



Investment Outlook

september 2016



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn – sammanfattning	4-5
Marknadssyn – makro Centralbanker håller emot politiska risker	6-8
Tema – Brexit-uppföljning Mer utmanande för politiker än placerare	9
Globala aktier Fördel aktier i jakten på avkastning	10-11
Nordiska aktier Tro, hopp och penningpolitik	12-14
Räntor Långräntorna mot nya bottnar när Federal Reserve avvaktar	15-16
Alternativa investeringar Brexit banade väg för stabilare utveckling	17-18
Valutor Global QE-politik kyler även valutamarknaden	19-20
Tema – Europeiska banker Viktigt att återställa förtroendet för banksektorn	21-24
Tema – Spelbolagen Spelsektorn fortsätter att växa	25-27

Denna rapport publicerades den 13 september 2016. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 7 september 2016.

Små marknadsrörelser trots tidigare Brexit-oro

VÅR ANALYS I SAMBAND MED Brexit-omröstningen i juni var att händelsen till största delen var politisk och inte ekonomisk. Investerare gjorde samma tolkning, riskaptiten ökade och marknaden har visat imponerande styrka efter den mycket negativa reaktionen initialt.

Det finns flera faktorer som förklarar den stigande riskaptiten i kölvattnet av Brexit. Robusta ekonomiska signaler i kombination med fortsatt aggressiva centralbanker är två exempel. Vidare var den senaste rapportssäsongens utfall för första gången på länge mer i linje med förväntningarna.

Mot dessa positiva drivkrafter står en fortsatt trög tillväxt, trots åtgärder från centralbanker, och en stigande global skuldsättning. Bolagsvinsterna var visserligen i linje med förväntningarna, men de fortsätter att utvecklas sidledes. Dock har situationen kring råvarusektorn förbättrats från den mer eller mindre akuta situation som rådde vid årets inledning.

Värderingen för de flesta tillgångar är tämligen hög ur ett historiskt perspektiv och bland de absolut dyraste exponeringarna återfinns europeiska och japanska statsobligationer som i många fall säljs med negativ ränta även för långa löptider.

Är den rådande låga volatiliteten ett tecken på underskattning av risker eller en effekt av att det faktiskt ser bättre ut? Kommer penningpolitiken ha avtagande betydelse och ersättas av mer finanspolitiska åtgärder?

Vi presenterar i denna utgåva våra ekonomiska prognoser samt vår förväntan på utvecklingen för enskilda tillgångsslag. Vi beskriver också hur vi anser att en portfölj kan komponeras för att få en rimlig balans mellan de positiva och negativa krafterna i marknaden.

Europeiska aktier släpar efter avkastningsmässigt i förhållande till stora delar av övriga världen och en bidragande orsak är finanssektorn. Vi gör därför en djupdykning bland europeiska banker och skärskådar förutsättningarna för en återhämtning.

En industri som verkar under helt andra förutsättningar är spelbolagen. Den underliggande tillväxten har varit imponerande. I vårt andra tema analyseras denna industri, som dessutom är väl representerad på den svenska börsen.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

Vi fortsätter att förespråka en något försiktig hållning trots att våra prognoser för det kommande året i tabellen nedan i huvudsak är positiva. Det är fortsatt en balansakt mellan negativa orosmoment och positiva förväntningar.

Trög global real tillväxttakt, svag vinst- och försäljningstillväxt i företagssektorn och höga värderingar i ett historiskt perspektiv i ena vägskålen, fortsatt offensiva centralbanker, förhoppning om starkare tillväxttakt och vinstutveckling framöver och inte minst att investerare fortsätter drivas från sitt defensiva nuläge mot ett ökat risktagande i den andra.

Ränteplaceringar med "låg risk" är rekorddyra, vilket kan driva på risktagandet i jakten på avkastning.

Man bör också ha i åtanke att konjunkturcykeln mätt som positiv börsutveckling har pågått sedan 2009, det vill säga den borde närma sig sitt slut. Frågan är om detta är en traditionell cykel, eller om det är en ekonomisk period där centralbanker och penningpolitik förändrat spelreglerna? Om så är fallet skulle finanspolitiska åtgärder kunna göra att den positiva utvecklingen mycket väl kan fortsätta ytterligare ett tag förutsatt en global tillväxt omkring 3 procent.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
		AVKASTNING	RISK
AKTIER			
Globala	1 2 3 4 5 6 7	5,5 %	14,3 %
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	6,7 %	17,1%
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	9,1 %	14,7 %
RÄNTEBÄRANDE			
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-0,7 %	2,6 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,6 %	2,8 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	5,3 %	4,9 %
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	7,4%	11,7 %
ALTERNATIVA INVESTERINGAR			
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A
VALUTOR			
VALUTAPAR	PROGNOS PER 2016-08-31	Q3 2016	Q4 2016
EUR/USD	1,11	1,10	1,08
EUR/SEK	9,52	9,60	9,30
USD/SEK	8,55	8,73	8,61

Vikten visar hur vi ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Dessa vikter ändras med vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn. Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2016-08-17. 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.

I FÖRRA UTGÅVAN AV *Investment Outlook* (utgiven i juni 2016) förespråkade vi ett minskat risktagande bland annat på grund av trög tillväxt och Brexit-risker. Detta var en korrekt strategi till och med dagarna efter Brexit. Sett till hela perioden hade det lönat sig att ha ett något högre riskutnyttjande.

Vi vidhåller vår rekommenderade allokering, det vill säga en risknivå strax under neutralt. Nedan följer en genomgång av faktorer som kommer att påverka utvecklingen framöver.

Centralbanker: Fortsatt låga styrräntor och stimulansköp med undantag för USA. Där finns risk för underskattning av Federal Reserves (Feds) planerade räntehöjningscykel. Ett eventuellt mer offensivt agerande från Fed riskerar att skapa oro och sätta nytt tryck på råvarusektorn via en starkare dollar.

Tillväxt och vinster: Vi förväntar oss viss förbättring nästa år, men risken är att den globala tillväxttakten fortsätter ligga runt 3 procent. Därmed är det också riskabelt att ha aggressiva förväntningar på vinsttillväxten. En förändring som skulle kunna inträffa är en successiv övergång till en mer offensiv finanspolitik, något som skulle minska trycket nedåt på räntor. Ett problem är dock att de länder som har störst behov också har minst utrymme för finanspolitik.

Värdering: En effekt av rekordlåga räntor och en vinstcykel som inte imponerat de senaste åren är att värderingen av finansiella tillgångar successivt stigit till tämligen höga nivåer. Dock är det så att aktier och krediter fortsatt är mer köpvärda än statsobligationer.

Riskaptit: Anger om den period vi har bakom oss varit euforisk i den bemärkelsen att det varit överlönsamt att risk-exponera sig (ex. 1998-2000) eller vice versa (2008-2009). Dagens signal är neutral och ger ingen vägledning när man ser över alla tillgångslag. Dock signalerar metoden en varning för exempelvis europeiska statspapper.

Förväntade avkastningar: I enlighet med tabellen på föregående sida har vi fortsatt förväntningar om positiva avkastningar under de kommande 12 månaderna, men de är lägre än det historiska snittet.

Risker: Med en kapitalmarknad i stigande trend sedan 2009 finns det gott om risker; den potentiellt svagare konjunkturen, den höga globala skuldsättningen, prissättningen av finansiella tillgångar samt förväntade räntehöjningar i USA och konsekvenser av dessa.

Summerar vi faktorerna ovan finner vi det lämpligt att vara moderata med riskutnyttjandet. Det innebär att vi fortsatt har en mindre undervikt i både svenska och globala aktier samt en övervikt mot krediter i våra räntebärande portföljer. Inom globala aktier har vi fortfarande en övervikt mot europeiska och asiatiska börser. Inom alternativa tillgångar har vi en bred spridning mellan olika hedgefondstrategier.

VÅR FÖRVALTNING - TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- Lite lägre risk än vanligt med undervikt för aktier och övervikt för krediter och alternativa investeringar
- Positiva krafter: centralbanker, relativvärdering, förväntade avkastningar på 12 månaders sikt och potentiell ökning av tillväxttakten
- Negativa krafter: trög BNP och vinsttillväxt, global skuldsättning, potentiella Fed-höjningar stark utveckling bakom oss

GLOBALA AKTIER

- Avkastningsprognos 5-6 procent på ett år baserat på att vinsterna vänder upp andra halvåret och in i 2017
- Prognosen dämpas av att börserna redan har gått bra
- Vi räknar med att räntan förblir låg och därför förblir börserna högt värderade
- Emerging Markets i ett minicykliskt uppsving till följd av högre råvarupriser och ett stabilt Kina. Vi ser det som en rekyll då fallet tidigare varit för stort
- Europeisk vinstutveckling ser bra ut utom i banksektorn och inom olja & gas

SVENSKA AKTIER

- OMXS30 återhämtade 90 procent av Brexit-raset på 4 dagar
- Konjunktur känsliga sektorer visar styrka
- Negativ riskfri ränta tvingar kapital till aktiemarknaden
- Halvårsrapporterna var bättre än väntat, men sämre än ifjol

RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Riksbanken har sänkt färdigt, men första räntehöjningen skjuts fram ytterligare
- Europeiska Centralbanken avvaktar ny data och lämnar räntan på noll procent
- Fed siktar på höjning innan årsskiftet

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Trendlös osäkerhet präglade vägen fram till Brexit
- Volatiliteten gav nya investeringsmöjligheter
- Stabila trender under sommaren
- Oljepriset allt närmare balans



Marknadssyn

Makro – Centralbanker håller emot politiska risker

Sedan förra Investment Outlook (utgiven i juni 2016) har den politiska osäkerheten ökat, medan den ekonomiska bilden har stabiliserats. Till den politiska orosbilden hör Brexit, som främst får politiska konsekvenser. Dessa konsekvenser kan dock bli betydande om inte förhandlingarna faller väl ut, hela EU-samarbetet kan hamna under press. Det amerikanska presidentvalet kan skaka om marknaderna rejält under hösten, samtidigt som nya terrordåd och politisk oreda i Turkiet oroar. Vi räknar dock med ett godartat utfall kring Brexit-processen och en Clinton-seger i november, något som allt annat lika bör ge stabilitet till marknaderna.

Ekonomiskt har sommaren inneburit utsikter till en viss uppväxling i tillväxten. Det återstår i och för sig att se om förhoppningarna äntligen infrias. Ekonomin i USA visar nu tydliga tecken på fartökning, Kina ser ut att plana ut i en lugn inbromsning, Europa fortsätter att lunka på, samtidigt som bilden i tillväxtländerna stabiliseras i takt med bland annat lite högre råvarupriser. De stora centralbankerna visar också på stor lyhördhet för behovet att stötta tillväxten. Vi ser ändå inte en traditionell ökning i aktiviteten (läs; högkonjunktur) - demografisk motvind, lägre produktivitetökningar och ett stort skuldberg gör att vi lär få vänja oss vid betydligt lägre tillväxttal framöver. "Låg-alltingmiljön", med låg tillväxt, låg inflation, låga räntor och lägre avkastning för risktillgångar är sannolikt på väg att bli det nya normala.

USA – Bättre klimat i prognosen

Det traditionsenligt svaga första kvartalet följdes av ett lika blekt andra. Den senaste tiden har dock statistiken andats morgonluft. Starkare indikatorer, finansiell draghjälp i form av lägre räntor och valuta samt mindre bromseffekt från oljeindustrin talar för en god fartökning under andra halvåret. Ett relativt högt sparande (utrymme för konsumtionsökningar) och en stark arbetsmarknad gör att hushållen lär fortsätta driva på tillväxten, samtidigt som tillverkningsindustrin har lämnat recessionen bakom sig. Styrkan i arbetsmarknaden håller i sig. Vi räknar med en allt stramare bild, innebärande att löneinflationen sannolikt stiger framöver. Bättre fart på hjulen gör att kärninflationen också stiger. Vi räknar därför med en ny ränte-

höjning i december, följt av två årliga höjningar 2017 och 2018. Det är mer än konsensusbilden, men välmotiverat givet styrkan i ekonomin och stramheten på arbetsmarknaden. Under hösten lär presidentvalet skapa rubriker och potentiellt oro på marknaderna. Trumps mediala motgångar på sistone gör att vi räknar med en Clinton-seger i november, vilket utgör grunden för vår prognos.

Eurozonen – Konsumenter skingrar orosmoln

Det saknas inte utmaningar och orosmoln i eurozonen, inte minst inom politiken. Men trots det fortsätter ekonomierna att röra sig i rätt riktning. Likt tidigare är det hushållen som utgör motor, tack vare ökad sysselsättning och stigande tillgångspriser. Ett relativt lågt resursutnytt-

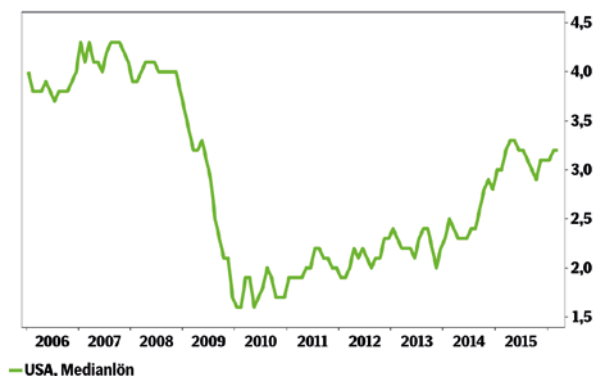
INKÖPSCHEFER INDIKERAR FARTÖKNING



Källa: Macrobond, SEB

Efter att bilden ljusnat för industrin har den sammanvägda bilden (inklusive den starka tjänstesektorn) åter blivit tydligt positiv om man får tro amerikanska inköpschefsindex. Det historiska sambandet är tydligt, vi räknar med en fartökning under hösten

LÖNERNA KRYPER UPPÅT



Källa: Macrobond, SEB

Efter en lång period med stigande sysselsättning närmar sig USA jämviktsarbetslöshet, den nivå där knapphet på arbetskraft gör sig gällande. Vi räknar med fortsatt stark arbetsmarknad, vilket gör att löneökningstakten sannolikt stiger från låga nivåer, en viktig faktor för Federal Reserve och kommande räntehöjningar.

jande bidrar till att Europeiska Centralbanken, ECB, kan fortsätta med en mycket expansiv penningpolitik under en lång tid. Dämpad global tillväxt och fortsatt svag industriproduktion håller dock tillbaka tillväxten samtidigt som en stor andel dåliga lån i banksektorn riskerar att begränsa kapitalförsörjningen för företag och försvåra investeringar. Geografiskt uppvägs den svagare utvecklingen i Frankrike och Italien (som har den svagaste banksektorn) av den goda tillväxten i Spanien och i viss mån i Tyskland. Sammantaget räknar vi med stabil och hygglig tillväxt för kommande år, men långt från någon högkonjunktur. Brexit utgör främst en politisk risk, effekterna belyses på sid 9.

Japan – Stimulanser, ett rop i mörkret

Trots ännu ett stort stimulanspaket fortsätter den japanska ekonomin att utvecklas trögt. Utan draghjälp från global efterfrågan blir de inhemska strukturproblemen återigen en våt filt över tillväxten. En tydlig demografisk motvind, avsaknad av strukturella reformer och långvarig deflationsmiljö som slår mot såväl konsumtions- som investeringsvilja gör att tillväxten, trots stimulanser och negativ ränta, pressas ner mot nollstrecket för kommande år. Företagssektorn utvecklas dock väl – även om en starkare yen pressar delar av industrin.

