



Investment Outlook

december 2016



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning 3

Marknadssyn – sammanfattning 4-5

Marknadssyn – makro 6-8
Ökad politisk osäkerhet framöver
– stabilare tillväxt?

Tema – amerikanska valet 9
Mer tillväxt, mer osäkerhet
med Trump vid makten

Globala aktier 10-11
Vinstprognoserna ger positiva signaler

Nordiska aktier 12-14
Trump ritat om spelplanen

Ränteinvesteringar 15-16
Fortsatt låga styrräntor framöver

Alternativa investeringar 17-18
Efter en stillsam höst väntar
nya förutsättningar

Valutor 19-20
Politiken dominerar fundamenta

Tema – Digital innovation 21-24
Stark mjukvaruplattform
– vägen till framgång

Tema – Halvledare 25-30
Digitaliseringens ryggrad

Denna rapport publicerades den 29 november 2016. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 23 november 2016.

USA-valets utgång ger nya marknadsförutsättningar

2016 HAR UTVECKLATS TILL ETT RÖRIGT ÅR som inleddes med en "oljekris" med ett oljepris som rasade. Detta följdes av Brexit-omröstning och nu senast en oväntad republikansk storseger i det amerikanska valet. De två senare händelserna har marknaden tagit med tämligen behärskat lugn efter inledande dramatiska marknadsrörelser. Krisen i råvarusektorn däremot plågade marknaden under lång tid. Denna process gjorde investerare successivt mer försiktiga och är en delförklaring till varför Brexit och USA-valet inte medförde behov av ytterligare försiktighet i investerarnas portföljer. Vidare tolkas varken Brexit eller valet i USA som negativa händelser för tillväxten i ett medellångt perspektiv.

Det är möjligt att 2016 blir året då det massiva deflationstrycket från globaliseringen och den extrema centralbankspolitiken når sin kulmen, samt året då finanspolitiken återinträder på arenan på allvar. I ett kortare perspektiv signalerar marknaden ökad tilltro till framtida tillväxt, och att inflationen sakta kan vara på väg tillbaka.

I efterdyningarna av valet blev de initiala reaktionerna en tolkning av framtiden som borspositiv, men det är för tidigt att säga om det är en ren normalisering från en extrem situation eller om det är en utvecklingsfas som är mer i linje med traditionella konjunkturmönster. Hur vi ser på detta och eventuella risker presenteras i detta nummer. Vidare redogör vi för hur du som investerare kan sätta samman din portfölj och vilka avkastningsförväntningar du kan ha på olika tillgångsslag.

Delar av teknologisektorn har under lång tid uppvisat en imponerande tillväxt och varit frikopplad från problem som tyngt många andra industrier. Detta har fått stort genomslag på börserna, där dessa företag tillhört vinnarna. Kommer denna styrkedemonstration att bestå? Vi presenterar två teman som knyter an till den teknologiska omdaning i samhället. Det första är en analys av flera av vår tids största bolagssuccéer – däribland en bukett bolag med säte på amerikanska västkusten vars produkter och tjänster förändrat världen. Det andra är en djupdykning inom industrin för halvledare – digitaliseringens ryggrad.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer,
Investment Strategy



Marknadssyn

Sammanfattning

Under hösten har det kommit signaler om en viss förstärkning av konjunkturen i kombination med förhoppningar om mer finanspolitiskt stöd och sänkta skatter i USA, vilket bör kunna ge lite extra fart i ekonomin. Den reala tillväxttakten i världen har de senaste åren legat runt 3 procent, men det finns tecken på att den kan öka något. Förhoppningsvis kan det också bättra på förutsättningarna för en starkare vinsttillväxt. Den senaste bolagsrapportsäsongen andades för första gången på länge viss optimism. Centralbanker kommer att fortsätta vara mycket stöttande under 2017, även om USA successivt börjar höja sina styrräntor från låga nivåer.

Mot detta står bland annat en tämligen hög aktievärdering, en hög global skuldsättning, oroande signaler om ökande protektionism samt eventuellt negativa effekter av successivt stigande inflation och räntor, samt potentiella problem med ökad friktion inom EU.

Det finns alltid risker och möjligheter och vi har sedan i somras valt att hålla en något försiktig syn på risktagande, men ser nu en tendens till acceleration av tillväxttakten och möjlighet till en starkare vinstutveckling under 2017, vilket gör att vi lutar åt en viss riskökning i våra portföljer under årets sista del.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
		AVKASTNING	RISK
AKTIER			
Globala	1 2 3 4 5 6 7	4,2 %	11,7 %
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	5,3 %	12,5 %
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	9,0 %	12,1 %
RÄNTEBÄRANDE			
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,2 %	2,6 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,4 %	3,0 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,8 %	5,1 %
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	5,5 %	12,6 %
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 2016-11-17	Q4 2016	Q1 2017
EUR/USD	1,07	1,06	1,04
EUR/SEK	9,84	9,75	9,65
USD/SEK	9.17	9,20	9,28

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 2016-11-17. 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 september 2016) förespråkade vi ett oförändrat, men något försiktigt, risktagande bland annat på grund av trög tillväxt och den något höga värderingsnivån. Vinnaren under perioden uttryckt i svenska kronor blev globala aktier, då främst på grund av den stora kronförsvagningen.

Vi behåller vår allokering, det vill säga en risknivå strax under neutral, men vi överväger att addera lite mer risk i portföljerna. 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.

Tillväxt och vinster: Under den kommande perioden finns det förutsättningar för en något starkare tillväxt och därmed också starkare vinster i företagssektorn. Detta ligger redan i prognoserna, men till skillnad från de senaste åren är det en större sannolikhet för att de infrias och det skulle i så fall vara första gången på många år.

Värdering: Jämfört med historiska värderingsnivåer är rådande nivå hög. I förhållande till värderingen av statsobligationer är värderingen av aktier och krediter mer normal, förutsatt att tillväxten håller i sig. Om vinsterna minskar ändras dock ekvationen.

Riskaptit: Efter ett svagt 2015 och ett stökigt 2016 har den "genomsnittlige investeraren" återigen närmast sig sitt neutralläge efter att haft en tydligt försiktig position vid utgången av det första kvartalet på grund av den dramatiska oljeprisrörelsen.

Förväntad avkastning: I enlighet med tabellen på föregående sida har vi fortsatt förväntningar om positiv avkastning för de flesta tillgångsslag under de kommande 12 månaderna. Dessa är lägre än historiskt, medan risken är intakt.

Risker: Värderingsnivån, hög global skuldsättning, signaler om ökande protektionism, eventuella negativa effekter från stigande inflation och stigande räntor, potentiell friktion inom EU, samt starkare dollar och högre räntor som återigen kan pressa Emerging Markets. Dessutom har uppgången redan varat sedan 2009.

Vi ser det lämpligt att balansera risken, vilket innebär en mindre undervikt i både svenska och globala aktier samt en övervikt mot krediter med relativt kort löptid i våra räntebärande portföljer. Inom alternativa tillgångar har vi en bred spridning mellan olika hedgefondstrategier. Den senaste tidens överväganden är mot en viss riskökning.

VÅR FÖRVALTNING - TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- Något lägre risk än neutralläget med viss undervikt för aktier och övervikt för krediter och alternativa investeringar.
- Övervägande om riskökning tack vare signaler om något starkare konjunktur.
- Positiva krafter: centralbanker, relativvärdering, förväntade avkastningar och potentiell ökning av tillväxttakten.
- Negativa krafter: trög faktisk BNP och vinsttillväxt, global skuldsättning, absolut värdering, Fed-räntehöjningar och en period med stark utveckling bakom oss samt risk för ökad protektionism.

GLOBALA AKTIER

- Vinsterna vänder upp under andra halvåret.
- Nollvinster 2016, men prognos om några procents ökning 2017.
- P/E 16 för 12 månaders framåtblickande estimat.
- Fortsatt viss övervikt mot Europa tack vare attraktiv värdering.
- Amerikanska valet kan ha förändrat förutsättningarna för aktiemarknaden.

SVENSKA AKTIER

- Stor rotation till cykliska aktier, men osäkerhet om tillväxtens styrka och sammansättning inför 2017 skapar tveksamhet.
- Mer enhetliga värderingar mellan sektorer.
- Godkänd bolagsrapportsäsong.
- Förväntan om stigande vinster 2017 efter vinstminskning 2016.

RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Riksbanken och ECB fortsätter med ultralåga styrräntor och stödköp medan Fed är redo att höja i december.
- Det amerikanska valet och löften om stimulerande finanspolitik tryckte upp räntorna från bottenivåer.
- Företagskrediter med relativt kort duration (ränterisk) utgör basen.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Hedgefonder klarade volatiliteten kring valet på ett bra sätt.
- Ökad volatilitet och stigande räntor skapar möjligheter.
- Hedgefonder fyller sin funktion i en osäker värld. De skapar stabilitet i portföljerna.
- Vi fortsätter att förespråka en bred exponering mellan olika strategier.



Marknadssyn – makro

Ökad politisk osäkerhet framöver – stabilare tillväxt?

Trenden från förra Investment Outlook, där vi beskrev en ökande politisk osäkerhet parallellt med ökande ekonomisk stabilitet, har accentuerats de senaste månaderna. Att osäkerheten (och rubrikerna) även framöver kommer att fokusera på politiska skeenden är ingen vild gissning. Förutom den osäkerhet som utfallet i valet i USA för med sig väntar nu stora politiska vägval i Europa. Under de kommande tolv månaderna ska folket göra sin röst hörd i många länder. Österrike och Italien är först ut innan årsskiftet. Nästa år väntar val i Holland och Frankrike samtidigt som Brexit-förhandlingarna drar igång. Om de populistiska strömningarna i de anglosaxiska länderna fortplantar sig in i de europeiska valen förändras den politiska kartan ytterligare. I dagsläget räknar vi dock inte med omvälvande förändringar i de större länderna.

De ekonomiska effekterna av USA-valet är inte heller helt överblickbara. Kortversionen är att Trump med all sannolikhet kommer att driva, och åtminstone till viss del få igenom, en politik som är tillväxtfrämjande för USA genom skattesänkningar och infrastrukturinvesteringar. Mer stimulatív finanspolitik som denna har efterfrågats av många ekonomer och ger ökat hopp om global tillväxt. Mot detta ställs dock frågetecken kring finansieringen av åtgärderna i en redan skuldsatt ekonomi samt riskerna kring global handelspolitik.

I de underliggande ekonomierna har de senaste månadernas utveckling också inneburit förnyat hopp kring den hittills blodfattiga tillväxten. Starkare positiva indikatorer från inköpschefer världen över kombinerat med hyggliga resultatrapporter ger stöd till prognoser om viss ekonomisk fartökning under nästa år. Fartökningen drivs av uppväxling i USA och de tidigare problemländerna inom Emerging Markets, samtidigt som övriga (läs eurozonen och Kina) utvecklas stabilt. De stora frågetecknen i form av strukturellt lägre tillväxt (sekulär stagnation) och ett svårflyttat skuldberg kvarstår dock. Det återstår att se om fortsatt stöttande penningpolitik och mer aktiv finanspolitik räcker för att ge en uppväxling i tillväxten – det finns skäl att hoppas.

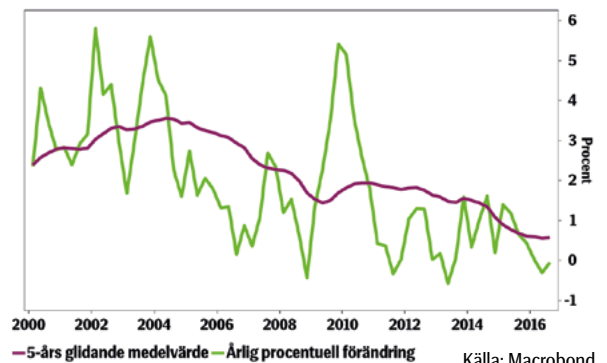
USA – Tydligt tillväxtfokus, men ökad osäkerhet med Trump vid rodet

Effekterna av den oväntade segern för Donald Trump i presidentvalet belyses på sid 9. Den korta sammanfattningen är att vi räknar med att ekonomin fortsätter på inslagen tillväxtbana kommande år, sannolikt med stöd från mer expansiv finanspolitik. Under tidig höst oroade flera svaga indikatorer, men den konjunkturella snålblåsten har mojnät i och med att företagens indikatorer har återhämtat fallen den senaste månaden. Vi räknar med att ekonomin kommande år växer något snabbare än sin underliggande trend som vi bedömer till 1,8 procent. Arbetslösheten återupptar sitt gradvisa fall, till 4,5 procent om två år. Allt stramare arbetsmarknad skapar grogrund för att löneökningar gradvis tar över stafettpinnen som drivkraft för konsumtionen när sysselsättningstillväxten bromsar in. Stigande löner bidrar också till att kärninflationen ligger nära inflationsmålet. Att ekonomin närmar sig Federal Reserves mål både avseende arbetsmarknad och inflation innebär att förutsättningarna för fortsatta räntehöjningar är på plats. Nästa höjning kommer i december enligt våra prognoser.

Eurozonen – Stabil ekonomi, osäker politik

De ekonomiska utsikterna har stabiliserats den senaste tiden och flera framåtblickande indikatorer, inte minst inom industrin, pekar nu på en viss uppväxling av BNP-tillväxten. Stigande sysselsättning ger konsumtionskraft samtidigt som högre kapacitetsutnyttjande stimulerar in-

SVAG PRODUKTIVITET DÄMPAR AMERIKANSK TILLVÄXT



De senaste fem åren har produktiviteten i den amerikanska företagssektorn ökat med i snitt 0,5 procent per år att jämföras med 2 procent i snitt under de 20 åren innan. Låg produktivitet bidrar till låg tillväxt och kan dämpa framtida tillväxt via lägre investeringar, en broms för tillväxten.

vesteringarna, även om problem i vissa delar av banksektorn hämmar utvecklingen. Flera större euroländer håller val under kommande 12 månader. Det mesta tyder på att populistiska och EU/euro-fientliga partier kommer att få ökat stöd. Vi räknar dock inte med några stora skiften i politiska majoriteter, men valen kommer ändå att ta mycket energi och därmed hämma möjligheterna till genombrott i viktiga framtidsfrågor för EU. Allt fler efterfrågar finanspolitisk draghjälp, men flera länder i regionen brottas fortsatt med höga underskott och skulder. EU kommer generellt framöver att inta en mjukare inställning till budgetreglerna och vissa tyska stimulanser är troliga. Sammantaget blir finanspolitiken i stort sett neutral eller endast svagt stimulerande 2016-2018.

