kvartal för amerikansk ekonomi och en fortsatt dämpad industrisektor globalt har tvingat fram nedrevideringar av BNP-prognoser globalt – med USA i spetsen. Den efterlängttade fartökningen låter alltså vänta på sig ännu en tid. Samtidigt ser vi att flera av orosmolnen från vintern ter sig betydligt mindre hotfulla. Olje- och råvarupriserna har vänt upp, industrikonjunkturen har stabiliserats och den kinesiska bilden avseende både tillväxt och valutapolitik utvecklas mer i linje med förväntningarna.

Centralbankerna har (än en gång) "räddat" tillväxten, inte minst Federal Reserve (Fed) som mjukade upp sina budskap kring framtida räntehöjningar i respons på bland annat fallande råvarupriser. Även ECB och Bank of Japan fortsätter stimulera. Men vi ser nu tecken på att stimulanseffekterna avtar, samtidigt som den underliggande efterfrågan inte riktigt skjuter fart, dämpad av strukturella problem i flera ekonomier. Vi räknar därför med fortsatt trög tillväxt under året, men bedömer att den relativt goda utvecklingen för hushållens ekonomi och konsumtion i såväl USA som i Europa och Kina ändå ska kunna ge viss fartökning under 2017.

USA – Tillbaka till hygglig tillväxt

Liksom tidigare år var tillväxten under första kvartalet tydligt svagare än förväntat. Till skillnad från tidigare finns ingen tydlig förklaring som extremväder eller liknande denna gång. Men vi tror ändå inte att svagheten visar på en underliggande inbromsning i ekonomin, utan lutar mer åt säsongseffekter som förklaring (se graf nedan). Oron för en industriledd recession har bedarrat, samtidigt som de finansiella förhållandena åter har förbättrats. Hushållens goda ekonomi till trots är sparandet relativt högt. Vi ser utsikter till förbättrad konsumtion framöver, den ökande sysselsättningen och större genomslag för det lägre oljepriset talar för det. Allt starkare arbetsmarknad gör att vi räknar med viss uppgång i löneinflationen, vilket sätter press på Fed. Den mjukare ton centralbanken slog an under våren, för att möta internationell oro och fallande oljepriser har tjänat sitt syfte, men vi räknar med att förnyad styrka i ekonomin motiverar en räntehöjning i juli, och ytterligare två under nästa år.

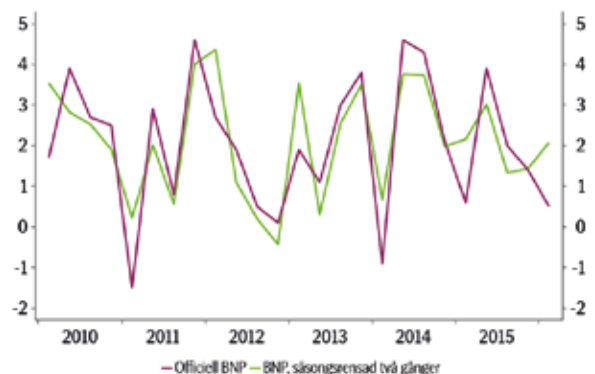
Europa – Ekonomin står emot politisk oro

Flyktingkris, Brexit-oro och Grexit-diskussioner till trots; tillväxten i eurozonen fortsätter att utvecklas stabilt. Även här är hushållen den viktigaste tillväxtmotorn, tack vare stigande sysselsättning, låg inflation och låga räntor. Samtidigt ser vi att investeringarna försiktigt tar fart från låga nivåer, hand i hand med ökad aktivitet på kreditmarknaden. Här hotar dock svaga balansräkningar hos banker i framför allt Sydeuropa att sätta käppar i hjulen. ECB fortsätter att bedriva en expansiv penningpolitik, inflationen förväntas ändå förbli låg länge. Sammantaget räknar vi med en stabil om än inte kraftig tillväxt. De största riskerna finns på det politiska området, i närtid i form av

Brexit-omröstning (se tema på sid 20), på lite sikt i form av strukturfrågor kring vägen fram för unionen. Britternas nyvunna undantag skapar osäkerhet inte bara kring vägen och hastigheten, utan också vilka länder som är med på resan mot en fastare union.

För Storbritanniens del bromsar ekonomin in kraftigt under första halvåret, i avvaktan på Brexit-resultatet. Utvecklingen därefter är beroende på utfallet som beskrivs i temat på sidan 20.

BÄTTRE ÄN DET SER UT



Källa: Bloomberg, BEA

Den oväntat svaga tillväxtsiffran för USA:s första kvartal följer mönstret från tidigare år. Allt fler ifrågasätter nu om den säsongrensning som görs är tillräcklig (man jämnar ut data över året för att ta hänsyn till exempelvis vädrets påverkan på tillväxten). Vi har i grafen valt att göra en dubbel säsongrensning, vilket ger en mer rimlig profil på tillväxtkurvan. Första kvartalets tillväxt lyfter då från 0,7 procent i snitt 2010-2017 (i den "vanliga" serien) till 2,4 procent, vilket rimmar betydligt bättre med övriga indikatorer.

Asien/Kina – Mjuklandning och konsumenter skapar stabilitet

Kinaprognoser har länge präglats av oro för en hårdlandning, i kölvattnet av övergången från en export- och investeringsledd ekonomi till en mer driven av privatkonsumtion och service. Efter en orolig inledning av året ser vi nu tydliga tecken på stabilisering. Servicesektorn, som utgör mer än 50 procent av ekonomin, växer starkt tack vare en stark hushållssektor, samtidigt som myndigheter via lättare penningpolitik och ökade investeringar stöttar finanssystem och tillväxt. Vår prognos om fortsatt mjuklandning får näring och står fast.

I övriga Asien fortsätter Indien att växa i god takt. Utvecklingen dämpas dock av att regeringen Modi inte lyckas hålla önskvärd takt vad gäller de reformer som behövs och utlovats. Den försenade försäljningsskatten genomförs sannolikt i år, medan reformerna kring markköp och arbetsmarknad låter vänta på sig. För övriga länder är bilden blandad, men relativt stabil. I Indonesien stabiliseras tillväxten i takt med råvarupriserna, länder som Korea och Taiwan bör gynnas av framtida global fartökning.

Japan – Förhoppningar med förhinder

Japan brottas fortsatt med problem, på flera fronter. På längre sikt dämpar strukturproblem, inte minst på arbetsmarknaden, och åldrande befolkning tillväxten. I närtid har "Abenomics"-politiken inte gett önskad fart till inflation och tillväxt. Tillväxten blir endast svagt positiv i år och 2017, med ökad konsumtion som drivkraft. Notabelt är att vinstutvecklingen i företagen är god. Trots det uteblir löneökningar och investeringar som hade behövts för att kunna nå målen. De svaga offentliga finanserna och den redan stimulerande penningpolitiken gör manöverutrymmet begränsat, vi räknar dock med en ytterligare sänkning av styrräntan under året i ett försök att hålla yenen svag och därmed importera lite inflation.

Latinamerika – Fortsatta problem kan ge nya besvikelser

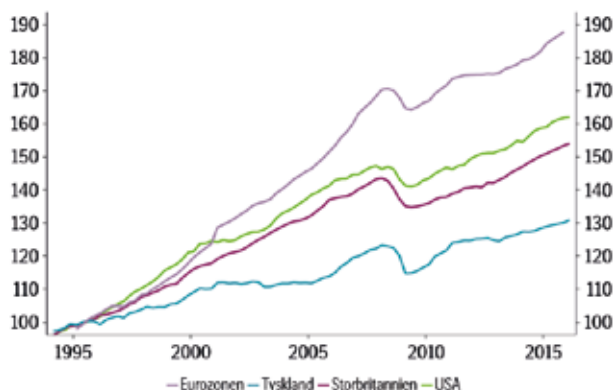
De mjukare räntesignalerna från Fed har försvagat dollarn, vilket lett till stigande råvarupriser och ökad aptit för Emerging Markets-tillgångar. Detta har gjort att Latinamerika, med Brasilien i spetsen, tillhör årets valuta- och börsvinnare. Även om råvaruprisuppgången tar bort en del av pressen kvarstår många och stora problem, inte minst i giganten Brasilien. Den politiska turbulensen är fortsatt stor samtidigt som hög inflation urholkar köpkraften och investeringarna faller. Det finns ljuspunkter i form av fallande import och sakta stigande export, vilket förbättrar externbalansen – dock från låga nivåer. Den positiva marknadsutvecklingen eldas på av förhoppningar om stora politikomläggningar vid ett kommande (sannolikt) presidentbyte. Handlingsutrymmet är dock mycket begränsat och risken är att marknaden överskattar möjligheterna.

Östeuropa – Ryssland får bottenkänning, övriga tuffar på

Återhämtningen i oljepriset, dämpning i inflationen och förväntan om lättade EU-sanktioner under året gör att vi räknar med att Ryssland lagt det värsta bakom sig. Med ett oljepris runt 50 USD/fat är dock statsfinanserna under fortsatt press, vilket tvingar fram besparingar. Ekonomisk data – industriproduktion, detaljhandel och export – fortsätter att falla, men fallet visar tydliga tecken på att bromsa in. Trots fortsatta problem räknar vi med att realekonomin gradvis förbättras, så att tillväxten vänder till ett svagt plus mått i årstakt under andra halvåret.

Länderna i Centraleuropa växer vidare i god takt med Polen i topp, följt av Tjeckien och Ungern. Stabila finanser, stark hushållssektor och hygglig efterfrågan från EU är viktiga drivkrafter, samtidigt som låg global prispress och dito räntor håller tillbaka inflationen.

DÄMPAD TILLVÄXTAKT I VÄRLDEN



Källa: Eurostat, BEA

Allt fler bedömare, såväl valutafonden IMF som tongivande centralbankschefer diskuterar nu begreppet sekulär stagnation, en längre period av betydligt lägre tillväxt. Debatten är intensiv kring om problemet finns och hur man i så fall ska lösa det. Vi räknar med att lägre produktivitet, mer ogynnsam demografisk utveckling och överhång från stor skuldsättning sannolikt ger generellt lägre tillväxt än historisk trend under kommande år.

DOLLARN RÄDDAR RÅVARORNA



Källa: Världsbanken

För att möta fallande råvarupriser och global finansoro valde Fed att teckna en försiktigare bild av världsekonomin under vintern, och att tona ner förväntningarna om nya räntehöjningar. Det bidrog till att råvarupriserna vände upp – tillsammans med tecken på att det fallande oljepriset började få utbudseffekter. Stabila utveckling i Kina och fortsatt försiktighet från Fed i USA talar för att råvarupriserna kan stabiliseras, vilket ger stöd till problemtyngda EM-tillgångar. Nya Fed-höjningar kan dock störa bilden.

Norden - Sverige ångar på, övriga vänder upp

De nordiska ekonomiernas utveckling spretar fortfarande, dock med generellt vissa positiva förtecken. I Norge, som pressats hårt av fallande oljepris, ser botten ut att ha passerats under första kvartalet. Efterfrågan i fastlandsekonomin överraskar på uppsidan, drivet av positiva hushåll och finanspolitiska stimulanser. Finsk ekonomi kämpar på i motvind, men överraskande stark statistik under vintern/våren samt en ljusning för exporten ger svagt positiv tillväxt, trots pressade hushåll. För Danmarks del räknar vi med att svackan under slutet av fjolåret var tillfällig och att tillväxten accelererar något i år. Stigande sysselsättning och stabila exportmarknader utgör drivkrafter.

Till skillnad från sina kämpande grannar växer svensk ekonomi på i mycket god takt. Den snabba BNP-ökningen drivs av stark inhemsk efterfrågan samtidigt som den relativt svaga kronan gynnar exporten. Inhemsk efterfrågan drivs främst av rekordhöga tal kring offentlig konsumtion och investeringar, mycket till följd av flyktingrelaterade utgifter vilket ställer stora krav på integrationspolitiken. God privatkonsumtion stöttar medan obalanser på bland annat arbetsmarknaden utgör orosmoln.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Recessionsriskerna har minskat. Det motiverar en viss uppvärdering av risktillgångar, mycket av det är dock redan diskonterat.
- Nedreviderade tillväxtprognoser har följts av dito vinstprognoser. Ännu ett år runt noll i vinsttillväxt väntas.
- Strukturella svagheter, skuldövershäng och dämpad industri bromsar tillväxten – risk för nya besvikelser och/eller recessionsoro.
- Börsutvecklingen har till stor del drivits av olje/dollar-rörelser. Fortsätter stabiliseringen kommer andra krafter (läs vinster och makro) mer i spel.
- Vi räknar med att starkare arbetsmarknad driver privatkonsumtion och därmed tillväxt i USA, men löneökningar hotar att pressa vinstmarginalerna.
- Skulle fartökningen i USA utebli leder det till fortsatt mjukhet från Fed, vilket borde vara positivt för råvaror och EM-tillgångar, men negativt för dollarn.
- Brexit-omröstningen skapar oro på kort sikt, potentiellt stora effekter på lång sikt om utfallet blir en Brexit (se tema-artikel på sidan 20).
- Kinas inbromsning förväntas fortsätta i rimlig och kontrollerad takt. Får vi rätt bör detta gradvis uppfattas som mer positivt av marknadens aktörer.

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

Källa: SEB Research & Strategy, Nordic Outlook, daterad maj 2016.

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



Globala aktier

Starkare konjunktursignaler önskvärda

Efter en svag inledning av året har den senaste tiden bjudit på kursuppgångar för globala aktier, främst tack vare en svagare dollar som gett skjuts åt nedpressade råvarumarknader. En rotation mot cykliska tillgångar och Emerging Markets (EM) präglade denna rekyl. Industrikonjunkturen har stabiliserats, men brist på klara trender, värderingar åt det högre hållet och osäkerhet kring vinsterna gör oss vaksamma. I väntan på starkare konjunktursignaler intar vi en försiktig hållning till globala aktier. Vi föredrar Developed Markets (DM) framför EM och väljer att fokusera på Europa.

- Kursuppgångar för globala aktier den senaste tiden, främst tack vare en svagare dollar. Vi har sett rotation mot cykliska tillgångar och Emerging Markets.
- Världsindex har dock genererat negativ avkastning i år. Emerging Markets är dock på plus med råvaruberoende länder som Ryssland och Brasilien som draglok.
- Globala aktier handlas på P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser) vilket är åt det högre hållet i historiskt perspektiv. Bolagens samlade vinster fortsätter att justeras ner och förväntas växa 2 procent 2016.
- Vi räknar med fortsatt låg, men positiv vinstöknings-takt. Trög tillväxt och medioker vinstutveckling i kombination med hög värdering talar för ett lägre riskutnyttjande.
- Developed Markets är ett säkrare kort, då större risker är kopplade till den ekonomiska återhämtningen inom EM. Fokus på europeiska aktier.

ÅRET INLEDDES MED STORA svängningar och fallande börskurser då finansmarknadernas aktörer tvivlade på styrkan i den globala industrikonjunkturen och valde bort risktillgångar såsom aktier. De tre senaste månaderna har dock aktiemarknaden återhämtat sig tack vare en svagare dollar, stark rekyl inom råvaror och stabilare makrodata från Kina. Vi har sett en rotation mot cykliska tillgångar som gynnas av en svagare dollar och flöden har ändrat riktning från Japan och Europa till USA och Emerging Markets.