Kina – Ljus i närtid kan ge oro på sikt

Kinas ekonomi växer vidare i god takt, samtidigt som riskerna för en svagare utveckling har minskat, åtminstone i det korta perspektivet. Policystöd via framför allt penningpolitik har utgjort ett golv, men inte skjutit fart på tillväxten. Finanspolitiken förväntas nu ta över via statliga investeringar, men även den effekten klingar av och tillväxten bromsar in i kontrollerad takt. Tjänstesektorn fortsätter att vara ekonomins motor, vilket illustreras av att tillväxten drivs av starkare arbetsmarknad snarare än produktivitet, i linje med de offentliga målen. En risk för målkonflikt finns dock då strävan att uppnå de ambitiösa tillväxtmålen kan hämma nödvändigt långsiktigt reformarbete. Ett tydligt exempel är kreditmarknaden där kortsiktig

expansion utgör en risk för den långsiktiga stabiliteten. Här finns den största risken nu när bostadsmarknaden förbättras, vi räknar dock med att myndigheterna kan hantera riskerna som följer av en väl vidlyftig utlåning till framför allt ineffektiva statliga bolag i industrisektorerna.

Tillväxtländer (exkl Kina) – Råvarustormen bedarrar

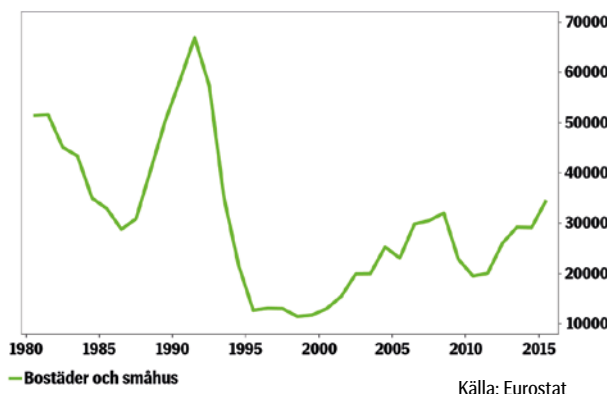
För övriga tillväxtländer är bilden fortsatt blandad även om skillnaderna mellan starka och svaga jämnas ut. Det är framför allt de råvarutyngda problemekonomierna som nu ser ljusningar vid horisonten, tack vare stabiliseringen av olje-/råvarupriserna. I Ryssland bidrar också en inflationsnedgång, som dämpar fallet i privatkonsumtionen samtidigt som industrin kvicknar till. Även i Brasilien vänder minus till plus för BNP under nästa år, här bidrar exporten tydligt efter det kraftiga valutafallet, Tillväxttalen blir dock modesta framöver för båda dessa såväl som övriga råvaruberoende ekonomier.

För övriga ekonomier är bilden generellt mer ljus. Indien växer alltså snabbast, drivet av privatkonsumtion. Här bidrar också några viktiga reformer, som en efterlängtd nationell försäljningsskatt, till att tillväxten håller i sig. För övriga ekonomier i Asien är bilden generellt stabil och tillväxten god, något som även gäller för länder som Polen, Tjeckien och Ungern där inhemska efterfrågan och hyggliga exportutsikter (med Tyskland som viktigaste handelspartner) ger tillväxt.

Norden exkl Sverige – Motvinden avtar

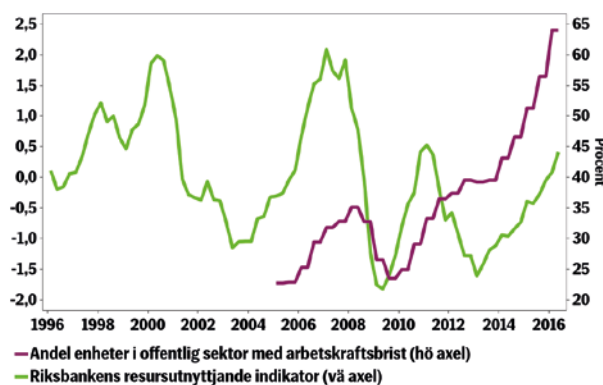
De nordiska länderna (ex Sverige) brottas med olika typer av motvind, men bilden ser ut att ljusna något vad gäller tillväxtutsikterna för alla tre. I Norge ser de negativa effekterna av kraftiga nedskärningar i oljeindustrin ut att klinga av. En lätt penningpolitik med försvagad krona som följd och stimulerande finanspolitik gör att tillväxtboten passerades under vintern. Återhämtningen hämmas dock av fortsatt fallande oljeinvesteringar och svag privat

EUROPEISKA BOSTADSPRISER HAR VÄNT UPP



Ökad sysselsättning, låga räntor och stigande realinkomster tack vare låg inflation gynnar hushållen. Det återspeglas i bostadspriserna, och tydligast är det i länderna med högst tillväxt.

RESURSUUTNYTTJANDET TALAR FÖR HÖGRE RÄNTA



Historiska samband kring resursutnyttjande och inflation talar för högre ränta. Men svag global ekonomi och prisutveckling tillsammans med möjlighet att importera arbetskraft från andra EU-länder håller tillbaka inflationen. Riksbanken lär därför hålla räntan låg minst ett år till, i syfte att försvaga kronan och därmed importera lite inflation.

konsumtion. Vi räknar med en utdragen och försiktig uppgång. I Danmark är ekonomin inne i en återhämtning efter ett svagt fjolår. Det går oväntat långsamt, men hygglig fart på privatkonsumtionen tillsammans med ökade investeringar gör att tillväxten accelererar till relativt goda nivåer under nästa år. Finland har brottats med de största ekonomiska problemen, men även här ljusnar bilden. Arbetsmarknaden, konsumentförtroendet och byggkonjunkturen utgör positiva krafter. Den långvariga lågkonjunkturen sätter dock spår, bland annat i form av en svag arbetsmarknad. Svaga offentliga finanser bidrar också till att förbättringen sker i långsam takt.

Sverige - Högtryck en tid till

Till följd av svagare export än väntat under första halvåret justerar vi ner vår tillväxtprognos för Sverige i år. Vi räknar dock fortsatt med mycket god tillväxt, bland de högsta i Europa. Tillväxten drivs framför allt av en kraftig uppgång i bostadsbyggandet och stark offentlig konsumtion, i kölvattnet av förra årets stora flyktingmottagande. De effekterna klingar av kommande år, vilket leder till en inbromsning, dock blir tillväxten fortfarande god. Arbetsmarknaden har också utvecklats starkt, vilket leder till ett stramare resursläge. Å andra sidan gör den internationella bilden att inflationstrycket förblir lågt kommande år, under Riksbankens 2-procentsmål. I kombination med fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden gör det att vi räknar med att Riksbanken förlänger sitt obligationsköpsprogram till nästa sommar och avvaktar med räntehöjningar till nästa höst.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Tillväxten stabiliseras i Kina och ser ut att accelerera i USA. De minskade recessionsriskerna är dock till stor del diskonterade i aktiekurserna.
- De politiska riskerna har ökat – Brexit, USA-val, geopolitiska spänningar.
- Brexit-effekterna på ekonomin mindre än väntat – hittills. Därmed inte på marknadens radar. Aktualiseras nästa år i samband med förhandlingsstarten.
- Presidentval i USA kan ge förnyad oro – utgången oviss, men med Clinton som favorit.
- Allt fler talar om sekulär stagnation, låg tillväxt länge. Sänker räntor och vinsttillväxt – motiverar högre värdering?
- Fortsatta centralbanksstimulanser krävs i Europa och Japan – Fed:s höjning rycker närmare.
- EM har stabiliserats, tack vare råvarupriser och Fed. Problemländerna vänder upp, risker kvarstår.

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

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

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



Tema - Brexit-uppföljning

Mer utmanande för politiker än placerare

Fram till britternas omröstning var de flesta bedömare överens om två saker: Stanna-sidan kommer att vinna, och om det, mot förmodan, blir en Brexit blir de negativa effekterna stora, inte minst på marknaderna. Det blev ett beslut om Brexit. Förutom ett tydligt svagare pund har marknadseffekterna i stort uteblivit, Londonbörsen står till och med högre idag. Hur är det möjligt?

Det finns flera förklaringar till marknadsoptimismen. Även om vi inte hade rätt om utfallet i omröstningen verkar vår bedömning att Brexit framför allt är en politisk fråga, med hanterbara ekonomiska och finansiella effekter, vara korrekt. Efter en kort tids handlingsförlamning har brittiska politiker levererat relativt klara besked kring vägen framåt, vilket lugnat marknaderna. Flera stora centralbanker har också uttalat en beredskap att stimulera mer om så krävs, samtidigt som konjunktursignaler från främst USA överraskat positivt.

Vad gäller det politiska skeendet verkar det till att börja med klart att det blir ett utträde givet de tydliga signalerna från den nyvalda premiärministern, Theresa May. Den svåra processen att genomföra det brittiska utträdet startar formellt när britterna lämnar in sin ansökan. Vi räknar med att det sker i början av nästa år, i god tid innan presidentvalet i Frankrike i vår. Om processen tar de planerade två åren sker utträdet till nyåret 2019 (lämpligt att träda ut vid ett årsskifte) i god tid innan EU-valen under våren 2019. Här finns dock en tydlig risk att det drar ut på tiden givet den stora komplexiteten.

Förhandlingarna riskerar att bli svåra. EU-politikerna står inför svåra överväganden, inte minst drivet av en ökande EU-skepsis och nationalism i flera medlemsländer. Att driva en alltför hård linje mot britterna gagnar inte framtida samarbete och handelsutbyte – medan ett alltför generöst avtal riskerar att sända signaler om möjligheter till ett "framgångsrikt" utträde även för andra länder.

Grundproblematiken handlar om EU:s fyra friheter; rörelsefrihet inom unionen för varor, tjänster, kapital och människor. Brexit handlade till stor del om immigrationsfrågan; britterna lär inte acceptera alla fyra friheterna. Bland de olika modeller för framtida relation med EU som illustreras nedan ser vi därför den schweiziska som mest trolig.

Vi räknar ändå med ett relativt positivt utfall av förhandlingarna, inte bara med EU utan även avseende de handelsavtal som britterna behöver sluta med till exempel USA och Kina. Tillsammans med de positiva tillväxteffekterna från ett svagare pund och ytterligare stimulanser från Bank of England, kryddat med regeringens uttalade ambition att göra Storbritannien "superkonkurrenskraftigt" räknar vi med att de negativa effekterna på brittisk ekonomi blir relativt hanterbara och i huvudsak kortvariga. Effekterna på eurozonens ekonomier blir därmed näst intill försumbara, vilket också gör att marknadseffekterna av Brexit ligger bakom oss – en bild som dock kan förändras snabbt vid grus i förhandlingsmaskineriet under kommande år.

SNABB BÖRSÅTERHÄMTNING



— Tyskland — Sverige — USA — Storbritannien — Emerging Markets — Eurozonen

Källa: Macrobond

Efter en inledande börschock bidrog centralbanksstöd, konjunkturoptimism (i USA) och politisk klarhet i London till att börserna snabbt skakade av sig Brexit-oron. Bland sommarens börsvinnare finns därmed, förutom Emerging Markets, också Londonbörsen.

BRITTERNAS GÖR SCHWEIZARNA SÄLLSKAP



Norsk modell: Medlem av European Economic Area (EEA) som ger i det närmaste full tillgång till EU:s inre marknad. Landet måste acceptera EU:s fyra friheter fullt ut och samtidigt bidra till EU:s budget.

Schweizisk modell: Ett antal bilaterala handelsavtal som ger partiell access till inre marknad i utbyte mot mindre bidrag till EU:s budget.

WTO-modellen: Medlem av World Trade Organisation.

Källa: SEB

Britterna lär inte acceptera rörelsefriheten för människor, vilket omöjliggör en norsk modell som relation till EU. En lösning lik den Schweiz har och goda handelsavtal med övriga stora länder framstår som en både trolig och god lösning.



Globala aktier

Fördel aktier i jakten på avkastning

Sommarens kurslyft är visserligen drivet av starkare konjunkturindikatorer, men minskning av stora kassor och den fasta övertygelsen bland investerare att världens centralbanker kommer ge fortsatt stöd åt marknaden, har också eldat på börsuppgångarna. Mycket talar för globala aktier i dagens lågräntemiljö, som erbjuder få alternativ i jakten på avkastning. Bolagens vinstutveckling ser dock fortfarande trög ut och vi bedömer att analytikernas prognoser är för höga. Risken för nedjustering av vinsterna i kombination med hög värdering och den senaste tidens kursuppgång gör att vi intar en försiktig hållning i närtid.

- Fina kursuppgångar under sommaren när investerarna ökade risken, Brexit blev startskottet. Marknadsaktörerna minskade sina stora kassor, vilket framför allt gynnade aktier.
- Emerging Markets (EM) har dragit ifrån Developed Markets (DM) efter flera års trög utveckling. Brasilien är årets börsvinnare drivet av stigande råvarupriser och förhoppningar om politiska reformer.
- Global konsumtion och service visar fin tillväxt och den kinesiske konsumentens nya köp- och resvanor skapar investeringsmöjligheter i hela Asien.
- Globala aktier handlas på höga P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser) och bolagen uppvisar endast marginell vinsttillväxt i år.
- Risken för nedjusterade vinstestimater i kombination med hög värdering talar för en liten undervikt i aktier den närmaste tiden.
- Vi fokuserar på lågt värderade europeiska aktier i portföljerna och föredrar Asien inom EM.

SOMMAREN INLEDDES MED SVAJIGA marknader och oro kring Storbritanniens folkomröstning i EU-frågan. Börskurserna föll brant efter Brexit-beskedet men har sedan dess klättrat stadigt uppåt. Stora svängningar och osäkerhet kring konjunkturen under en lång tid ledde till lågt risktagande i investerarnas portföljer. Efter Brexit ökades risken och aktier ökades upp från neutral till övervikt. Marknaden fick även stöd av starkare globala indikatorer som pekar på stabilitet och den fasta övertygelsen att centralbanker kommer att agera stöttande även framöver.

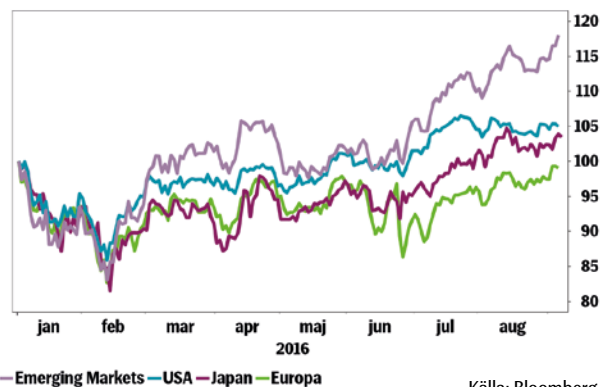
Rapportsäsongen i juli får betecknas som medioker, men avvikelserna mot lågt ställda förväntningar var ganska små, vilket tolkades positivt av marknaden. Svag försäljning och vinstökning pekar på fortsatt låg global BNP-tillväxt och marginell vinsttillväxt för 2016. I Europa visade bolag med hög andel av försäljningen mot EM en klar förbättring efter tre svaga år. Vinstestimaten för konjunkturkänsliga branscher justerades ner medan bolag inom hälsovård och sälanköpsvaror fick se sina framtida vinster revideras uppåt.