Japan – Stora stimulanser stöttar låg tillväxt

Det senaste halvårets nya ekonomisk-politiska stimulans balanserar tillväxtmotvind skapad av bland annat demografiska faktorer. Den arbetsföra befolkningen minskar med cirka 1 procent per år, vilket bidrar till att potentiell tillväxt ligger runt 0. Givet regeringens försök att hantera situationen med stimulanser och åtgärder för att vidga arbetskraften (öka andelen kvinnor i arbetslivet och skapa incitament för folk att självmant pensionera sig senare) ser vi sammantaget ingen anledning att ändra vår prognos för Japans BNP. Årlig tillväxttakt för 2016, 2017 och 2018 väntas landa på 0,5 procent, vilket är under konsensusförväntan. Riskbilden är balanserad för både tillväxt- och inflationsutsikterna, i sammanvägningen mellan den stimulerande politiken och den demografiska motvinden samt djupt rotade deflationsimpulser, efter decennier med dämpade pris- och tillväxtbanor.

Kina – Finanspolitik dämpar inbromsningen

Den stabilisering vi sett i kinesisk ekonomi de senaste kvartalen fortlöper enligt vår förväntan. Industri- och byggsektorn samt exporten utvecklas visserligen fortsatt trögt, men uppvägs av en starkare tjänstesektor och en uppgång i bostadspriserna. Vi räknar med mindre

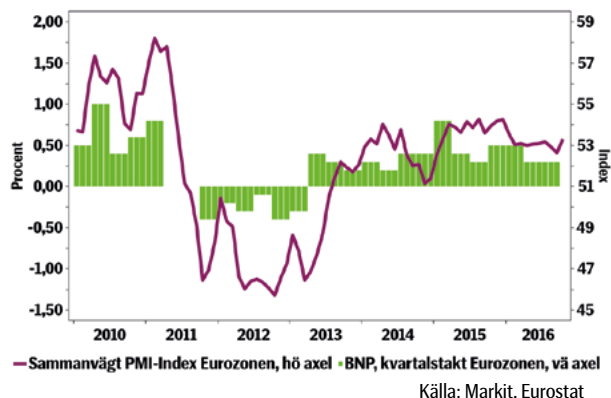
penningpolitisk stimulans framöver samtidigt som reformarbetet går trögt vad gäller åtgärder för att minska överkapaciteten i industrin. Tillsammans med den starka bostadsmarknaden finns grund för oro för finansiella bubblor. Politiska signaler på senare tid talar för att fokus flyttas från tillväxtstöd till hantering av tillväxtbubblor. I sig långsiktigt positivt, men knappast tillväxtfrämjande på kort sikt. Givet en planerad ommöblering i det politiska toppskiktet i slutet av nästa år lär dock regeringen använda finanspolitiken för att stötta tillväxten. Vi räknar med att inbromsningen fortsätter i kontrollerad takt.

Tillväxtländer (exkl Kina) – Råvaror stabiliserar, Trump oroar

Trumps valseger ökar osäkerheten kring EM-ekonomierna. Utsikter till bättre tillväxt i USA motverkas av risker för handelshinder och starkare dollar. Bland länderna fortsätter Indien att vara snabbväxaren. BNP väntas där accelerera gradvis från 7,6 procent 2016 till 7,8 respektive 8,0 procent 2017 och 2018. Den nationella försäljningsskatten är ett viktigt reformframsteg och det finns möjlighet att skatten hinner implementeras 1 april 2017 som planerat. Däremot gör trögheter på viktiga reformområden som arbetsmarknaden samt lagstiftningen kring landköp att det blir svårt att nå målet om en BNP-tillväxt på 8-10 procent.

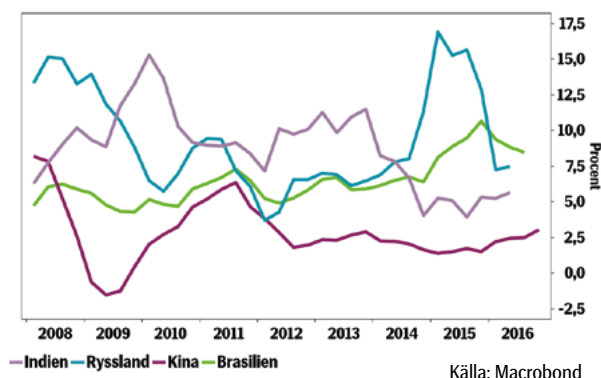
De råvaruberoende tillväxtländerna gynnas av stabilare oljepriser, på en högre nivå än under första kvartalet. Även övriga råvaror, inte minst industrimetaller, har haft en positiv prisutveckling, något som stöttar tillväxten i länder som Indonesien samt flera länder i Latinamerika. Brasilien har tagit sig igenom den värsta BNP-nedgången. Vändningen drivs av nettoexport och investeringar. Förutom strukturproblem är budgetunderskottet på 10 procent av BNP den största utmaningen i närtid. För Ryssland är bilden likartad. Stigande råvarupriser och förbättring i industrin gör att den värsta recessionen nu passerats. Privatkonsumtion är dock fortsatt under press samtidigt som strukturproblemen kvarstår.

STABILA SIGNALER FRÅN EUROPEISKA INKÖPSCHEFER



Eurozonens företag signalerar stabila förutsättningar och en relativt positiv syn på framtiden. En underliggande kraft är en förbättring från industrisektorn, innebärande en bredare bas för tillväxten.

LJUSARE INFLATIONSBLICK I TILLVÄXTLÄNDER



I Kina och Indien är inflationen i nivå med eller under målen på 3 respektive 5 procent. Brasilien och Ryssland har brottats med hög inflation som sänker tillväxt via svagare konsumtion. Här pågår tydliga fall i inflationen som består kommande år. Det ger hopp om bättre inhemsk efterfrågan.

Norden exkl Sverige – Motvinden avtar

För samtliga nordiska länder (exkl Sverige) ser vi utrymme för stigande tillväxt de kommande åren, även om tillväxttalen inte blir spektakulära. Den största uppgången svarar dansk ekonomi för. Stigande sysselsättning och låg inflation ger relativt stark privatkonsumtion. En revidering av nationalräkenskaperna pekar också mot en starkare återhämtning än vad som tidigare observerats.

För Norges del såg vi en tydlig vändning upp i ekonomin under början av året. En stabilisering i energipriserna hjälpte den sektorn som dominerar ekonomin samtidigt som kraftfulla penning- och finanspolitiska åtgärder begränsade de negativa effekterna på övriga delar. Trots stimulanserna har fastlandsekonomin växt långsamt, den har dock dämpats av vädereffekter. Vi räknar med att tillväxten här skjuter fart under nästa år, drivet av såväl konsumtion som investeringar. Fortsatta nedgångar i investeringar inom oljerelaterade sektorer bidrar dock till att den totala tillväxten endast stiger marginellt under 2017.

Finsk tillväxt förbättras sakta, från låga nivåer. Stabil hushållsefterfrågan kompletteras med en ljusning i industrin, medan tillväxten bromsas av fortsatt stram finanspolitik, samtidigt som lågt resursutnyttjande håller tillbaka investeringarna.

Sverige – Högtryck en tid till

Trots tillväxtbesvikelser första halvåret håller vi fast vid prognosen att ekonomin växer klart snabbare än sin långsiktiga trend också 2017. Tillväxten fortsätter att drivas av inhemsk efterfrågan, där framför allt offentlig konsumtion och bostadsinvesteringar ger stora bidrag. Hushållens konsumtion saktar in något, vilket till viss del kompense-

ras av mer expansiva offentliga investeringar och starkare export i spåren av den svaga kronan. Industriindikatorer har förbättrats under hösten, och inköpschefernas optimism ökar. En svagare krona i kombination med högre elpriser driver upp inflationen till nästan 2 procent i början av 2017. När dessa tillfälliga effekter klingar av faller inflationen tillbaka något. Vi räknar med fortsatt låga räntor och centralbanksstöd in under 2018.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Demografisk motvind, låg produktivitet och stora skulder och obalanser fortsätter dämpa global tillväxt.
- Stimulativ penningpolitik stöttar alltså tillväxten, men ger ingen uppväxling i tillväxten.
- Efter ett svagt första halvår pekar indikatorer på en viss acceleration, det ger stöd till vinster.
- Fortsatt god global efterfrågan från konsumenter.
- Stabilisering bland tillväxtländer, till stor del tack vare viss uppgång i råvarupriserna.
- Stabilisering även i Kina, penningpolitik ersätts av finanspolitik som verktyg för en kontrollerad och varsam inbromsning.
- Valet av Trump/republikansk kongress ger marknaden hopp om finanspolitiska stimulanser – driver tillväxt, inflation och räntor.
- Förstärkta förväntningar om mer finanspolitiska stimulanser/reflationistisk politik kan rita om kartan avseende marknadsförutsättningarna.
- Fed höjer i december samt två gånger till under de kommande två åren. Dollarstyrka i korten.
- Politisk turbulens – val, Brexit – kan ge oro kring utvecklingen i Eurozonen.

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

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

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



Tema – amerikanska valet

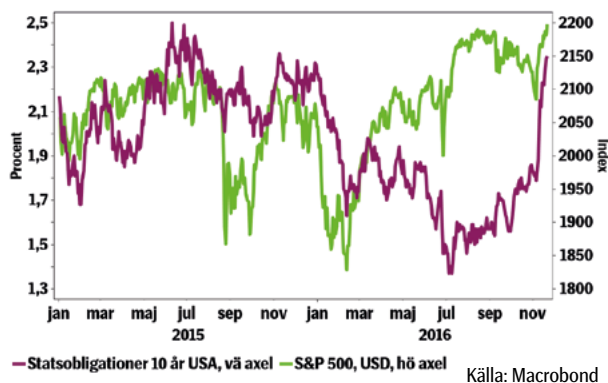
Mer tillväxt, mer osäkerhet med Trump vid makten

Det oväntade resultatet i amerikanska valet väcker många frågor och skapar osedvanligt stor osäkerhet kring framtida ekonomisk politik. I den aktuella utgåvan av SEB:s Nordic Outlook analyseras detta ingående, nedan följer en sammanfattning av det vi bedömer som de viktigaste faktorerna för marknaderna framöver.

Efter Brexit-omröstningen och Donald Trumps seger i det amerikanska presidentvalet har de politiska förutsättningarna förändrats på ett dramatiskt sätt. På områden som global handels- och säkerhetspolitik är osäkerheten mycket stor och helt nya scenarier har plötsligt öppnat upp sig, och som på sikt kan få stora negativa ekonomiska effekter. I Europa står vi det närmaste året inför åtskilliga viktiga val av olika slag när i tur och ordning Österrike, Italien, Frankrike, Holland och Tyskland går till valurnorna. Om vindarna från de anglosaxiska länderna blåser in över kontinenten innebär det att den politiska kartan för hela EU kan komma att ritas om.

De finansiella reaktionerna efter Brexit-beslutet, och så här långt också efter Trumps viktoria, har dock accentuerat att det kan vara förrädisk att dra snabba och långtgående negativa ekonomiska slutsatser av valresultaten. Trumps positionsförskjutningar i mjukare riktning i en rad frågor innebär också att vi egentligen inte vet speciellt mycket om hur politiken verkligen kommer att utformas. Det framstår dock som alltmer troligt att många av de mer uppseendeväckande budskapen kommer att mildras betydligt genom den tröghet som finns inbyggd i den politiska processen i allmänhet och motståndet mot vissa av förslagen inom det egna partiet i synnerhet. Det finns också en tendens bland ekonomer att övervärdera de ekonomiska effekterna av politiska beslut, åskådliggjort av retoriken kring Brexit (så här långt!)

STÖRST EFFEKT PÅ RÄNTORNA EFTER VALET



Den gamla "sanningen" fallande räntor – stigande börs och vice versa har inte alltid fungerat de senaste åren. Trumps signaler om finanspolitiska stimulanser pekar entydigt mot ränteuppgångar, vilket marknaden diskonterat. För aktiemarknaden blir bilden mer blandad, inte minst beroende på ränteuppgången i sig, hittills har dock de positiva effekterna fått genomslag lätt stigande kurser.

I ett något snävare ekonomiskt-politiskt perspektiv kan man ändå se lite ljusare på de förändringar som kan komma. Med republikansk majoritet i både senat och representanthus talar det mesta för att finanspolitiken läggs om i mer expansiv riktning. Viktiga beståndsdelar i en sådan politik är infrastruktursatsningar och skattesänkningar för både företag och hushåll. De förslag som presenterades i valkampanjen är sammantaget av storleksordningen 2-2,5 procent av BNP per år. Det är dock troligt att de kommer att bantas i kongressen, inte minst mot bakgrund av republikanernas traditionella aversion mot ökad offentlig skuldsättning. Vi räknar med att den faktiska effekten på BNP blir i storleksordningen 0,5-1,0 procent per år. Ett betydande tillväxtbidrag alltså, men inte allena saliggörande. Den expansiva effekten ska också vägas mot att ökande osäkerhet på många områden kan hämma den ekonomiska aktiviteten och man kan heller inte utesluta att ökande underskott och statsskuld kan pressa upp de långa räntorna. På marginalen har Trumps valseger bidragit till en mindre uppjustering av vår prognos för amerikansk BNP, samt att vi ser utsikter till något högre räntor än vad som hade varit fallet med en annan ekonomisk politik.

Mer expansiv finanspolitik är precis vad många ekonomer (och centralbanker) har efterfrågat nu när penningpolitiken får allt mindre effekt och inte förmår lyfta tillväxten. Vi räknar också med finanspolitiska stimulanser i Kina, men mest som kompensation för en mindre stimulerande penningpolitik. I Europa finns förvisso behov av mer stimulanser, men lite förenklat kan man säga att de länder som behöver det mest inte har råd (stora statsskulder) medan de som har råd (läs Tyskland) varken behöver det eller ser det som politiskt lämpligt.

Det finns möjligheter att Trumps expansiva politik kan få större positivt genomslag än väntat och att den kan få efterföljare i andra länder, vilket skulle vara positivt för tillväxten. Men osäkerheten kring såväl vilken politik som faktiskt genomförs som dess effekter på andra marknads-påverkande faktorer kommer att kvarstå, åtminstone en bit in under nästa år.



Globala aktier

Vinstprognoserna ger positiva signaler

Efter uppgångar under sommaren gick den globala aktiemarknaden in i ett vänteläge inför det amerikanska presidentvalet. Makrostatistik samt bolagsrapporter har visat på en stabilisering med en dragning åt det positiva hållet. Vi ser tecken på bättre bolagsvinster under det andra halvåret i de flesta regioner. Tidigare nedpressade sektorer såsom olje- och banksektorn väntas bidra till vinsttillväxten. Den allmänna återhämtningen i vinsterna breddas därmed, vilket är positivt. Trots detta har vi haft en försiktig hållning till aktier då den politiska osäkerheten varit stor, men vi är beredda att öka risken i portföljerna om det politiska läget och/eller konjunkturen förbättras.