Sedan årsskiftet har globala aktier genererat negativ avkastning. Index för Emerging Markets står på plus tack vare starka börser i råvaruberoende (men i övrigt problemtyngda) länder som Ryssland och Brasilien. Amerikanska aktier uppvisar bättre utveckling än europeiska, och i Japan har en starkare yen tyngt börsen. Energi- och råvarusektorn inom EM ligger i topp medan finans, läkemedel och IT har haft det motigt.

Nedjusteringen av företagets vinster i USA har varit osedvanligt stor i år. En stor andel av bolagen slog visserligen

analytikernas lågt ställda förväntningar, men första kvartalets bokslut visade på negativ vinstutveckling för fjärde kvartalet i rad för företagen amerikanska S&P 500-index. Även bolagen i Europa och Japan visade lägre vinster och försäljning. Konsumentvaror och läkemedel lyckades dock leverera positiva siffror på båda sidor av Atlanten medan vinsterna för bolag inom verkstad, finans och energi sjönk mest.

Globala aktier handlas på P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser), vilket är åt det högre hållet i ett historiskt perspektiv. Den amerikanska marknaden är dyrare än världsindex och Europa ligger i linje med genomsnittet. Bolagens samlade vinster förväntas växa 2 procent 2016 för att sedan öka farten nästa år till 10 procents tillväxt. P/E-talet för EM sammantaget är 11,5, där Asien och Kina framstår som mer attraktiva än länderna i Latinamerika. Brasilien ligger i topp vad gäller förbättrade bolagsvinster efter flera år av negativa tal, men här är också den politiska risken och risken för nedjusteringar av vinsterna hög. Den indiska börsen är högt värderad (P/E 16) men bör uppvisa fin vinsttillväxt både i år och nästa år.

EM GYNNAS AV SVAGARE DOLLAR OCH STIGANDE RÅVARUPRISER



Källa: Bloomberg

Året inleddes med brant fallande börskurser, men de senaste tre månaderna har världsindex återhämtat sig bra. Råvaruberoende EM-länder som Brasilien och Ryssland ligger i topp sedan årsskiftet, drivet av en svagare dollar och stigande råvarupriser. Lite sämre har det gått för Europa och Japan. Den japanska börsen har tyngts av en starkare valuta.

Möjligheter inom Value

I höstas skrev vi att det fanns anledning att fokusera på Valueaktier, det vill säga bolag med låg värdering och hög direktavkastning. Banker, finans- och råvarubolag tillhör denna kategori. Detta med anledning av att tillväxtaktier (Growth), företag inom bland annat IT och bioteknik med hög prognostiserad vinsttillväxt och bra marginaler, har utvecklats mycket bättre än Value under en lång period. Vi fortsätter att lyfta fram Value, som utvecklats väl hittills i år. I Europa ligger Valuebolag på historiskt låga nivåer när det gäller värdering, samtidigt som direktavkastningen är markant högre jämfört med tillväxtbolag. Vi hittar europeiska Valuebolag inom branscher som kemi, stål, bygg och tung industri. Även inom bank och försäkring finns intressanta investeringsmöjligheter. Det skall dock poängteras att preferensen för Valueaktier är av taktisk karaktär eftersom värderingen är nedpressad. Det krävs att den ekonomiska tillväxten inte överraskar alltför negativt för att stilen skall gå bättre än övriga marknaden.

Tillväxten är en nyckelfaktor

Trots en stabilare miljö på sistone är vi mer försiktiga än tidigare. Vi förväntar oss visserligen fortsatt låg positiv vinstökningstakt, men trög tillväxt och medioker vinstutveckling för bolagen i kombination med hög värdering talar för ett lägre riskutnyttjande. 2016 verkar bli lite av ett förlorat år vad gäller vinster, men nästa år förväntas tillväxten ta fart och vinsterna öka med cirka 10 procent. Tillväxttakten är en nyckelfaktor och blir den svagare än rådande global BNP på omkring 3 procent kommer detta sannolikt att orsaka oro bland investerare. Det finns gott om orosmoln på finanshimlen i nuläget. Frågetecken kring hur tillväxten och skuldsättningen kommer att utvecklas i den kinesiska ekonomin kvarstår. I Europa vållar den stundande folkomröstningen i Storbritannien om EU huvudbry. Övrat snabba löneökningar i USA kan ge centralbanken skäl att höja styrräntan snabbare än väntat. En starkare dollar ligger också i korten, vilket återigen skulle sätta press på råvarusegmentet och EM, som just börjat hämta sig. Rörelserna på finansmarknaderna i år har varit stora och den initiala oron för recession och råvaruprisernas utveckling har avtagit. Vi har valt att justera ner risken stegvis på grund av

svagt vinstmomentum. Fokus ligger åter på underliggande fundamentala drivkrafter som tillväxt och värdering. Förväntad avkastning talar fortfarande för aktier jämfört med andra tillgångsslag, men den absoluta värderingen är hög. Sannolikheten för att vinsterna i år kommer att överraska och justeras uppåt är dessutom låg. Den senaste tidens börsuppgång har fått draghjälp av en svag dollar, som har stöttat Emerging Markets och mer konjunktur känsliga branscher som råvaror och industribolag. Dessa segment är sårbara om den amerikanska ekonomin och valutan förstärks, vilket är vår prognos. Det krävs också bättre vinster bland de cykliska bolagen för en uthålligt bättre utveckling.

Fördel Developed Markets

Inom globala aktier föredrar vi Developed Markets framför EM, eftersom större risker är kopplade till den ekonomiska återhämtningen och dollarkursens rörelser inom EM. En starkare dollar kan också få flödena att strömma tillbaka till Europa och Japan. Inom DM lägger vi fokus på europeiska aktier framför amerikanska, eftersom europeiska vinster och marginaler är på historiskt låga nivåer och har större möjligheter att förbättras än motsvarande amerikanska. Dessutom är värderingen lägre i Europa. Japanska bolag har motvind av en starkare valuta och en för tillfället ifrågasatt regering och centralbank. Asien fortsätter att vara mest intressant inom EM. Bolagens vinstutveckling och det geopolitiska läget är mer gynnsamt här än i Latinamerika.

Industrikonjunkturen har stabiliserats och farhågorna för en recession har bedarrat. Brist på klara trender i makroekonomiska data och förhöjda geopolitiska risker gör oss emellertid vaksamma. Värderingar åt det högre hållet och osäkerhet kring vinstestimaten gör oss försiktiga de närmaste månaderna. Vi kan inte längre räkna med ytterligare stimulanser från centralbankerna för att stötta riskapiten och därför måste börsuppgång från dagens nivåer ske via stigande vinster, inte genom högre värdering. I väntan på starkare konjunktursignaler intar vi en försiktig hållning till globala aktier.

MÖJLIGHETER I EUROPEISKA VALUEAKTIER



Källa: Bloomberg

I Europa är Valuebolag historiskt lågt värderade och direktavkastningen är markant högre jämfört med tillväxtbolag. Det skall dock poängteras att värderingen är nedpressad, och det krävs att den ekonomiska tillväxten inte överraskar alltför negativt för att stilen skall gå bättre än övriga marknaden.

LAND/ REGION	P/E 2016 (P)	VINST- TILLVÄXT 2016 (P)
Globalt	15,7	2,2
USA	17,1	1,0
Europa	15,2	0,0
Japan	12,6	1,0
Indien	16,2	15,4
Kina	9,7	3,8

Källa: JPMorgan /IBES /MSCI

Bolagens samlade vinster har justerats ner och förväntas växa drygt 2 procent 2016. Vi räknar dock med en fartökning nästa år. Den indiska börsen är högt värderad, men visar fin vinstökning framöver. Att tillväxten infrias är en nyckelfaktor för att inte oron i marknaden ska öka.



Nordiska aktier

Inköpscheferna ser inget lyft

Låga räntor och låga avkastningskrav utgör fortfarande den främsta attraktionen med aktier som investering. Vinstutvecklingen för svenska och nordiska börsbolag är fortsatt svag. De positiva överraskningarna för första kvartalet förklaras av nedjusterade förväntningar inför rapportperioden, snarare än någon verklig ljusning. Trots en fortsatt svag vinstutveckling har aktierna i konjunktürkänsliga/cykliska bolag utvecklats starkt på börsen i år, men för att detta ska hålla i sig krävs en snar förbättring av ledande indikatorer. Det är oroväckande att exempelvis inköpscheferna världen över ännu inte tycks se tecken på den förstärkta industrikonjunkturpuls som aktiemarknaden redan prisar in. Vi ser dock förutsättningar för bättre intäktsutveckling för svenska banker framöver och attraktiva värderingar i flera av de bolag och sektorer där vinsterna kan växa även om den efterlängtrade högkonjunkten dröjer.

- Vinsttillväxten lyser med sin frånvaro, och vinsterna är i stort sett på samma nivå som 2011.
- Aktier inom verkstad, energi och råvaror har stigit på börsen hittills i år, trots svag vinstutveckling.
- Bottenkänning för bankerna. Vi bedömer att räntenettoppressen för de svenska bankerna vänder. Signaler om en mindre extrem penningpolitik framöver kan skapa uppgångar i sektorn.
- Spelbolagen är värda en chansning. Parallellt med spekulationerna om bättre tider för konjunktürkänsliga bolag har investerarna ratat många av de mest snabbväxande sektorerna, exempelvis spelbolagen, vilket gjort oddsen för dessa allt mer attraktiva.

RAPPORTERNA FÖR ÅRETS FÖRSTA kvartal överraskade visserligen positivt jämfört med de i förväg nedjusterade vinstprognoserna, men signalerna från bolagen har inte varit tillräckligt övertygande för att analytikerna ska justera prognoserna tillbaka uppåt. Dessutom är rörelseresultatet 16 procent sämre än i motsvarande kvartal i fjol i Norden (8 procent sämre i Sverige). Problemet är inte nytt, men icke desto mindre ett bekymmer för att kunna inta en mer långsiktig positiv syn på börsen som helhet.

De nordiska börsbolagen, för vilka vi har finansiell historik sedan 2011 eller längre, förväntas i år leverera 68 miljarder euro i justerad nettovinst, i princip samma nivå som 2011. Index över vinsterna har ökat med mindre än 5 procent på nio år, givet att vår prognos för 2016 slår in. Givetvis spelar de senaste årens kraftiga vinstnedgångar för oljesektorn en central roll. Om vi exkluderar oljebolag och offshore/oljeservice summerar vinstprognosen för Norden 2016 till 65 miljarder euro. Det är 10 procent mer än för fem år sedan. Problemet är dock allt för utbrett för att enbart förklaras med oljesektorn i Norge. Av de 32 största bolagen på Stockholmsbörsen (rörelsedrivande bolag med ett börsvärde över 30 miljarder kronor) förväntas mer än var tredje visa en lägre vinst per aktie (justerat för engångsposter) i år än de gjorde 2011 eller 2007. På listan över bolag vars vinster

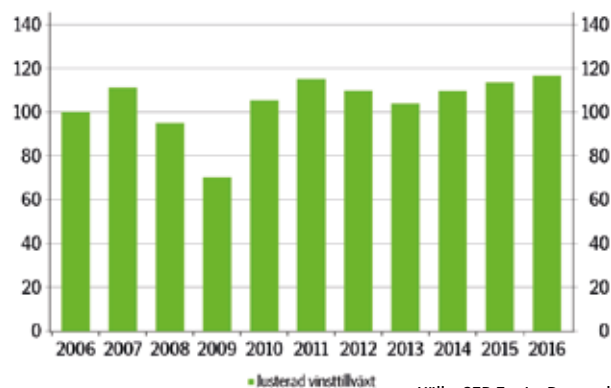
i år inte väntas nå upp till de fem respektive nio år gamla toppnivåerna återfinns välbekanta namn som Ericsson, Volvo, Telia, Boliden och Sandvik.

Visserligen räknar vi med mer substantiella vinstlyft 2017 och 2018, på 9 procent respektive 13 procent i Norden, inte minst med hjälp av att motvinden från oljesektorn byts till medvind 2018. Men för att investerarna ska våga tro på en sådan utveckling krävs sannolikt att prognoserna förblir intakta (att nedrevideringstakten minskar eller upphör helt) och att tidiga konjunkturindikatorer bekräftar en förestående konjunkturförbättring. Vi ser goda skäl till att söka bolag och sektorer som kan växa även i en fortsatt utmanande makromiljö.

Cykliskt rally, men inköpscheferna ser inget lyft

Finansmarknaden har under de senaste åren vid upprepade tillfällen drabbats av stark oro över konjunkturutvecklingen, senast i oktober 2014, augusti 2015 och januari 2016.

NOLLTILLVÄXT FÖR VINSTERNA



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar index över vinstutvecklingen för de nordiska börsbolagen i euro. Vinsttillväxten lyser med sin frånvaro, med endast marginella ökningar sedan 2011 och 2007 till i år.

Någon verkligt dramatisk förändring av marknadsförutsättningar inträffade dock aldrig och oron blåste över relativt snart. Liksom det vid ovan nämnda tillfällen kunde vara svårt att förstå magnituden av oron finner vi det idag utmanande att förklara optimismen kring samma cykliska aktier, de som i många fall under nämnda orosperioder var i strykclass, men som nu hissas på börsen.

De fem bästa aktierna hittills i år i OMXS30-index (Stockholmsbörsens 30 mest omsatta aktier), visar kursuppgångar på 11-34 procent, medan index som helhet har gått ner 8 procent (alla siffror exklusive utdelningar). Dessa fem vinnare återfinns alla i cykliska branscher som tung verkstadsindustri, stål och olja. Efter flera år av relativt svag industrikonjunktur är det givetvis flera av dessa bolag som skulle få en mycket stark vinstutveckling framöver om industrikonjunkturen lyfter, men i dagsläget ger ledande indikatorer såsom inköpschefsindex begränsat stöd för sådan optimism (se diagram).

Kraftiga förbättringar diskonteras

Från bottenivåerna i januari var uppstudsens i många cykliska aktier lätt att förklara som en naturlig återhämtning efter irrationellt hög oro under inledningen av året som pressade flera av dessa aktier till de lägsta nivåerna på flera år. Så är inte längre fallet, nu diskonteras rejäla marknadsförbättringar.

Som en följd av flera år med fallande vinster och nedjusterade vinstutsikter kombinerat med en stark kursmässig återhämtning i år, värderas det största verkstadsindustriföretaget på Stockholmsbörsen, ABB, idag till P/E 18 (konsensus) för innevarande år och på 12 månaders framåtblickande prognoser (rullande) är P/E-talet idag på den högsta nivån på åtminstone 12 år.

Aktien i Stockholmsbörsens största gruvbolag, Boliden (vars två viktigaste produkter är zink och koppar) handlas idag på samma nivå som i februari 2015, då kopparpriset var 22 procent respektive 15 procent högre än idag.

Nordens största oljebolag, Statoil, handlas idag på samma nivå (i USD) som i december 2014, då ett fat olja (brent) kostade över 60 dollar, cirka 25 procent över dagens nivå.