Globala aktier handlas på P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser), vilket är högt ur ett historiskt perspektiv. Den amerikanska marknaden ligger på P/E 19 och drar därmed upp genomsnittet, medan EM och Kina handlas till 14 respektive 13 gånger förväntad vinst. Den starka kursuppgången för Emerging Markets har gjort att rabatten mot världsindex har sjunkit, men den är fortfarande högre än det historiska snittet. Europeiska och japanska bolag hamnar mitt emellan USA och EM när det gäller värdering. Bolagens samlade vinster förväntas växa 1,5 procent 2016 för att sedan öka farten rejält nästa år till 13 procent vinsttillväxt. Bäst vinsttillväxt 2017 prognostiseras för energi- och råvarusektorn, dock från en lägre bas än tidigare då bolagen inom dessa branscher har haft det tungt under flera år. Vinsterna för konsumentrelaterade bolag och bolag inom läkemedel, IT och industri förväntas alla växa med hälso-samma 10-12 procent nästa år.

Emerging Markets i topp

Emerging Markets har haft ordentlig medvind i år. I topp ligger Brasiliens Bovespindex med över 30 procent avkastning i lokal valuta sedan januari. Den brasilianska realen har samtidigt stärkts mot till exempel den amerikanska dollarn med 20 procent i år, vilket förstärkt avkastningen för utländska investerare. Brasiliens ekonomi är starkt beroende

EM DRAR IFRÅN DM EFTER FLERA ÅR AV TRÖG UTVECKLING



Källa: Bloomberg

Världsindex har stigit 6 procent i lokala valutor i år. Emerging Markets, med bland andra Brasilien och Thailand som draglok, har utvecklats bättre än Developed Markets. Börserna i USA uppvisar något bättre avkastning än de europeiska. Sämst har det gått för japanska aktier (räknat i lokal valuta). Bolag inom energi- och råvarusektorerna ligger i topp medan bank- och finanssektorn är den stora förloraren. Även hälsovård har haft det motigt.

av hur råvarupriserna utvecklas, och stigande råvarupriser under våren i kombination med investernas förnyade intresse för EM och hopp om politisk förändringsvilja med en ny president vid makten, har eldat på aktiemarknaden. Ekonomiska data för Brasilien imponerar dock föga och den starka prisuppgången för råvaror kan mycket väl vara över för den här gången. Risken finns att stora flöden av utländskt kapital som sökt sig till brasilianska aktier kan komma att vända till utflöden när förhoppningar om politiska reformer och högre bolagsvinster inte infrias, vilket gör att vi har en försiktig hållning till Brasilien i nuläget.

De asiatiska marknaderna lockar mer än Latinamerika. Här finns fortfarande goda förutsättningar för långsiktig tillväxt och utsikter för bolagsvinsterna är bättre. Börserna har haft en trög utveckling under flera år och värderingen ser därmed attraktiv ut jämfört med de utvecklade länderna. Utsikterna för företag som säljer produkter och tjänster till konsumenterna är särskilt ljusa. Efterfrågan på dyra varumärken och olika typer av service ökar i takt med att lönerna stiger.

Asiatiska konsumenter på frammarsch

För att EM-börserna ska fortsätta att utvecklas väl krävs dock att Federal Reserve (Fed) inte höjer styrräntan snabbare än förväntat, något som skulle leda till en starkare dollar, vilket skulle få negativa konsekvenser för utvecklingsländerna. Lägre råvarupriser kan också störa uppgången i regionen eftersom många EM-länder är råvaruexportörer (och beroende av hur priserna utvecklas). Den kinesiska valutan får heller inte bli för stark och därigenom dämpa den ekonomiska aktiviteten. Möjligheterna att hitta intressanta investeringar i Kina och övriga Asien är utomordentligt goda i takt med att länderna gradvis ställer om från investeringsledd till konsument- och serviceledd tillväxt. Bolag inom branscher som media, internet och hälsovård uppvisar hög tillväxt, vilket kan exemplifieras med att den kinesiska marknaden för annonser i mobiltelefoner snabbt har vuxit till nummer två i världen efter USA. Turism i Kina växer med 25-30 procent per år, vilket har positiv effekt på allt från japanska tax-free-affärer och koreanska sminktillverkare till flygplatsoperatörer i Thailand, Australien och Nya Zeeland. Kinesiska turister

skapar investeringsmöjligheter i hela Asien och belyser Kinas tydliga övergång till konsumtionsledd ekonomi.

Europeiska exportörer bör gynnas

Börsutvecklingen i Europa har varit en besvikelse i år. Detta beror till stor del på sämre vinstutveckling än väntat för bankerna, som väger tungt i index. Makrodata för Europa ser dock lovande ut och effekterna på bolagens vinster av Brexit lär bli marginella. Vi fortsätter att övervaka regionen i våra portföljer då vinsttillväxten och värderingen jämfört med USA och Japan är attraktiv. Centralbankerna agerar stöttande och ytterligare penningpolitiska åtgärder kommer försvaga euron och gynna exportbolagen. Företagen i Europa exporterar en större andel av sina varor/tjänster än de amerikanska.

De amerikanska börsbolagen har levererat positiv avkastning i år. Makrodata ser tämligen bra ut, inköpscheferna tror på en ljusare framtid och vinsterna vänder uppåt. Företagens marginaler har nått rekordnivåer efter kostnadsneddragningar och rationaliseringar. Marginalerna kan därmed bli svåra att behålla. USA ses dock som en trygg hamn när det blåser snålt. Det aktieägarvänliga klimatet och en stor andel bolag som uppvisar stabila vinster och hög avkastning på eget kapital kommer alltid att locka investerare i tider av oro. De europeiska och japanska aktiemarknaderna bör dock utvecklas bättre än den amerikanska om inflation och tillväxt tar fart.

Osäkerhet i närtid

Offensiva centralbanker, rekordlåga räntor och stora kassor hos världens investerare talar för globala aktier. I den andra vågskålen finns vinstprognoser som bör justeras ner från nuvarande nivåer, samt den historiskt höga värderingen och politisk osäkerhet under hösten. Vi är försiktigt inställda till aktier på kort sikt efter den snabba uppgången sedan Brexit-omröstningen. Politisk osäkerhet i närtid, såsom folkomröstning i Italien och det amerikanska valet kan också få effekter på marknaden. Passerar vi dessa hinder utan obehagliga överraskningar, räknar vi med att avslutningen av året och inledningen av nästa år blir positivt för de globala aktiemarknaderna.

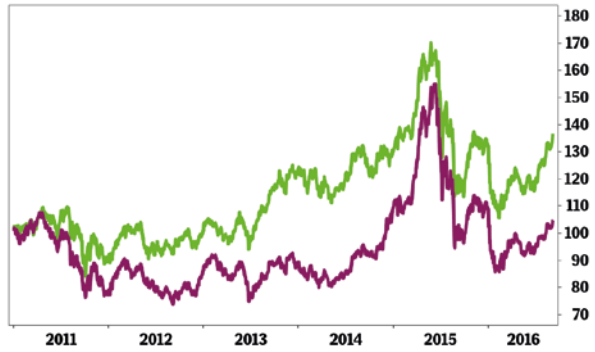
LÅG RELATIVVÄRDERING TALAR FORTFARANDE FÖR EM



— PE MSCI Emerging Markets Index relativt MSCI World
Källa: Bloomberg

Grafen visar hur Emerging Markets blev allt billigare jämfört med Developed Markets efter en multiplexpansion 2006/2007 och ett kortlivat rally efter finanskrisen hösten 2008. EM handlas till en rabatt mot DM trots uppgången i år. Egentligen är det DM som har blivit dyrt. EM ligger värderingsmässigt kvar i linje med 10-års genomsnitt.

DET NYA KINA VISAR FIN TILLVÄXT



— S&P China 500 USD — S&P New China Sectors Index
Källa: Bloomberg

Gamla, traditionella bolag i Kina, t ex allmännyttiga företag, industribolag och bank & finans, uppvisar låg tillväxt. Vad som istället ser intressant ut och som ska driva den ekonomiska tillväxten framåt är nya snabbväxande branscher som digital media, IT, underhållning, resor, förnybar energi och hälsovård. Myndigheterna satsar aktivt på dessa branscher de nästkommande tio åren för att ändra Kinas ekonomiska profil och för att göra en insats för miljön.



Nordiska aktier

Tro, hopp och penningpolitik

I brist på vinsttillväxt har investerarna i år funnit förtröstan i förhoppningarna om ett konjunkturmässigt bättre 2017, en förväntan som tydligt demonstreras av förkärleken för konjunktur känsliga branscher, och det faktum att alternativ avkastning är obefintlig eller värre än så. Rapporterna för årets andra kvartal avslöjade en försämrad intjäning, men de var ändå bättre än väntat efter de kraftiga nedjusteringarna av vinstprognoserna i början av året. Oron efter Storbritanniens överraskande beslut om att lämna EU blev ytterst kortvarig i aktiemarknaden. Vi räknar med ett fortsatt stort fokus på penningpolitiken under hösten.

- OMXS30 återhämtade 90 procent av Brexit-raset på fyra dagar
- Konjunktur känsliga sektorer visar styrka på börsen
- Negativ riskfri ränta tvingar kapital till aktiemarknaden i jakten på avkastning
- Halvårsrapporterna var bättre än väntat, men sämre än ifjol
- Banker och sakförsäkringsbolag lockar med attraktiv direktavkastning

INVESTERARNAS FÖRKÄRLEK FÖR AKTIER i konjunktur känsliga eller "cykliska" sektorer har nu bestått under ett halvt års tid. Makrosignalerna har under samma tid varit blandade och vid ett stort investerarseminarium som SEB nyligen arrangerade där ledningsrepresentanter för sju av de största svenska industribolagen presenterade utsikterna för sina respektive bolag var bilden tydlig; sammantaget syns ingen ny avmattning i efterfrågan, men inte heller någon förbättring. För att lyfta vinsterna framöver hänvisas bolagen, åtminstone om vi får tro deras egna koncernledningar, till effektiviseringar och kostnadsbesparingar, förvärv och innovationer. Ur bolagens perspektiv kommer en eventuell förbättring av marknaden, det vill säga en global uppgång i industriproduktionen, att utgöra gräddet på moset. Vi ställer oss frågande till om ett sådant scenario är tillräckligt positivt för att bibehålla investerarnas gunst det närmaste året? Sannolikt behövs ett mer kraftfullt konjunkturluft än vad ledande indikatorer, såsom inköpschefsindex, pekar mot idag för att styrkan ska bestå under resten av året. Räkna med ett ökat intresse för tidiga konjunkturindikatorer under hösten.

Vilken Brexit?

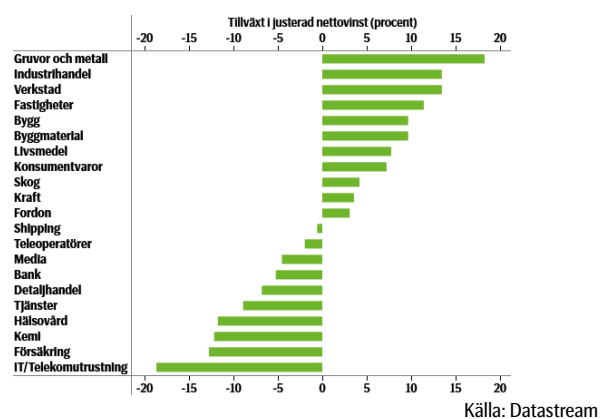
Det mycket överraskande beskedet att Storbritannien avser att lämna EU skakade om Europas börser rejält under midsommardagen, för Stockholmsbörsens del blev måndagen den 27 juni en av de värsta någonsin med ett börsras på 8,4 procent. Oron försvann dock nästan lika fort som den hade uppstått och redan i slutet av veckan hade 9/10-delar av nedgången återhämtats. Idag står OMXS30-index en procent högre än dagen före Brexit-beslutet blev ett faktum. Förklaringen ligger delvis i att inverkan från Brexit på den

realekonomiska utvecklingen trots allt är relativt modest i ett globalt perspektiv och de flesta stora börsbolagen är idag globala. Minst lika viktigt är dock sannolikt också att finansmarknaden efter de senaste årens många kriser, inte minst kopplade till den europeiska valutaunionen, hyser ett mycket stort förtroende för centralbankernas vilja och förmåga att rycka ut och rädda upp diverse problematiska situationer med nya penningpolitiska stimulanser. Debatten bland ekonomer och investerare har dessutom på senare tid blivit allt mer intensiv kring möjligheterna till och fördelen med att komplettera den snart åtta år långa perioden av exempellösa penningpolitiska stimulanser med mer finanspolitiska stimulanser. Sannolikt har spekulationer om just finanspolitiska stimulanser också bidragit till att optimismen kring råvaror och verkstadsindustri återkom så snabbt efter Brexit-raset. Direkt efter raset, som under de första två dagarna (en dag i Sverige och Finland som hade stängt på fredagen) drog med sig alla typer av bolag och sektorer, köpte investerare främst bolag i defensiva sektorer, exempelvis livsmedel, tobak och teleoperatörer. Relativt snart skiftade dock intresset igen tillbaka till mer konjunktur känsliga sektorer.

Billiga banker i jakt på katalysator

En sektor som drabbades särskilt hårt i Brexit-raset och som fortfarande framstår som relativt nerpressad är bankerna.

KONJUNKTUR KÄNSLIGA SEKTORER UTKLASSAR BÖRSEN



Diagrammet visar kursutvecklingen i procent per bransch hittills i år per 24 augusti. Mönstret är tydligt där utvecklingen för mer cykliska sektorer vittnar om en tro på bättre konjunktur utveckling framöver.

Före Brexit hade vi förhoppningar om att en inte allt för avlägsen återgång till nollräntor i Sverige (från nuvarande negativa styrränta) skulle bidra till ett ökat intresse för svenska bankaktier redan i år (även om räntehöjningen då väntades 2017). På grund av Brexit har tidpunkten för en sådan förändring skjutits på framtiden och perioden med svår lönsamhetspress från negativa räntor blivit förlängd, vilket är negativt för affärsbankernas vinstutsikter. Bankerna sticker ut med en attraktiv värdering på börsen, inte minst tack vare en direktavkastning på 5,6 procent plus återköp för 2016 och knappt 7 procent för 2017 lockar. Vi måste dessvärre samtidigt konstatera att det är svårt att identifiera en katalysator för en omvärdering i närtid. Som vi betonar i tematexten om europeiska banker är aktiekurserna för de nordiska bankerna dessutom starkt sammanlänkade med utvecklingen för sektorn som helhet i Europa.