- Globala aktier handlas på P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser). Efter ett tufft första halvår, vänder vinsterna upp under andra halvåret.
- Trumps seger kan ha förändrat förutsättningarna för hela aktiemarknaden. Tydliga sektorrotationer har skett sedan den republikanska valsegen.
- Vinstestimaten justeras uppåt i Europa för den pressade banksektorn samt för de konjunktürkänsliga bolagen. Vi håller fast vid vår övervikt mot Europa i portföljerna då värderingen är attraktiv.
- Emerging Markets (EM)-börsernas starka utveckling i år har gjort värderingen något hög. Vi ser kortsiktiga risker med Donald Trumps politik. Om vallöftena infrias ger det större fiskal stimulans, starkare USD och högre räntor. Historiskt är detta förenligt med svag utveckling på tillväxtmarknaders börser.

GLOBALA AKTIER HANDLAS PÅ P/E 16 (12 månaders framåtblickande prognoser). Den amerikanska marknaden ligger lite högre, P/E 18,5 medan europeiska bolag hamnar strax under P/E 16 och japanska börserna på P/E 15. Amerikanska aktier är historiskt högre värderade då branschkompositionen är annorlunda och lönsamheten högre. Generellt har värderingarna för olika regioner närmat sig varandra. Tillväxtmarknaderna har som grupp utvecklats allra bäst på börserna i år. Detta är en följd av att råvarupriserna stigit. Vinstprognoserna är oförändrade från årets början och därför har dessa marknader blivit dyrare. EM-aktier handlas nu till strax under P/E 13, vilket är den högsta nivån på sex år.

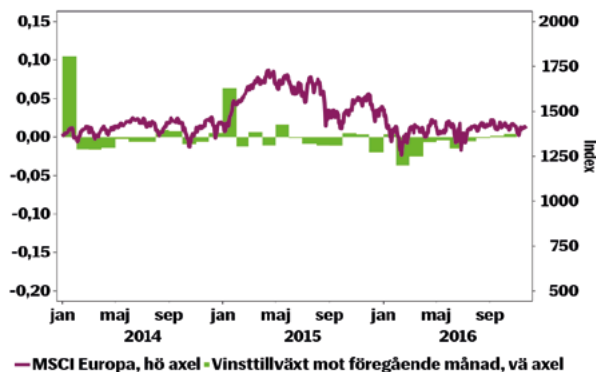
Bolagens samlade vinster i världen förväntas visa nolltillväxt i år. Nästa år räknar den samlade analytiker kåren med 10 procents tillväxt. Vi tror att global BNP växer med drygt 3 procent nästa år, vilket är förenligt med några procents vinsttillväxt. Det fallande oljepriset och de rekordlåga räntorna har pressat lönsamheten hos oljebolagen och bankerna tidigare i år. Räntor och oljepris har nu vänt upp, vilket gör att vinsterna för dessa sektorer förbättras under de kommande kvartalen. Andra råvarupriser, såsom basmetaller, har också vänt uppåt med stöd av kinesisk efterfrågan och stabila ekonomier i väst. Detta har fått positiva effekter på cykliska bolag, vars vinster ser ut att bottna ur och vända

uppåt. Vi får med andra ord ett positivt bidrag från tidigare pressade sektorer, vilket stödjer prognosen om en hygglig vinstförbättring framöver.

Positiva signaler i Europa efter rapportperioden

Företagen i Europa har lidit av vinsttorka under närmare sex år. Ständiga förhoppningar om ökade vinster har mötts av besvikelser och efterföljande justeringar av vinstestimater. Förklaringarna är svag ekonomisk tillväxt och ett banksystem vars excesser inte städats ut sedan finanskrisen och den efterföljande eurokrisen. I kontrast till Europa var USA tidigt ute och rekapitaliserade bankerna efter finanskrisen, vilket gjorde att centralbanken effektivt kunde kanalisera likviditet via banksystemet och få igång kredittillväxten. Europa valde en långsammare och inte lika radikal väg, vilket har gjort att banksystemet fortfarande brottas med förtroendeproblem. Det är först i år som bankers utlåning till företagssektorn växer, vilket får anses som positivt. I början av året justerades vinsterna på aggregerad nivå ned kraftigt, men sedan augusti har dessa planat ut, vilket vi tolkar som positivt för den framtida börsutvecklingen. Nästa år spår analytikerna en sammantagen vinsttillväxt på 13 procent för de europeiska bolagen (denna siffra tar vi med en nypa salt, men vi håller med om riktningen). Hälften av denna vinsttillväxt förväntas komma från finans- och råvarusektorn.

POSITIVA SIGNALER I EUROPA



Källa: Bloomberg, Macrobond

Bolagen i Europa har haft det motigt. Analytikerna har sänkt sina förväntningar på vinsterna månad efter månad där första kvartalet 2016 visar en botten. I augusti justerades de sammanlagda estimaten uppåt för första gången på 15 månader. Den vinröda linjen i diagrammet visar börsindex utveckling, den följer vinstförväntningarna väl och borde följaktligen röra sig uppåt om vinsterna revideras uppåt.

Det ska dock understrykas att vinstbasen i dessa sektorer är låg som en följd av oljeprisets fall och de negativa räntorna. Ytterligare ett positivt tecken från rapportfloden i Europa är att de konjunktürkänsliga bolagen står för fler positiva överraskningar än de traditionellt defensiva. Vi kan därmed få en bred uppslutning i återhämtningen för vinsterna, vilket är något som vi suktat efter de senaste åren, men som inte blivit en realitet. I efterdyningarna av det amerikanska presidentvalet har hoppet om en aggressiv fiskal politik fått fäste. Det har resulterat i stigande räntor och högre råvarupriser. Konjunktürkänsliga sektorer har dragit ifrån de klassiskt defensiva och den tidigare så älskade teknologisektorn har tagit stryk. Denna sektorrotation gynnar Europa som har ett större inslag av bank och verkstadsbolag än till exempel USA. Spelplanen ser lovande ut för vinstutvecklingen och därmed en bättre börs i Europa.

Risken högre på Emerging Markets

Efter EM-börsernas starka utveckling i år är vi avvaktande till att investera där i nuläget. En räntehöjning i USA inom snar framtid är trolig, vilket kan stärka US-dollar ytterligare och därmed påverka utvecklingsländerna negativt. Risken att råvarupriserna vänder nedåt efter rejäla uppgångar finns också, speciellt då dessa prissätts i en allt starkare dollar. Detta kan drabba råvaruexportörerna inom EM som är starkt beroende av hur priserna utvecklas. Även om råvarubolagens andel av tillväxtmarknadernas index är krympande är många av dess ekonomier starkt beroende av råvarupriserna då allt ifrån underleverantörer till industrin, banker och även staters budgetar är beroende av prisutvecklingen. Den nya regimen i USA som utlovat ökade handelshinder är också negativt. Skulle den negativa inställningen till frihandel i valdebatten inte motsvaras i handling samtidigt som ökade fiskala stimulanser infrias, kan EM däremot vara den bästa regionen att investera i och den senaste nedgången kan då ses som ett köptillfälle.

Följder av Donald Trumps politiska inriktning

Utgången av valet kom som en överraskning för marknaden och följderna av Trumps förmodade politik har därför tydligt kunnat utläsas av marknadsrörelser. Geografiskt är den stora vinnarbörsen USA, medan EM är den stora förlö-

raren. Inom EM har Latinamerika fallit mest. Valutamässigt är USD vinnaren och den mexikanska peson förloraren. Mindre bolag i USA har stärkts mest, då dessa har en större inhemsk exponering samt hög andel bioteknikaktier. Bioteknikaktier har varit förlorarsektorn tidigare i år då rädslan för prisregleringar vid en förväntad demokratisk (Clinton) seger varit stor. Som ett svar på den republikanska valsegern steg Nasdaqs bioteknikindex 9 procent första handelsdagen efter valet. Infrastrukturrelaterade sektorer såsom konstruktion, industri och råvarubolag har också gått starkt. Finanssektorn med banker i spetsen är vinnare då Trump utlovat mindre regleringar inom sektorn. Dessutom har räntorna stigit, vilket är positivt för lönsamheten. Förlorarsektorena är defensiva samt räntekänsliga sektorer som fastigheter, stapelvarubolag och allmännyttiga bolag. Aktier i stora teknologi- och internetrelaterade bolag har sålts då Trump fört en hård retorik mot vissa av dessa giganter som Apple och Amazon. En stor del av teknologisektorns omsättning kommer från utlandet, något som missgynnas av handelshinder, vilket kan förklara en del av nedgången. Sektorn har varit älskad och överägd medan underägda sektorer såsom bank och industri kan ha fått bättre förutsättningar i och med en republikansk regering.

Stabilisering i sikte

Presidentvalet har legat som en våt filt över den globala aktiemarknaden sedan sensommaren. Det förväntade börsfallet som ett resultat av valutgången uteblev. Tvärtom valde marknaden att tro på Trumps utlovade expansiva politik och börsen har stärkts. En fartökning i världens största ekonomi skulle vara goda nyheter för företagens vinsttillväxt globalt och därmed högre börskurser. Vi har stor respekt för att värderingarna dragit iväg, men är beredda att öka risken i portföljerna om vi ser tecken på att konjunktoren tar fart. För en svensk investerare har den amerikanska börsen blivit väl dyr då både börskurser och valuta stigit kraftigt. Vi är därför mer positiva till Europa och Japan som är billigare och vars förutsättningar för ökade vinster har förbättrats tack vare billigare valutor som är positivt för exportsektorn, samt stigande räntor som är positivt för banksektorn. På sikt är det också svårt att bortse från småbolag i USA, vars näringsklimat gynnas av en republikansk expansiv politik.

KONJUNKTURKÄNSLIGT OCH LÄKEMEDEL ÖVERRASKAR



Källa: Macrobond

Tecken på bättre vinster syns bland bolag som är beroende av konjunktoren medan daglig- och sällanköpsvaror verkar tappa tempo. Konjunktürkänsliga branscher har dragit ifrån defensiva när det gäller förändringstakten uppåt i vinsterna de senaste månaderna. Man räknar med att drygt hälften av vinsttillväxten 2017 bland europeiska bolag ska komma från högre vinster inom finans-, energi- och råvarusektorn.

LAND/ REGION	P/E 2016 (P)	UTV YTD I % LOKAL VALUTA	UTV YTD I % SEK
Globalt	16,0	5,2	14,8
USA	18,5	8,0	18,4
Europa	15,8	-4,0	2,5
Japan	15,0	-6,7	11,7
Emerging Markets	12,8	8,5	19

Källa: Bloomberg

Den svaga svenska kronan har gynnat svenska investerare. En väsentlig del av avkastningen för en svensk investerare kommer från kronförsvagningen. Starkaste marknaden sedan det amerikanska presidentvalet avgjordes är USA, vars börs och valuta har stigit kraftigt.

Källor i texten: JP Morgan /IBES/MSCI, Bloomberg, UBS European Equity Strategy, BCA Research



Nordiska aktier

Trump ritar om spelplanen

Efter flera år med endast marginella förändringar av omvärldsförutsättningarna har valet av Donald Trump till USA:s näste president potential att signifikant förändra spelreglerna för bolag och aktier på de nordiska börserna. Den politiska risken är tveklöst förhöjd, vilket sällan är bra för riskaptiten. Samtidigt är förutsättningarna för ett positivt trendbrott efter fem år av klen utveckling för industrikonjunkturen bättre än på många år, något som är positivt för vinstutvecklingen. Mot detta står en risk att den stimulerande penningpolitiken och de låga räntorna eventuellt tappar i effekt, även om dessa fortsätter att ge börsen stöd ytterligare en tid. Stigande vinster och konjunktur kommer sannolikt att innebära ett minskat börsstöd från centralbankerna framöver.

- Potentiellt stora förändringar för investerare och bolag framöver, men fortsatt stor osäkerhet om vilka effekter president Trumps politik medför.
- Räntekänsligt och miljöteknik på förlorarlstan; läkemedel, råvaror och byggrelaterat bland vinnarna.
- Godkända kvartalsrapporter redan historia.
- Likviditetsstöd på plats, men hur länge?

DET AMERIKANSKA FOLKETS VAL av Donald Trump till ny president i USA medför potentiellt en dramatisk förändring av förutsättningarna för aktiemarknaden, inte bara i USA utan även i Norden och resten av världen. Flera viktiga förutsättningar kan ha förändrats signifikant och november 2016 kan om några år ses som starten på ett nytt kapitel finansmarknadshistoria, efter fler år som karaktäriserats av extraordinära penningpolitiska stimulanser. Nu kan mycket stora finansiella stimulanser i världens största ekonomi komma att sjösättas, och det i en fas när arbetsmarknaden redan uppnått mer eller mindre full sysselsättning och centralbanken redan har inlett en period av mer åtstramande penningpolitik (om än från en exceptionellt stimulerande nivå).

Effekterna för aktiemarknaden kan bli enorma. Efter flera år med stadigt fallande räntor ser vi nu ett påtagligt uppställ, drivet av högre inflationsförväntningar och realränta. För fastighetsbolag och aktier i diverse konjunkturstabla sektorer med pålitlig och stadig kassaflödesgenerering har den bästa perioden eventuellt redan passerats. Samtidigt vädrar flera tunga industrier morgonluft.

Vi ser reaktionerna på detta på aktiemarknaden både i Norden och USA där stål, gruvor och byggmaterial återfinns på vinnarlistorna. Index över stålaktier i USA rusade mer än 14 procent på tre dagar efter att valresultatet blev känt. Även i Norden toppar stål och gruvor börslistorna sedan valnatten. Amerikanska byggmaterialtillverkare har samtidigt rusat 13 procent och i Norden återfinns alla de stora leverantörerna av maskiner till byggsektorn som Atlas Copco, FLSmidth & Co och Metso på börsens vinnarlistor. Banker, livförsäkringsbolag och andra finansinstitut som är beroende av ränterelaterad intjäning och som lidit svårt av den senaste

tidens negativa marknadsräntor sticker ut som stora vinnare på börserna, främst i USA där bankindex på tre dagar rusade 11 procent. Amerikanska banker gynnas även av en minskad oro för ytterligare regleringar från myndigheternas sida, vilket hade kunnat ligga i korten med en demokratisk president. Den direkta effekten för de nordiska bankerna är inte lika påtaglig, men även här har bankaktierna funnit stöd i de förväntade politiska förändringarna (via ränte- och inflationsförväntningarna), och sektorn har sedan valnatten stigit med cirka 2 procent.

I den andra ändan av spektret ser vi hur branscher som gynnats av de låga räntorna eller vars aktier bara har uppskattats särskilt mycket på grund av sin stabila vinstgenerering nu ratas av investerarna. Tobaksaktier har tappat 7-8 procent i värde i både USA och Sverige (Swedish Match), på en allmänt stigande börs, vilket gör dem till en av de största förlorarbranscherna sedan valnatten. Swedish Match hade på tre år överträffat börsindex i Sverige med mer än 40 procent, men sedan valnatten har gapet minskat till 25 procent.