Kortfattat är det många av dessa aktier som idag redan räknar med en påtaglig förbättring av makromiljön framöver, det återstår att se när denna kommer.

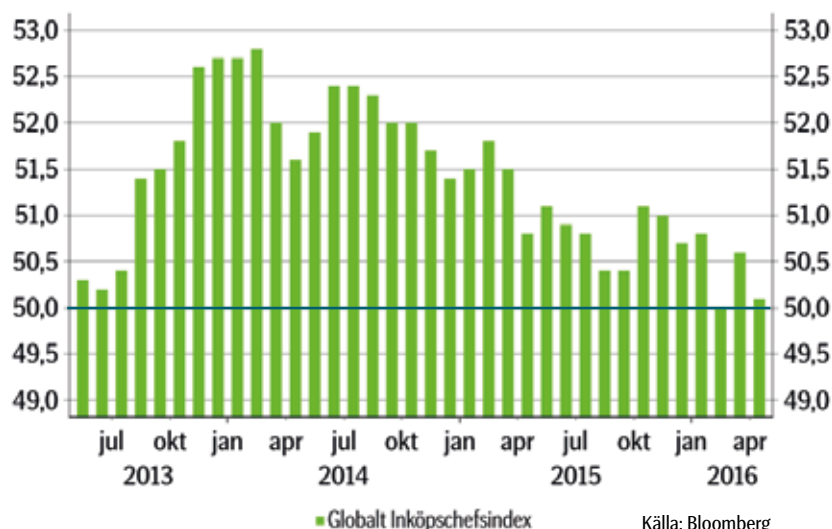
Bankerna vädrar morgonluft

Tre av fyra svenska storbanker har i år haft sämre värdeutveckling än OMXS30-index. I både Europa och USA tillhör banker börsernas strykclass. I någon mån har svenska banker sannolikt smittats av oro kring sektorn globalt, men troligen har också en svag intäktutveckling bidragit. Den enskilt viktigaste intäktstypen för banker är räntenettet. Det har pressats hårt av det extrema ränteläget med negativa styrräntor. Vi bedömer dock att botten är nådd och förutsättningar finns för att marknaden senare i år ska börja räkna med en signifikant räntenettförbättring under nästa år.

Räntenettet bör förbättras redan från och med andra kvartalet tack vare högre utlåningsmarginaler på företagslån i Norden, samt positiva trender även inom andra kundkategorier i Sverige. Vi räknar med stegvis förbättrade räntenettintäkter för svenska storbanker kommande kvartal, med betydligt bättre tillväxttakt under andra halvåret i år.

Dagens penningpolitik i Sverige är extrem i ett historiskt perspektiv, givet den tillväxt och kapacitetsutnyttjande (låg underliggande arbetslöshet) som råder. Marknaden bör där-

INGEN NYTÄNDNING FÖR INDUSTRIKONJUNKTUREN



Diagrammet visar JPMorgans globala inköpschefsindex för tillverkningsindustrin, där en nivå över 50 är förenlig med expansion. En sammanvägning av inköpschefsindex för tillverkningsindustrin världen över ger fortfarande inget stöd för den konjunkturoptimism som spirat på börsen de senaste fyra månaderna.

för kunna vänta sig en gradvis styrräntehöjning, i första hand tillbaka till nollränta, med start våren 2017. När styrräntan höjs kommer det att vara positivt för räntenettet och därmed vinsttillväxten i bankerna. Vi tror att effekten kommer att räknas in i börskurser långt före den faktiska höjningen.

Kombinationen av en direktavkastning på 7-8 procent, starka balansräkningar (i stark kontrast till många andra banker i Europa) samt en snar återgång till positiv tillväxt för den viktigaste intäktsraden gör att nordiska banker framstår som attraktiva.

Rekyl ger fina odds i spelbolagen

En sektor som sticker ut jämfört med snittet på Stockholmsbörsen på ett mycket positivt sätt vad det gäller vinstutvecklingen är spelbolagen, såväl operatörer som underleverantörer. Spelbolagen har idag ett sammanlagt börsvärde på över 70 miljarder kronor på Stockholmsbörsen (större än Electrolux och i nivå med Skanska) och de tre bolag vi bevakar (med ett sammanlagt börsvärde på 56 miljarder kronor) och där vi har vinsthistorik sedan 2007 har mer än femfaldigat vinsterna sedan dess (baserat på vår prognos för 2016).

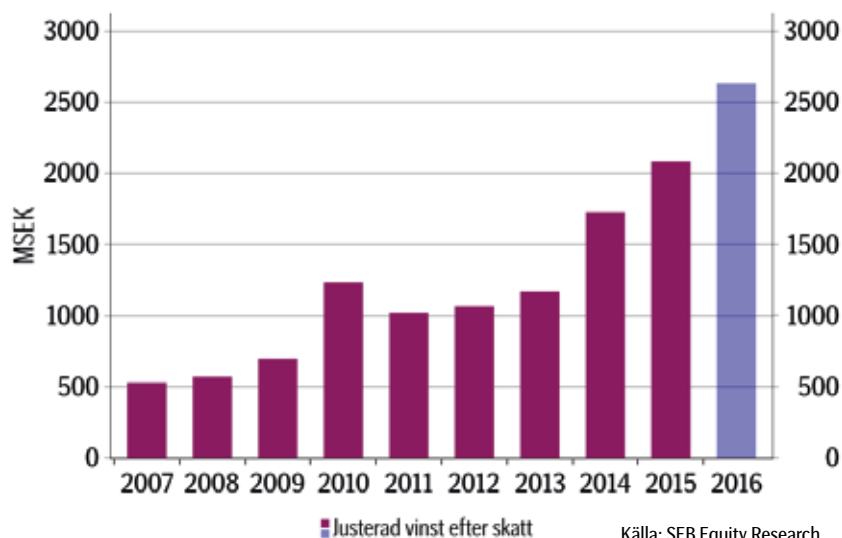
Den höga tillväxten fortsätter och det största bolaget, Unibet, dubblar vinsten jämfört med 2015 med hjälp av över 40 procents organisk intäktstillväxt kompletterat med förvärv. Tillväxtpotentialen framöver är fortsatt enorm och den tidiga utvecklingen för den privata spelsektorn i Norden har bidragit till att skapa flera bolag som kan få ledande positioner i Europa.

Aktierna har dock pressats hårt i år på grund av oro över kommande regleringar och högre beskattning i många europeiska länder. Vi menar dock att högre skattekostnader endast är ena sidan av myntet och att tryggare spelregler för branschen rimligtvis bör medföra lägre riskpremier vid värderingen av sektorn och därmed högre värderingar.

Branschen karaktäriseras av låg kapitalbindning. Det ger starka kassaflöden, mycket lågt konjunkturberoende som ger konjunkturstabila intäkter och betydande skalfördelar, vilket kan förväntas driva på strukturaffärer framöver. När dessa egenskaper kombineras med ett mer stabilt ramverk i form av licensierade, reglerade och beskattade intäkter bör vinsterna bli väsentligt högre än idag. Underleverantörerna av spel värderas redan väsentligt högre, sannolikt till stor del på grund av den betydligt lägre regulatoriska risk som deras affärsmodell anses medföra.

Vi finner kombinationen lägre aktiekurser och högre vinster attraktiv, inte minst i jämförelse med många andra sektorer på de nordiska aktiemarknaderna där motsatta förhållanden råder.

KRAFTIG VINSTILLVÄXT FÖR SPELBOLAGEN



Diagrammet visar justerad nettovinst i miljoner kronor för de tre svenska spelbolag vi bevakar; Unibet, Betsson och NetEnt som varit noterade sedan 2007.

% Ränteinvesteringar

Penningpolitiken närmar sig vägs ände

Efter en utdragen period med penningpolitiska stimulanser världen över uppenbarar sig frågan; hur mycket mer går att göra? Teoretiskt sett finns det enligt Internationella Valutafonden (IMF, International Monetary Fund) ytterligare utrymme för såväl räntesänkningar som tillgångsköp hos flertalet centralbanker, men i praktiken utmanas möjligheterna. Det som oroar såväl IMF som centralbankerna är att transmissionsmekanismen tycks vara försvagad, med andra ord – effekterna blir inte fullt ut de önskade. Detta talar för att de flesta centralbanker nått vägs ände med räntesänkningar, medan vi förmodligen får se ytterligare tillgångsköp.

- Riksbanken har sänkt färdigt.
- Europeiska Centralbankens (ECB:s) tillgångsköp ger stöd åt obligationsmarknaden.
- Råvarupriser och svagare USD stärker tillväxtmarknader.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Riksbanken beslutade i april att förlänga sina köp av statsobligationer till slutet av 2016. Omfattningen av köpen är enorma om vi jämför utestående stock av statsobligationer i Sverige relativt euro-området. Vår bedömning är att Riksbanken har köpt närmare 40 procent av den totala utestående statsobligationsstocken vid kommande årsskifte, att jämföra med cirka 20 procent för ECB. Samtidigt beslutade Riksbanken vid senaste riksbanksfullmäktige att reporäntan skall ligga kvar på -0,5 procent. Motivet till denna fortsatt aggressiva penningpolitik är naturligtvis att driva upp inflationen till målet om 2 procent via högre konsumtion, nya investeringar och en svagare krona.

Vår bedömning är att Riksbanken nu avstår från ytterligare stimulanser och istället utvärderar effekterna av pågående program för att sedan inleda räntehöjningar i april 2017. Reporäntenivån i eurozonen är noll och syftet med det är tudelat; dels vill ECB stimulera de sydeuropeiska ekonomierna i syfte att komma till rätta med de statsfinansiella problem som råder, dels vill man locka upp inflationen mot 2 procent.

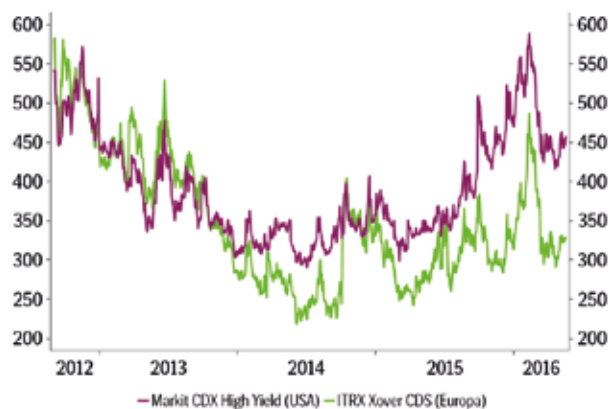
I USA kommer styrräntan gradvis att justeras uppåt från nuvarande nivå. Vår bedömning är att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), levererar nästa höjning i juli efter att tydligt ha varskott världen om vad som är på gång. Detta en tidigareläggning från september, som drivs av signaler från Fed att man tar intryck av global stabilisering och tecken på styrka i ekonomin. Vår prognos för inflationstakten i USA är 1,6 procent i slutet av 2016 och 1,8 procent i slutet av 2017, allt medan styrräntan väntas hamna i intervallet 0,75-1,00 procent vid utgången av 2016 efter ytterligare en höjning i december och 1,25-1,50 procent i slutet av 2017.

Företagsobligationer – Investment Grade och High Yield

Under den turbulenta perioden som inledde 2016 nyemitterades endast små volymer av företagsobligationer. Majoriteten av emittenterna under denna period hade hög kreditkvalitet och stort behov av kapital. Skeendet ändrades dock under mars då aktiviteten i kapitalmarknaden steg till följd av högre och stabilare råvarupriser och ökat förtroende för marknaderna. ECB beslutade under våren att starta ett nytt stödköpsprogram som även omfattar köp av företagsobligationer emitterade av bolag och institutioner inom euro-området och med lägst Investment Grade-rating (BBB-). Beslutet skapar förväntningar om högre stabilitet och bör även leda till tidigare lagda köp från andra finansiella aktörer.

Syftet med åtgärden är dels att främja en fungerande kapitalmarknad, dels att stimulera efterfrågan och investeringsviljan med hopp om tilltagande inflation. Samtidigt har en del banker, främst sydeuropeiska, ett behov av att minska sina lager av företagsobligationer. ECB:s köp inne-

SNÄVARE KREDITSPREADAR I SPÅREN AV STABILARE UTSIKTER



Källa: Bloomberg

Råvaruprisernas återhämtning tillsammans med en försiktigare amerikansk centralbank har gett ökat förtroende till kreditmarknaden.

bär att bankerna får hjälp med denna lagerminskning och förstärker därmed sina nyckeltal. Detta bör få positiva effekter på obligationsmarknaden inom euro-området med trolig spridning till andra marknader såsom den svenska.

Ränteskillnaden mellan europeiska High Yield-obligationer och den europeiska statsobligationsräntan har sedan orosperioden i februari, då skillnaden var som störst, minskat med knappa 2 procentenheter. Vi har på kort tid gått från en period med stor osäkerhet kring emittenternas betalningsförmåga till ett läge med betydligt stabilare utsikter. Vår bedömning är att vi kommer att se fortsatta inflöden av kapital till High Yield-marknaden och ett ökat intresse av att emittera nya obligationer.

I den svenska företagsobligationsmarknaden är andelen fastighetsbolag stor och vi bedömer att den kommer vara så även framöver. Vid valet mellan fasta eller rörliga kuponger dominerar fortfarande de rörliga, detta då investera vill eliminera ränterisken och samtidigt dra nytta av högre avkastning om Riksbanken börjar höja reporäntan. En högre reporänta får till följd att även Stibor-räntan stiger, vilket ger högre avkastning på rörliga kuponger.

Den norska High Yield-marknaden består till stor del av bolag med någon form av koppling till oljesektorn. Läget här liknar till viss del situationen i USA, där fler mindre bolag ställer in betalningarna och begär rekonstruktion. Vi har ännu inte sett fullständiga effekter ett oljepris under 50 USD/fat kommer att få, men risken är överhängande att vissa bolag inom den norska oljesektorn kommer att begära omförhandlingar avseende obligationsvillkoren under andra halvåret 2016.

I USA bedömer ratinginstitutet Moody's att den största konkursrisken under kommande 12 månader finns inom stål- och gruvsektorerna, följt av olja, gas och media. För europeisk räkning gör Moody's bedömningen att de största riskerna finns inom olja & gas, media och skogssektorn.

Tillväxtmarknader – Stabilare utsikter med färre undantag

Vid årsskiftet fanns en rädsla för att räntehöjningar i USA skulle få kraftiga negativa effekter på hårt skuldsatta länder inom tillväxtmarknader. Detta då dessa länder har utnyttjat det låga amerikanska ränteläget och den rikliga tillgången på amerikanska dollar för att finansiera sina bytesbalansunderskott. Med stigande amerikanska räntor följt av en starkare USD blir kostnaden för dessa skulder allt större. Ytterligare en faktor att beakta är att flera länder har sin valuta kopplad till USD, vilket i detta fall skulle innebära minskad konkurrenskraft.

Båda dessa orosmoln har mildrats påtagligt under våren. Den amerikanska centralbanken har signalerat en långsammare höjningstakt och vår bedömning är att de endast genomför en ytterligare höjning om 0,25 procentenheter under 2016. Samtidigt har den kinesiska ekonomin stabiliserats.