Försäkra dig om en god direktavkastning

En annan styvmoderligt behandlad sektor som sticker ut med en god direktavkastning är försäkringsbolagen. På den nordiska aktiemarknaden domineras försäkringsbranschen nästan totalt av de stabila sakförsäkringsbolagen, medan de räntekänsliga livbolagen för en tynande tillvaro. Sakförsäkringsbranschen i Norden erbjuder visserligen ingen tillväxt värd namnet, men intjäningen är stabil och kassaflödesgenereringen är stark. Samtliga noterade sakförsäkringsbolag som vi bevakar har solida balansräkningar, vilket möjliggör en hög och relativt trygg utskiftning till aktieägarna. Om vi exkluderar livbolagen från sammanställningen över direktavkastningen per sektor ser försäkringsbolagen än mer attraktiva ut med en direktavkastning på nära 6 procent för 2016. Vi är förundrade över att inte dessa egenskaper attraherar mer intresse bland investerarna idag.

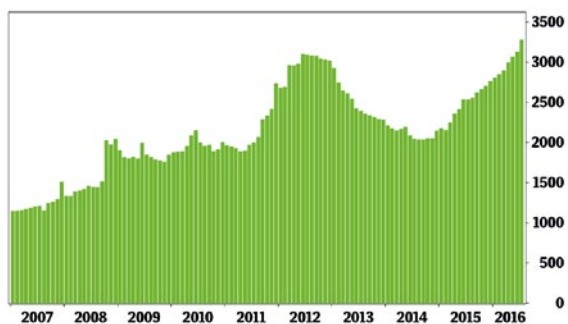
Bättre än väntat, men sämre än ifjol

De nordiska och svenska börsbolagens rapporter för årets andra kvartal var överlag något bättre än förväntat, men fortfarande sämre än motsvarande period föregående år om vi endast fokuserar på vinstutvecklingen. Sammantaget föranledde rapporterna dock analytikerna att justera upp sina vinstprognoser med 1,5 procent för 2017. För cykliska industrier som verkstad, råvaror och olja justerades även vinstprognoserna för 2016 i positiv riktning. För de senare syns för närvarande ett tydligt trendbrott i prognosrevideringarna efter kraftiga negativa justeringar i början av året. Vi räknar dessutom fortfarande med positiv vinsttillväxt 2016, 2 procent i Norden och 5 procent i Sverige. För 2017 siktar vi fortfarande på solid vinsttillväxt, cirka 11 procent i både Norden och Sverige, men i ljuset av de senaste årens stora nedrevideringar är vi naturligtvis oroade att även denna prognos ska justeras ner innan vi har nått fram till målet. Om prognoserna håller och bolagen levererar som förväntat bör totalavkastningen från aktiemarknaden i Norden bli mycket konkurrenskraftig det närmaste året, med oförändrade vinstmultiplar och i princip oförändrad vinsttillväxt 2018 (vi räknar med 11,7 procent för Norden 2018) blir det 14,5 procent. För att detta ska kunna bli verklighet krävs dock bättre makrostöd än vad ledande indikatorer idag signalerar.

Betydelsen av penningpolitiskt stöd kan inte överskattas

Hur mycket vi än gräver efter anomalier mellan olika bolag och sektors värdering, bekymrar oss för bristen på tillväxt men hoppas på och prognostiserar en snar bättring eller försöker bedöma diverse politiska risker, finns det ingenting som är viktigare för den stora bilden än hur centralbankerna agerar. Den extraordinära penningpolitiken är sannolikt

ECB PUMPAR IN PENGAR I KAPITALMARKNADEN



EBBSTOTA Index

Källa: Bloomberg

Diagrammet visar ECB:s balansräkning i miljarder euro. När centralbankerna köper obligationer tvingas övriga investerare in i andra tillgångar.

DIREKTAVKASTNINGEN STÅR SIG VÅL I KONKURRENSEN



OMXS30 Index utdelningar

Källa: Bloomberg

Diagrammet visar väntad direktavkastning (för det närmaste året) för OMXS30-index sedan 10 år. Nuvarande 4,1 procent är en någorlunda normal nivå i ett närhistoriskt perspektiv, men mycket konkurrenskraftigt i relativa termer när den riskfria räntan blivit negativ. Trots svag vinstutveckling och Brexit har börsen därmed lyckats locka till sig investerarnas kapital.

den enskilt viktigaste faktorn bakom börsens relativt goda utveckling de senaste åren. Exempelvis bidrar Europeiska Centralbankens offensiva obligationsköpprogram till att centralbankens balansräkning har expanderat med mer än 1100 miljarder euro sedan början av 2015, nästan lika mycket som hela börsvärdet för alla bolag SEB bevakar i Norden idag och motsvarar 24 gånger börsvärdet för Sveriges största börsbolag, Hennes & Mauritz. När centralbankerna köper obligationer med relativt låg risk för sådana extraordinära belopp tvingas andra investerare att ta större risker, exempelvis genom att investera i högriskobligationer, fastigheter eller aktier. Många investerare är dessutom tvungna att placera i tillgångar som genererar avkastning för att kunna klara sina egna åtaganden, exempelvis pensioner. När centralbankerna skapar dessa enorma volymer nya pengar och traditionella investeringsobjekt i princip försvinner från marknaden får det stor inverkan på börserna och kapitalmarknadens funktion.

Att förstå detta förhållande är sannolikt kritiskt för att förstå utvecklingen på de nordiska börserna på senare tid. I en stor månatlig enkätundersökning från Bank of America Merrill Lynch, av hur institutionella placerare ligger positionerade kunde vi före den brittiska folkomröstningen i juni se att dessa hade en nära rekordhög andel likvida medel i sina portföljer. En stor andel kassa är i sig ett tecken på riskaversion, men har historiskt ofta signalerat bottenivåer på aktiemarknaden eftersom det speglar att investerarkollektivet redan har positionerat sig för det värsta. Vår bedömning var därför att ett positivt utfall i folkomröstningen (det vill säga att de önskade stanna i EU) skulle bidra till en börspåverkande köpstress bland investerare som är underexponerade mot en börs som

lyfter på minskad politisk risk. Detta trots att samma undersökning indikerade att investerarna var bekymrade över både värdering och konjunkturutveckling.

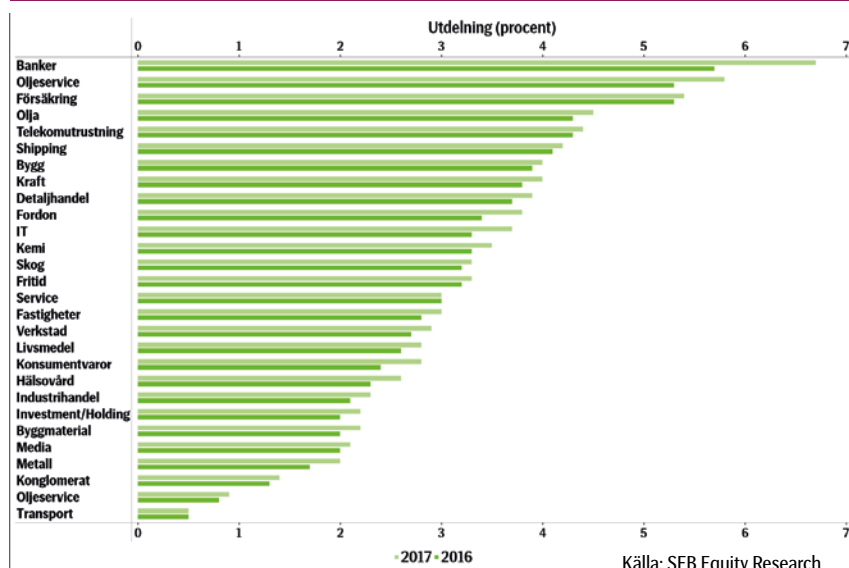
Nu fick vi inte det väntade utfallet i den brittiska folkomröstningen, men nästan omedelbart efter det initiala raset tycktes den omvända signalen från investerarnas stora kassa-behållning ändå ha fått effekt. Trots en tydlig ökning av den politiska risken och oro över bolag med exponering mot den brittiska marknaden samt att många investerare uppfattar aktiemarknaden som högt värderad och vinstutvecklingen i börsbolagen förväntas vara klen, har aktiekurserna världen över gått upp sedan dagen före valet. Drivkraften är rimligtvis att stora mängder kapital jagar någon form av avkastning, när centralbankerna pumpar in pengar i finansmarknaden på det vis som de nu gör hamnar delar av detta kapital så småningom på börsen.

Fortsatt fokus på Fed

USA ligger i vanlig ordning före Europa även när det gäller penningpolitiken och det är därför som investerarna är närmast besatta av att följa kommunikationen från Federal Reserve, Fed, och alla dess styrelseledamöter med ordförande Janet Yellen i spetsen. Fed väntas visa när, hur och om penningpolitiken kommer att vridas tillbaka igen.

SEB räknar med en långsam höjning av Feds styrränta från dagens 0,5 procent till 1,25 procent i december 2017 och 1,75 procent i december 2018.

STOR SKILLNAD I DIREKTAVKASTNING MELLAN OLIKA SEKTORER



Diagrammet visar förväntad direktavkastning per sektor på den nordiska aktiemarknaden. I relation till rådande ränteläge ter sig direktavkastningen på börsen mycket attraktiv och den stora skillnaden mellan olika sektorer och bolag gör det relativt enkelt att komponera en portfölj med betydligt högre direktavkastning än Nordensnittet på 3,5 procent, men även för OMXS30 på 4,1 procent. Observera dock att en hög direktavkastning ofta är hög av en anledning. Vi belyser osäkerheten kring och möjligheterna för bankerna närmare i tematexten om europeiska banker.

Ränteinvesteringar

% Långräntorna mot nya bottnar när Federal Reserve avvaktar

Efter en turbulent utveckling i juni blev juli en betydligt lugnare månad, och riskaptiten återvände oväntat snabbt efter Brexit-omröstningen. Den nyvunna riskviljan hämtade främst sin kraft ur förväntningar om ännu mer expansiva centralbanker. Att de flesta centralbanker har sänkt färdigt sina respektive styrräntor är de flesta bedömare ense om, dock finns goda skäl att tro att tillgångsköpen består ytterligare en tid.

- Riksbanken har sänkt färdigt, men första räntehöjningen skjuts fram ytterligare
- Europeiska Centralbanken, ECB, avvaktar ny ekonomisk statistik och lämnar räntan på 0 procent
- Amerikanska Federal Reserve siktar på räntehöjning innan årsskiftet

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Riksbanken lämnade som väntat reporäntan oförändrad på -0,5 procent i juli och gjorde inga förändringar i sitt program för tillgångsköp. Första räntehöjningen skjuts fram till andra halvåret 2017 och först i mitten av 2018 väntas räntan vara tillbaka på noll.

Vår prognos är att reporäntan börjar höjas i oktober 2017 och att Riksbanken dessförinnan fattar beslut om att förlänga tillgångsköpen ytterligare ett halvår fram till juni nästa år och samtidigt köpa obligationer för ytterligare omkring 30 miljarder kronor. Den svenska 10-åriga statsobligationsräntan har fallit under sommaren och ligger i skrivande stund omkring 0,15. Detta innebär att ränteskillnaden mot den tyska 10-åriga statsobligationsräntan har krympt från 60 till cirka 20 punkter under de senaste tre månaderna. Samtidigt har det utländska ägandet av svenska statsobligationer fallit från cirka 50 procent i början av 2014 till cirka 35 procent i slutet av maj 2016. I syfte att lättare möta den ökade efterfrågan på obligationer som Riksbankens återköpsprogram innebar var det välkommet att utländska investerare minskade sin exponering. Det finns dock risk för bristande utbud om utländska investerare återvänder samtidigt som Riksbanken förmodligen förlänger sitt återköpsprogram.

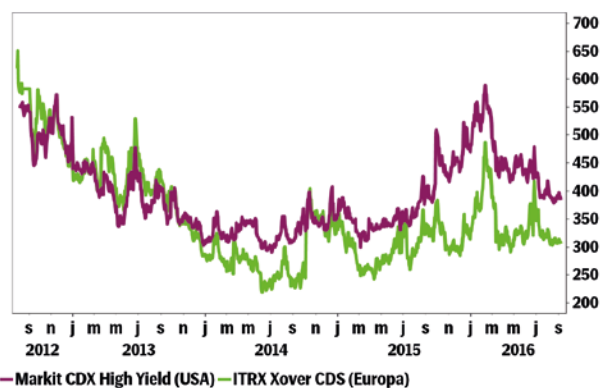
Riksbanken har efter den brittiska EU-omröstningen reviderat ner sina prognoser för såväl global som svensk BNP-tillväxt för framför allt nästa år. En något sämre utveckling för svensk export samt lägre offentlig konsumtion till följd av inbromsningen i antalet asylsökande, bidrar dock till en aning lägre tillväxt redan i år enligt Riksbankens prognos. Riksbankens bedömning är att KPIF-inflationen är tillbaka på 2 procent först vid årsskiftet 2017/2018 och verkar inte vara beredd att inleda några räntehöjningar innan inflationsmålet är inom räckhåll. SEB står dock fast vid bedöm-

ningen att Riksbanken har en för optimistisk syn på hur snabbt inflationen kan komma att stiga.

För europeisk del har ECB under sommaren valt att lämna styrräntan oförändrad vid noll procent, men står redo att lätta ytterligare på penningpolitiken om utsikterna för euroområdet förvärras. ECB menar att det ännu inte finns tillräckligt med information om effekterna av Brexit och upprepar att de nuvarande styrräntenivåerna kommer att kvarstå (eller bli lägre) under en lång period. De nuvarande obligationsköpen om 80 miljarder euro per månad ska pågå till mars 2017. Vår prognos är dock att ECB förlänger dessa till september 2017. Får vi rätt i den bedömningen kommer ECB:s räntor att fortsätta att agera släpänkare för internationella obligationsräntor framöver.

Efter att britterna röstade för ett utträde ur EU försvagades läget för den brittiska industrin och byggsektorn, vilket fick till följd att Bank of England, BoE, valde att sänka sin styrränta från 0,5 procent till 0,25 procent och samtidigt öppnade upp för fler sänkningar.

ECB:S AGERANDE GER KRYMPANDE KREDITSPREDAR



ECB:s köp av företagsobligationer tillsammans med råvaruprisernas återhämtning har gett ökat förtroende till kreditmarknaden, vilket återspeglas i snävrare kreditspreadar.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, Fed, följer noga den makroekonomiska utvecklingen i landet och har den senaste tiden gång på gång tvingats ompröva bedömningen om när, och hur snabbt, räntan kan höjas. En mycket stark sysselsättningssiffra under perioden juni-juli tillsammans med starka signaler från inköpschefer talar för en höjning, dock var amerikansk BNP för det andra kvartalet en besvikelse, vilket ger en svårtolkad bild.

Vi räknar med att nästa höjning görs på decembremötet och att Fed sedan höjer två gånger under 2017. Det är mer än vad marknaden idag diskonterar och skulle innebära en uppåtrisk för långa räntor i USA givet att detta scenario inträffar. Sammantaget tror vi ändå att nedåtkrafterna fortsätter att dominera ytterligare en tid, vilket skulle innebära att långa räntor bara gradvis rör sig uppåt i takt med att Fed närmar sig nästa höjning. Samtidigt har den amerikanska centralbanken ett antal politiska händelser under hösten att ta hänsyn till, EU:s "existensmöte" den 16 september, debatt i brittiska parlamentet gällande Brexit och sist men inte minst viktigt, det amerikanska presidentvalet den 8 november.