Förbättrade förutsättningar för många cykliska sektorer speglas i högre råvarupriser, i princip alla basmetaller har reagerat kraftigt positivt på Trumps seger – då den inger förhoppningar om omfattande metallkonsumerande infrastrukturbyggnation. Redan före valresultatet hade vi dock sett signifikanta prisökningar för flera viktiga råvaror, med en accelererande ökning de senaste månaderna, exempelvis för stål, stenkolk och elektricitet. Den kraftiga sektorrotation från stabila och defensiva sektorer till företag som gynnas av högre råvaru- och energipriser, som pågått i Norden, fick därmed ytterligare kraft efter den 8 november.

Förändrade regelverk och prioriteringar?

Det är inte bara förväntningar om högre efterfrågan från infrastrukturbyggnation samt högre räntor och inflation som skapat kapitalrotation i finansmarknaden. Med Donald Trump som president spås även regelverken för en rad viktiga branscher bli mycket annorlunda mot vad som under hösten varit diskonterat i aktiekurserna då Clinton betraktades som en nästan given vinnare.

Trumps hyllning av fossila energikällor som kol och naturgas kombinerat med att han har avfärdat växthuseffekterna som en myt medför stor oro för en mer negativ miljö för förnyelsebar energi i USA framöver och aktier i denna sektor har drabbats hårt, även de vars huvudkontor ligger i Norden men som genererar stora intäkter i USA. Vestas har cirka 40 procent av försäljningen i USA.

Republikanernas allmänna aversion mot detaljstyrning från myndigheternas sida och större förtroende för lösningar från en fri marknad väntas medföra betydligt mer varsamma händer mot läkemedelsindustrin än vad investerarna hade väntat sig från Clinton. Läkemedel och Bioteknik sticker därmed ut som en av få konjunkturokänsliga branscher på vinnarlistorna efter valet. I USA gick läkemedelsindex upp knappt 5 procent över de första tre börsdagarna efter valet. Även banker ansågs tidigare leva under hot om tuffare regleringar med Clinton som president och har därmed upplevt en viss lättnadsreaktion på börsen. Givetvis fick alla globalt verksamma läkemedelsbolag noterade i Norden också stöd av detta. Novo Nordisk, Lundbeck, Genmab och Astra Zeneca hade bra dagar på börsen.

Försvarsindustrin tillhör också vinnarna efter valet

Amerikanska försvarsaktier rusade initialt 7 procent och även de två börsnoterade nordiska försvarsmaterielltillverkarna Saab och Kongsberg Gruppen har reagerat positivt på valresultatet. Samtidigt har Trump deklarerat att han ställer betydligt hårdare krav på NATO-medlemmar för att dessa ska kunna räkna med USA:s stöd vid en eventuell konflikt. Endast länder som själva bidrar med minst 2 procent av BNP till försvaret förtjänar NATO:s skydd. En redan gynnsam miljö för försvarsindustrin i Europa har därmed goda förutsättningar att bli ännu bättre framöver. Idag möter endast tre länder i Europa detta krav, de nordiska NATO-länderna Danmark och Norge skulle behöva öka sina försvarsanslag dramatiskt, Danmark behöver nästan dubblera dem.

Sist, men inte minst, har vi sett en oro över eventuella nya handelshinder eller andra internationella konflikter i några av de branscher med störst internationella varuflöden.

Framför allt konsumentvarubolag och rederier har drabbats negativt, men i USA har även teknologiföretag och underleverantörer till fordonsindustrin drabbats. Före valet var det många som bedömde att Trumps hot om tullar och kvoter mot omvärlden i allmänhet, och Mexiko och Kina i synnerhet riskerade att leda till ett globalt handelskrig. Nu finns förhoppningar om en mer pragmatisk politik från Trump än vad som utlovades i valrörelsen, men några av de branscher som lägger ut mest produktion till lågkostnadsländer och/eller har störst beroende av goda relationer mellan USA och omvärlden har drabbats av en förhöjd riskpremie.

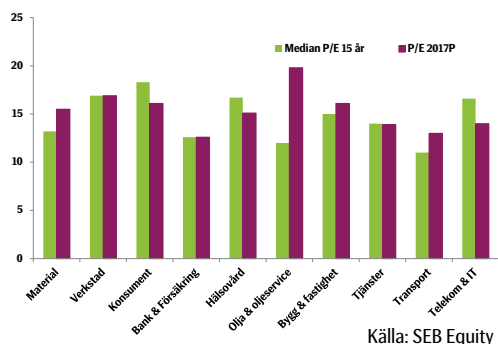
Förhöjd osäkerhet ger sällan stark börs

Utfallet av det amerikanska presidentvalet överraskade finansmarknadsanalytikerna rejält, Donald Trump är en allt annat än konventionell presidentkandidat och osäkerheten om vilken politik han i praktiken kommer att genomdriva är och förblir under en tid höljt av en betydande osäkerhet. Den initiala tolkningen från finansmarknadens sida var positiv, åtminstone för amerikanska och europeiska bolag, Nordenindex steg med en procent första dagen och har fortsatt upp sedan dess. Oron för internationella konflikter på det ekonomiska planet syns dock i flertalet valutor i utvecklingsländer, inte minst den mexikanska peson, som har försvagats påtagligt sedan valnatten. Även den svenska kronan har försvagats ytterligare mot dollarn.

För stunden är det Trumps löften om en mer stimulerande finanspolitik och Republikanernas tro på fria marknadskrafter som dominerar när investerarkollektivet försöker diskontera den nya politiska kartan för USA i aktie- och obligationsmarknaden. Eftersom de nordiska börserna är sprängfyllda med globalt verksamma bolag och hemmamarknaden för de flesta storbolagen är helt obetydlig, så är vi extra beroende av internationell frihandel.

Finansmarknadsreaktionerna är dock inte enhetliga, utan oron för konflikter och minskad frihandel syns i såväl utvecklingsländers valutor som i aktiekurserna för sektorer med särskilt stort beroende av internationell handel. Risken för internationella handelskonflikter har ökat och sådana skulle

STOR SKILLNAD I VÄRDERING MELLAN OLIKA SEKTORER



Diagrammet visar justerat P/E-tal per sektor i Norden på vår prognos för 2017 jämfört med historisk median-P/E för de senaste 15 åren. Hälsö- och vårdsektorn värderas nu med en mindre rabatt mot börssnittet i Norden och 10 procent under historisk median. Konsumentsektorn har fått sig en knäck på senare tid på grund av oro över negativa implikationer från Trumps handelspolitik. Råvaror/material värderas dock 17 procent över historisk median och marginellt över börssnittet, oljesektorn med 65 procents premie mot historiken och de högsta multiplarna av alla sektorer på prognoserna för 2017.

HÖGRE ELPRISER HÅLLER I SIG



Diagrammet visar terminspriset på elektricitet på elbörsen Nordpool för nästföljande kalenderår (senaste notering avser 2017). Efter flera år av fallande priser noterades en trendvändning i början av året och på senare tid har uppgången accelererat kraftigt.

inte vara bra för den nordiska aktiemarknaden. Många av de stora industribolagen och råvaruproducenterna som hittills varit vinnare på börsen efter valet, på förhoppningar relaterade till de positiva sidorna av Trumps politik, är också beroende av goda internationella handelsrelationer. En förhöjd oro för handelskrig skulle allt annat lika drabba dessa aktier negativt.

Det är rimligt att marknaden under ett antal månader kommer att pendla mellan hopp och förtvivlan relaterade till olika scenarier för Trumps ekonomiska politik. Donald Trump tillträder sin post den 20 januari och osäkerheten om vilken politik som kommer att gälla därefter kommer sannolikt förbli hög åtminstone tills dess.

Likviditetsstöd, men hur länge till?

Undersökningar visar att de institutionella investerarnas likviditet var fortsatt mycket god inför presidentvalet, vilket sannolikt har bidragit till att förstärka de positiva tolkningarna av utfallet. Investerarna har de senaste åren blivit vana vid att effekten från alla obehagliga överraskningar dämpas av god likviditet och centralbankernas ultralätta penningpolitik. Denna situation kommer rimligtvis att bestå ytterligare en tid. I både Europa (där Norden ingår) och Japan fortsätter centralbankerna med sina kvantitativa lättnader som tryck av nya pengar för köp av framför allt obligationer. En påtaglig förändring av inflationsförväntningarna skulle på lite sikt dock medföra ett slut för denna okonventionella penningpolitik och det stöd som börserna fått de senaste åren kan då börja reverseras. Vi är inte där ännu, men detta är en potentiellt signifikant negativ vinkling på börseffekterna från Trumps politik under 2017 – om stimulanserna blir framgångsrika.

Godkända rapporter är redan historia

De nordiska börsbolagens kvartalsrapporter för tredje kvartalet innehöll klart fler positiva än negativa överraskningar, men Ericssons katastrofala resultat tynger siffrorna. Revideringarna av vinstprognoserna för 2017 har på aggregerad basis varit mycket små, både i Norden som helhet och i Sverige.

För bolagen på Stockholmsbörsen räknar vi idag med en vinstminskning räknat i svenska kronor om knappt 1 procent för 2016, men en vinsttillväxt på 10 procent för 2017. För Norden som helhet räknar vi idag med en vinstminskning i euro på knappt 5 procent för 2016, men en vinsttillväxt

på över 12 procent för 2017. Störst vinstökningar väntas i Norge, 30 procent, drivet av en förväntad oljeprisuppgång till 55 dollar per fat i snitt och i Finland, 14 procent, drivet av stora resultatförbättringar i flera av de största bolagen inom telekom, energi och industri.

På grund av det överraskande utfallet av presidentvalet i USA framstår dock det resultatmässiga utfallet för årets tredje kvartal som historia. Investerarnas fokus har redan förflyttats till andra faktorer än den nyss avslutade rapportperioden.

Bättre framtid för cykliskt diskonteras

Börsen som helhet är varken anmärkningsvärt billig eller dyr på våra prognoser för 2017, men dessa förutsätter en tydlig förbättring av vinsttillväxten jämfört med de senaste 5-6 åren. Tittar vi på marknaden uppdelad i olika sektorer syns flera tydliga mönster. Cykliska sektorer som material, olja & oljeservice och transport värderas högre (på vår prognos för 2017) än medianen för de senaste 15 åren. Samtidigt värderas hälsovård och konsumentbolag till lägre multiplar än den historiska medianen. Situationen speglar marknads förväntningar om en bättre global industrikonjunktur, inte bara 2017 utan även därefter, samtidigt som de nordiska läkemedelsbolagen befaras ha sämre tillväxtförutsättningar än de haft historiskt. Den lägre multipeln för konsumentbolagen förklaras med en blandning av en påtaglig avmattning i tillväxten de senaste två åren och en förändrad komposition av konsumentvarusektorn. Laxodlingssektorn och smykebolaget Pandora som har lägre värdering har ökat i indexvikt.

Vi kan även konstatera att vinstmultiplarna centrerats genom att sektorer som historiskt har tillhört de lägst värderade på börsen; material, olja och transport, nu handlas till högre multiplar samtidigt som de sektorer som historiskt har handlats till relativt höga multiplar; hälsovård, IT/Telekom och konsumentvaror idag värderas till lägre multiplar. Det är idag svårt att argumentera kraftfullt mot de relativvärderingar vi ser på sektorbasis, med ny frisk energi åt förhoppningarna om bättre tider för exempelvis råvaruproducenterna med hänvisning till Trumps förväntat expansiva finanspolitik.

KRAFTIGT STIGANDE STÅLPRIS PÅ RÅVARUBÖRSEN I SHANGHAI



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar spotpriset på varmvalsad tunnplåt i Kina. Efter flera år av fallande priser noterades en trendvändning i början av året och på senare tid har uppgången accelererat kraftigt.

% Ränteinvesteringar

Fortsatt låga styrräntor framöver

I jakten på inflation runt om i världen har vi under en lång period fått uppleva mycket expansiv penningpolitik. Med nuvarande styrräntenivåer ifrågasätts dock nyttan av ytterligare räntesänkningar. Även om centralbankerna inte genomför ytterligare räntesänkningar, är vi dock långt ifrån tidpunkten för en första höjning både i Sverige och i Europa. I USA stiger räntorna på förväntningar om en mer aktiv finanspolitik i syfte att stimulera tillväxten och höja inflationen, så kallad "Trumpflation".

- Riksbanken skjuter upp sin första räntehöjning och står redo att förlänga obligationsköpen.
- Europeiska Centralbanken, ECB, väntas förlänga sitt QE-program.
- Amerikanska Federal Reserve (Fed) siktar på höjning i december.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Riksbanken lämnade i oktober som väntat styrräntan kvar på -0,50 procent och gjorde heller inga förändringar i sitt program för obligationsköp. Räntebanan sänktes och den prognostiserade första höjningen sköts fram ett halvår till andra kvartalet 2018. Riksbanken har deklarerat att man står redo att förlänga köpen av statsobligationer i december och att ett sådant beslut bland annat kommer vara avhängigt av hur andra centralbanker agerar, samt hur inflationsutvecklingen blir den närmaste tiden. Den ökade osäkerheten efter valet i USA gör att Riksbankens penningpolitik på kort sikt blir mer beroende av vad ECB gör. Givet att vi får rätt i vår bedömning att ECB i december beslutar sig för att förlänga sina obligationsköp är det mycket troligt att även Riksbanken följer efter och fortsätter att köpa obligationer under ytterligare sex månader. Vår prognos är att Riksbanken levererar sin första räntehöjning i december 2017 och att det sedan blir ytterligare två höjningar 2018.

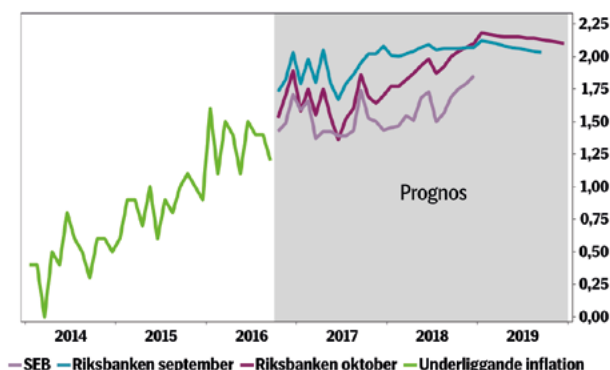
För europeisk del har det spekulerats om en nedtrappning av de månadsvisa obligationsköp som ECB genomför. Vi tror dock att frågan är för tidigt väckt. ECB var bestämd vid mötet i oktober – det blir inte något tvärt slut på obligationsköpen, och samtidigt avfärdades rykten gällande diskussioner om en gradvis nedtrappning. ECB:s nuvarande obligationsköp ska enligt tidigare besked fortsätta till slutet av mars 2017, eller så länge som det krävs för att inflationen uthålligt ska anses vara på väg mot målet om 2 procent. Vi håller fast vid vår prognos om att ECB i december förlänger sitt QE-program och fortsätter med månatliga obligationsköp i storleksordningen 80 miljarder euro i minst sex månader till, det vill säga bortom den tidigare annonserade slutpunkten i mars 2017. ECB säger sig ha noterat stigande inflationsförväntningar i USA, men hävdar samtidigt att Fed kommit mycket längre i cykeln och att ECB måste vara säker på att uthålligt nå målet.