Både Ryssland och Brasilien har fått se inflationen sjunka under det första kvartalet. Båda dessa länder brottas dock med inhemska problem; i Brasilien riksrikt för den mutanklagade presidenten medan Ryssland lider av sitt ensidiga råvaruberoende samt handelsembargon från EU och USA.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,5 %	-0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-4,3 %	-2,1 %	-1,7 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,8 %	1,8 %	1,3 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	5,6 %	5,7 %	5,9 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Emerging Market Debt'	1 2 3 4 5 6 7	1,5 %	1,5 %	1,5 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %

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.

*Avkastning i lokala valutor.

Källa: SEB



Alternativa investeringar

Volatilitet på gott och ont

Årets inledande månader har bjudit på kraftigt varierande förutsättningar i termer av volatilitet. Efter stor osäkerhet och svag utveckling stabiliserades marknadsförutsättningarna relativt fort under mars och april. Vi har fått uppleva en miljö med kraftiga prISRörelser, emellanåt på extrema nivåer, tvära vändningar av trender och snabbt skiftande korrelationer mellan tillgångsklasser. Detta har inneburit en utmanande tillvaro för de flesta hedgefonder. Stabilare marknader och tydligare trender bör kunna ge bättre avkastningsmöjligheter.

Flertalet av de faktorer som tyngt oljepriset under hösten och våren har blivit mindre negativa, vilket har lett till att oljepriserna rekylerat upp relativt kraftigt från bottennivåerna under våren.

- Volatiliteten har inneburit svårigheter, men även skapat möjligheter.
- Stabilare trender kan skönjas efter inledande turbulens av året.
- Skilda förutsättningar för de olika hedgefondsstrategierna.

Hedgefonder – Skiftande förutsättningar för olika strategier

Sett till årets utveckling bland de olika hedgefondsstrategierna har förutsättningarna skiftat påtagligt. Årets inledande volatilitet innebar fördel för CTA:s medan Equity Long/Short hade påtagliga svårigheter med de extrema prISRörelser som uppstod. Under vårens och försommarens återhämtning har dock CTA tappat delar av sin uppgång och istället har Credit Long/Short tillsammans med Event Driven utvecklats starkt, något som förklaras av återhämtningen i energisektorn och starkare aktiemarknader.

Equity Long/Short

De kraftiga fallen på världens börser under årets inledning skapade problem för Equity Long/Short. Kursrörelserna var i vissa fall frikopplade från fundamentala faktorer och drevs istället av både rädsla och bristande likviditet. Dessa rörelser har dock skapat möjligheter att hitta avkastningskällor så länge oron inte påtagligt sätter tonen för marknadsutvecklingen. I valet av inriktning föredrar vi fonder som håller en någorlunda marknadsneutral nettoexponering framför fonder som har en nettolång exponering.

Credit Long/Short

Med stöd från återhämtningen i oljepriset har kreditmarknaderna, med företagsobligationer inom High Yield i spetsen, haft en stark utveckling de senaste månaderna. Beaktat kopplingen mellan råvarupriser och utvecklingen för framför allt amerikanska High Yield-krediter finns det fog för försiktighet om den starka pristrenden för råvaror

påtagligt vänder. Kreditmarknaden har haft stabila inflöden under den senaste tiden, vilket är förtroendegivande. Dock tenderar likviditeten att krympa snabbt i stressade marknadssituationer.

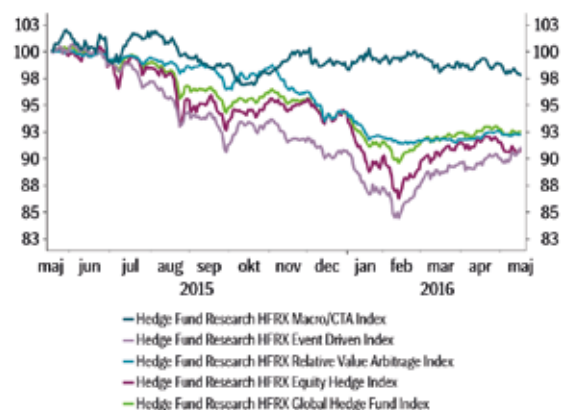
Event Driven

Efter ett tufft 2015 där svårigheterna till stor del kunde kopplas till allmän osäkerhet på marknaderna, har strategin Event Driven inlett detta år bättre. Aktiviteten på marknaden för företagsaffärer är fortsatt god samtidigt som prisbildningen (skillnaden mellan budkurs och rådande marknadskurs) på annonserade företagsaffärer ser attraktiv ut. Flera fonder med denna inriktning har ökat sin exponering mot just företagsaffärer och minskat exponeringen mot krediter och specifika bolagshändelser, något som minskar kopplingen till utvecklingen på aktiemarknaden.

Makro/CTA

Trendföljande strategier gick in i 2016 med långa positioner i statsobligationer och USD, samt korta positioner

TVÄRA KAST I STRATEGIERNAS UTVECKLING



Källa: Bloomberg

Under den turbulenta inledningen av året har förutsättningarna skiftat snabbt och medfört tvära kast i avkastningskurvorna.

i aktier och råvaror, en kombination som gjorde strategin till vinnare under inledningen av året. Den kraftfulla försvagningen av den amerikanska dollarn under senare tid skedde snabbt, vilket har hämmat flertalet fonder. En faktor som talar för strategin är att korrelationen mellan regioner och tillgångsklasser verkar minska något, vilket bör ge utrymme att hitta ytterligare avkastningskällor.

Råvaror – Balanserad oljemarknad till hösten

Flertalet av de faktorer som tyngt oljepriset under hösten och våren har blivit mindre negativa. Oron för utvecklingen i Kina har dämpats, dollarn har försvagats och oron för den globala konjunkturen är inte lika påtaglig. Sammantaget har detta lett till att oljepriserna rekylerat upp relativt kraftigt från bottenivåerna under våren. I skrivande stund är priset mer stabilt, trots ett fortsatt överutbud på runt en miljon fat per dag i oljemarknaden.

De rekordstora oljelagren inom OECD har fortsatt stiga under våren, men i betydligt beskedligare takt än tidigare. Aktuella lager bedöms vara cirka 400 miljoner fat större än önskvärt givet nuvarande konsumtion om cirka 96 miljoner fat per dag. Det räcker med en procents lägre utbud än efterfrågan procent under ett år för att lagren ska återgå till normal nivå.

Global efterfrågetillväxt på olja är stabil. Både IEA (International Energy Agency) och EIA (Energy Information Administration) prognostiserar en tillväxt i efterfrågan om 1,2 procent under 2016 jämfört med 2015. Det är i nivå med genomsnittlig årlig tillväxt sedan år 2000. Samtidigt faller global oljeproduktion utanför OPEC med cirka 0,7 miljoner fat/dag per år. Till exempel har amerikansk oljeproduktion fallit stadigt sedan sommaren, från som mest 9,6 miljoner fat per dag till 8,8 miljoner fat för närvarande. Antalet riggas i bruk har minskat till 328 från som mest 1400. Sammantaget leder det till vår bedömning att marknaden närmar sig balans under hösten.

Framtida produktion inom OPEC är mer osäker. För närvarande producerar man på rekordnivå. De närmaste åren

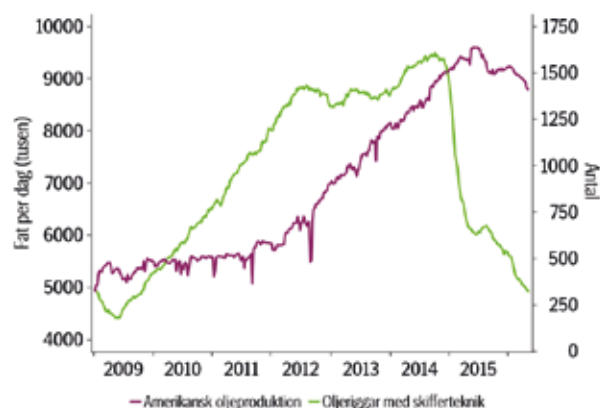
kommer produktionen sannolikt att öka ytterligare, både från Iran, Irak och Saudiarabien och till slut också från Libyen. Vi räknar inte med att OPEC, eller snarare Saudiarabien kommer vara garant för prisstabilitet genom produktionsminskningar/ökningar i framtiden. Mycket begränsade nya investeringar i konventionell oljeutvinning utanför OPEC och ingen vilja inom OPEC att anpassa sig till över- eller underutbud kommer att leda till mer volatila marknader de kommande 5-8 åren.

Globalt har investeringar i konventionell oljeutvinning dragits ner kraftigt och producenterna kommer sannolikt att vara väldigt försiktiga med nyinvesteringar även när oljepriserna återhämtar sig. Detta som följd av att det på lång sikt, över 10 år, ser utmanande ut för olja då nya teknologier, såsom till exempel elbilar, sannolikt kommer att minska oljans prisöverlägsenhet jämfört med andra energikällor, samt det stadigt ökande politiska miljötrycket.

Produktion av amerikansk skifferolja är betydligt mer flexibel än konventionell oljeproduktion, men det tar tid att förändra produktionen. För närvarande minskar produktionen med 0,7 miljoner fat per dag i årstakt. Att återgå till den tillväxttakt som gällde 2014, cirka 1 miljon fat per dag, tar 1,5 till 2 år. Så även skifferolja har en viss cyklicitet även om en cykel där snarare är 2 år, än de 5-10 år som gäller för konventionell oljeproduktion.

Vår prognos är att oljepriset kommer att ligga runt aktuell nivå, cirka 50 USD (Brent) även mot slutet av året. Vi ser däremot möjligheter för högre priser under sommaren och hösten, periodvis kanske upp emot 60 USD per fat. Skälen till detta är, förutom att efterfrågan ökar säsongsmässigt under sommaren till följd av ökat bilkörande (driving season) med cirka 1 miljon fat per dag, att det även finns indikationer på osedvanligt mycket underhållsarbete i Nordsjön som i så fall minskar utbudet tillfälligt. I kombination med en fallande produktion i USA finns därmed potential för något högre priser. För 2017 räknar vi med ett snittpris på 50 USD.

FÄRRE RIGGAR BÖRJAR FÅ GENOMSLAG



Källa: Bloomberg

Antalet amerikanska oljeriggas i bruk har som framgår ovan minskat mycket kraftigt. Ökad effektivitet har fördröjt utbudseffekten, men nu börjar utbudet falla.

EFTER 18 MÅNADERS OLJEPRISFALL KOM REKYLEN



Källa: Bloomberg

Oljeprisfallet som inleddes under sensommaren 2014 blev både kraftigare och mer uthålligt än de flesta prognosmakare räknat med. Vi väntar oss nu stabilare priser med potential för uppgångar under sommaren och hösten.



Valutor

Penningpolitik som drivkraft ebbar ut?

Centralbankers betydelse för valutamarknaden de senaste åren kan knappast underskattas. Efter G20-mötet i Shanghai (i februari) har dock utsikterna förändrats. Implicit lovade man varandra att inte längre använda den icke-konventionella penningpolitiken för att påverka valutamarknaden och därigenom skapa importerad inflation via en svagare växelkurs. EM-världen mår bättre av att USD har tappat lite mark samtidigt som råvarupriserna har börjat stiga igen. Fortsätter denna utveckling finns mer att hämta i några av de EM-länder vars valutor är undervärderade. Värdering är ett mer viktigt valutatema nu, men med små avvikelser från jämviktskurs bland G10-valutorna, och tillsammans med en svag men stigande riskapitet bör vi se små rörelser och sjunkande volatilitet de kommande månaderna.

- EUR – Europeiska Centralbanken, ECB, kan inte tillåta en för stark euro, men behövlig försvagning är beroende av att amerikanska Federal Reserve (Fed) höjer räntan.
- USD – Har tappat mark, men återhämtar delar av fallet inför kommande Fed-höjning i sommar.
- JPY – Mer rättvis värdering, stora framtida utmaningar borgar för en svagare yen.
- GBP – EU-omröstningen överskuggar allt; stärks efter ett förmodat "Ja" den 23:e juni.
- CHF – Rimlig försvagning hänger på lyckad politisk hantering av Brexit och Greklandskrisen.
- SEK – Riksbanken vägrar backa från en extrem penningpolitik, mer neutrala utsikter för kronan kommande kvartal.
- NOK – Stigande oljepris, attraktiv värdering och positiva flöden ger kronen medvind.

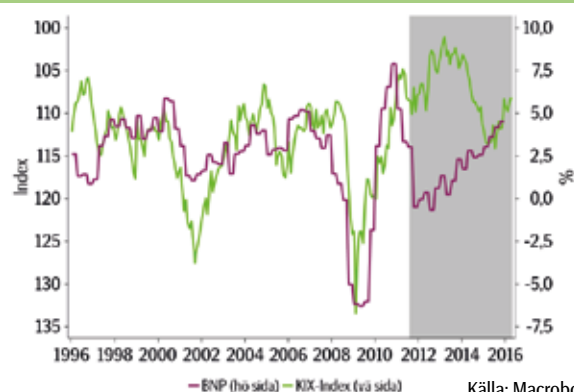
Med undantag för den japanska yenen är kronan den valuta som utvecklats bäst sedan startpunkten för Riksbankens minusräntor och obligationsköp (det vill säga 12 februari 2015). Att just kronan stärkts (cirka 6 procent i handelsviktade termer) trots den aggressiva svenska penningpolitiken är inte speciellt överraskande. Valutan var kraftigt undervärderad vid tidpunkten för introduktionen av den icke-konventionella penningpolitiken, Marknaden (både inhemska och utländska aktörer) hade redan en negativ exponering mot kronan. Dessutom har svensk ekonomi sedan dess (tack vare expansiv finans- och penningpolitik) utvecklats starkare än de flesta andra länders, vilket bidragit till en stigande krona. Sveriges starka balansräkning borgar också för att kronan inte längre behandlas som en starkt procyklisk och konjunkturberoende valuta; i tider av finansiell stress plockar svenska investerare hem minst lika mycket kapital som utlandet hämtar hem från svenska marknader. Fortfarande bär också svenska företag och institutioner relativt hög valutaexponering. Om kronan inte längre är lika konjunkturkänslig, vilket är vår bedömning, är det rimligt att vänta sig en ökad grad av valutasäkring – denna process är också kronpositiv. De flesta modeller inklusive våra egna

pekar på att kronan fortfarande är undervärderad. Inom 1-2 år bör den handelsviktade kronan (KIX, se diagram nedan) stärkas ytterligare 2-5 procent (vilket ger EUR/SEK mellan 8,60 – 8,80). Tidpunkten beror på när Riksbanken släpper valutafokuset till förmån för stigande svenskt resursutnyttjande och stark ekonomi. Det bör ske mot slutet av 2016.