Företagsobligationer – Investment Grade och High Yield

Under våren beslutade ECB att starta ett nytt stödköpsprogram. Detta omfattar även köp av företagsobligationer utanför den finansiella sektorn som är emitterade av bolag inom euro-området med lägst Investment Grade-rating (BBB-). Denna åtgärd har verkat stabiliserande för den europeiska kreditmarknaden och även begränsat de negativa effekterna av Brexit. Även den nordiska kreditmarknaden har påverkats positivt av ECB:s köp, trots att merparten av de nordiska obligationerna inte omfattas av programmet.

Amerikansk High Yield hade en starkare utveckling än europeisk High Yield under sommaren, i första hand drivet av ett stigande oljepris men även till följd av mindre påverkan från Brexit. Framöver bör begränsade effekter av Brexit tillsammans med fortsatta stimulanser från ECB ge stabila förutsättningar för den europeiska High Yield-marknaden. För amerikansk del är återhämtningen i oljepriset en positiv drivkraft. Energisektorn i USA står för cirka 15-20 procent av den totala marknaden för High Yield-obligationer. Oljeprisets återhämtning under våren och sommaren har medfört en sänkning av antalet förväntade konkurser och därmed tagit bort mycket av den osäkerhet som tidigare fanns. Avseende Investment Grade har både USA och Europa genererat stabila avkastningar under sommaren. Stabila tillväxtutsikter i såväl USA som Europa, tillsammans med fortsatt stark efterfrågan på Investment Grade-obligationer i spåren av ECB:s obligationsköp, talar för att denna kategori kan fortsätta utvecklas väl.

Tillväxtmarknader – Återhämtning med hjälp från stigande råvarupriser

Den globala återhämtningen på aktie- och kreditmarknaderna har tillsammans med råvaruprisuppgången varit påtagligt positivt för tillväxtmarknader under de senaste månaderna. Samtidigt har starkare lokala valutor i förhållande till den amerikanska dollarn varit en faktor som bidragit till att stärka enskilda länders statsfinanser. Detta har indirekt minskat kreditrisken för såväl enskilda stater som bolag. Sålunda bör det finnas förutsättningar för fortsatt god utveckling i tillväxtmarknaderna. Investeringar bör dock göras med ett visst mått av ödmjukhet inför det faktum att värderingarna har kommit upp på kort tid och att korrelationen med råvarupriserna i vissa länder är markant.

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

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

*Avkastning i lokala valutor.

Källa: SEB



Alternativa investeringar

Brexit banade väg för stabilare utveckling

Om osäkerhet och brist på stabila trender karakteriserade resan fram till Brexit-omröstningen för det europeiska hedgefondkollektivet har tiden efter bjudit på en betydligt stabilare färd för flertalet strategier. Volatiliteten dagarna efter Storbritanniens val att lämna EU skapade skilda effekter, för vissa hedgefonder var detta av godo medan andra drabbades påtagligt hårt. Efter att stormen har bedarrat är bilden mer tydlig och enhetlig. Många hedgefonder har dragit fördel av de möjligheter som uppstod och har identifierat goda investeringsmöjligheter i ett stabilare marknadsklimat de senaste månaderna.

- Trendlös osäkerhet präglade vägen fram till Brexit
- Volatiliteten som uppstod gav nya investeringsmöjligheter
- Stabila trender under sommaren
- Oljepriset allt närmare balans

Hedgefonder – Stabil sommar med varierande styrka bland strategier

Utvecklingen under juli och augusti har inneburit positiva avkastningar för de flesta hedgefondstrategier. På den positiva sidan utmärker sig Event Driven som bortsett från årets första månad har presterat stark avkastning under hela 2016. Tuffare har klimatet varit för Makro-förvaltare, som har haft ett extremt ränteläge och en svårtolkad USD-utveckling att förhålla sig till. För trendföljande strategier har utvecklingen under året varit minst sagt skiftande där juni visade sig ge optimala förutsättningar.

Equity Long/Short

Efter att ha drabbats hårt av volatiliteten i samband med Brexit har strategin återhämtat sig påtagligt med draghjälp från starkare aktiemarknader under sensommaren. För fundamentala förvaltare uppenbarade sig ett antal investeringsmöjligheter under sommaren, något som delvis förklarar strategins nuvarande styrka, där dessa investeringar ger god avkastning. Förutsatt att aktiemarknaderna fortsätter sin stabila utveckling och undviker större bakslag bör strategin kunna utvecklas väl framöver.

Credit Long/Short

Råvarusektorns återhämtning i allmänhet, och oljeprisuppgången i synnerhet, har bidragit till att avsevärt minska osäkerheten kring kreditmarknaden. Detta har fått kreditprestar att krympa över hela rating-skalan, dock med störst effekt på High Yield-obligationer som är företagskrediter med lägst kreditkvalitet. Precis som för Equity Long/Short har denna rörelse medfört positiva underliggande prisförändringar, vilket i sin tur skapar möjligheter för kreditstrategierna.

Event Driven

Frånsett svårigheter under årets första månad har strategin Event Driven haft en stark utveckling under 2016. Samtliga tre understrategier (Merger Arbitrage, Special Situations och Distressed Credits) har uppvisat god utveckling. Marknaden för företagsaffärer, Merger Arbitrage, har fortsatt att visa god aktivitet och samtidigt har prismekanismen utvecklats positivt. Distressed Credits har gynnats påtagligt av återhämtningen i oljepriset då flertalet problemkrediter återfinns inom energisektorn. Samtidigt har Special Situations, som investerar i bolag som står i färd att förändra bolagsstrukturen, fått extra draghjälp från den generella styrkan på aktiemarknaden.

Makro/CTA

För den trendföljande strategin CTA kom juni, till skillnad från många andra strategier, att bli den starkaste månaden på länge. Långa positioner i räntor och USD var ett vinnande koncept när Brexit blev ett faktum. Osäkerheten fick räntor att falla på bred front samtidigt som kapital flödade till USD, som stärktes. I nuläget är den samlade bilden att de långa positionerna i räntor finns kvar, medan viss svaghet för USD har fått flertalet förvaltare att vända den långa positionen till att istället tro på en dollarförsvagning.

ÅTERHÄMTNING FÖR HEDGEFONDER EFTER BREXIT-BESLUT



Källa: Bloomberg

Efter årets inledande svårigheter för hedgefonder så innebar Brexit mot all förmodan en positiv vändpunkt. Flertalet strategier återhämtade sig snabbt efter turbulensen i samband med Brexit och har utvecklats starkt under sommarmånaderna.

Råvaror – Oljepriset på väg mot balans

Under sommaren föll oljepriset (Brent) från drygt 53 USD per fat i början av juni till under 45 dollar per fat i slutet av juli för att senare stiga igen i augusti. Det var framför allt oro för att högre produktion skulle leda till överutbud som dämpade priset på råolja under sommaren. Det finns också tecken på att produktionskapaciteten i USA mätt i antalet oljerigggar har ökat något den senaste tiden.

Skifferoljerevolutionen i USA har under de senaste åren lett till en kraftig ökning av amerikansk oljeproduktion, och då Saudiarabien har valt att öka sin produktion i motsvarande takt för att behålla sina marknadsandelar har det skapats ett globalt överutbud av olja. Då livslängden på skifferoljebrunnar är relativt kort krävs det att man kontinuerligt borrar nya brunnar. Den korta livslängden tillsammans med förhållandevis höga kostnader per producerat fat olja innebar att skifferoljeproducenter pressades hårt i samband med årets inledande oljeprisfall, vilket följdes av en kraftig nedgång i antalet aktiva skifferoljerigggar. Den senaste tiden har dock antalet aktiva oljerigggar återigen börjat öka, om än från låga nivåer. Dessutom har många bolag lyckats hitta nya metoder att hålla produktionen igång längre.

Att oljepriset har stigit igen är bland annat drivet av spekulationer kring nya produktionsfrysningar från OPEC. Rapporter från IEA (International Energy Agency) om att överutbudet börjar minska och att konsumtionen ökar ger också stöd åt oljepriset. Saudiarabiens energiminister har öppnat för gemensamma OPEC-ansträngningar för att stödja marknaden. En produktionsfrysning från OPEC:s sida verkar dock inte trolig då högre oljepriser skulle få USA:s skifferoljeproducenter att öka produktionstakten ytterligare, något som skulle leda till att OPEC tappar marknadsandelar snarare än ett uthålligt högt oljepris. Att antalet aktiva borrhigggar i USA nu åter har börjat stiga gör det svårt att se vad som ska driva oljepriset uppåt från dagens nivåer. Vissa OPEC-länder har länge argumenterat för en frysning av oljeproduktionen. Saudiarabien har dock hållit fast vid att landet endast går med på begränsningar

om samtliga oljeexportörer gör det. Samtidigt deklarerar Iran att man inte kommer att gå med på någon form av produktionstak innan de når de nivåer som landet producerade före embargot. Även Irak har uttryckt avsikter om att komma tillbaka upp till tidigare produktionsnivåer.

Vår prognos är att oljemarknaden är på väg mot balans och vi räknar med att överutbudet kommer att försvinna under nästa år. Nivåer kring 50 USD/fat bör räcka för att öka skifferoljeproduktionen, vilket indirekt borde skapa ett pristak runt 60 USD/fat. En måttlig efterfrågeökning i kombination med de senaste årens drastiska nedskärningar på investeringssidan gör att råoljepriset stiger något från 50 dollar/fat som genomsnitt för andra halvåret i år till 55 respektive 60 dollar 2017 och 2018. Riskerna ligger dock på nedsidan.

Råvaror - Ädelmetaller

Sedan botten i slutet av 2015 har guldpriset stigit med cirka 25 procent under framför allt början av året. Guld och andra ädelmetaller har varit ett alternativ till ränteinvesteringar i takt med att en allt större andel av den globala obligationsstocken handlas med negativ ränta. Efterfrågan på investeringar i guld har varit bred, såväl centralbanker som småsparare har varit köpare. Ett bevis på detta är kraftigt ökade inflöden till börshandlade fonder (ETF:er) som följer guldprisets utveckling.

Fortsatt stark efterfrågan och fallande produktion gör att bilden ser fortsatt positiv ut, inte bara för guld utan även för andra ädelmetaller. Nyhetsbyrån Bloomberg konstaterar att prisskillnaden mellan guld och silver är den minsta sedan 2014, och när marknaden för ädelmetaller är inne i en optimistisk period tenderar silver att utvecklas bättre än guld. Prognosen är att silverproduktionen i år faller med 2-5 procent, vilket bör räcka för att hålla silverpriset i en stigande trend. Det bör därför finnas anledning att tro att silver kommer att gå bättre än guld på medellång sikt.

MINSKAT ANTAL AKTIVA BORRIGGAR GER OLJEPRISUPPGÅNG



Källa: Bloomberg

Efter det senaste halvårets uppgång i oljepriset har antalet oljerigggar börjat öka något om än från väldigt låga nivåer. Ett oljepris runt USD 50/fat är tillräckligt för att antalet riggar ska sluta falla, men inte högt nog för en nämnbar ökning.

GULDPRIS OCH TYSK 10-ÅRIG STATSOBLIGATIONS RÄNTA



Källa: Macrobond

I en miljö med negativa långa statsobligationsräntor står guldet för ett intressant diversifieringsalternativ för investerare som söker placeringar i lågrisksegmentet.



Valutor

Global QE-politik kylvor även valutamarknaden

Den globala valutamarknaden har vuxit betydligt de senaste 30 åren. Mellan 2001 och 2013 mer än fyrdubblades den genomsnittliga dagliga omsättningen (till 5 300 miljarder dollar) enligt Bank for International Settlements (BIS). BIS publicerade i början av september data för 2016 som visade att aktiviteten sjunkit något jämfört med 2013. Centralbankernas omfattande QE-politik (quantitative easing = kvantitativa lättnader), som i flera länder haft en svagare valuta som mål, har tillfört prognososäkerhet. Dessutom har nya aktörer (automatiserade tradingprogram) tillkommit och bidragit till stundtals irrationella valutärörelser. Andra aktörer, som exempelvis hedgefonder, har dragit ner sin marknadsnärvaro och därmed försämrat marknadens likviditet. Kombinationen av dessa nya osäkerhetsmoment, att flera valutor i dag handlas nära sina jämviktsnivåer och att styrantedifferenserna mellan länder är marginella kan bidra till att många aktörer ser valutaavvecklingen, sett över tiden, som ett nollsummespel och därmed avstår från att uttrycka starka valutavyer. Vi tror att valutamarknaden kommande månader fortsätter att uppvisa begränsade kursrörelser och relativt lugn aktivitet.

- EUR – Något för stark för att behaga Mr Draghi
- USD – Försiktiga räntehöjningar ger marginellt stöd
- JPY – Apprecieringstrycket lättar, nya icke-konventionella penningpolitiska åtgärder i höst
- GBP – Undervärderad med potential till kortsiktig förstärkning
- CHF – Medvind från Brexit avklingar, svagare franc är att vänta under hösten
- SEK – Trovärdig penningpolitik sätter stopp för snabb återhämtning
- NOK – Starka flöden utmanar Norges Banks acceptans för valutans rusning

Den japanska valutan är beryktad bland valutahandlare för att vara svårbedömd. 2016 har också varit ett överraskningsår vad gäller utvecklingen för JPY. Trots mycket expansiv penningpolitik inklusive minusränta har valutan i handelsviktade termer stärkts med 20 procent sedan årsskiftet. Värdering spelar en viktig roll här; vår modell för långsiktig jämviktskurs indikerar att fallande räntor i omvärlden samt låg inflation i Japan jämfört med andra länder har förbättrat Japans konkurrenskraft. Men JPY är svagt övervärderad nu. Det mycket kraftiga oljeprisfallet har stärkt Japans bytesbalans som ett tag var "farligt" nära noll. Den spekulativa marknaden hade länge JPY som finansieringsvaluta (såld JPY) och när amerikanska centralbanken Federal Reserve började tveka om framtida räntehöjningar var marknaden snabbt ute och stängde denna position. En viktig drivkraft är också resultatet av att globala räntor landat på Japans nivå, vilket har bidragit till att förändra incitamenten för japanska investerare att valutasäkra utlandsexponeringar. Japan har en rekordstor positiv utlandsposition, detta är också den enskilt viktigaste faktorn till varför valutan är mer negativt korrelerad med riskaptit än övriga valutor – i dåliga tider vänder kapital hem till Japan. Om något land introducerar "helikopterpengar" (centralbanker tillför

samhället permanent likviditet) bör Japan vara först ut. Inflationsmålpolitiken har misslyckats och finanspolitiken begränsas av den höga statskulden. En variant av "helikopterpengar" är att den offentliga skulden skrivs ner genom att Bank of Japan ensamt accepterar en förlust. Det innebär att stimulansen nuvarande QE-program medverkar till går från temporär till permanent. Det skulle ge utrymme för den japanska regeringen att öka den offentliga skulden och kan också leda till högre inflationsförväntningar.