Som väntat behöll den amerikanska centralbanken Federal Reserve räntan oförändrad i november. När Fed i september antydde att de kan komma att höja räntan innan årets slut sänktes prognosen för antalet förväntade höjningar under 2017 från tre till två, vilket också är SEB:s huvudscenari. Feds ambition att höja räntan i december har fått ytterligare stöd av förbättrad ekonomisk data såsom högre tillväxt än förväntat i kvartal tre samt en gradvis uppgång i inköpschefsindex.

Långa räntor handlas nu på klart högre nivåer än före valet i USA, och förväntningarna om en styrräntehöjning i december ligger nu över 90 procent. En viktig skillnad i reaktionerna efter presidentvalet jämfört med efter Brexit är att den ökade riskaptiten inte tycks förutsätta nya lättnader från centralbankerna. Istället skapar en mer aktiv finanspolitik tillsammans med högre inflation möjligheter för centralbanker att reducera takten i sina stödåtgärder. Mer expansiv finanspolitik kan på sikt leda till att Fed kan behöva strama åt penningpolitiken snabbare än vi räknat med.

Det finns flera förklaringar till ränteuppgången vi har sett efter valresultatet. Trump har lovat att sänka skatter för såväl företag som privatpersoner och att investera i infrastruktur, vilket ska finansieras med lånade pengar. Utbudet

INFLATIONEN TILLBAKA PÅ MÅLET FÖRST 2018



Källa: Riksbanken, SEB

Våra inflationsprognoser för nästa år är i linje med Riksbankens, medan vi fortfarande tror att Riksbanken är för optimistisk om inflationen på längre sikt, när effekterna från energi och krona åter faller ur statistiken. Värt att notera är att Riksbanken vid senaste mötet gjorde en rejäl nedjustering av inflationsprognosen för både 2017 och 2018.

av statspapper växer därmed, samtidigt som efterfrågan stimuleras och inflationen bör stiga. Trump har dessutom uttalat sig kritiskt om Federal Reserves chef Janet Yellen och Feds aggressiva penningpolitiska stimulanser. Yellens mandat går ut i februari 2018 och det finns en stor sannolikhet att Trump då tillsätter en centralbankschef med mindre expansiv penningpolitisk agenda.

Bank of Japans (BoJ), senaste penningpolitiska verktyg är att försöka stabilisera 10-årsräntan på en nivå kring noll, ett verktyg (även kallat "kurvkontroll") som tycks fungera; 10-årsräntan är kvar under nollstrecket trots globalt högre långräntor efter USA-valet. I Japans fall förväntar vi oss att inflationsmålet om 2 procent uppnås tidigast 2018.

Tillväxtmarknader – EM Debt

Stabiliseringen i Kina och minskade underskott i problem-länder som Ryssland och Brasilien har gjort att bilden för tillväxtmarknader har ljusnat, samtidigt som skillnaderna mellan olika länder har jämnats ut något. Råvaruländer ser ljusningar vid horisonten tack vare stabilisering av olje- och råvarupriserna, medan en successivt starkare privatkonsumtion driver på tillväxten i Asien. Detta är en följd av att länderna gradvis ställer om från export- och investeringsledd tillväxt till en konsument- och serviceledd tillväxt. EM utmanas just nu av protektionistiska signaler från USA, starkare amerikansk dollar samt högre räntor i omvärlden.

Företagsobligationer – Investment Grade (IG) och High Yield (HY)

Det historiskt låga ränteläget är utmanande för flertalet ränteinvesteringar. Särskilt problematiskt är det för statsobligationer vars underliggande räntor i flera fall är negativa och där bidraget från kreditrisken är näst intill obefintligt. I denna miljö tvingas investerare som kräver en viss avkastning att flytta sig längre ut på riskskalan, vilket innebär att kapital flyttas från statsobligationer till företagsobligationer. Kreditrisken hos företagsobligationer har minskat något – i USA med hjälp av starkare ekonomiska signaler och stigande oljepris (energisektorn står för cirka 15-20 procent av den totala marknaden för High Yield-obligationer i USA) samtidigt som europeisk kreditmarknaden får fortsatt stöd från ECB:s obligationsköp där företagsobligationer ingår. Effekterna av ECB:s köp är dock inte begränsade till Investment Grade (IG) utan sprider sig även till High Yield (HY), då bibehållen avkastning kräver ett ökat risktagande. Denna spridningseffekt är en stabiliserande faktor för europeisk HY jämfört med amerikansk. Europeisk HY har inte heller lika stor exponering mot energisektorn, vilket beroende på råvaruprisernas utveckling, kan utgöra en risk.

Kreditrisken i Investment Grade-segmentet har stabiliserats i spåren av starkare ekonomisk data i såväl USA som Europa. Den senaste tidens kraftiga rörelser uppåt bland statsobligationsräntor runt om i världen har dock pressat obligationspriserna givet ränterisken i denna typ av krediter. Då statsobligationsräntan utgör grunden för prissättningen på företagskrediter är detta positivt på sikt, dock kommer eventuella fortsatta ränteuppgångar att påverka segmentet negativt.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,8 %	-0,7 %	0,7 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,2 %	0,0 %	0,9 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,4 %	1,5 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,8 %	3,9 %	5,0 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Emerging Market Debt*	1 2 3 4 5 6 7	5,5 %	5,5 %	5,5 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %

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

Efter en stillsam höst väntar nya förutsättningar

Höstmånaderna kom att bli en förhållandevis stillsam resa för flertalet hedgefonder. I väntan på att en ny amerikansk president skulle röstas fram i november intog investerare en alltmer avvaktande inställning. Detta tillsammans med marginella avvikelser från förväntningarna på inkommande ekonomisk data fick vi en någorlunda trendlös höst och en volatilitet på förhållandevis låga nivåer. I kombination med lågräntemiljön var detta långt ifrån optimala marknadsförutsättningar för hedgefonder, dock lyckades ett antal hedgefonder trots allt orientera sig väl fram i den otacksamma terrängen.

- Avvaktande inställning har präglat marknaderna
- Varierande avkastningsprofiler bland hedgefonderna
- Förändrade förutsättningar skapar rörelser i spåren av Trump-seger
- Avmattning i oljeprisuppgången

Hedgefonder – Nytt amerikanskt ledarskap skapar möjligheter

Donald Trumps framgång i det amerikanska presidentvalet blev en överraskning. Och även om de initiala reaktionerna på världens finansmarknader var oväntat positiva innebär det nya ledarskapet en viss osäkerhet. Kombinationen av kraftfulla rörelser inom flera tillgångsslag och tydligare trender, tillsammans med viss osäkerhet kring hur mycket av dagens förväntningar som blir en framtida realitet gör hedgefonder intressanta ur två aspekter. För det första skapar rörelserna på aktie- och räntemarknaderna en efterlängtat volatilitet som rätt hanterad är en källa till avkastning. För det andra kan osäkerheten leda till att investerare önskar minska sina risker på portföljnivå, något som vanligtvis ökar intresset för investeringar som inte korrelerar med aktier och krediter.

Equity Long/Short

Trots begränsade rörelser på aktiemarknaderna under hösten har denna strategi förmått att leverera en förhållandevis god avkastning. Generellt sett gynnas Equity Long/Short av stabila positiva underliggande aktiemarknader med någorlunda tydlighet avseende de faktorer och sektorer som är drivande. Den initiala reaktionen på Donald Trumps presidentskap har ur ett aktiemarknadsperspektiv varit positiv, samtidigt som hans tydliga agenda har inneburit påtagliga rotationer mellan sektorer och marknader. Om detta blir ett någorlunda bestående fenomen bör det vara en bra marknad för strategin i närtid.

Credit Long/Short

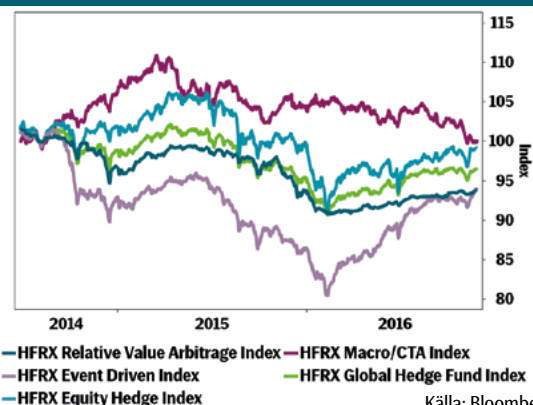
Bortsett från årets inledande svårigheter för kreditmarknaden får utvecklingen under året sägas ha varit god. Oljeprisets uppgång har varit en starkt bidragande orsak

till återhämtningen och tidigare stressade bolag med svag kreditvärdighet inom energisektorn har sett de största uppgångarna. Utlovade skattelättnader för amerikanska bolag tillsammans med fortsatt penningpolitiskt stöd från Europeiska Centralbanken, ECB, är goda fundamentala tecken för kreditmarknaden. Dock skall detta ställas mot snabbt stigande långräntor som börjar göra sig gällande och som kan komma att slå hårt mot ränterisken beroende på positionering.

Event Driven

Strategin Event Driven har fortsatt att uppvisa en stark utveckling under 2016 och återigen uppvisar alla tre understrategier (Merger Arbitrage, Special Situations och Distressed Credits) stabil utveckling under hösten. Den höga aktiviteten på marknaden för företagsaffärer består, återhämtningen för krediter som tidigare bedömdes ha osäker återbetalningsförmåga fortsätter i linje med råvaruprisuppgången och aktiemarknaderna uppvisar styrka. De nya förutsättningarna i USA med en mer företagsvänlig ekonomisk politik bör inte störa den nuvarande ljusa bilden.

STARK TREND EFTER SVÅR INLEDNING AV ÅRET



Källa: Bloomberg

Mot all förmodan har både Brexit och valet av Donald Trump som amerikansk president inneburit kortsiktig positiv utveckling för såväl de finansiella marknaderna generellt som för hedgefonder. Påtagliga marknadsrörelser efter presidentvalet tillsammans med viss osäkerhet kan innebära fortsatt goda förutsättningar för hedgefonder.

Makro/CTA

För den trendföljande strategin CTA har hösten varit osedvanligt svår, detta främst drivet av långa positioner mot obligationer, vilka har bidragit negativt i takt med stigande långräntor. Makrostrategier med fundamentalt fokus på statsobligationsräntor och valutor har däremot haft en bättre utveckling. Tvåra kast mellan kraftiga uppgångar och rekyler är svårhanterad materia för CTA:s och risken ökar om ett dylikt scenario inträder. Makrofonder å sin sida har fått rörelser inom såväl statsobligationsräntor som valutor, vilka kan ge möjlighet till bra avkastning vid rätt positionering.

Råvaror – Balans i oljeproduktionen dröjer

Vid OPEC-mötet i Algeriet i september kom flera av de stora producenterna överraskande överens om att överväga att minska oljeproduktionen. En OPEC-kommitté ska fördela den minskade produktionen mellan länderna och återrapportera vid nästa möte den 30 november. En minskad produktion skulle vara en förändring av OPEC:s strategi att hålla produktionen uppe för att försvåra för USA:s skifferoljaproduktion. Vår bedömning är att en produktionsminskning skulle ha en begränsad effekt.

Många vill se minskad produktion, men utmaningen är att få vill vara delaktiga. Saudiarabien har fortsatt att öka sin produktion då landets budgetssituation kräver detta och OPEC har för närvarande oplanerade bortfall om 2 miljoner fat per dag. Trots förslaget om minskning av produktion är det svårt att se någon bestående uppgång av oljepriset och balansen mellan produktion och konsumtion visar sig ta längre tid att nå än vi tidigare trott.

Vad talar emot ett snabbt stigande oljepris?

- Många länder producerar maximalt och är i realiteten ovilliga att dra ned produktionen.
- Att varaktigt pressa upp priset skulle ge incitament till amerikanska skifferproducenter att öka aktiviteten.
- Produktivitetens utvecklingen inom utvinningen av skifferolja är mycket stark. Detta gör att brytpunkten för lönsam produktion flyttas nedåt. Under 2015 krävdes det att oljepriset steg upp mot 60 USD/ fat innan antalet borrhigar började öka, 2016 skedde detta redan vid 47 USD/fat. En prisuppgång leder till ett ökat antal borrhigar i USA.
- Iransk oljeproduktion har, efter embargot, återhämtat sig betydligt snabbare än vad som tidigare prognostiserades.
- Ryssland har satt nya produktionsrekord på drygt 11 miljoner fat per dag, men har signalerat att de kan tänka sig att minska produktionen om OPEC går först.
- Globala lagren har börjat minska, men är fortsatt stora.
- Amerikansk olje- och kolindustri är tack vare förväntade minskade regleringar vinnare på Trumpseger. Bättre villkor väntas gynna USA:s oljeproduktion och därmed ha en dämpande effekt på oljepriset.

Global efterfrågan växer med cirka 1,3 miljoner fat per dag och med dagens produktionsnivåer uppstår så småningom ett underskott. På längre sikt kommer även minskade investeringar i sökandet efter nya oljekällor att påverka utbudet. En normal oljekälla minskar sin produktion med 6-9 procent årligen om inga investeringar görs. Mot andra halvan av 2017 bör produktionen och konsumtionen ha kommit närmare balans.

Guld - först ned, sedan upp

Efter en uppgång på mer än 30 procent sedan botten i december förra året vände guldpriset nedåt under sommaren, och handlas i dagsläget runt 1 200 dollar/uns. Vi ser flera anledningar till att guldpriset kommer fortsätta falla på kort sikt, men också till att det bör stiga på längre sikt.

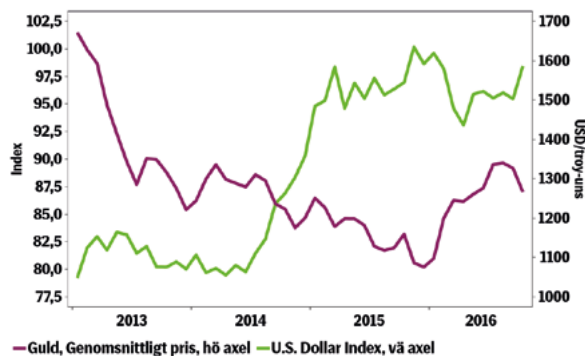
Faktorer som kan få guldpriset att fortsätta falla:

- Dollarkursen: En förstärkning av den amerikanska dollarn (USD) har pressat ner guldpriset då guld prissätts i dollar. Vår bedömning är att USD fortsätter att stärkas och därmed sätter ytterligare press på guld.
- De spekulativa positioneringarna (och därmed efterfrågan) i guld har minskat.
- Centralbankernas inköp av guld: Centralbankerna har sedan i våras successivt minskat sina inköp månad för månad.