EUR – Inte motiverat att handla kring jämviktskurs

ECB har fortsatt att lätta på penningpolitiken för att stötta eurozonen. Räntorna faller, utlåningen stiger och ekonomin har svarat med ett tillväxttempo över trend. Problemet för ECB och euron är att centralbanken är mycket långt ifrån att uppfylla sitt inflationsmål. Den handelsviktade euron handlas dessutom strax över vad vi bedömer vara långsiktig jämviktskurs. I dagsläget finns små möjligheter för ECB att markant försvaga valutan, eurozonen har ju dessutom ett relativt stort och växande bytesbalansöverskott som ger euron medvind. Framtida eurosavaghet som ligger i våra prognoser blir beroende av att Fed kommer på banan och höjer räntan igen.

KRONAN INTE LÄNGRE STARKT KONJUNKTURBEROENDE



Från att tidigare varit tydligt procyklisk och konjunkturkopplad har kronan sedan 2012 frikopplat sig från det allmänna risksentimentet, och följer inte längre samma mönster med exempelvis följsamhet mot börsens risk av/ risk på-flöden.

USD - Fed bidrar till att styrkan behålls

Svag global konjunktur samt osäkerhet om hur stark den amerikanska tillväxten är har fått Fed att backa från tidigare plan om fortlöpande räntehöjningar. Positioneringen har dessutom varit mycket likriktad för USD-styrka. Tillsammans med att marknaden trimmat sina Fed-förväntningar har dollarn backat. Men även om dollarn är övervärderad framför allt mot EM-valutorna är det för tidigt att tro på ytterligare korrektion. USA-ekonomin fortsätter att återhämta sig och Fed kommer strama åt, om än i mycket lugn takt. Spekulative (icke-kommersiella) aktörer har dessutom sålt USD sedan flera månader tillbaka. Det finns dock en inte obetydlig risk att presidentvalskampanjen fokuserar på förlorade jobb inom tillverkningsindustrin och den starka dollarn – mer fokus på handelsregleringar och tullar kan göra valutamarknaden mer försiktig till dollarns utsikter.

GBP – I väntan på omröstning

Omröstningen om EU-medlemskapet överskuggar alla andra faktorer. I början av året bedömdes sannolikheten för att Storbritannien röstar nej som hög och pundet föll kraftigt. Sedan dess har valutan återhämtat sig något, rimligtvis kommer handelsaktiviteten gå ned innan avgörandet är på plats (omröstningen sker 23 juni). Vi tror att utfallet kommer att bli positivt och att den höga andelen osäkra väljare till 60-70 procent ansluter sig till Ja-sidan. De ekonomiska argumenten för att stanna är också mer övertygande och ett Ja gör att vi tror GBP/SEK hittar tillbaka en bit över 12,00 under sommaren.

JPY – Styrkan är över för denna gång

Japans utveckling ger upphov till fler frågor än svar. Den politik som premiärminister Abe lanserade 2012 ("Abenomics") har inte levererat. Inflationen är hopplöst långt från det antagna 2-procentmålet och ekonomin pendlar mellan att gå in och ur recession. Trots att Bank of Japan (BoJ) tog klivet in i klubben med minusräntor har JPY stärks mer än någon annan G10-valuta sedan årsskiftet. Vi tror att JPY kommer falla tillbaka igen då 1) valutan inte längre är lika kraftigt undervärderad, 2) spekulativa investerare är kraftigt överviktad JPY, 3) BoJ kommer att fortsätta sänka räntan och 4) Regeringen avvaktar med att ytterligare lyfta momsen till och med 2017. JPY/SEK står i 7,10 i december 2016.

CHF – Fortsätter att försvagas i måttlig takt

Den starka schweizerfrancen pressar fortfarande landets inflation som varaktigt legat under noll sedan slutet av 2011. Men både schweizisk tillväxt och framför allt bytesbalans verkar klara av att hantera en stark valuta. Vi tror att Storbritannien röstar ja till att stanna inom EU. Vi tror dessutom inte på någon ny finansiell oro kopplad till Greklands utveckling. Sammantaget gör detta att vi inte bör se större finansiella flöden till Schweiz, vilket i kombination med en dyr värdering borgar för fortsatt försiktig depreciering. Vi tror att CHF/SEK når 8,04 mot slutet av 2016.

SEK – Riksbanken stoppar kronförstärkning tillfälligt

Kronan har varit i en kontinuerlig förstärkningsfas sedan början av förra året, trots ivriga försök av Riksbanken att begränsa dess framfart. I början av maj föll dollarn och bidrog till att den handelsviktade kronan stärktes till tvåårshögsta. Den närmaste tiden finns det flera anledningar till att vara mer neutralt positionerad i SEK:

- Riksbanken visar inga tecken på att ta ett steg tillbaka från den mycket expansiva penningpolitiken
- Svenska realräntor är mycket negativa och väntas ge ett dåligt stöd till kronan
- Fokus skiftar till NOK bland utländska förvaltare.

EUR/SEK handlas i intervallet 9,20-9,40 och fortsätter söderut mot och under 9,00 först när Riksbanken börjar avvika från ECB:s mjuka penningpolitik mot slutet av 2016.

NOK – Attraktiv värdering och flöden borgar för fortsatt uppgång

Att oljepriset rekylerat kraftigt gör självklart läget mera stabilt för den norska ekonomin och kronen. Men förutsättningarna för den ekonomiska utvecklingen förändras inte dramatiskt om oljan stannar kring 50 USD/fat. Tillväxten kommer varaktigt att växla ner och inflationen kommer successivt att falla under Norges Banks mål på 2,5 procent. Samtidigt köper centralbanken hela 900 MNOK/dag för oljefondens räkning och tillsammans med en attraktiv värdering räknar vi med att uppåttrycket på kronen består. Detta innebär att Norges Bank kommer bli tvingad att sänka räntan igen för att parera valutans stryka. EUR/NOK bör handlas strax över 9,00 i december 2016.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q2 2016	Q3 2016
EUR/USD	1,12	1,10	1,09	1,08	-1,4	-2,3
EUR/SEK	9,26	9,25	9,20	9,00	-0,2	-0,7
EUR/NOK	9,29	9,30	9,20	9,10	0,1	-1,0
USD/SEK	8,31	8,41	8,44	8,33	1,2	1,6
USD/NOK	8,34	8,45	8,44	8,43	1,4	1,3
EUR/CHF	1,11	1,11	1,12	1,12	0,4	0,8
CHF/SEK	8,38	8,33	8,25	8,04	-0,5	-1,5
EUR/JPY	123	123	125	125	0,5	2,2
GBP/USD	1,46	1,49	1,45	1,44	1,8	-0,5
GBP/SEK	12,14	12,50	12,27	12,00	3,0	1,1

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2016-05-25. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema - Brexit

To Brexit or to Bremain?

Oavsett utfall kommer processen kring den brittiska folkomröstningen 23 juni att påverka inte bara Storbritannien utan också resten av Europa. Påverkan blir framför allt politisk, men även ekonomisk och på finansmarknaderna. Oavsett utfall – med britternas framförhandlade rätt att stå utanför framtida integrationsarbete skapas stora frågetecken kring EU-samarbetets framtid, ett Tvåvägseuropa bildas. Även för Sverige kan effekterna bli stora, särskilt politiskt om Brexit (British exit) blir ett faktum.

- Vårt huvudscenario (65 procents sannolikhet) är att "stanna-sidan" vinner, vilket ger relativt små effekter ekonomiskt.
- Kortsiktigt ger det sannolikt ändå en del marknadsrörelser, mest troligt ett låtnadsrally för såväl pundet som brittiska och europeiska aktier.
- Om "lämna-sidan" får en svag majoritet räknar vi med nya förhandlingar och en ny folkomröstning – som skulle innebära en tid av oro men fortfarande hanterbara effekter.
- Vid ett hårt "lämna" dämpas tillväxten mest, men inte bara i Storbritannien, och den politiska EU-osäkerheten ökar än mer.

Trots att de brittiska väljarna har två alternativ ser vi tre möjliga utfall av folkomröstningen den 23 juni. Förutom en majoritet för stanna-sidan, också ett mjukt respektive ett hårt "lämna"-scenario. Utfallen påverkar inte bara Storbritannien utan även hela EU inklusive Sverige, och de påverkar på flera sätt, på kort och lång sikt. En ganska snårig bild med andra ord. Vi går här igenom de olika utfallen, i sannolikhetsordning, och analyserar tänkbara konsekvenser.

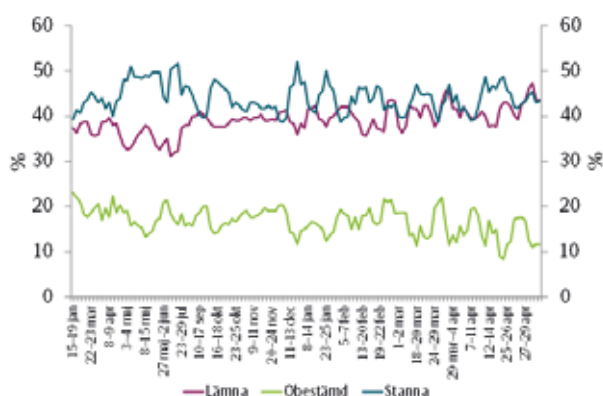
"Stanna"- Mest troligt, minst effekt

I dagsläget finns det flera argument för att "stanna"-sidan går vinnande ur striden. För detta talar dels opinionsläget – se graferna nedan, dels det faktum att engelska vadslagningsfirmor, som brukar vara relativt bra på att förutse resultat i politiska val, har "stanna" som klar favorit. Dessutom har den senaste tidens opinionsundersökningar visat en negativ korrelation mellan förändringen i antalet osäkra väljare (som är högt) och andelen "stanna". Alltså, de flesta osäkra tycks välja "stanna" när de bestämmer sig. Vi bedömer att sannolikheten för att "stanna"-sidan vinner är 65 procent.

Politiska effekter oavsett utfall

Ett "stanna"-utfall innebär till synes att allt förblir som det varit. Det är rimligt att anta att vi får se låtnadsrallyn på de finansiella marknaderna om Brexit-risken avväjrs. Pundet lär stärkas och så även börserna, såväl i London som i övriga Europa – givet att en tydlig opinionsbild åt detta håll inte får marknaderna att diskontera utfallet redan i förskott. Ekonomiskt kan vi anta att den inbromsning som osäkerheten kring Brexit har skapat under inledningen av

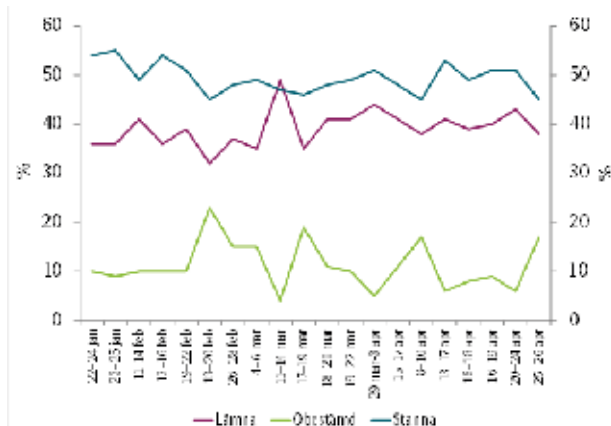
OPINIONSLÄGET SER JÄMNARE UT...



Källa: SEB Research

I de vanligast förekommande sammanställningarna av opinionsundersökningar (grafen till vänster) är ställningen i stort sett jämn, med en ganska stor andel osäkra väljare. I detta underlag ingår dock både vanliga telefonundersökningar med slumpvis utvalda personer och enkäter på internet där deltagandet är frivilligt.

...ÄN VAD DET ÄR?



Källa: SEB Research

Om vi istället studerar enbart telefonundersökningarna (grafen till höger) ser vi en liten men klar övervikt för "stanna". En möjlig slutsats är att de EU-negativa är mer aktiva i frågan och i större omfattning svarar på enkäter på nätet medan telefonundersökningarna ger en mer rättvisande bild av opinionen.

året tas igen, när de investeringar som man i dagsläget avvaktar med troligen genomförs. Sammantaget blir de finansiella och ekonomiska långsiktiga konsekvenserna ändå små vid detta utfall.

Politiskt innebär ett "stanna" också mer av normalisering jämfört med alternativen. Men de undantag som britterna förhandlat sig till inför omröstningen ritar om den politiska kartan i Europa på ett genomgripande sätt. Detta blottar en gammal skiljelinje i Europa-samarbetet. Medan kärnländerna på kontinenten (framför allt Tyskland och Frankrike) traditionellt har strävat mot en högre grad av integration och överstatlighet har britterna ofta verkat för liberaliseringar och högre grad av nationellt självstyre – en linje som vi svenskar till stor del anslutit oss till. Den bärande idén i de brittiska undantagen är att landet inte längre är en del av EU:s färdriktning mot en allt tätare sammanslutning som bland annat beskrivs i Fem presidents rapport (framtagen av EU:s chefer i Europeiska Rådet, Eurogruppen, Europeiska Centralbanken och EU-parlamentet under ledning av EU-kommissionens president Jean-Claude Juncker) där EU-ledare förra sommaren beskrev vägen mot en tydligare union. Det brittiska undantaget gör att diskussionen inte längre handlar om hur fort man ska gå fram med integrationen (beskrivet som ett Tvåhastighetseuropa) utan att vi nu har ett Tvåvägseuropa. Risken är uppenbar att fler länder följer britternas exempel, vilket gör EU-bilden påtagligt mer stökig och oklar.

Mjukt "lämna" – omförhandling och ny omröstning

Vid en svag majoritet för "lämna" är det inte säkert att Storbritannien faktiskt lämnar EU. Tvärtom har Londons avgående borgmästare Boris Johnson, som är en frontfigur för "lämna"-kampanjen, talat om att detta utfall skulle kunna leda till ytterligare förhandlingar kring brittiska undantag/förstärkt självständighet följt av en ytterligare folkomröstning, där utfallet blir "det önskade". Liknande

skeenden har vi sett vid flera tillfällen i EU-relaterade omröstningar i andra medlemsländer. Vi tillmäter detta scenario 25 procents sannolikhet.

Utdragen oro dämpar marknader och ekonomier

Detta scenario skulle innebära att britterna stannar, och de långsiktiga effekterna bör därför likna de vid ett "stanna". Men det lär bli en utdragen period med förhandlingar och stor osäkerhet och en ny oviss omröstning som även innebär ökad osäkerhet finansiellt. Vi räknar med att såväl pundet som euron initialt försvagas ytterligare, liksom börserna – allt annat lika. Denna reaktion ändras sannolikt när (om) nya förhandlingar med EU kommer i gång. På lite sikt räknar vi alltså med att börseffekten blir försumbar. Effekterna på den brittiska tillväxten blir större än i "stanna" då en utdragen osäkerhet lär fortsätta påverka investeringar och sannolikt konsumtionen negativt. Vi räknar med att osäkerheten också påverkar tillväxten i EU (och Sverige) svagt negativt under innevarande år.

EU kommer i förhandlingar att behöva göra ytterligare eftergifter, vilket skapar ännu större risk för att andra länder överväger "undantagsvägen" i EU-samarbetet. Redan gjorda undantag har dock gläntat på den dörren, så effekten av en vidare öppning behöver inte bli så mycket större.