EUR – Begränsad uppsida

Euron trotsar ekonomiska men framför allt politiska utmaningar efter Brexit och i dagsläget är valutan endast marginellt svagare än när Europeiska Centralbanken, ECB, introducerade QE. Vi förväntar oss att ECB förlänger sitt program för kvantitativa lättnader under hösten vilket bör bidra till att begränsa uppsidan. Samtidigt kommer den amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed) endast

OVÄNTAT STARK YEN



Källa: Macrobond

Grafen visar utvecklingen för amerikanska dollarn mot japanska yenen (USD/JPY) det senaste året. Styrkan i trenden för en starkare JPY har varit mer uthållig än vad vi räknade med. JPY på dagens nivåer är svagt övervärderad.

höja räntan en gång i år (december). Aptiten på relativt billiga europeiska aktier kan dessutom bidra till att euron stärks mer än väntat. EUR/SEK handlar på attraktiva nivåer (+9,60) för kronköpare sett ur ett mer långsiktigt perspektiv (1 år).

USD – Fed styr dollarutvecklingen

Amerikansk penningpolitik och dollarns status som global reservvaluta styr ofta utsikterna för valutamarknaden. Att Fed backade från tidigare plan om närtstående räntehöjningar gav utrymme för pressade EM-länders valutor att göra en storstilad comeback. Statistik för kapitalflöden visar att aptiten på amerikanska aktier och räntepapper svalnat de senaste kvartalen. Så länge inflationen inte visar tecken på acceleration och Fed inte höjer räntan mer drastiskt får den övervärderade dollarn inget starkt stöd. Kronan handlas fortsatt svagt mot dollarn under hösten, men nivåer runt 8,60-8,80 är fortfarande attraktiva att sälja sett från ett perspektiv på 1-2 års sikt.

GBP – Fortsatt fall i spåren av Brexit

Att Storbritannien väljer att lämna EU kom som en chock för finansiella marknader. Effekten blev dock högst temporär med undantag för pundet, där vi ser en kort-siktig uppåtrisk för GBP/SEK mot 11,50 - 11,70. Ekonomin kommer att ta stryk av Brexit även om vi inte är lika pessimistiska som konsensus. I sina framtida förhandlingar med EU verkar Storbritannien säga nej till fri rörlighet för arbete. Detta bör in sin tur begränsa landets access till den gemensamma marknaden och därmed kommer Storbritannien att vara i behov av ett svagt pund för att upprätthålla konkurrenskraften.

JPY – Svagt övervärderad yen

Styrkan i trenden för en starkare JPY har varit mer uthållig än vad vi räknade med. JPY på dagens nivåer är svagt övervärderad. Pressen ned på globala räntor till "Japans nivåer" har varit en positiv faktor för JPY. En trolig förklaring ligger i att Japan har en mycket stor nettobehållning av tillgångar i utlandet. Pressen på globala räntor har troligen försämrat villkoren för japanska investerare att valutasäkra sina innehav. Under hösten kan ganska drastiska åtgärder komma från Bank of Japan inklusive helikopterpengar. Dessutom finns spekulation att BoJ tar till sådan extrem aktion som att riva delar av sitt innehav av japanska statsobligationer. Detta talar för att JPY sett sina starkaste nivåer och att valutan börjar falla tillbaka igen. Vår 12-månadersprognos för JPY/SEK ligger på 7,70.

CHF – Valutainterventionerna fortsätter

Brexit gav en tillfällig negativ sättnings för global riskaptit, något som borde vara gynnsamt för schweizerfrancen. Men trots förbättrat sentiment och räntor långt under noll tvingas centralbanken, SNB, till kontinuerliga valutainterventioner för att begränsa apprecieringstrycket (FX-reser-

ven har ökat relativt konstant under 2016 från 571 miljarder till 615 miljarder CHF). SNB verkar försöka hålla EUR/CHF över 1,08-nivån och vi tror inte de kommer ändra strategin den närmaste tiden, tvärtom, inflationen mätt i årstakt är kvar strax under noll och ekonomin växer mycket långsamt. Vi väntar oss fortfarande CHF/SEK ned mot 7,50-8,00 på längre sikt.

SEK – Svag krona blir svagare

Innan sommaren frågade vi oss om inte Riksbanken till slut skulle vinna trovärdighet för sin penningpolitik. Den svaga utvecklingen under sommaren ger stöd åt den tesen. Framförallt har utländska investerare stängt ned tidigare positiva kronpositioner. Kronan är rejält undervärderad och positioneringen är neutral/kort kronor. Så länge som Riksbanken gör det tydligt att man inte accepterar en för stark krona, är det svårt att argumentera för positiva kronflöden igen. FX-marknaden handlar dessutom på ränteskillnader och där är kronan nära sämsta alternativ. Det innebär att vi under hösten troligen ser en fortsatt svag krona om Riksbanken dessutom följer ECB och förlänger sitt QE-program. Penningpolitiken kommer dock över tid att börja avvika från ECB och därmed blir kronans utsikter positiva när vi blickar in i slutet av 2016/2017.

NOK – Konkurrenten kräver svag krona

Norsk inflation är hög och tillväxten svag. Fokus är dock detsamma för Norges Bank som för Riksbanken, det vill säga valutan. Men om det svenska "problemet" handlar om låg inflation är Norges problem konkurrenskraft; landet behöver en svag växelkurs efter oljeprisfallet och tillväxtinbromsningen. Norska kronan finner dock starkt stöd av faktorer som flöden och värdering. Risken för appreciering "tvingar" Norges Bank att hota med ytterligare räntesänkning trots hög inflation. Aptiten på avkastning bör leda euro-investerare att fortsätta köpa norska räntor utan valutasäkring. Vi tror EUR/NOK faller mot 9,20 i slutet av 2016.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q3 2016	Q4 2016
EUR/USD	1,11	1,10	1,08	1,09	-1,2	-3,0
EUR/SEK	9,52	9,60	9,30	9,20	0,8	-2,3
EUR/NOK	9,29	9,35	9,20	9,15	0,7	-0,9
USD/SEK	8,55	8,73	8,61	8,44	2,1	0,8
USD/NOK	8,34	8,50	8,52	8,39	2,0	2,2
EUR/CHF	1,10	1,09	1,10	1,10	-0,6	0,3
CHF/SEK	8,68	8,81	8,45	8,36	1,4	-2,6
EUR/JPY	115	114	113	117	-0,5	-1,4
GBP/USD	1,31	1,31	1,29	1,31	-0,1	-1,9
GBP/SEK	11,20	11,43	11,07	11,08	2,0	-1,2

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2016-08-31. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema - Europeiska banker

Viktigt att återställa förtroendet för banksektorn

Den europeiska skuldkrisen utlöstes av den amerikanska bostadssektorns fall 2007-2008. Banker över hela världen hade investeringar kopplade till bostadslånen och började förlora pengar då amerikanska husägare inte kunde fullgöra sina åtaganden. Amerikanska staten var tillsammans med privata intressenter snabbt ute och rekapitaliserade bankerna och mer eller mindre tvingande sammanslagningar genomfördes. Centralbanken Federal Reserve, Fed, tog över en mängd dåliga lån och tillhandahöll likviditet. Stresstester infördes för att öka transparensen och förtroendet för banksektorn. I efterhand kan vi konstatera att USA:s snabba agerande var rätt recept i dåvarande situation. Europeiska banker hade också investerat i den amerikanska bolånemarknaden med stora förluster som följd.

- Skuldproblematiken gör det tufft för banker i Europa
- Problemen med dåliga lån är både politiska och ekonomiska
- Att återställa förtroendet för banksektorn står högt upp på prioriteringslistan
- Det ömsesidiga beroendet mellan stater och banker utgör ett orosmoln
- Verkningsgraden av ECB:s insatser försvagas av dåliga lån i bankernas balansräkningar
- Historiskt låg värdering av europeiska bankaktier

Förlusterna för de europeiska bankerna blev kännbara. Det privata kapital som fanns att tillgå hade till stor del redan plöjts in i de amerikanska bankerna. Därför fick respektive lands stater gå in och rädda sina konkurshotade banker med omfattande stödåtgärder och kapitaltillskott, medan Europeiska Centralbanken, ECB, tillhandahöll likviditet. Under 2009 gick Europa in i en lågkonjunktur och bankproblemen spred sig till länderna, i synnerhet i Sydeuropa, vars lånekostnader sköt i höjden. Europa, som inte agerade lika snabbt och kraftfullt efter finanskrisen, lider fortfarande av skuldproblematiken och enskilda banker har det fortsatt tufft.

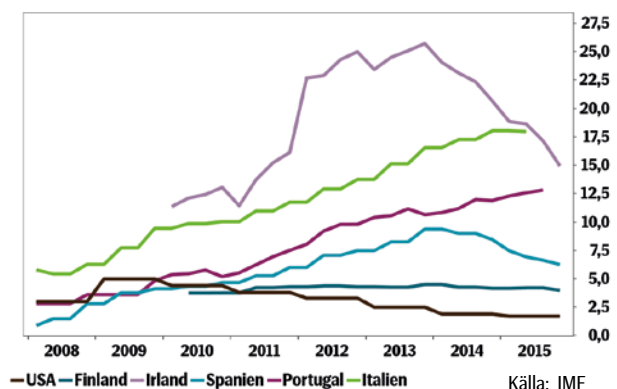
Antal anställda inom den europeiska banksektorn har minskat med 10 procent sedan 2007 och antalet bankkontor har reducerats. Samtidigt har bankernas aggregerade balansräkningar i eurozonen minskat från 33 till 28 biljoner euro. Kärnprimärkapitalet (eget kapital i procent av riskvägda tillgångar) har under samma period stärkts från 9 till 13 procent (i slutet av 2015), vilket innebär högre kapitalisering och därmed större buffert.

Kreditratinginstituten har i år uppgraderat flera europeiska banker. De positiva uppgraderingarna domineras av norra Europa, medan italienska banker har graderats ned på grund av ökade volymer av dåliga lån som försämrar bankers lönsamhet, ökar funding-kostnader och binder upp kapital. Detta minskar tillgången på kapital och påverkar tillväxten negativt.

Dåliga lån hämmar ekonomi och politik

Problemen med de dåliga lånen är ekonomiska, ECB:s politik får inte fullt genomslag. De är också politiska, kommer "bail-in"-principen att hålla eller kommer stater att behöva stötta banker? "Bail-in"-principen (skuldnedskrivning av innehav hos aktie- och obligationsägare) skapades för att säkra det finansiella systemets viktigaste funktioner och intressenter såsom betalningssystem och sparare. Obligationsägare som skyddades vid finanskrisen får nu ta den stora smällen om bankerna råkar illa ut. Volymen dåliga lån i flera länders banksystem är hög, samtidigt som det ömsesidiga beroendet mellan stater och banker oroar. Totalt uppskattas mängden dåliga lån till nära 1 000 miljarder euro, varav 360 i Italien. Problemen gäller inte bara Sydeuropa, även Tyskland och Frankrike har banker som enligt Fed:s stresstest-metodik är sårbara. De stresstester som European Banking Authority (EBA) publicerade i slutet av juli 2016 gav en temporär lättnad. Men efter kritik om att de varit alltför enkla och bland annat inte beaktat sårbarheten för en lång period med negativa räntor har marknads misstro återvänt.

FORTSATT HÖG ANDEL DÅLIGA LÅN



Källa: IMF

Särskilt i Italien (grön) och Portugal (cerise) oroar såväl nivån som trenden för andelen dåliga lån (%), men den totala nivån är också besvärande hög.

ECB och Bank of Japan har infört negativa räntor, vilket har medfört att bankernas lönsamhet i respektive länder, mer specifikt nettoräntemarginaler, har försämrats. Samtidigt har utlåningsvolymerna inte ökat tillräckligt mycket för att kompensera för detta. Bankerna i Europa behöver bygga mer eget kapital och detta görs bäst via successivt ökade vinster. Som ett svar på den svaga lönsamheten i banksektorn erbjuder ECB förmånliga lån till banker för utlåning till den reala ekonomin. Utöver detta köper ECB företagsobligationer för att ytterligare pressa ner företagens lånekostnader, vilket gett tydliga effekter på räntespreadar. Det är helt enkelt mycket billigt för många företag att finansiera sin verksamhet idag.

Att återställa förtroendet för banksektorn är viktigt för att ECB:s politik ska få full effekt

Ungefär 85 procent av kapitalförsörjningen till företag i eurozonen går via banksystemet (jämfört med cirka 15 procent i USA). ECB:s åtgärder pressar ner räntenivåer och samtidigt ökar efterfrågan på lån enligt ECB:s enkäter. Men ökningstakten för utlåningen är blygsam och i Spanien och Italien ser vi till och med att utlåningen fortsätter minska. I takt med de ökade regleringarna kan vi dock se fram emot en ökad kapitalförsörjning utanför banksystemet, vilket vore bra då bankerna avlastas och kreditförsörjningen underlättas. Internationella Valutafondens (IMF:s) studier visar att dåliga lån i bankernas balansräkningar är en avgörande förklaring till att utlåningen inte tar fart ens i en miljö med hyfsad efterfrågan på lån, låga räntor och god likviditet. De dåliga lånen har blivit särskilt uppmärksammade på senare tid då italienska bankers andel av dåliga lån nu utgör 17 procent av den totala utlåningen. Denna siffra kan jämföras med snittet i EU om 6 procent, USA 2 procent och Sveriges 1 procent. Särskilt en bank, Monte dei Paschi di Siena, är illa ute och var den bank som särskilt utpekades i EBA:s senaste stresstest. En privat finansierad avvecklingsbank har bildats i Italien för att ta hand om och avveckla de dåliga krediterna. Denna bank har samma syfte som Securum en gång i tiden hade i Sverige. Dock finns det en stor skillnad, Securum finansierades och hanterades av staten, medan den italienska varianten

hanteras av bankerna själva enligt "bail-in"-principen. Det innebär att starka banker stöttar svaga banker.

Det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker utgör ett annat orosmoln

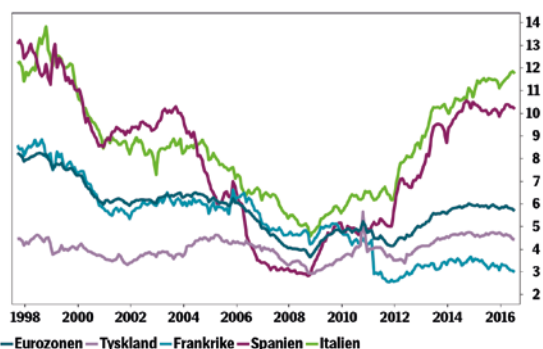
Låga riskvikter på statskuld ger banker motiv att köpa statspapper. Ett stort innehav kan sedan skapa incitament till ytterligare köp när banker vill undvika att stater med stora underskott drabbas av misslyckade emissioner med värdefall på obligationsportföljen som konsekvens. Bankernas innehav av det egna landets statspapper skiljer sig kraftigt åt; framför allt sticker Spanien och Italien ut med stora innehav. Tyskland har till exempel pressat på för att differentiera riskvikten på statspapper och därmed försöka undvika att banker i Sydeuropa i alltför hög grad köper det egna landets obligationer.