Faktorer som kan få guldpriset att stiga på längre sikt:

- Global guldproduktion faller (låga investeringar), vilket ger ett minskat utbud
- En Sharia-standard som tillåter muslimer att investera i guld i syfte att skapa avkastning väntas komma på plats i vintern, något som kan komma att öka efterfrågan på guld.

DOLLARFÖRSTÄRKNING HAR FÅTT GULDET ATT FALLA



Den senaste tidens dollarförstärkning har fått guldpriset att falla eftersom guldpriset prissätts i dollar.



Valutor

Politiken dominerar fundamenta

2016 är ett år med politiska överraskningar. Stigande populism i de marknadsliberala länder som mer än andra varit drivande i sin globaliseringsiver slår nu tillbaka. Donald Trump valdes till USA:s president efter en kampanj som till stora delar saknat konkreta förslag. Nyligen beslöt en domstol i Storbritannien att det är parlamentet och inte regeringen som bestämmer tidpunkten för när Storbritannien ska påbörja Brexit-förhandlingarna ("Artikel 50"). Europa har dessutom flera avgörande val nästa år i till exempel Tyskland Frankrike och Holland. Sammantaget innebär detta ökad osäkerhet/volatilitet, en starkare USD, att kronan försvagas något mot USD, men stärks mot EUR och ett slut för den carry trade-marknad vi haft (valutapositioner som söker dra nytta av ränteskillnader mellan länder), vilket bör vara negativt för EM-valutor och positivt för kronan.

- EUR – Fallor på politisk osäkerhet, lägre tempo i obligationsköp kan ge marginellt stöd.
- USD – Trumps inflationsdrivande politik är dollarpositiv
- JPY – Svagare JPY i linje med förväntningar.
- GBP – Fallor mot kronan från redan låga nivåer.
- CHF – Fortsatta inflöden från stigande politiska (EU) risker, faller dock svagt mot kronan.
- SEK – Fallet större än väntat.
- NOK – EUR/NOK handlas mot 8,50 inom 12 månader.

2016 är året med stora politiska överraskningar och potentiellt stora krafter är satta i rullning. Hittills har marknaden valt att fokusera på det positiva från Trumps förmodade politik. I takt med att marginalnyttan från ytterligare penningpolitisk expansion sjunker är finanspolitisk expansion välkommen. Detta är också i linje med vad Internationella Valutafonden, IMF, har rekommenderat. Det är fortfarande stor osäkerhet kring vilken ekonomisk politik Donald Trump kommer att föra, och även om aktiemarknaden har omfamnat de positiva delarna som betydande infrastrukturinvesteringar, finns käpphästarna kvar (exempelvis rivna handelsavtal). EM-länders valutor faller och kommer troligen fortsätta ned givet både ränteuppgång och hinder för global handel. När det gäller utvecklade valutor är det gemensamma temat svärgissat: "Trumponomics" kan definitivt ge en skjuts till tillväxten i USA, och Fed väntas behöva agera något mer hökaktigt än tidigare förutspått.

Kombinationen av politisk osäkerhet i Europa från Brexit-processen samt tyska/franska val driver EUR/USD ned mot paritet kommande kvartal, och USD/SEK siktar upp mot 9,50. Trump har även annonserat att han avser införa skattelättnader för de företag som återför kapital från utlandet. Även om delar av dessa pengar redan kan vara USD-dominerade bör en ny så kallad Homeland Investment Act II (den första genomfördes 2005) vara USD-positiv. Sammantaget finns lite i dagsläget som talar för att USD försvagas trots dyr värdering. Avslutningsvis anser vi att kronan är kraftigt undervärderad.

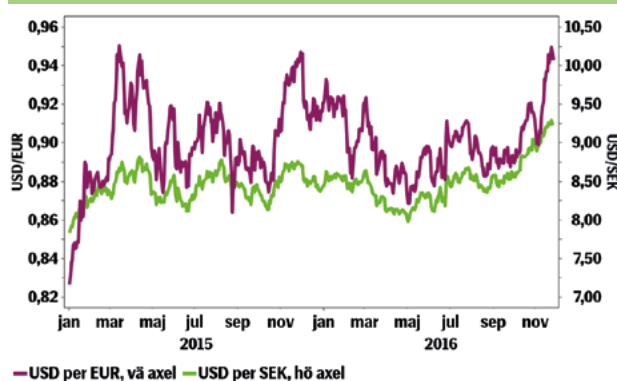
EUR – Fallor på politisk osäkerhet

2017 är ett år av stora europeiska utmaningar. Att populismen växer som kraft när viktiga val dessutom ska hållas skapar tydliga utmaningar för politisk integration, vilket är vad den gemensamma valutan behöver. Stigande politiska risker sänker euron och vi tror att EUR/USD har möjlighet att nå paritet innan mitten av 2017. Europeiska Centralbanken, ECB, är på väg att ändra utsikterna för penningpolitiken, troligen ges signalen att centralbanken under H1 2017 sänker tempot i obligationsköpen, vilket endast ger temporärt stöd till den gemensamma valutan.

USD – Dollarpositivt efter Trump

Federal Reserve höjer räntan i december, vilket marknaden redan (nära) fullt ut diskonterar. Kommande år stramas penningpolitiken åt ytterligare, men antalet höjningar är trots allt få. Högre USD-räntor bidrar till en starkare dollar, men den avgörande kraften för dollarns framtid är till vilken grad Donald Trump kommer föra en mer expansiv finanspolitik? Det finns många historiska paralleller att dra, där

DOLLARN FORTSÄTTER STÄRKAS I SPÅREN AV POLITISK ORO



Källa: Macrobond

Politiken, med Brexit, val i flera stora europeiska länder och det oväntade utfallet av amerikanska valet har gjort att dollarn har stärks mot euron. Kronan har försvagats mot dollarn och vår prognos är att den rör sig upp mot 9,50.

"Reaganomics" citeras mest frekvent. USD kommer dock inte att stärkas så mycket som under 1980-talets första hälft, men mot kronan ska man nog räkna med 9,50 eller till och med en bit däröver.

GBP – Faller från redan låga nivåer

Brexit-processen har slagit hårt mot pundet. Realt har vi ännu inte sett några tydliga tecken på en kraftigare ekonomisk inbromsning, men finansiella aktörer agerar redan utifrån förväntan om att Storbritannien lämnar EU utan ett fördelaktigt avtal. Landet har dubbla underskott och en valuta som tappar status som reservvaluta. Så länge de flesta räknar med en "hard Brexit" är det svårt att se annat än ytterligare nedsida för ett redan sargat pund. Räkna med att GBP/SEK faller mot 10,50 kommande år.

JPY – Förväntad försvagning

Att Donald Trump vann amerikanska presidentvalet har satt djupa avtryck i globala räntemarknader. Tillåts finanspolitiken bli mer expansiv är stigande långräntor ett logiskt resultat och ingen valuta är mer känslig för långränteuppgång än japanska yen, där centralbanken själv har satt ett tak för 10-årsräntan på 0 procent. USD/JPY handlas redan nära 110, och det är rimligt att vänta sig en korrektion nedåt den närmaste tiden. Även mot kronan bör en försvagning ske i takt med att en svensk räntehöjning närmar sig.

CHF – Stigande politisk oro ger inflöden

Politiska risker i Europa bidrar sannolikt till att investerare fortsätter att placera kapital i Schweiz. Centralbanken hade som strategi att försvara 1,08 i EUR/CHF, men verkar den senaste tiden tillåtit francen att stärkas ytterligare en bit (ner mot 1,07). Som vi skrivit om tidigare är inte valutans värdering så ansträngande som den historiskt starka kursen ger sken av. I kombination med de osäkra utsikter som Europa har att brottas med 2017 (lokala val plus Brexit) finns få argument som talar för att CHF försvagas markant. Vi tror

dock att EUR/SEK har större potential på nedsidan, vilket bör tala för en viss försvagning mot svenska kronan.

SEK – Fallet större än väntat

Riksbankens politik har lyckats och kronan har försvagats som ett resultat av mycket låga räntor och risken för ytterligare expansiv penningpolitik. Ännu finns stora frågetecken för om penningpolitiken kommer att lyckas med uppgiften att nå inflationsmålet. Kronan är central i denna politik och en stärkning kommer ofrånkomligen att bemötas med nya hot om ytterligare monetär lättnad. Vi gör bedömningen att kronan bottnat ur mot euron och faller sakta under kontrollerade former tillbaka mot 9,50.

NOK – Potentialen begränsad

Norges Bank har signalerat ett slut för denna räntesänkingscykel. Vi tror dessutom att oljepriset stabiliseras kring 50 USD/fat, men stiger successivt under 2017. Samtidigt fortsätter landet att ta pengar från oljefonden och centralbanken köper varje dag nära 1 mdr NOK. Tillsammans med relativt höga räntor och ett stigande oljepris är det svårt att inte se ytterligare potential för NOK 2017. Förstärkningen får dock inte gå för snabbt, men på sikt (12 mån) bör EUR/NOK ha fallit ned mot 8,50-8,70. NOK/SEK har viss uppsida kortsiktigt, men handlas sidledes 1,07-1,11.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q4 2016	Q1 2017
EUR/USD	1,07	1,06	1,04	1,03	-1,2	-3,1
EUR/SEK	9,84	9,75	9,65	9,60	-0,9	-1,9
EUR/NOK	9,08	9,10	9,00	8,80	0,2	-0,9
USD/SEK	9,17	9,20	9,28	9,32	0,4	1,2
USD/NOK	8,46	8,58	8,65	8,54	1,5	2,3
EUR/CHF	1,07	1,09	1,09	1,10	1,5	1,5
CHF/SEK	9,16	8,94	8,85	8,73	-2,4	-3,4
EUR/JPY	117	114	114	115	-2,1	-2,1
GBP/USD	1,25	1,20	1,17	1,18	-3,4	-6,3
GBP/SEK	11,43	11,08	10,84	11,03	-3,1	-5,1

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2016-11-17. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema - Digital innovation

Stark mjukvaruplattform – vägen till framgång

Silicon Valley är hem för flera av världens största börsnoterade företag. Bolag som Apple, Google, Facebook, Netflix och Uber, har på olika sätt revolutionerat våra liv. Digitala produkter och tjänster utvecklas ständigt och tar hela tiden allt större delar av världsekonomin. Digitaliseringen kommer att fortsätta under lång tid framöver och bolag med affärsmodeller kopplade till mjukvara inom kommunikation och tjänster har enligt oss särskilt goda tillväxtförutsättningar.

- USA är världens digitala motor, särskilt Silicon Valley.
- Apple och Google är världens två största börsnoterade bolag, IT-sektorn innehar alla de fem första platserna.
- Apple gick från hippie till världsstjärna, Googles Stanfordnördar blev söktitaner, Facebooks Zuckerberg blev en social gigant medan Amazon satsade allt krut på internethandel och är nu en global ledare.
- Den digitala ekonomin påverkar levnadssätt och inflation.
- Omkring 22 procent av världens ekonomi är digitalt härledd, och andelen växer.
- En stark mjukvaruplattform är vägen till framgång.
- IT-sektorns vinstutveckling har fullständigt utklassat övriga sektorer.

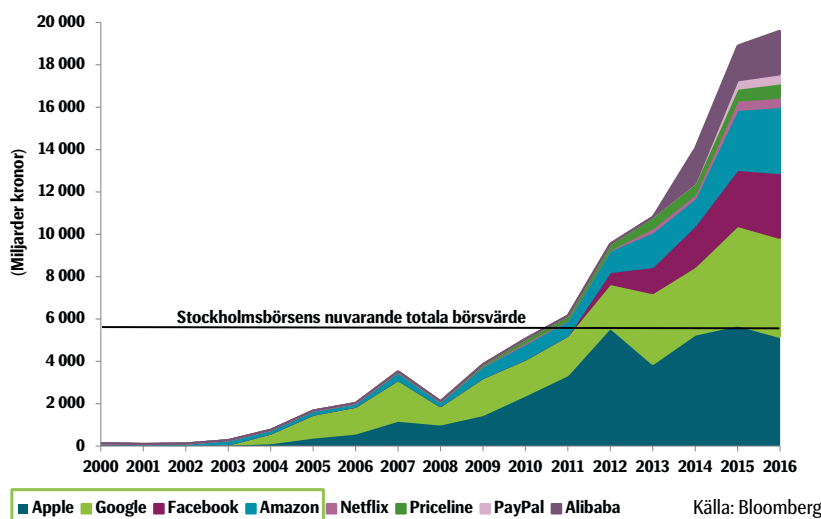
DET FINNS EN CHANS ATT DU LÄSER den här versionen av Investment Outlook via din telefon, samtidigt som du tar dig fram via en Uber-taxi, lyssnandes på musik från Spotify eller Apple och dessförinnan har sökt på Google för att hitta till den där fantastiska restaurangen. Lättillgänglig information via telefon, dator eller surfplatta har revolutionerat vårt sätt att få kunskap, kommunicera och uppleva nöjen. Detta tema handlar om bolag som förändrar våra liv, med affärsmodeller som skapat

disruptiv innovation (ny teknologi ersätter gammal) för många industrier. Banbrytande bolag som signifikant har förbättrat tjänster och tagit över taktpinnen från tidigare marknadsledare.

En enastående resa de senaste 20 åren

Bolag från i huvudsak den världsberömda teknologiregionen Silicon Valley söder om San Francisco dominerar den internationella digitala arenan och är numera världens största mätt i börsvärde. För bara fem år sedan dominerade energibolag listan över världens 10 högst värderade bolag och IT-bolag var i periferin med endast ett par bolag (Apple och Microsoft). Numera är det däremot IT-bolagen som innehar alla de fem första platserna och rankinglistan går enligt följande: Apple, Google (vars koncernbolag heter Alphabet), Microsoft, Amazon och Facebook. Av dessa är Microsoft det enda bolag som hade en dominerande ställning i mitten av 90-talet medan Apple var nära konkurs (innan Steve Jobs återanställdes), Amazon var nygrundat och varken Google eller Facebook hade ens fötts. Detta innebär att fyra av världens fem största börsnoterade bolag idag var nästan obefintliga för 20 år sedan. Explosionen av användandet av personliga datorer och internet under 1990-talet och smarta mobiltelefoner under 2000-talet har möjliggjort denna otroliga utveckling.