Även om ett mjukt "lämna" skapar en längre period av osäkerhet (och givet att det slutar med att man ändå stannar) bedömer vi alltså att de långsiktiga effekterna på ekonomier och marknader i slutändan blir relativt begränsade av såväl "stanna" som ett mjukt "lämna". Eftersom vi ger dessa utfall sammanlagt 90 procents sannolikhet skulle man kunna stanna här. Men dels är opinioner svårbedömda, och kan svänga fort till förmån för hårt "lämna", dels skulle effekterna av det utfallet kunna bli så genomgripande att det förtjänar att belysas.

PUNDET RASADE VID ERM-EXIT



Källa: Bloomberg

I den finansiella världen är det rimligt att anta att pundet påverkas mest av utfallet. Även om mycket skiljer sig från situationen när britterna lämnade den europeiska växelkursmekanismen (Exchange Rate Mechanism, ERM) på 1990-talet ger dåtidens kraftiga pundfall (diagrammet till vänster) ändå en fingervisning om vad som kan ske. Risken för en Brexit syns redan tydligt i hur

VISS PUNDFÖRSVAGNING REDAN INFÖR OMRÖSTNINGEN



Källa: Bloomberg

marknaden prissatt pundet – särskilt mot USD. I diagrammet till höger visar den stigande grafen att pundet försvagats mer mot USD än vad euron gjort. Vid en Brexit räknar vi med fortsatt fall för pundet mot dollarn, och även så för euron. Vid ett "stanna" finns utrymme för en lättnadsrekyll upp.

Hårt lämna - Hård politisk press, dämpad tillväxt

Vid en tydlig majoritet för "lämna" (uppskattningsvis över 55 procent) är Brexit sannolikt ett faktum. Då blir effekterna tämligen stora, både initialt (marknader) och över tid (tillväxt och politik). Påverkan blir naturligtvis störst på Storbritannien, särskilt vad gäller marknader och tillväxt – men risken för genomgripande politiska effekter på övriga Europa ökar också påtagligt. I detta utfall blir också effekterna störst för Sverige, inte minst politiskt. Mer om såväl politik som effekter på Sverige nedan, men först ett öga på de ekonomiska konsekvenserna.

Tydlig tillväxtbroms

Ett hårt "lämna" innebär sannolikt en direkt försvagning av pundet, uppskattningsvis i storleksordningen 10 procent mot USD. Men även euron lär försvagas mot dollarn, givet den generellt ökade osäkerheten kring framtida ekonomiskt och politiskt samarbete i Europa. Även kronan lär få sin släng av försvagningssleven, drivet av såväl allmän riskaversion som risken för effekter på Sveriges EU-politik. På samma tema räknar vi med att obligationsräntorna då stiger direkt i London, men i övriga Europa inklusive Sverige blir effekterna mindre.

Utvecklingen skadar naturligtvis omvärldens förtroende för Storbritannien som investeringsland. I viss mån gäller detta även för övriga Europa. För börserna får vi, precis som vid

ett mjukt "lämna" sannolikt se nedgångar, störst i London. Men skillnaden blir att dessa effekter blir mer permanenta då tillväxtförutsättningarna förändras. Vi räknar med att den brittiska tillväxten hämmas av lägre investeringstakt samt osäkerhet/försämringar kring förutsättningarna för export till EU-länder liksom kring stabiliteten i det finansiella systemet. Detta motverkas till en del av att ekonomin stötts av en svagare valuta. Effekten på brittisk BNP summerar i våra analyser till en tillväxt som är bortåt en procent lägre per år 2016 och 2017 jämfört med vid ett "stanna". Samma osäkerheter påverkar i viss mån även eurozonen där vi räknar med cirka 0,5 procent lägre tillväxt dessa år.

Politisk panik – eller ökad integration?

Vid ett hårt "lämna" vidtar en lång process med förhandlingar kring hur det brittiska utträdet ska genomföras. Här kommer också att förhandlas om de framtida relationerna, handelsavtal, fria rörligheter för kapital och människor etc. Ingen har något att vinna på att Storbritannien isoleras alltför tydligt, allra minst briterna själva. Vi räknar med en hög grad av pragmatism i förhandlingarna som, i alla fall, gör de ekonomiska konsekvenserna hanterbara. Politiskt kommer briterna utan tvekan att tydligare isoleras från Europas beslutsfattande. Detta utfall kan också skapa spänningar inom öriket, skottarna är betydligt mer "stanna"-vänliga, vilket kan öppna för en ny våg av skotsk

BNP-PROGNOSE VID OLIKA UTFALL	2016			2017		
	UK	EUROZONEN	SVERIGE	UK	EUROZONEN	SVERIGE
Stanna-scenario	-0,5 %	-0,5 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Mjukt lämna-scenario	-4,3 %	-2,1 %	-1,7 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Hårt lämna-scenario	1,8 %	1,8 %	1,3 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %

Källa: Bloomberg

VALUTAPROGNOSE VID OLIKA UTFALL	SEPTEMBER 2016			DECEMBER 2017		
	EUR/GBP	EUR/USD	EUR/SEK	EUR/GBP	EUR/USD	EUR/SEK
Stanna-scenario	0,75	1,09	9,20	0,72	1,10	8,70
Mjukt lämna-scenario	0,79	1,05	9,30	0,74	1,09	8,85
Hårt lämna-scenario	0,85	1,02	9,40	0,82	1,06	9,10

Källa: Bloomberg

Kortsiktigt drabbar osäkerheten tillväxten med bland annat neddragna investeringar. De långsiktiga effekterna blir överlag störst vid en Brexit med en markerad minskning i brittisk tillväxt jämfört med övriga utfall enligt SEB:s prognos. Detta är i stort i linje med brittiska finansdepartementets bedömning att BNP blir 6 procent lägre över en 15-årsperiod. För svensk del väntas ett mindre tapp, som delvis kompenseras av en svagare krona.

Valutamässigt tar pundet naturligtvis mest stryk vid en Brexit. Även euron och kronan lär försvagas mot dollarn, men stärks mot pundet. Särskilt vid andra utfall än Brexit avgörs kronans och eurons utveckling av andra faktorer.

nationalism. Även för nordirländarna blir situationen förändrad med en EU-gräns tvärs över ön.

De politiska effekterna inom EU är lite svårare att överblicka. Högst sannolikt innebär detta en än tydligare risk för att fler länder söker alternativ till den från Bryssel föreslagna integrationsvägen. Spänningarna ökar sannolikt, EU-skeptikerna talar här om risker för sönderfall och/eller stort politiskt tumult. Men det går å andra sidan inte att utesluta att en Brexit faktiskt skulle underlätta och snabba på den europeiska integrationen. Britterna har varit tongivande inom det så kallade Nordeuropablocket inom EU tillsammans med länder som Danmark och Sverige. Dessa länder har från en liberalare ståndpunkt tidvis motverkat integrationsimpulser – utan britter blir motståndet svagare, vilket skulle kunna öppna upp för en snabbare integration. Vid en Brexit kommer EU också tydligare att domineras av euroländerna, varpå ett införande av euro även i övriga länder kan bli nödvändigt för att inte marginaliseras.

Sverige tvingas välja väg?

Sverige påverkas politiskt oavsett vilken väg britterna väljer. Med de brittiska undantagen på plats – och särskilt om ett mjukt "lämna" leder till ytterligare sådana – uppstår frågan om Sverige ska följa efter och begära egna undantag. Sverige har ju hittills haft en om inte skeptisk så i alla fall ambivalent inställning till Europa-samarbetet. Vi valde ju exempelvis bort euron. I en bild med ett allt tydligare

Tvåvägseuropa kommer Sverige sannolikt tvingas välja väg, förr eller senare. Med britterna kvar i EU har Sverige åtminstone möjligheten att välja en variant av den brittiska mer självständiga vägen, även om den ståndpunkten hittills inte framförts i debatten och inte heller vinner majoritet i svenska opinionsundersökningar.

Givet tidigare resonemang kan Sverige vid en Brexit hamna i ett läge där vi tvingas välja mellan att införa euro eller lämna EU – till skillnad från Danmark har vi ingen formell rätt att stå utanför euron. I SCB:s (Statistiska Centralbyrån) Europa-sympatimätning i höstas uppgav endast 14 procent av svenskarna att de ville införa euron som valuta. I en Demoskop-undersökning SEB låtit göra fick svenskarna välja mellan att lämna EU eller införa euron. Här förklarade sig 38 procent villiga att införa euro. Även om fler (47 %) valde "lämna"-spåret, tolkar vi utfallet som att relativt många svenskar kan tänka sig den "eftergiften" för att få vara kvar i EU.

Brexit eller inte, ökad integration eller inte, euro i stället för krona. Varianterna är många och prognoserna vanskliga. Men oavsett vad som händer är osäkerheten och utmaningarna störst på politikens område, de ekonomiska konsekvenserna framstår som hanterbara. Särskilt om något av de mer troliga scenariorna infrias och britterna stannar i EU.

Tema - Bilindustrin

En ljuspunkt i Europa

Bilindustrin är relativt mogen och cyklisk till sin natur varför biltillverkarna nästan alltid värderas till relativt låga vinstmultiplar i goda tider. Men nuvarande värdering sticker i ett historiskt perspektiv ut som attraktiv i absoluta termer och mycket attraktiv i relativa termer. Trots skandalen i Volkswagen väntas vinsterna i Europas bilindustri växa till rekordnivåer i år. Den globala bilmärknaden har vuxit starkt sedan 2009 och från fjolårets rekordnivå är utsikterna för ytterligare volymtillväxt förvisso inte övertygande, men Europa sticker ut på den positiva sidan.

- Aktier i europeiska biltillverkare är lågt värderade, både i absoluta tal och relativt andra.
- Bilindustrin är på väg mot nya rekordvinster trots VW och avviker därmed tydligt positivt från snittet i Europa.
- Den globala bilmärknaden är på toppnivåer och förr eller senare vänder den ner, men Europa ser relativt lovande ut.
- Kreditmärknaden tycks inte nämnvärt oroad över biltillverkarnas finansbolag.
- Bilindustrin anses allmänt vara en "mogen industri", men står just nu i centrum av två samhällsomvandlande teknologiskiften.

Den europeiska aktiemärknaden har haft en betydligt sämre utveckling än USA under lång tid trots att värderingen kontinuerligt talat till Europas fördel. Förklaringen ligger i en väsentligt sämre vinstutveckling. Vinsterna för Euro Stoxx 600 (index över de 600 största börsbolagen i Europa), ligger fortfarande långt under toppnivåerna före Lehman-kraschen. Efter en kort och snabb återhämtning 2010 har det varit pyspunka på vinstfronten, med kontinuerliga nedrevideringar av prognoserna samt sidledes eller svagt fallande aggregerade vinster.

Men även om en svag vinstutveckling utgör en fullgod förklaring till att den europeiska börsen haft en bättre utveckling än vad som varit fallet, finns det viktiga delsegment av märknaden där denna förklaring inte är korrekt. Det senaste året har kursutvecklingen för europeisk bilindustri varit svag, trots en positiv vinstutveckling, och bilaktierna har utvecklats sämre än börsindex i stort trots en överlägsen trend för vinstutsikterna. Kombinationen av svag kursutveckling och stark relativ vinstutveckling har gett upphov till ett sällsynt stort värderingsgap.

Volkswagenrabatt på hela sektorn?

Givetvis kan Volkswagenskandalen (omfattande och avancerat fusk för att runda regelverket kring kväveoxidutsläpp i USA) utgöra en viktig delförklaring, men Volkswagens (VW) problem är också inkluderade i analytikernas vinstprognoser för bolaget och sektorn. Trots att

vinstutsikterna för VW (Europas största biltillverkare) har försämrats kraftigt sedan förra sommaren har de justerats upp för sektorn som helhet i Europa. Vi kan konstatera att även om de direkta kostnaderna för VW:s fusk fortfarande är svåra att uppskatta - det är sannolikt inte bara myndigheterna i USA som kommer att kräva VW på ersättning - så ser de indirekta kostnaderna i form av tappade marknadsandelar ut att bli ganska begränsade. Trots en enorm internationell massmedial uppmärksamhet kring ett medvetet och avancerat fusk inom ett så politiskt och känslomässigt laddat område som miljöförurening, (som kostade både VD och styrelseordförande arbetet samt tiotals miljarder euro för aktieägarna), har VW-koncernen bara tappat cirka 1 procentenhet av märknaden i Europa, från 24,4 procent första kvartalet 2015 till 23,4 procent första kvartalet 2016. VW-koncernens försäljning växte faktiskt under första kvartalet i år, men betydligt långsammare än branschen totalt och marknadsandelen är nu tillbaka på samma nivå som under 2011. När det gäller den totala bilmärknaden är det svårt att se något spår av VW-skandalen överhuvudtaget i statistiken, det tycks enbart vara marknadsandelarna som förskjuts.

AKTIEMÄRKNADEN I USA HAR UTKLASSAT DEN EUROPEISKA



Diagrammet visar årlig totalavkastning för europeiska och amerikanska aktier beräknat i SEK.

Sannolikt har VW:s fusk ändå bidragit till en ökad oro för ytterligare skandaler i sektorn och därmed en viss rabatt på aktierna. Denna oro var mycket påtaglig under hösten och vintern då alla typer av nyheter, eller bara rykten om testfusk eller myndighetsutredningar i branschen, skapade kraftiga kortsiktiga kursrörelser i de berörda bolagen. Vi saknar möjlighet att bedöma hur stor risk det är i praktiken med en upprepning hos någon annan stor biltillverkare. Fusk och bedrägerier förekommer tyvärr ibland i alla delar av samhället och det är långt ifrån givet att nästa stora företagsskandal återfinns inom bilindustrin. En rad mindre omfattande händelser har visserligen uppdragats det senaste halvåret, främst att Mitsubishi fuskat med redovisningen av bränsleförbrukningen på den japanska hemmamarknaden, och det har uppstått debatt kring hur tester ska konstrueras för att ge en rättvisande bild, men ingenting i närheten av så omfattande som VW-skandalen. Den del av nuvarande värderingsrabatt på sektorn som kan förklaras av oro för en upprepning av VW-skandalen kommer att krympa med tiden förutsatt att inga nya skandaler uppdrags.

Kreditförluster – var god dröj

Bilindustrin säljer inte bara bilar utan även finansieringslösningar till sina kunder. Även om dessa finansbolag vanligtvis bidrar med både lönsamhet och återkommande intäkter samt är ett viktigt stöd för att underlätta själva fordonsförsäljningen, är de då och då föremål för oro i finansmarknaden. Liksom andra finansinstitut är de beroende av en fungerande kreditmarknad. Dessutom har de en relativt koncentrerad risk mot konsumenter och priserna på begagnade bilar. Under det senaste året har vi sett två tydliga utbrott av oro i finansmarknaden kring bilindustrins finansbolag, dels i samband med avslöjandet av VW-skandalen som under en tid skakade hela sektorn, dels i februari i år. För stunden ser vi dock ingen större oro kring dessa verksamheter i kreditmarknaden och vi kan konstatera att den historiskt låtta penningpolitiken, som

sannolikt fortsätter under lång tid framöver åtminstone i Europa, är till stor nytta för finansbolag som dessa.