Det vanligaste sättet att lösa problem med dåliga lån är att föra över de dåliga tillgångarna till en så kallad "bad bank", vilket i olika omfattning gjorts i de flesta krisländer. Dessa "bad banks" kan antingen vara bankspecifika eller täcka flera bankers dåliga tillgångar. Ett annat alternativ är förlustgarantier som, om de ställs ut av staten, inte syns i statsskuldstatistik. Trots att 260 miljarder euro har tillförts banksektorn i eurozonen sedan 2011 (enligt EBA:s uppskattning) kommer mer att behövas. Nya EU-regler innebär att inte bara aktieägare utan också obligationsinnehavare måste ta förluster (bail-in) innan staten får gå in. Statliga insatser (bail-out) måste därtill godkännas på EU-nivå eftersom det ses som statsstöd. Som IMF har lyft fram är det också ett problem att lagstiftning kring dåliga lån skiljer sig åt mellan olika euroländer. Vi väntar oss att mer kommer att göras, men som i många andra avseenden kommer institutionella trögheter att fördröja processen.

Mycket pekar på att dåliga lån i banksystemet hämmar penningpolitikens verkningsgrad

En hög andel dåliga lån försämrar lönsamheten via ökade finansieringskostnader samtidigt som upplåst bankkapital via köp av statsobligationer ger negativa effekter på kreditutbud och i förlängningen på tillväxten. Framför

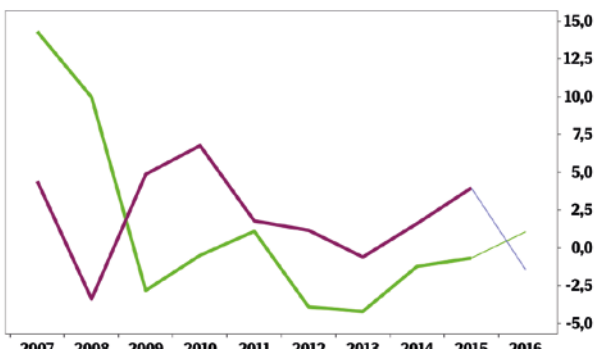
STOR SKILLNAD I BANKERNAS STATSOBLIGATIONSINNEHAV



Källa: Macrobond, ECB

De spanska och italienska bankerna sticker ut med stora innehav av statsobligationer, något som riskerar att skapa stort beroende av den statsfinansiella ställningen.

POSITIV TILLVÄXTTAKT FÖR UTLÅNINGEN TILL FÖRETAG



Källa: Bloomberg

Centralbankers och politikernas ansträngningar för att få fart på ekonomin har hög prioritet. Transparensen inom bankväsendet har förbättrats efter finanskrisen och kanske ser vi en ljusning för utlåningen till företag, då tillväxttakten för företagsutlåning i Europa är positiv för första gången på fem år.

allt riskerar mindre företag, som i större utsträckning förlitar sig på bankfinansiering att drabbas. Utvecklingen i USA visar att en lösning av bankproblemen är viktig för återhämtningen. Situationen i eurozonen är svårare med flera länder, EU-kommissionen och ECB inblandade. Det är svårt att se hur banksektorn snabbt ska kunna ta hand om skuldsituationen enbart med privat kapital. I valet mellan en utdragen kris där "bail-in"-principen fullföljs och en snabbare bail-out är vår bedömning att kommissionen i Bryssel för de länder som har störst problem till slut kommer att godkänna att staten återigen, trots nya regelverk, får ta en del av smällen. Nyckeln till en bättre fungerande banksektor och ett ekonomiskt starkare Europa är således att underlätta överföring av dåliga lån till "bad banks", utveckla andrahandsmarknader för dessa, samt stärka och underlätta regelverken.

Aktiemarknaden i Europa har tidigare dominerats av bankerna. I procent av Eurostoxx 600 är dock bankernas andel nere i 10 procent, vilket kan jämföras med Sverige där andelen är 16 procent. I USA är bankernas andel drygt 5 procent. Kreditmarknaden i Europa domineras dock i högre grad av banker, som utgör drygt 30 procent av utestående värde. Kreditmarknaden är viktig också för aktiemarknaden då synen på risk återspeglas i obligationspriserna. ECB har nu gett sig in på företagsobligationsmarknaden (dock inte rena köp av bankobligationer ännu) och trycker upp obligationspriser och driver ner räntenivåerna, vilket ger positiva effekter också på aktiemarknaden. Företag tar tillfället i akt och refinansierar sina lån till betydligt lägre ränta, vilket allt annat lika ökar vinsten som sedan kan delas ut till aktieägarna.

Aktiekursutvecklingen för den europeiska banksektorn har varit dystert med ett fall om drygt 70 procent sedan toppen 2007 och är den klart sämsta sektorn på Europas börser. I Italien, Spanien, Portugal och Grekland är marknadsvärdet en bråkdel av vad det en gång var. Som exempel kan nämnas att italienska och

tyska banker har fallit runt 85 procent och portugisiska 97 procent från toppen år 2007. Stora kreditförluster, nyemissioner som späder ut aktiekapitalet, svaga inhemska ekonomier, svag kreditefterfrågan och fallande lönsamhet är alla delförklaringar till den skrala utvecklingen. Förhoppningarna om europeiska bankers förmåga att skapa lönsamhet i framtiden är också låga, vilket avspeglas i värderingen av det egna kapitalet om 0,65. Att jämföras med dryga 2 i juni 2007. Diskrepansen mellan banker avseende värdering och operativ utveckling har ökat, Deutsche Bank värderas nu till en fjärdedel av det egna kapitalet. Kontrasten är stor mot exempelvis Handelsbanken vars aktiekurs stigit med 50 procent under samma period.

Europeiska bankaktier är historiskt lågt värderade

I tabellen nedan redovisas tio av de större bankerna i Europa och deras värdering på ett års framåtblickande prognoser. Tror vi på dessa konsensusprognoser, ser värderingen onekligen attraktiv ut. Lägg därtill att direktavkastningen överstiger 5 procent. Marknaden misstror uppenbarligen dessa prognoser. Det finns uppenbara strukturella hinder som investerare oroar sig för. Låga räntor ses av många investerare som strukturella och pressar nettoräntemarginalerna. Därtill kommer de ökade regleringarna som tvingar banker att hålla mer kapital, vilket ytterligare pressar lönsamheten. Konkurs från nischaktörer och "fintech" (Financial Technology - bolag som använder teknologi för att göra finansiella tjänster mer effektiva) som kan utnyttja de ökade regleringarna hos banksektorn och ta marknadsandelar är ett hot på sikt.

Med detta sagt, kan vi konstatera att banksektorn inte är en bransch som kommer att växa och blomstra över tid, utan snarare en bransch som i relativa termer kommer att tvingas konsolidera och fokusera på intern effektivitet (läs; kostnadsfokus). I den positiva vågskålen finns den låga värderingen. Dessutom kan oväntad hjälp fås genom en stark amerikansk ekonomi. Att Europa skulle gå i

EUROPEISKA BANKER	RÄNTABILITET EGET KAPITAL PROGNOS I %	P/E PROGNOS	P/B PROGNOS
HSBC	6,4	12,2	0,82
Banco Santander	6,8	8,9	0,60
BNP Paribas	7,9	7,8	0,59
UBS	7,9	11,1	0,93
Lloyds	11,2	8,9	0,94
ING	9,1	9,8	0,82
Banco Bilbao	7,9	8,8	0,69
Barclays	7,1	11,0	0,49
Intesa Sanpaolo	7,3	9,8	0,71
Nordea	10,8	9,9	1,10

BANKAKTIER UNDER PRESS



Bankaktier i Italien och Portugal tillhör förlorarna, såväl i ett längre perspektiv som under den senaste tiden. Den svaga kursutvecklingen för banksektorn tynger Europabörserna som helhet. Diagrammet visar utvecklingen för respektive lands bankindex.

bränschen för räntehöjningar är avlägset, men en stark amerikansk ekonomi, vars styrränta gradvis höjs med åtföljande stark USD är ett troligt scenario. Europeiska banker skulle gynnas av detta då EUR blir relativt svagare, vilket gör att ECB får hjälp med tillväxten och därmed minskar sannolikheten för ytterligare räntesänkningar. Europeiska långräntor skulle stiga och därmed göra avkastningskurvan brantare, vilket också vore bra för europeiska bankers lönsamhet. Vinstprognoserna skulle därmed vara intakta och direktavkastningen skulle vara fortsatt attraktiv. Sammantaget skulle banksektorn värderas upp och aktiekurserna följaktligen stiga. I vanlig ordning bör man dock vara selektiv och investera i de banker som inte haft alltför vidlyftig utlåning.

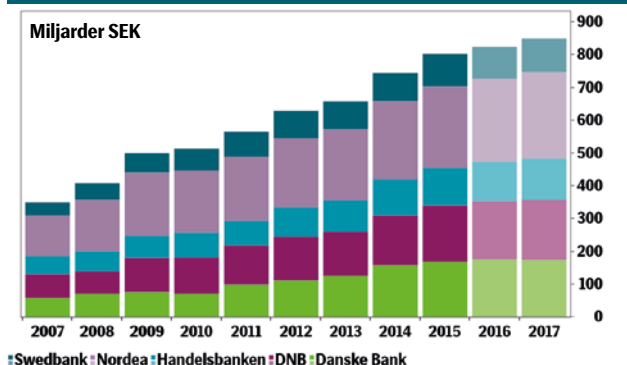
Sektorsentiment och nyheter styr även nordiska bankaktier

Även om de kortsiktiga kurssvängningarna i nordiska banker ofta kan förklaras med sentimentsförändringar kring sektorn internationellt är skillnaden i kursutveckling över längre tidsperioder enorm och det med rätta. I samband med kursrasen 2008 och den efterföljande återhämtningen 2009 var det ingen större skillnad i profilen (däremot i magnitud) mellan olika nordiska bankaktier och bankindex i Europa (eller för den delen bankindex i USA), men därefter har DNB (Norge) och svenska bankaktier haft en betydligt bättre kursutveckling än Europa-index och sedan 2014 har även Danske Bank dragit ifrån konkurrenterna nere på kontinenten rejält.

Solida balansräkningar och god vinstutveckling

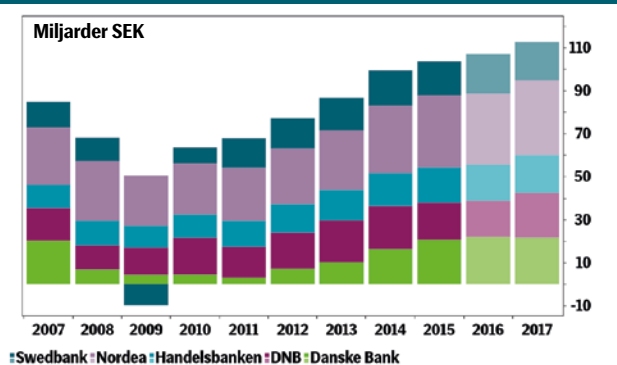
Lönsamheten för bankerna har försämrats sedan 2007, både i Norden och i Europa, men de nordiska storbankerna väntas i år generera en räntabilitet på eget kapital på 10-14 procent, medan konsensusprognosen för europeiska banker för innevarande år uppgår till 7,5 procent. De nordiska bankerna har dessutom starka balansräkningar, vilket möjliggör utdelningar motsvarande en direktavkastning på 5-7 procent för innevarande år, samtidigt som vissa konkurrenter nere på kontinenten misstänks behöva ta in mer kapital via nyemissioner. Den försämrade räntabiliteten för de nordiska bankerna är enbart en funktion av en större kapitalbas, vinsterna i absoluta tal har redan passerat det gamla rekordåret 2007. De nordiska storbankerna är stabila och välkapitaliserade och förväntas generera stadiga och attraktiva utdelningar under kommande år. Svenska bankaktier har inte heller värderats upp på samma vis som snittet för OMXS30 det senaste året, vilket betyder att rabatten har ökat. Däremot kvarstår utmaningarna med låga eller negativa räntor, kostsamma regleringar och en snabb teknisk utveckling. Kortsiktigt är det sannolikt fortsatt sentimentet till sektorn i Europa som förblir den viktigaste faktorn för aktiernas utveckling.

EGET KAPITAL HAR MER ÄN DUBBLERATS SEDAN 2007



Diagrammet visar eget kapital exklusive immateriella tillgångar sedan 2007 för de fem nordiska storbanker vi bevakar, samt prognos för innevarande och nästa år, räknat i miljarder svenska kronor. Bankerna har genom både nyemissioner och ackumulerade vinster byggt upp en rejäl reserv. Det egna kapitalet för de fem bankerna, exklusive immateriella tillgångar har vuxit med 475 miljarder kronor eller 136 procent på 9 år, vilket rimligtvis ska medföra en väsentligt bättre stabilitet i sektorn framöver.

POSITIV VINSTUTVECKLING



Diagrammet visar justerad nettovinst sedan 2007 för de fem nordiska storbanker vi bevakar, samt prognos för innevarande och nästa år, räknat i miljarder svenska kronor. Även om lönsamheten har försämrats sedan 2007 är vinsterna i absoluta tal på rekordnivåer. En räntabilitet på eget kapital runt 10-14 procent är bra i en europeisk jämförelse. Kombinerat med en ökad stabilitet i balansräkningen och det senaste årets ökade värderingsrabb mot Stockholmsbörsen i övrigt framstår sektorn som relativt attraktiv.

Tema - Spelbolag

Spelsektorn fortsätter att växa

Spel över internet har vuxit kraftigt i popularitet under det senaste decenniet, med betydande tillväxt för både intäkter och börsvärden. Spel över internet tar fortsatt marknadsandelar i hög takt från fysiska kasinon, spelkiosker, lotterier etc och vi anser att spelbolagen har goda förutsättningar för fortsatt strukturell tillväxt. Tillväxthjulen fortsätter att rulla, marknaden växer geografiskt och den något utmanande men nödvändiga regleringen pågår, vilka alla är positiva faktorer. Sektorns värdering är dessutom förhållandevis låg – trots en hög försäljningstillväxt om 18 procent årligen under de senaste tio åren i Europa. Spel om pengar är på flera sätt kontroversiellt. Såväl problemen kring spelmissbruk och eventuella kopplingar till ekonomisk brottslighet är frågor som måste adresseras. Vi förespråkar därför en fortsatt reglering av branschen.