KRAFTIG ÖKNING AV BÖRSVÄRDENA FÖR VÄRLDENS IT-GIGANTER



Grafen visar hur börsvärden för stora IT-bolag utvecklats sedan 2000 i miljarder svenska kronor. För att tydligt förstå hur stora dessa bolag nu är har vi även visat Stockholmsbörsens totala börsvärde. Utvecklingen har varit enormt stark.

Apple – från hippie i Silicon Valley till lysande världsstjärna

Att belysa Steve Jobs och Apples framgångsresa är ett måste när Silicon Valley diskuteras. Steve Jobs avled tyvärr i cancer 2011, men hans livsverk lever i allra högsta grad. Jobs förmåga att förutspå efterfrågan av personliga datorer utmärkte hans genidrag. Apple Computers startades i Jobs garage 1976 av Jobs tillsammans med vännen Steve Wozniak och de första åren var i det närmaste euforiska. Resan kantades av framgångar med de revolutionerande persondatorerna Apple II och Macintosh. Men i mitten av 1980-talet sparkades Jobs från bolaget han själv var med och grundade, och under de nästföljande tio åren dalade Apples resultat dramatiskt. Fokus på kvalitet och innovation försvann och det gick inflation i antalet produktmodeller. Steve Jobs återkomst som VD i slutet av 1990-talet gav däremot behövligt bränsle (bolaget var nära konkurs) till bolagets innovationer och hans enastående affärssinne och innovationsbriljans byggde ett Apple med produkter som bland andra iMac, iPod, iPhone, iTunes och diverse operativsystem. Apples börsvärde är cirka 5 000 miljarder kronor, vilket är runt 10 procent ifrån att vara värt lika mycket som hela Stockholmsbörsen.

Google – från datoringenjörer på Stanford till söktitaner

Världens näst största börsnoterade bolag är idag Alphabet, som är koncernnamnet för huvudverksamheten Google – hädanefter benämner vi det dock för enkelhetens skull Google. Larry Page och Sergey Brin träffades på Stanford University 1995 för att två år därefter starta Google.com, fokuserat på att förbättra sökning av nyckelord på internet, något som då var i sin linda. Med en komplex överlägsen mjukvara och stor användarvänlighet lyckades de utmanövrera flera större sökbolag och inpränta ordet "googla" i våra sinnen. Googles sökmotor och tillkopplade annonser, kartor, e-post, videospelare (Youtube), webbläsare och även på senare år datorer, telefoner och TV-elektronik – har gjort bolaget till ett gigantiskt mjukvarubolag, men som numera även har tillväxtpotential direkt mot konsumenter. Googles börsvärde är endast några procent lägre

än Apples och bolaget har till synes alla möjligheter att fortsätta kapitalisera på den enorma internetkartan, en karta som hela tiden växer i omfattning.

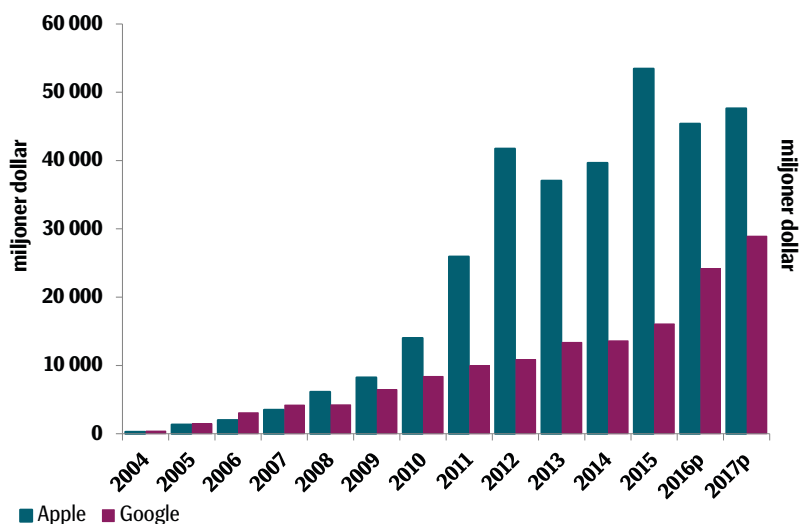
Facebook – från nörd på Harvard till social gigant

Facebook grundades av Mark Zuckerberg och hans universitetsvänner i början av 2000-talet, och startade som en kommunikationssida för universitetet de studerade på (Harvard). Efter stora framgångar flyttades bolaget relativt snabbt från Boston till västkustens Palo Alto (inom Silicon Valley) och expanderade senare kraftigt med hjälp av flera investerare och bransch-kunniga människor som vägledde Zuckerbergs fenomenala förmågor inom programmering. Facebook har idag 1,8 miljarder månatliga aktiva användare och är det i särklass största kommunikationsverktyget i världen. Detta innebär att aktiva användare utgör 24 procent av världens befolkning. Facebook har revolutionerat sättet vi kommunicerar och delar information på över hela världen. Instagram är i bolagets ägo och är ett fotobibliotek, vilket möjliggjort att Facebook breddat sin kompetens och även konkurrerar inom fotodelning. Virtuellt verklighet (Virtual Reality, VR) är ett av bolagets stora framtidssegment och för den som inte testat dessa videoglasögon, så är det hög tid. Facebooks resultatutveckling är stark och bolagets börsvärde uppgår till cirka 3 000 miljarder kronor – strax över hälften av Stockholmsbörsens värde – från att ha handlats runt 560 miljarder kronor efter börsnotering 2012.

Amazon – från Wall Street till internet

Amazon är världens största aktör inom detaljhandel över internet med nästan 100 000 anställda. Grundare och VD Jeff Bezos hoppade av sitt högbetalda Wall Street-jobb i mitten av 1990-talet och flyttade till Seattle för att satsa allt sitt kapital (samt lån från sina föräldrar) på internet-handel. Handel med böcker var primärsegmentet, men efter en tid breddades produktsortimentet (Amazon är främst en mellanhand) till elektronik av alla slag; musik, leksaker och konst – Amazon säljer i princip allt och är numera USA:s största detaljhandlare mätt i börsvärde. Under de senaste tio åren har intäkterna 12-faldigats och den årliga tillväxten har konstant överstigit 20 procent. Amazon

STARK RESULTATUTVECKLING FÖR APPLE OCH GOOGLE – SÄRSKILT SENASTE FEM ÅREN



Källa: Bloomberg

Grafen illustrerar den starka resultatutvecklingen för Apple och Google sedan 2004. Apples explosionsartade utveckling tog verklig fart 2011 medan Google utvecklats mer gradvis.

är även världens största aktör inom så kallade digitala molntjänster, där näringslivets och konsumenters data sparas på Amazons servrar, mot en avgift. Bolaget har en tredjedel av denna världsmarknad och tillväxten är stark, däremot står intäkterna från detta segment endast för en tiondel – men en större andel av resultatet. Börsvärdet är idag omkring 3 100 miljarder kronor.

Den digitala ekonomin påverkar levnadssätt och inflation

Den digitala ekonomin har rört sig från informationsutbyte och elektroniska produkter till att bli en fundamental del i vårt levnadssätt. Mobiltelefonen har konkurrerat ut den fasta telefonen och möjliggjort informationsutbyte på ett exceptionellt sätt. Tjänster som tidigare varit fysiskt distribuerade kan idag erbjudas helt digitalt, utan någon som helst marginal- eller transportkostnad. Ett digitalt distributionssätt för musik (Spotify) har förändrat musikindustrin och trängt bort marknaden för CD-skivor (även Apple gav bränsle åt innovationen i musikindustrin med sina musikspelare). Filmer, serier, TV och sport visas via internet på var och varannan TV-skärm idag, efter att amerikanska Netflix steg för steg förbättrat videoindustrin under de senaste 15 åren. Google dödade den fysiska sökvärlden (Gula sidorna) och är på god väg att kväva annonsering i tidningar. Facebook har kommit med något alldeles omvälvande inom social kommunikation och istället för att ringa varandra idag skriver många hellre meddelande på Facebook.

När den digitala ekonomin har tagit stora kliv in i verkstadsindustrin, den finansiella sektorn, konsumentsektorn, tjänstesektorn, etc., innebär det oftast en betydligt mer effektiv tjänst eller produkt från användarens synvinkel. Kostnaden för information, distribution, kommunikation och olika former av processer har fullständigt eliminerats, vilket har skapat ett deflationstryck. Ett gratis-samtal via Skype är inte inkluderat i sättet vi mäter ett lands ekonomi (BNP), en tjänst som tidigare inkluderades via ett betalt

röstsamtal i telefonen. När vi läser nyheter på internet, istället för att köpa en tidning, skapas ett likadant deflationstryck. Distributionskostnaderna är idag noll för väldigt många tjänster och detta fortsätter att påverka inflationen. På andra sidan av myntet finns ökad produktivitet, där den industriella sektorns produktivitet har ökat allra mest, klart gynnat av snabbare informationsutbyte i många av dess processer. Det är svårt att mäta exakt hur mycket digitaliseringen har påverkat inflationen under de senaste tio åren, men säkert är att den har gett och fortsätter ge en negativ effekt.

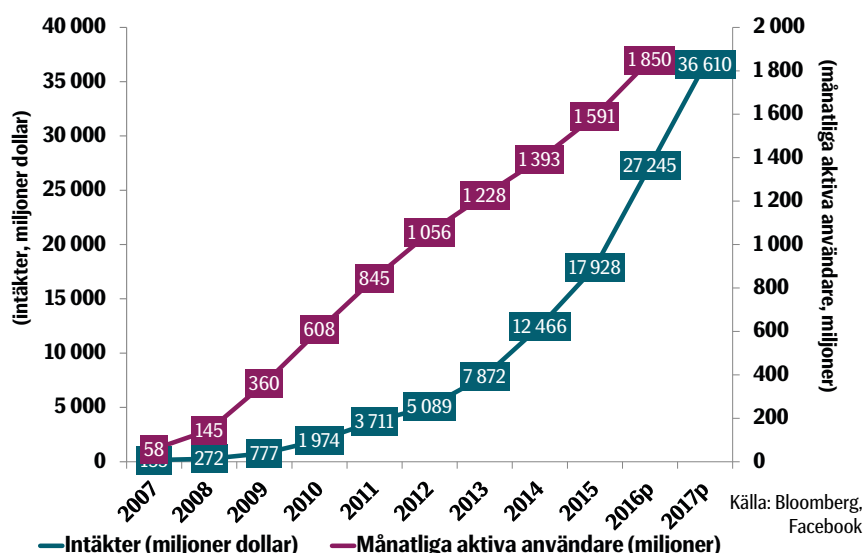
22 procent av världens ekonomi är digitalt härledd

Nytänkande experter hävdar att cirka 22 procent av global BNP relaterar till den digitala ekonomin, en andel som hela tiden ökar och förbättrar produktiviteten. Den digitala ekonomin beräknas genom att inkludera alla produkter och tjänster som härleds till ett betydande digitalt inslag. Mer traditionella mätsätt pekar på en andel om strax över 5 procent, men då behandlas endast de sektorer som enbart sysslar med digitala produkter och tjänster. Vi hävdar dock att ett bättre sätt att se på hur digitaliseringen påverkar tillväxten är att inkludera alla sektorer och titta på vilka delar som i hög utsträckning påverkas av det digitala. Enligt det nya angreppssättet är den amerikanska ekonomin den mest digitala i världen, och berör cirka 33 procent av BNP, jämfört med Kinas relativt låga andel om 10 procent. Nästan 60 procent av den finansiella sektorn i USA är digital enligt mätningen, vilket gör den till den mest digitala, medan kommunikation kommer tätt efter. Med denna utveckling ökar vikten markant av att bygga/ha en modern och robust plattform att växa långsiktigt på – utan en sådan är det i princip omöjligt att konkurrera med de som faktiskt har det.

Hur ser framtiden ut?

Människan förändrar sig konstant, gamla tjänster byts ut mot nya och trender byter riktning. Så ser det ut för alla industrier globalt och delaktighet i denna förändring är alltid

1,8 MILJARDER MÅNATLIGA AKTIVA FACEBOOK-ANVÄNDARE GER FORTSATT TILLVÄXT



Grafen illustrerar relationen mellan antalet månatliga aktiva användare på Facebook globalt samt bolagets intäkter i miljoner dollar. Det är framför allt under de senaste tre åren som intäkterna ökat med verklig kraft, konsensusprognosen för 2016-17 intecknar fortsatt intäktstillväxt.

nödvändig. Världens största taxibolag (Uber), äger inga bilar längre, världens största leverantör av media (Facebook) skapar själv inte något innehåll, världens största bolag för logi (AirBnB, övernattningar) äger inga hotellrum och det snabbast växande sändningsbolaget inom film och serier (Netflix) varken bygger eller äger fysiska distributionsnät. Listan fortsätter; ett av världens största detaljhandelsbolag (kinesiska Alibaba) äger inget lager och världens två största bolag (Apple och Google) som levererar och säljer mjukvaruprogram till sina kunder bygger inte dem primärt själva – det har onekligen hänt mycket under de senaste tio åren, och mer kommer att ske. Vår bedömning är att Hälsovård är en sektor som kommer att förändras och förbättras markant i framtiden, eftersom den digitala plattformen varit undermålig. Delningsekonomier kommer att steg för steg öka i betydelse. Ett exempel på delningsekonomi är ägarskap av bilar där det redan finns en stark trend i storstäder att konsumera bilens egenskaper per timme istället för att själv äga den. Konsumenter köper hem kläder, elektronik och även mat via internet i högre utsträckning, som i realiteten hanteras av distributörer vars digitala beställningsplattform ersätter fysiska butiker. Vitvaror och annan apparatur kommer att ha digitala inslag som indikerar när något behövs fyllas på eller bytas ut.

En stark mjukvaruplattform – vägen till framgång

De aktörer som bemästrar mjukvara och programmerar sina idéer på bästa affärsmässiga sätt blir vinnare i kampen om konsumenternas pengar. Facebook är ett bolag som verkligen byggt ett fantastiskt informationsnätverk, där kommunikation, åsikter, foton, nyheter och videos hör hemma – vilket också medför att bolaget har en stark plattform för annonsering. Amazon har haft en mycket väl fungerande plattform för internethandel, Uber har en

välutvecklad plattform mot taxivärlden medan Google är ett renodlat och snabbspringande mjukvarubolag.