Råvaror ger marginalstöd

Trots en kraftig återhämtning för flera råvarupriser under de senaste månaderna är priserna på viktiga material som stål, aluminium, koppar och plast fortfarande låga i ett närhistoriskt perspektiv. På grund av tidsmässiga förskjutningar mellan spotmarknadspriser och realiserade kostnader för tillverkningsindustrin kommer de att bidra med kostnadsbesparingar i år. För en bransch som arbetar med stora materialvolymerna och relativt tunna vinstmarginaler, är detta viktigt. Visserligen bör detta vara diskonterat redan i analytikernas vinstprognoser för bolagen, men det tål ändå att lyftas fram som en kortsiktigt gynnsam faktor för branschen. En färsk rapport från den kanadensiska centralbanken pekar dessutom på att 85 procent av prisuppgången på basmetaller 2002-2010 drevs av den extrema tillväxten i den kinesiska byggaktiviteten under denna period. Någon ny drivkraft för efterfrågan på metaller som kan ta vid framöver syns inte idag. I kombination med de senaste årens kraftiga utbudsökning talar det för att det kommer dröja mycket länge innan kostnadstrycket från stigande råvarupriser, som plågat bilbranschen upprepade gånger under det senaste decenniet, kommer tillbaka.

Köpa cykliskt på toppen?

Då bilindustrin är cyklisk till sin natur, är det verkligen klokt att investera på historiska toppnivåer?

Det faktum att den globala bilförsäljningen redan ligger på historiska toppnivåer och 2016 sannolikt blir det sjunde expansionsåret i rad, den längsta perioden av obruten volymtillväxt i den globala bilmarknaden sedan 1980-talet, bör rimligtvis betyda att vi är nära slutet av expansionsfasen.

HISTORISKT STOR VÄRDERINGSRABATT



Diagrammet visar framåtblickande vinstprognoser samt P/E-tal för den europeiska bilindustrin jämfört med den europeiska aktiemarknaden som helhet (Euro Stoxx 600).

GODA VINSTUTSIKTER I BILINDUSTRIN



Diagrammet visar framåtblickande vinstprognoser för den europeiska bilindustrin jämfört med den europeiska aktiemarknaden som helhet (Euro Stoxx 600).

Det finns dock stora skillnader mellan olika geografier:

- Bilförsäljningen i USA nådde under 2015 nya rekordnivåer och har under det senaste halvåret pendlat kring nivåer snarlika dem som rådde under 10 års tid före finanskrisen.
- Den kinesiska marknaden förväntas fortsätta växa i år, men långsammare än historiskt och är i någon mån dopad av statliga stimulansåtgärder riktade mot sektorn (främst småbilar och elbilar).
- Övriga Asien fortsätter växa från rekordhöga nivåer, men tillväxttakten har avtagit påtagligt efter 2013.
- I Latinamerika och Östeuropa minskar försäljningen kraftigt sedan 3-4 år tillbaka.
- I Västeuropa syns en tydligt stigande trend med positiv tillväxt, men försäljningen har trots detta inte kommit tillbaka till toppnivåerna som gällde före eurokrisen. Kombinationen av en positiv trend och fortsatt stor återhämtningspotential är unik för Västeuropa och får regionen att framstå som relativt attraktiv i närtid vid en internationell jämförelse.

Trots att bilindustrin är internationell och alla de stora bolagen har en global närvaro så har de europeiska bolagen en extra stark position i Europa. Medan cirka 1/6-del av alla personbilar och lätta lastbilar i världen säljs i Västeuropa har de stora europeiska biltillverkarna 30 procent eller större andel av sin bilförsäljning i denna del av världen, för PSA Group (Peugeot, Citroën) är andelen cirka 60 procent. Även om en stor andel intäkter i Europa inte har varit någon lyckosam position under de senaste 10-20 åren är det sannolikt en gynnsam exponering i närtid.

Två av de viktigaste drivkrafterna för bilförsäljningen, arbetsmarknad och räntor är dessutom fortsatt påtagligt gynnsamma i både USA och Europa varför vi har svårt att dela den stora oro över bilmarknadens utveckling som tycks speglad i rådande sektorvärdering.

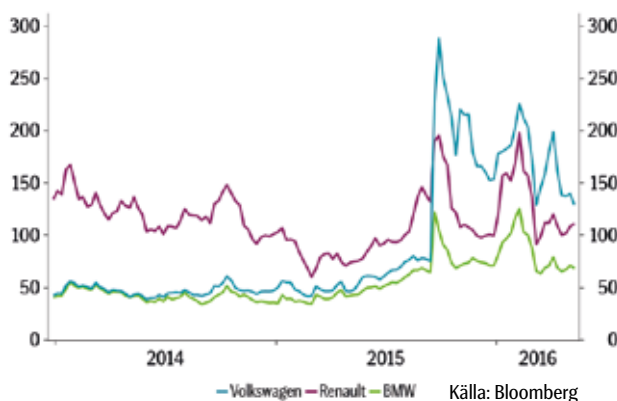
Givetvis kommer även de europeiska tillverkarna att drabbas när den globala bilmarknaden så småningom viker igen, men en betydande andel försäljning i Västeuropa bör vara relativt gynnsam i närtid. SEB räknar dessutom med fortsatt växande global bilproduktion i världen 2016 och 2017. Framför allt ser vi dock att värderingen av den europeiska bilindustrin på trögrörliga multiplar, såsom värderingen av bokfört eget kapital, är långt ifrån ansträngd i ett historiskt perspektiv, trots rekordhöga vinster och fortsatt gynnsamma marknadsförhållanden samt extremt låga avkastningskrav på nästan alla tillgångsslag.

Mogen industri i teknikens framkant

Bilindustrin är närmast stereotypen för en mogen bransch, men befinner sig ändå just nu i centrum för två potentiellt samhällsomvälvande teknologiförändringar; självkörande bilar och elbilar. Det känns nästan som "science fiction" att tänka sig ett samhälle där tysta och rena elbilar (laddade med kraft från förnyelsebara energikällor) kör omkring på våra gator, särskilt om de kör av sig själva medan passagerarna bara anger önskad destination. Tekniken för detta utvecklas dock så snabbt att visionen kan bli verklighet redan inom ett par decennier och bilbranschen har redan börjat ta flera viktiga steg i denna riktning. De nya teknologierna påverkar redan bilindustrin, men det är en stegvis utveckling som sannolikt kan hanteras av branschen och flera av de europeiska bolagen har redan intagit intressanta positioner.

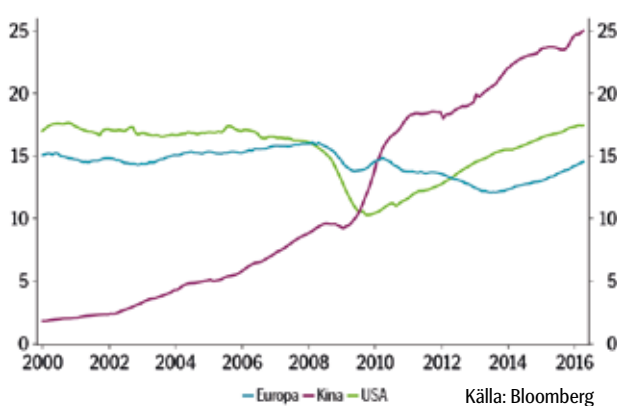
Redan idag finns det elbilar med toppmässig prestanda och elbilar med en prisslapp anpassad för massmarknaden. Dessvärre dröjer det dock ytterligare ett antal år innan hög prestanda (lång räckvidd) kan kombineras med massmarknadspriser. Under 2015 var endast 1 procent av nybilsförsäljningen i världen elbilar (inklusive laddningsbara "plug in"-hybrider).

INGEN AKUT KREDITMARKNADSORO FÖR SEKTORN



Diagrammet visar riskpremien på krediter till några av de stora europeiska biltillverkarna med störst finansverksamhet i relation till börsvärdet. VW-krisen och konjunkturoron i februari syns tydligt, för övriga bolag har läget normaliserats medan oron kring VW är klart högre än före utsläppsskandalen.

BILMARKNADEN PÅ TOPPNIVÅER, REGIONALA SKILLNADER



Diagrammet visar nybilsförsäljningen i USA på månadsbasis i säsongsjusterad årstakt samt nybilsregistreringar i Europa de senaste 12 månaderna, rullande. Den kinesiska bilmarknaden har vuxit extremt fort under lång tid, i USA har bilförsäljningen sannolikt planat ut nära "normalnivån", i Europa är tillväxten god från en låg nivå men fortfarande klart under gamla toppnivåer.

Förlösa bilar finns redan, men det lär dröja mer än ett decennium innan de blir vanligt förekommande. Vägen dit går via ett allt större inslag av förebyggande säkerhetsutrustning och tekniska stödsystem för den mänskliga föraren – så kallad aktiv säkerhetsutrustning. Effekten av sådan aktiv säkerhetsutrustning, som nu snabbt ökar i personbilar världen över, syns redan i statistiken över antalet dödsfall i trafiken i USA. Säkerhetssystemen har förbättrats påtagligt under de senaste åren och viktiga initiativ från branschorganisationen för biltillverkare i USA samt från Toyota internationellt gällande automatiska bromssystem garanterar en snabb penetrationsökning under kommande år. Toyota utlovar automatiska bromsar som standard på alla modeller i slutet av 2017.

Smarta bilar lockar IT-stjärnor

Att bilindustrin med dessa två spännande trender står i teknikens framkant bekräftas även av att bolag som Alphabet (Google) och Apple, men även Samsung, satsar på smarta bilar. Pessimisten kan givetvis oroas över att vi står inför en repris av den branschrevolution som drabbade telefontillverkarna när "smarta telefoner" från Apple och Google revolutionerade telefonindustrin; Nokia kollapsade då på ett par år från att vara Nordens mest vinstriska bolag med en världsmarknadsandel på cirka 40 procent till att bli förlustbringande, obetydlig och till slut helt överge telefontillverkningen. Det finns även en oro för att självkörande bilar på sikt kommer att minska intresset bland konsumenterna för att äga sin egen bil. Vi bedömer att det är allt för tidigt att dra så långtgående slutsatser. De enorma utmaningarna i form av logistik, produktion och distribution inom bilindustrin talar för att IT-jättarnas roll i denna bransch kan bli mycket annorlunda mot telefonindustrin.

Exakt vad Apple har för ambitioner på området är ännu okänt och begränsat till diverse, i vissa fall motstridiga, rykten i media men Google som länge skyltat med sina ambitioner på området inledde nyligen ett samarbete med Fiat Chrysler. Google och Fiat Chrysler ska tillsam-

mans bygga 100 självkörande bilar. De flesta andra stora biltillverkarna satsar på egna lösningar men Fiat Chrysler har hittills släpat efter och tycks betrakta sensorer och mjukvara för självkörande bilar som komponenter de med fördel kan köpa från underleverantörer istället för att utveckla själva. Googles strategi kan utifrån detta också tolkas som att de snarare önskar bli en mjukvaruleverantör till bilindustrin än en del av den.

När det gäller Tesla är det sannolikt svårt att överskatta vad de har gjort för perceptionen av elbilar och i synnerhet el som ett alternativ inom premiumbilsegmentet, men när det gäller försäljningsvolymerna är de fortfarande mycket små, och Renaultkontrollerade Nissan är fortfarande det fabrikat som har sålt flest elbilar i världen. Samtliga tillverkare har planer för att ta del av denna snabbt växande, men fortfarande begränsade, del av marknaden. Tesla har bidragit, och kommer att bidra ytterligare, till den dramatiska kostnadseffektivisering som sker på batterifronten, men hela industrin har möjlighet att dra nytta av denna utveckling. Enhetskostnaden för de litiumbatterier som driver såväl rena elbilar som hybridbilar har minskat med cirka tre fjärdedelar på bara 6 år och nya planerade satsningar från flera av de stora batteritillverkarna, inklusive en uppmärksammad batterifabrikssatsning från Tesla, förväntas medföra snabbt fallande kostnader fram till 2020.

Bilindustrin står inför stora teknologiskiften de kommande 20 åren, kanske snabbare än någon gång tidigare i branschens moderna historia. Detta medför såväl utmaningar som möjligheter och en direkt parallell till telefonindustrin är tveksam. De etablerade bolagen i branschen har betydande komparativa fördelar gentemot tidigare nämnda IT-bolag. De möjligheter och hot som smarta elbilar erbjuder förklarar förmodligen delvis varför europeisk bilindustri idag handlas med dubbelt så stor rabatt mot börssnittet som i genomsnitt under de senaste fem åren. Bilindustrin värderas idag med en rabatt på 46 procent mot Euro Stoxx 600, att jämföra med snittet på 23 procent sedan 2011.

VÄRDERINGEN AV EGET KAPITAL UNDER HISTORISKT SNITT



Diagrammet visar värderingen av bokfört eget kapital för europeisk bilindustri. Investerarna tycks redan diskontera nästa lågkonjunktur för branschen. Trots rekordvinster och ultralåga räntor värderas bilindustrins kapital något under den historiska snittnivån de senaste 15 åren.

Tema - Vindkraft

En ren ekonomisk kraft

Vindkraftsinvesteringarna växte kraftigt under 2015 och kapaciteten nådde nya rekordnivåer. Tillväxten drivs främst av Kina, men fler länder höjer sina investeringsambitioner. Priset per producerad megawattimme vindkraft har minskat med mer än 60 procent de senaste sju åren och med 20-40 procents lägre utrustningskostnader är vindkraft klart konkurrenskraftigt mot kol, naturgas och vattenkraft i många delar av världen – även utan statliga subventioner. Vindturbinstillverkarna leder omvandlingen av global kraftgenerering bort från fossila bränslen och vindkraft var den energikälla som adderade mest produktionskapacitet ifjol.

- Vindkraftsinvesteringar nådde nya rekordhöjder 2015
- Potentialen för vindkraft är stor då den endast står för 3,3 procent av global elproduktion, men kan nå 17-19 procent år 2030.
- Vindkraft växer globalt då kostnaderna nu är avsevärt mer konkurrenskraftiga, utan subventioner.
- Vindkraftverken växer på höjden, bredden, blir mer effektiva och billigare att tillverka.
- Utvecklingsekonomier driver investeringarna, med Kina i spetsen, men även länder som Brasilien, Indien och Polen har höjt sina ambitionsnivåer.
- Det politiska ramverket med klimatavtalet i Paris är positivt för vindkraftstillverkarna.
- Både vind- och solkraft är viktiga delar i omställningsprocessen från fossila bränslen.