- Den globala internetbaserade spelsektorn har vuxit med 11 procent årligen det senaste decenniet. I Europa har tillväxten varit 18 procent per år
- Av den totala spelsektorn, inklusive fysiska kasinon och spelbutiker, står internetspel för cirka 15 procent i Europa och runt 9 procent globalt
- Kasino- och sportspel via mobilen är de primära drivkrafterna just nu
- Efterfrågan påverkas inte av konjunkturutvecklingen
- Reglering är nödvändigt och utmanande, men hanterbart
- Förhållandevis låga värderingar i sektorn, trots hög tillväxt

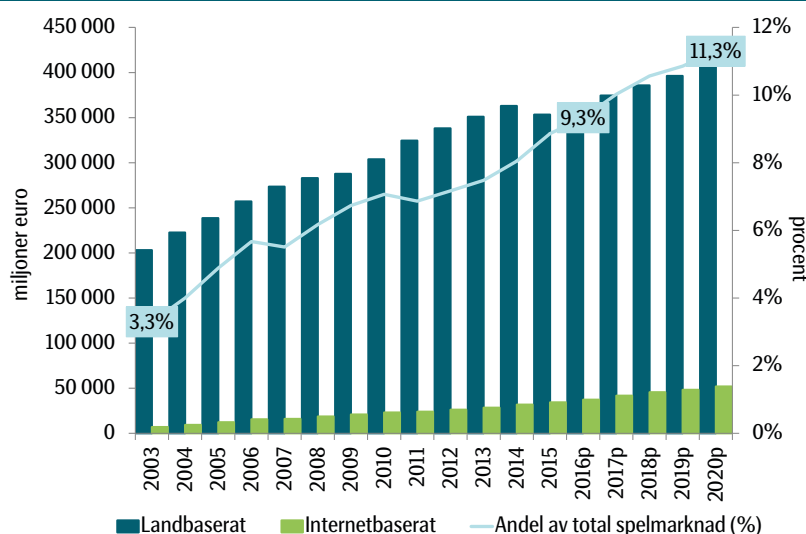
DEN GLOBALA SPELMARKNADEN ÄR en av världens största och äldsta industrier och fortsätter att förena nöje med riskfyllda insatser. Inom nöjesbranschen är spelmarknaden störst, cirka 15 procent större än TV-abonnemang, som är näst störst. Marknadens omsättning har vuxit med 4,5 procent årligen under det senaste decenniet och är

värd runt 3 700 miljarder kronor. Cirka en tiondel av den globala spelmarknaden (vilken inkluderar kasinon, spelkiosker, lotterier, bingo, travbanor och internetspel i alla dess former) är nu internetbaserad. I början av 2000-talet var denna del i princip obefintlig.

Tillväxt i världsklass

Spelsektorn har haft en kraftig tillväxt och resultatutvecklingen för branschaktörerna har imponerat. Finansmarknaden har på allvar tagit till sig den i det närmaste icke-cykliska och strukturellt växande internetbaserade marknaden. Internetsektorn har globalt vuxit med 11 procent årligen under det senaste decenniet (se graf nedan). Den största delen av nuvarande tillväxt sker utanför mogna marknader (där tillväxten historiskt till stor del funnits), i länder där internetspel inte penetrerat marknaden i samma utsträckning som i exempelvis Sverige och Storbritannien. Branschexperter räknar med en årlig tillväxt om cirka 9 procent under de kommande fem åren, vilket bygger på att branschen kapitaliserar på nuvarande geografisk expansion, både i Europa och i USA (potentiellt även i Asien).

MARKNADEN FÖR SPEL ÖVER INTERNET VÄXER SNABBT



Grafen visar hur världsmarknaden för spel har vuxit sedan 2003, uppdelat på den landbaserade (fysiska kasinon, spelkiosker och lotterier etc.) och all spelaktivitet över internet. Internetspel har ökat markant i andel och spås göra det även under kommande år.

Källa: SEB Equity Research

Framtiden ser ljus ut, tar andel från fysiska spel

Den europeiska spelmarknaden (fysisk och via internet) uppgår till över 1060 miljarder kronor (2015) och cirka 15 procent (160 miljarder) utgörs av spel över internet. Nästan hälften av den globala spelmarknaden över internet finns i Europa, medan en tredjedel finns i Asien och cirka 13 procent i Nordamerika. Den stora europeiska marknaden har skapats tack vare konsumenternas positiva förhållningssätt till mobilt spelande, hög internetanvändning och en proaktiv lagstiftning. I andra länder har ofördelaktiga skatter och hårda krav eller förbud hållit tillbaka den digitala utvecklingen. Under de kommande fem åren väntas marknaden för internetspel i Europa växa med nästan 50 procent totalt (8 procent årligen), medan den landbaserade väntas växa med 14 procent (3 procent årligen) enligt prognoser från SEB Equity Research. Skillnaden i tillväxt vittnar om det digitala skiftet, ett skifte som förväntas fortsätta. 2020 beräknas internetspel utgöra 18 procent av allt spelande i Europa (se graf). Den internetbaserade spelsektorn är fortfarande en ung del av den digitala ekonomin och de europeiska aktörerna (främst brittiska och svenska) är världsledande.

Operatörer kontra utvecklare

Speloperatörer har direktkontakt med spelarna och marknadsför sitt varumärke i alla tänkbara kanaler, medan spelutvecklarna är de bolag som bygger kasino- och oddssättningsmjukvaran som levereras till operatörerna. De största spelbolagen över internet globalt finns (främst) i Europa och de största operatörerna har varit framgångsrika på att växa både organiskt och via förvärv. Varje år genomförs ett antal företagsförvärv i sektorn, varför även konsolideringen varit påtaglig. Efter historiska regleringar i flera länder i Europa har antalet aktörer på spelmarknaderna överlag minskat, dels som en följd av att regleringar ökar vikten av att ha en storskalig administration (till exempel IT-plattform), men även på grund av att de större aktörerna helt enkelt vill växa ännu snabbare, och har musklerna för det. Spelutvecklingsbolagen har vuxit mer än operatörerna under de senaste fem åren. De har goda möjligheter att sälja sin mjukvara till operatörer över hela världen, vilket ger bättre tillväxtförutsättningar på lång sikt jämfört med operatörerna.

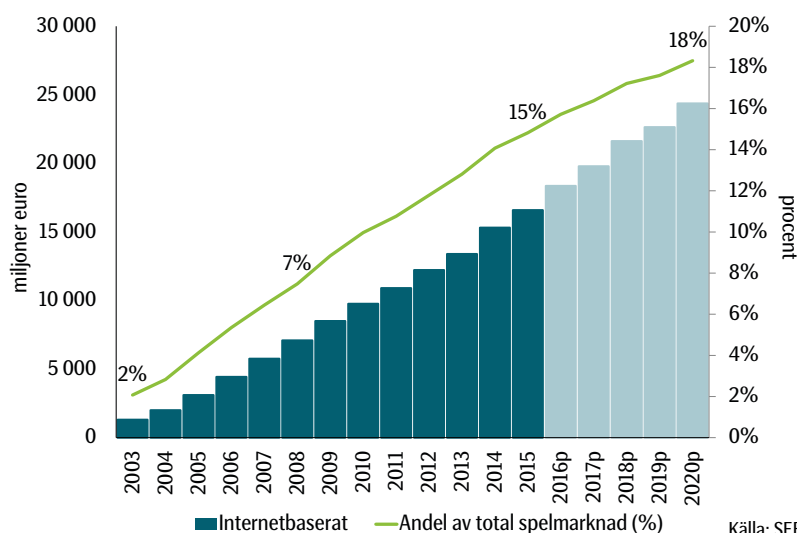
Innovation och tillgänglighet

Den starkaste trenden inom spel är det ökande användandet av mobila enheter, vilket ökar tillgängligheten för spelarna. Under 2010 kom 5 procent av intäkterna för spel över internet i Europa via mobila enheter, medan den under 2016 beräknas stå för uppemot 30 procent – en imponerande årlig tillväxt om 55 procent. Tillväxten spås uppgå till runt 18 procent årligen under de kommande fem åren och innovativa spel som live-kasino samt sportspel i realtid är spelsätt som förbättrar nöjesupplevelsen. Live-kasino är en hybrid mellan att gå på kasino och att spela på kasino i hemmet med sin mobiltelefon. I spelformen ser spelaren en verklig croupier som delar ut kort och uppträder likadant som en "vanlig" croupier. Sportspel över internet står för cirka 40 procent av all sportspelsaktivitet, en andel som ökat från strax över 10 procent för 10 år sedan. Med många tänkbara innovationer som har potential att revolutionera spelupplevelsen, finns det all anledning att tro att andelen sportspel över internet fortsätter att öka kraftigt, kanske är andelen långsiktigt så hög som 70-80 procent.

Reglering är komplext och ett måste för branschen

Ett kontinuerligt frågetecken och en ständig utmaning för sektorn är regleringar. Dessa syftar till att legitimerar spelmarknaden över internet och alla aktörer (operatörer) behöver en licens för att konkurrera på lika villkor som det statliga monopolet, med förbättrade marknadsföringsmöjligheter i fler kanaler men även införel av skatt till staten. Flera av länderna i Europa (Storbritannien, Frankrike, Spanien, Italien, Belgien och Danmark) har redan reglerat sina spelmarknader. Kortsiktigt påverkar regleringen spelbolagens resultat negativt eftersom skatter på omkring 10-25 procent av intäkterna introduceras (tidigare har de haft licens i skattefördelaktiga länder/områden som Malta eller Gibraltar). Den ökade tillväxten som en följd av reglering och minskade marknadsföringskostnader har dock medfört att resultatet efter viss tid ändå har vuxit.

TRENDEN ÄR ATT SPELARE I EUROPA VÄLJER INTERNETKANALER I STÖRRE UTSTRÄCKNING



Källa: SEB Equity Research

Grafen visar hur starkt den internetbaserade spelmarknaden i Europa har vuxit sedan 2003, samt spås växa under de kommande åren.

Konsolidering - en effekt av regleringar

Det finns ett antal exempel på hur vinsterna har påverkats i samband med introduktion av ett licenssystem och tillhörande pålagda skatter på den intjäning som tidigare var oskattad.

Storbritannien är ett framgångsrikt exempel på hur spelkonsumenter kan ingå i de konsumentskydd som introduceras i samband med reglering. När spelaktörerna fick söka licenser i slutet av 2014 och skattesatsen sattes till branschläga 15 procent blev spelaktiviteten till 90 procent inkluderad i regleringen. Under det första halvåret 2015 ökade rörelseresultatet för de största speloperatörerna med i snitt 5 procent, medan tillväxten var cirka 30 procent.

I Danmark reglerades marknaden 2012 med en skatt på 20 procent. Året efter växte spelbolagsmarknaden med närmare 50 procent – en tydlig acceleration mot tidigare år. Antalet speloperatörer minskade med en fjärdedel mellan 2012-2015 – en tydlig konsolidering. Den franska marknaden reglerades redan 2010 med en skattesats på cirka hälften av speloperatörernas intäkter (!), varpå hälften av operatörerna lämnade landet och den franska spelbolagsmarknaden förlamades.

Svensk reglering 2018

De flesta bedömare räknar med att den svenska staten publicerar en rapport över den internetbaserade spelmarknaden under nästa år, vilken blir underlag för en reglering under 2018. Vi räknar med att skattesatsen på speloperatörernas intäkter kommer att sättas till 20 procent. När det statliga monopolet kontinuerligt tappar marknadsandelar till de privata spelbolagen förlorar staten potentiella intäkter och det är en orsak till varför staten vill ha en reglering. Vi räknar med att de större operatörerna kommer att kunna förändra sin kostnadsbas fördelaktigt efter att marknaden blivit reglerad och att marknadens ökande tillväxt kommer att mildra den negativa resultateffekten av introducerade skatter. Vi räknar även med en konsolidering av branschen där de större spelarna tar över mindre. Sammantaget är vi neutralt inställda till regleringen i Sverige. Även Holland och Norge väntas reglera sina marknader under de närmaste åren.

Att bekämpa spelmissbruk är mycket viktigt

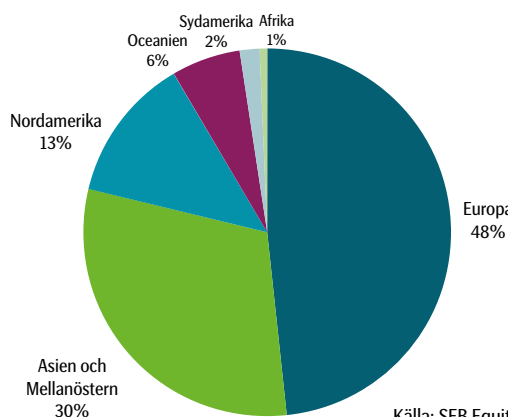
Cirka 1,7 procent av den svenska befolkningen är så kallade problemspelare och trots att uppemot 75 procent av dessa varje år förbättrar sina spelvanor är andelen problemspelare ändå relativt konstant, eftersom ungefär lika många tillkommer varje år. En internationell sammanställning av över 200 studier har visat att 2,3 procent av den genomsnittliga befolkningen har spelproblem, en andel som varit på en relativt stabil nivå över tid. I två svenska befolkningsmätningar genomförda med 10 års mellanrum var andelen av befolkningen med spelproblem oförändrad. All statistik ovan är hämtad från forskningsrådet Forte samt Socialdepartementet.

För alla spelbolag, vare sig det är statligt monopol eller privata internetaktörer, krävs det betydande förebyggande åtgärder för att minska spelberoendet. Spelproblem ger negativa konsekvenser för såväl spelaren själv som de närstående. En reglering är det enda sätt som kan tvinga spelbolagen att vidta nödvändiga förebyggande åtgärder, som utbildning av personal. Andra åtgärder är självavstängning från kasinon och internet, begränsning av spelhastighet, spelmöjlighet och/eller tillgång till pengar under spelandet. Åtgärderna innefattar även marknadsföring mot yngre människor, som borde ske med försiktighet. Alla aktörer måste ta sitt ansvar, både statliga monopol och privata spelbolag. Reglering är ett måste, vilket många länder i Europa redan genomfört. Det är dags för Sverige, Norge och Holland också.

Expansion till nya kontinenter

Den europeiska marknaden är den dominanta gällande internetspel och kommer så förbli under många år framöver. Men den amerikanska är onekligen värd att hålla under luppen. Hittills har ett par stater öppnat upp för internetspel och i en handfull stater pågår diskussioner om att reglera. Den amerikanska potentialen är betydande eftersom det handlar om världens största ekonomi och spelmarknad. Skulle internetspel bli godkänt i fler stater skulle det vara ytterligare en tillväxtmotor även för europeiska spelbolag. Länder i Sydamerika och Asien törstar även efter nya skatteintäkter, men här går utvecklingen trögt. Spelutvecklingsbolagen sitter i utmärkta positioner att växa i länder som väljer att reglera sina spelmarknader.

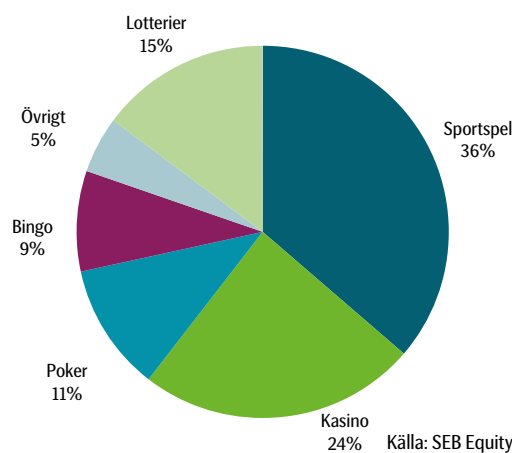
DEN GLOBALA SPELMARKNADEN ÖVER INTERNET



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet ovan illustrerar att den europeiska andelen av den globala spelmarknaden över internet är dominant med 48 procent av den totala marknaden, medan Nordamerika är en förhållandevis liten spelare med tanke på dess ekonomiska storlek.

DEN EUROPEISKA SPELMARKNADEN ÖVER INTERNET



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet illustrerar att sportspel och kasino innehar cirka en tredjedel av den europeiska spelmarknaden över internet, medan lotterier och bingo är mindre spelformer, men inte obetydliga.

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



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

Information om beskattning: Som kund vid våra internationella bankkontor i 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.