DEN NYINSTALLERADE VINDKAPACITETEN var rekordstor under 2015. Beräknat i gigawatt (GW) ökade den globalt med 17 procent, för att landa på en totalt installerad kapacitet om 432 GW. Kapaciteten har därmed dubblats de senaste fem åren. Vindkraft har nu andrapositionen för förnybara energikällor, efter vattenkraft med över 1000 GW i installerad kapacitet. Kina adderade hälften av vindkraftsinvesteringarna i fjol och står för en tredjedel av

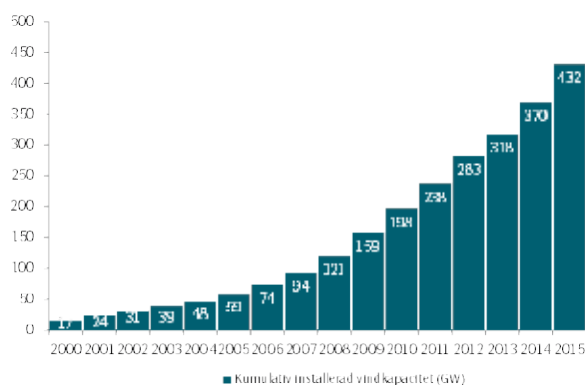
den installerade kapaciteten. USA, Tyskland, Indien och Spanien är de övriga länderna på investerartoppen. Den kinesiska tillväxten var anmärkningsvärt hög och är en funktion av landets ökade fokus på förnybar energi. De senaste tre åren har majoriteten av investeringar i vindkraft gjorts av utvecklingsländer. Diagrammet nedan illustrerar de senaste 15 årens installerade vindkraftskapacitet; det blåser starka vindar för vindkraftsinvesteringar.

Vindkraft leder omvandlingen av det globala kraftssystemet ifrån fossila bränslen och var även den energikälla som adderade mest kapacitet ifjol. Med 432 GW har nu vindkraften större installerad kapacitet än kärnkraften, med en kapacitet på 383 GW. Parisavtalet (med 186 länder) från förra året satte upp ambitiösa mål för att hålla nere den globala uppvärmningen och få en energiproduktion fri från fossila bränslen senast 2050. Vindkraft har potentialen att minska utsläpp samtidigt som den skapar jobbtillfällen. Vindkraft kan nu leverera konkurrenskraftig, relativt tillförlitlig och ren energi för att driva ekonomiskt hållbar utveckling. Vindkraft är därmed den främsta investeringskandidaten.

Vindkraft – växer snabbast i Kina

Kina visar ofta vägen gällande investeringsvolymerna globalt, för de flesta industrier – detta visade sig även inom

ÖKANDE GLOBAL VINDKRAFTSKAPACITET



Diagrammet visar den globalt växande installerade basen av vindkraftskapacitet, mätt i antal gigawatt.

HÖG HISTORISK TILLVÄXT FÖR VINDKRAFTSINVESTERINGAR



Diagrammet visar den årliga tillväxten av den kumulativt ökande installerade vindkraftskapaciteten (GW) globalt, samt förändringen av de årliga vindkraftsinvesteringarna (GW).

vindkraft ifjol med rekordstora investeringar (31 GW). Av världens 10 största vindturbintillverkare är hälften kinesiska. Däremot är de kinesiska bolagen magert framgångsrika utanför Kina, detsamma gäller internationella aktörer på den protektionistiska kinesiska marknaden. För att kinesiska kraftbolag ska få fortsatta tillstånd för kolkraftsproduktion måste de även investera i grön energi. Det är en orsak till att vissa delar av vindkraftbolagens vinster faktiskt utgörs av kolkraft. Negativa hälsoeffekter i form av smutsig luft i industriella regioner har förstärkt landets ambitioner att förnya energiproduktionen.

Vindkraft i USA får fortsatt subventionsstöd

USA är världens näst största vindkraftsmarknad, både vad gäller installerad kapacitet och utbyggnad. Investeringarna i ny kapacitet uppgick under föregående år 8,6 GW, en ökning om 77 procent. Vindkraft utgjorde 40 procent av landets totala ökning av elektricitetskapacitet. De amerikanska vindkraftspriserna är konkurrenskraftiga i ett globalt perspektiv, men marknaden har varit volatil under de senaste 15 åren, på grund av varierande statliga subventioner. Det är därför särskilt glädjande att den amerikanska staten i början av maj annonserade att de statliga subventionerna för vindkraftsoperatörer kommer att vara mer förmånliga än vad finansmarknaden räknat med samt långsiktiga då nya vindkraftsanläggningar kan räkna med stöd fram till 2023, vilket är i linje med USA:s subventioner till solkraft.

Europa – störst installerad vindkraftskapacitet

Även utvecklingen i Europa har varit positiv, om än volatil, under de senaste åren. Europas kapacitetsökning under 2015 var 14 GW, en ökning med 6 procent och betydligt mindre än Kinas ökning på 31 GW. Den totala installerade kapaciteten i Europa nådde nästan 148 GW vid årsskiftet och är ändå fortfarande större än Kinas (ca 145 GW). Vindkraften utgjorde med 44 procent den största andelen av alla energikällors kapacitetsökning. Tyskland stod för hälften, medan Polen, Frankrike och Storbritannien tillsammans endast kom upp till strax över hälften av vad

Tyskland investerade. Vindkraftsinvesteringarna i pengar räknat ökade med 40 procent ifjol, medan installationerna i kapacitet räknat endast ökade med 6 procent – som en följd av stora infrastrukturinvesteringar för vindkraft till havs. Ett relativt spritt regelverk för vindkraft i Europa, i kombination med modest ekonomisk tillväxt är delförklaringar till varför vindkraftsinvesteringar inte vuxit än mer under de senaste åren.

Vindkraftsinvesteringar även i utvecklingsekonomier

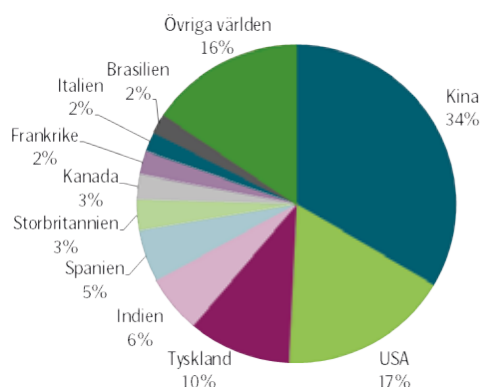
Indien övertog fjärdeplatsen från Spanien för vindkraftsinvesteringar (2,6 GW) under 2015. Den installerade kapaciteten är den femte största i världen och den indiska regeringen har planer på att öka den från ca 25 GW idag till 60 GW till 2022. Vindkraftskapaciteten i övriga relevanta länder i Asien, såsom Japan, Sydkorea och Taiwan växer också, men från en låg bas.

Andra länder med betydande kapacitetstillväxttakt under 2015 var Brasilien, Uruguay, Sydafrika och Egypten – medan många andra också växte, men i lugnare takt. På det stora hela är det en mer bredbaserad vindkraftstillväxt än tidigare.

Ökande investeringar i förnybar energi, trots lägre bränslepriser

Oljepriset har mer än halverats under de senaste två åren och betydande delar av oljesektorn är förlustbringande. Det är ett stålbad som sällan skådats i denna historiskt lukrativa bransch. Ett oljepris på cirka 30 dollar per fat under inledningen av 2016, det lägsta på 12 år, har skakat finansmarknaderna världen över samt industriella företags investeringsbudgetar. Kolpriset har minskat med en tredjedel under de senaste två åren och naturgaspriserna har nästan halverats. För investeringar i hållbara energikällor är tumregeln att låga priser på olja, naturgas och framför allt kol har en negativ inverkan då de tidigare nämnda energikällorna blir mer konkurrenskraftiga. Därför är det än mer anmärkningsvärt att investeringarna i vind, sol och andra hållbara energikällor fortsatt expandera, om än i modest takt under de senaste åren – se graf nedan.

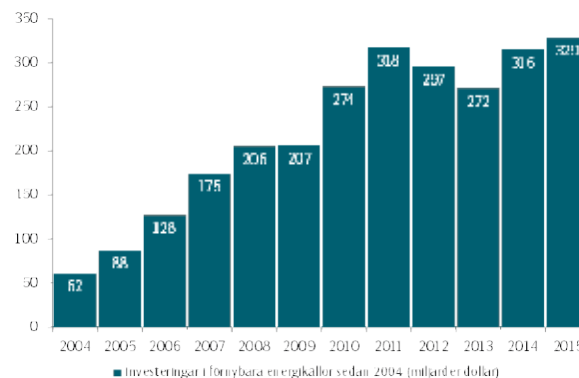
INSTALLERAD VINDKRAFTSKAPACITET GLOBALT



Källa: Global Wind Energy Council

Diagrammet visar den installerade vindkraftskapaciteten globalt i slutet av 2015, uppdelad per land.

GLOBALA INVESTERINGAR I FÖRNYBAR ENERGI VÄXER



Källa: Global Wind Energy Council

Diagrammet visar de årliga investeringarna globalt i förnybara energikällor, mätt i miljard dollar.

Under 2015 investerades 329 miljarder dollar i förnybar energi, vilket var 4 procent mer än 2014. Vindkraft har varit en volatil bransch och delvis har det berott på växande subventionsmönster. Exempelvis har Europa har gått från att vara en supermakt gällande investeringar i förnybar energi, med dubbelt så stora investeringar som Kina och USA för fem år sedan, till att nu investera nästan hälften av vad Kina investerar och i paritet med USA. Trots historisk slagighet så var runt hälften av världens ökning av energikapacitet ifjol via investeringar i vind- och solenergi.

Vindkraft betydligt mer konkurrenskraftigt

Sedan 2009 har utrustningskostnaderna på vindkraft minskat med runt 20-40 procent, från runt 1600 dollar per kilowattimme (KWh) till runt 1200 dollar, om vi ser till USA. De globala priserna ligger något lägre på ca 950-1200 dollar. Priserna varierar kraftigt beroende på bl a land, turbinstorlek och subventioner. Under perioden 2000 till 2009 ökade utrustningskostnaderna med cirka 100 procent på grund av högre kostnader för material (främst stål), energi, löner med mera. Därefter har kostnaderna minskat kraftigt tack vare lägre insatskostnader för material, hälsosamt stark konkurrens samt teknologiförbättringar. Samtidigt har effektiviteten ökat från cirka 2-3 MW per vindkraftsturbin i början av 2000-talet till dagens allra största om cirka 8 MW. Fallande utrustningskostnader och stigande effektivitet har gjort att priset på en producerad megawattimme (MWh) genererad från vindkraft i USA fallit från 70 dollar 2009 till nuvarande prisnivå på runt 23 dollar – en minskning om cirka 66 procent. Med hänsyn tagen till subventioner är priserna nere på runt 14 dollar.

Stora kostnadsminskningar för förnybar energi

För vind har prisnedgången per MWh varit över 60 procent globalt sedan 2009, vilket i stort är i linje med USA. Vindkraftspriser globalt har i snitt nått 25-50 dollar per MWh och är den mest ekonomiska av alla energikällor vid gynnsamma förutsättningar. För solkraft har enhetskostnaden minskat från runt 350 dollar per MWh till runt 50-80 dollar, ned med över 80 procent. De senaste budgivningarna i solkraftsmarknaden i södra USA och Dubai har lett till nya rekordlåga nivåer runt 50-60 dollar och under de närmsta åren väntas en stor majoritet av den globala solkraften vara konkurrenskraftig.

POSITIVA PROGNOSE FÖR VINDKRAFTSINVESTERINGAR



Källa: Global Wind Energy Council

Diagrammet visar den installerade vindkraftskapaciteten globalt, samt de årliga investeringarna – inklusive framtida prognoser för åren 2016-2020.

Dessa priser anger nivån som producenter är villiga att sälja förnybar energi för. I prisdiskussionen tar vi hänsyn till de totala livstidskostnaderna för energikällorna, i relation till hur mycket elektricitet som kan genereras. Kostnader såsom initiala investeringar (byggnation och finansiering), bränsle, underhåll, skatter, försäkring, utnyttjandegrad och incitament är alla inkluderade. Kostnadshänsyn för att hålla reservgenerering (ifall produktionen fallerar), transmission eller miljökostnader räknas dock inte in här.

Produktionskostnad per MWh för kol ligger på cirka 30-70 dollar (billigast i Kina), naturgas på 40-70 dollar och kärnkraft på cirka 90 dollar. Priserna varierar kraftigt för olika regioner och ofta är kol och naturgas billigare än både vind och sol, i kombination med en högre leveranssäkerhet. Vind och sol är beroende av externa faktorer och klarar inte av att stå helt på egna ben alla timmar på dygnet. Ekvationen tar däremot inte hänsyn till utsläppskostnader för kol och naturgas, vilka högst sannolikt bidrar till att höja temperaturen på jorden. Om vi också inkluderar transmissionskostnader, reservkostnader, varierande bränslekostnader över tiden och utsläpp av miljöfarliga gaser eller kärnkraftkatastrofer får vi ändå liknande resultat, nämligen att vindkraft står sig konkurrenskraftigt i många regioner i världen. För solkraft behöver kostnaderna generellt komma ned en bit ytterligare, men för riktigt soliga länder går ekvationen ihop. Att förvara elektricitet är också en möjlighet för att få bättre nyttjande av solkraft, något som för tillfället är relativt dyrt.

Prognoserna spår god tillväxt de kommande 5-10 åren

Det senaste årtiondet har den installerade kapaciteten för vindkraft årligen vuxit med 22 procent, medan den årliga kapacitetsökningen vuxit med 19 procent. I grafen till nere vänster har vi illustrerat den internationella rådgivningsorganisationen GWEC:s (Global Wind Energy Council) marknadsprognoser för de kommande fem åren samt de tre senaste årens utfall. Prognosen för 2016 innefattar 64,5 GW i ny installerad kapacitet, en ökning av mängden ny kapacitet om 2 procent från rekordåret ifjol. Under perioden 2017-20 väntas den årliga tillväxten nå 5 procent. Alltså fortsatta öknings från tidigare höga tillväxttal. Detta implicerar att den totala installerade kapaciteten ökar med 15 procent i år och 12 procent i snitt under de följande fyra åren. Prognoserna tar hänsyn till alla länders framtidsplaner (just nu) och innebär att de årliga investeringarna bör öka med 25 procent totalt under perioden, samtidigt som den installerade kapaciteten ökar med totalt 83 procent.

Industrin har historiskt sett varit volatil och kan även vara det framgent, men stora orderböcker för många vindturbinstillverkare i branschen, för tillfället, och mer konkurrenskraftiga priser på vindkraftsproduktion (per MWh och för vindturbinerna) gör att vi är positiva till sektorn. Sektorns vindturbinstillverkare har en låg snittvärdering som en följd av brokig resultathistorik. Vi räknar med ökade värderingar på sikt i sektorn, skapat av kontinuerligt förbättrade produkter (mer konkurrenskraftiga) och förbättrade förmågor att leverera lönsamhet (med lägre kostnader i vindturbinstillverkningen).

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg

Chief Investment Officer
fredrik.oberg@seb.se



Jonas Evaldsson

Economist
jonas.evaldsson@seb.se



Esbjörn Lundevall

Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se



Henrik Larsson

Portfolio Manager
henrik.y.larsson@seb.se



Helene Cronqvist

Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se



Kai Svensson

Portfolio Manager
kai.svensson@seb.se



Lars Granqvist

Economist
lars.granqvist@seb.se



Christopher Lyrhem

Equity Strategist
christopher.lyrhem@seb.se



Cecilia Kohonen

Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se



Johan Hagbarth

Economist
johan.hagbarth@seb.se



Pernilla Busch

Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se



Carl Hammer

Chief Currency Strategist
carl.hammer@seb.se



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

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