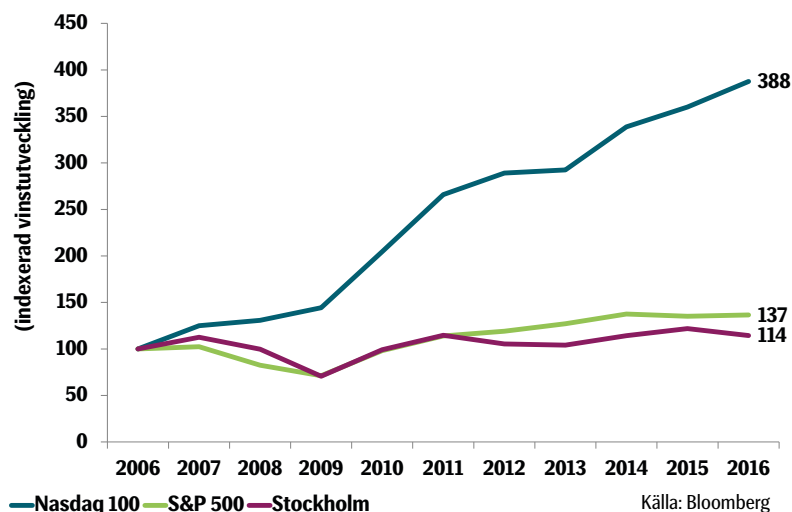
Det är däremot inte endast renodlade IT-bolag som satsar kraftigt i den digitala världen. Efter att Tesla har plöjt ned åtskilliga miljarder dollar för att revolutionera fordonsindustrin (till elbilar) – skakades stora traditionella bilaktörer som Ford och BMW om rejält, varför de successivt ökat fokus mot elbilar. Banksektorn tävlar om vem som ska ha den bästa digitala plattformen, medan åtskilliga industrier står inför stora förändringar. Vid en senare utvärdering är vår bedömning att de mest framgångsrika bolagen högst sannolikt också haft de bästa digitala plattformarna.

Vinstutveckling för Nasdaq är i särklass

Under de senaste åren har den digitalt kopplade amerikanska börsindexet Nasdaq 100 fullständigt utklassat vinstutvecklingen för S&P 500 och även svenska börsen. Vinsterna för Nasdaq 100-bolag har ökat med över 288 procent sedan 2007, medan S&P:s bolagsvinster har ökat med 37 procent och svenska bolag med endast (i sammanhanget) 14 procent. Grafen nedan visar den indexerade utvecklingen. Förutsättningarna är enligt vår mening mycket god för att vinstutvecklingen för IT-sektorn ska fortsätta växa, eftersom efterfrågan för nya digitala plattformar och appar är stark; både näringslivet och konsumenterna anammar de nya teknologierna i rasande fart.

Den digitala utvecklingen är stark och kommer att förbli robust under lång tid, men konkurrenskraften för de enskilda bolagen måste konstant upprätthållas – annars riskerar vilket bolag som helst att halka efter – det gäller även de giganter vi berört i detta tema.

IT-BOLAGENS UTVECKLING I SÄRKLASS



Grafen illustrerar den årliga vinstutvecklingen i lokala valutor för det IT-baserade börsindexet Nasdaq 100 (med cirka 60 procent IT-bolag), det breda indexet S&P 500 samt Stockholmsbörsens alla bolag. Det är tydligt att IT-bolag utvecklats starkare än övriga sektorer och börser.

Tema - Halvledare

Digitaliseringens ryggrad

Den tekniska utvecklingen kommer vara en stor och viktig del av företagens förändring de närmaste tio åren. Vilka tekniska förändringar kommer då att påverka företagen mest?

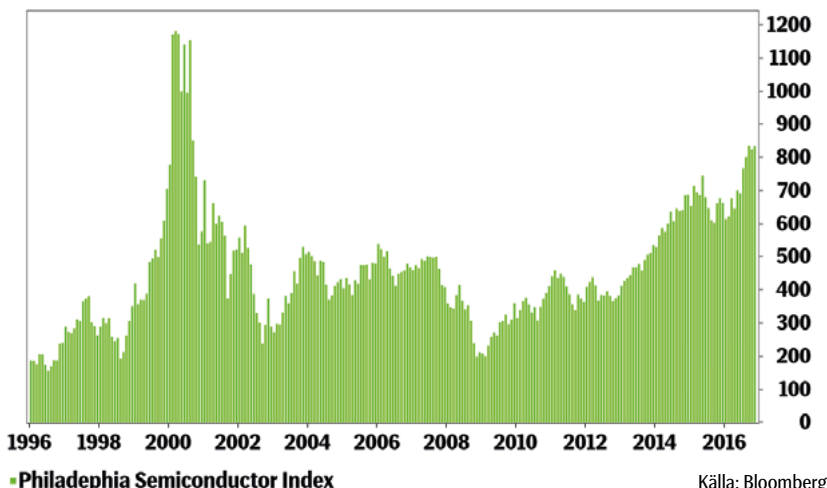
Ord som digitalisering, smart, intelligent, autonom, uppkopplad och trådlös används flitigt idag. Framöver kommer dessa i större utsträckning att paras med vardagliga ord som exempelvis bil, hus, industri eller produktion och i kombination utgöra svar på frågan ovan. Även mer konkreta saker som robotar, artificiell intelligens eller virtual reality (VR)/augmented reality (AR) är sannolikt andra svar på frågan. Vi tittar närmare på en industri som kan förväntas fortsätta dra stor nytta av dessa trender och som levererar själva stommen för all form av digitalisering.

- Digitaliseringen har bara börjat
- Allt ska bli uppkopplat och smart
- Små men kritiska komponenter utgör ryggraden i det digitala samhället
- Cyklisk industri med extraordinär prispress och snabb utveckling
- Normal absolutvärdering, lockande relativvärdering

Digitaliseringen av både industri- och tjänstesektorn samt våra bilar och hem och användandet av robotar och droider är bara några exempel på starka trender som redan påverkar, men framför allt förväntas påverka företag, människor och samhälle dramatiskt under de närmaste 20 åren. Vissa delar kanske dröjer längre eller får mindre dramatisk inverkan än vad många idag föreställer sig, medan andra delar får större effekt eller sker snabbare.

Men oavsett vilken av ovanstående förväntade trender vi tittar på har de åtminstone en sak gemensamt: De kommer att kräva fler och bättre digitala komponenter i maskiner, apparater, bilar och hus. Det vill säga för att vi exempelvis ska kunna reducera svinnet i industrin genom att tillverka perfekta maskiner och delar från början, krävs det mer dataöverföring och sensorer. För att bilar ska kunna köra själva eller åtminstone assistera föraren och därmed dramatiskt minska risken för olyckor behövs fler och bättre sensorer, minnen och processorer. För att vi på distans ska kunna låsa, styra, övervaka och reglera bostäder och andra fastigheter samt alla maskiner, instrument och dörrar i dessa, behöver de kunna kommunicera. För att spel och annan underhållning ska kunna ta steget in i VR-miljö, krävs fantastiska bildskärmar och enorm datalagringskapacitet. Kort sagt, för att allt ovanstående ska vara möjligt behöver vi propa in ännu fler och bättre halvledarkomponenter i alla våra hus, bilar, maskiner och apparater.

HALVLEDARAKTIER ÄR VOLATILA MEN HAR ÖVER TID GETT EN GOD VÄRDETILLVÄXT



Diagrammet visar Philadelphia Semiconductor index sedan 1996. Om det inte vore för den exceptionella bubbelvärderingen 1999/2000 hade index satt en serie rekordnoteringar de senaste åren och dagarna. Kursuppgången de senaste åren är dock primärt driven av förbättrade vinstutsikter, på konsensusprognosen för 2017 värderas Philadelphia Semiconductor index till ett lägre P/E-tal (15,6) än OMXS30-index (15,7).

Applied Materials, en av världens största producenter av utrustning för tillverkning av halvledarkomponenter beskriver den tekniska utvecklingen de senaste 20 åren och de kommande 20 åren som tre vågor, delvis överlappande: Den första drevs av den internetuppkopplade PC:n, den andra av mobiler och sociala medier, den tredje av artificiell intelligens och visuell databehandling. Vi befinner oss fortfarande i den andra vågen, det vill säga det är fortfarande mobiler som är den främsta drivkraften för halvledarindustrin, men den tredje vågen är redan inledd och kommer på sikt att ta över.

Med artificiell intelligens menas både de datorer och robotar som på sikt hotar att ta över en betydande del av dagens arbetstillfällen och de i närtid betydligt viktigare och många små delstegen på vägen dit. Exempelvis är självkörande bilar målet på längre sikt, men vägen dit går i närtid via allt bättre och mer tillförlitlig förarassistans för säkerhet, navigation och parkering. Bolagen Intel och Nvidia bedömer att värdet på de halvledarkomponenter som behövs för en huvudsakligen eller helt självkörande bil 2020-2025 kommer att klättra till 5 000-10 000 dollar per fordon från nuvarande 350 dollar per fordon (hybridbilar har dubbelt så högt komponentinnehåll som snittet och lyxbilar kan redan idag innehålla halvledare för 1 000 dollar).

Med visuell databehandling (visual computing) menas såväl datorer som ser och kan analysera det de ser (exempelvis i bilen) och alla varianter av VR och AR. Medan virtual reality sannolikt primärt kommer att användas inom underhållning (spel och film) kommer augmented reality få större värde för kommersiella applikationer. Exempelvis en mobilapp som förenar en datamodell med nuvarande verklighet, som du håller kameran riktad mot, och visar hur en maskin, motor eller byggnad ska se ut och tydligt

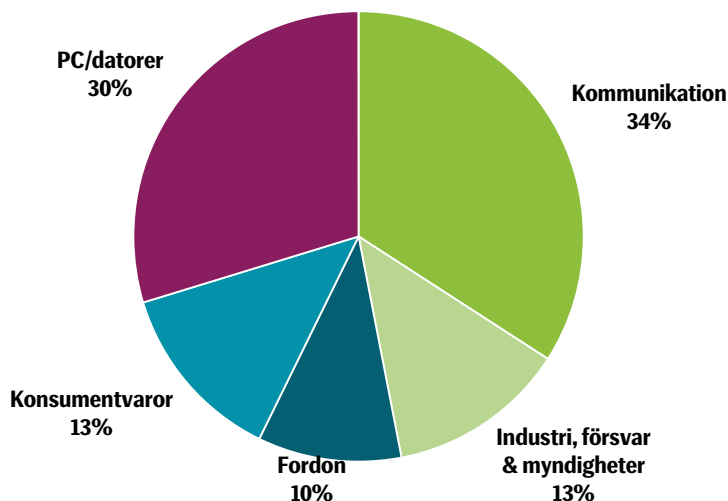
indikerar vad som behöver repareras, steg för steg. Även det populära spelet Pokémon Go bygger på augmented reality där ett fantasidjur placeras i den verkliga miljön. Båda fenomenen kommer att få stor betydelse för halvledarindustrin. General Electric's VD, Jeffrey Immelt, räknar med att AR kommer att spara industrin miljarder dollar i produktivitetsförbättringar, medan Facebooks grundare Mark Zuckerberg hårdatsatsar på VR. Enligt Nvidia, den ledande tillverkaren av grafikprocessorer i premiumsegmentet, är endast 1 procent av alla PC i bruk idag kraftfulla nog att spela upp den bästa VR-upplevelsen. VR och AR kräver både kraftfulla processorer, mycket stora mängder minne och avancerade displayer.

Alla vägar bär till...

Rom? Nej, de bär till Silicon Valley. Om det finns ett nav i den nya digitaliserade ekonomin som alla trender utgår ifrån måste det vara Silicon Valley i Kalifornien. Där har de flesta av alla stora bolag som definierar de senaste trenderna såsom Apple, Google/Alphabet och Facebook sina huvudkontor. Trots att en försvinnande liten del av förädlingsvärdet inom IT-industrin idag utgörs av själva halvledarmaterialet kisel (silicon), påminner åtminstone smeknamnet på detta tekniska och finansiella centrum om vilken central roll halvledarna har för all "digitalisering".

När Neil Armstrong tog sina första steg på månen 1969 var det förmodligen inte så många av tittarna som funderade över att detta inte hade varit möjligt utan de teknologiska landvinningar som Fairchild Semiconductors kiselbaserade integrerade kretsar (IC-kretsar) innebar. På samma vis är det nog relativt få som när de funderar över hur mobiltelefonernas utveckling de senaste 20 åren har förändrat livet och samhället, även reflekterar över vilka förbättringar detta har krävt av telefonernas byggstenar, halvledarkomponenterna – i synnerhet om vi bortser från

DEN GLOBALA HALVLEDARINDUSTRIEN DOMINERAS AV DATORER OCH KOMMUNIKATION



Diagrammet visar den globala halvledarindustrins försäljning per kundgrupp 2015. Historiskt har fördelningen i pajdiagrammet genomgått dramatiska förändringar men de senaste åren har förändringarna varit små. Många i branschen räknar med en växande andel för fordonsindustrin det närmaste decenniet. Notera dock att alla marknader och områden som ska "digitaliseras" kommer att behöva fler halvledarkomponenter framöver.

Källa: WSTS

de mest synliga av dessa komponenter som bildskärmen, fingeravtryckssensorn och kameramodulen. Likväl hade alla dessa framsteg varit omöjliga utan de otroligt snabba framsteg som skett inom halvledarindustrin och som ofta sammanfattas som "Moore's lag", efter Intels före detta VD och grundare Gordon Moore. Antalet transistorer i en integrerad krets dubblas varannat år (kombinerat med förminskningen och förbättringen av transistorerna gav det under lång tid en dubbling av kretsens kapacitet var 18:e månad). Moores prognos har varit relativt träffsäker under de 50 år som har passerat sedan den publicerades 1965, och även om trenden nu har brutits, karaktäriseras branschen fortsatt av en enastående snabb produktivitetsförbättring. Utan halvledarindustrins exponentiella tillväxt och effektivitetsförbättringar de senaste 50 åren hade världen idag varit helt annorlunda. Resan är dock inte slut än, halvledarkomponenter kommer att ha en nyckelroll i många av de strukturella förändringar vi ser för näringslivet under det närmaste decenniet.

Balanserande marknadstrender

Alla delmarknader för halvledarindustrin växer inte. PC-industrin brottas med stora problem, vars utmaningar kan illustreras av att Apples VD, Tim Cook, i samband med en produktlansering i fjol offentligt ställde frågan "Varför skulle någon vilja köpa en PC längre?" Uppenbarligen är det inte så många som gör det heller, även om det efter flera år med fallande försäljning finns det tecken på en stabilisering i närtid. En allt viktigare och snabbt växande del av marknaden för komponenter till gruppen PC/datorer i pajdiagrammet på föregående sida går idag till datacentera för molntjänster, vilket kompenserar för PC-nedgången. Bolag som Google, Amazon, Facebook, Apple och Microsoft investerar alla stort i serverhallar och köper då ofta skräddarsydda processorer och andra komponenter direkt från halvledartillverkarna.

Även marknaden för halvledare till telefoner och surfplattor är idag relativt mogen, även om det sker stora förändringar inom segmentet. Det är med andra ord endast delsegment av de två stora pajbitarna som växer idag och framtidshoppet står primärt till de tre mindre pajbitarna; konsumentprodukter, industri och fordon.

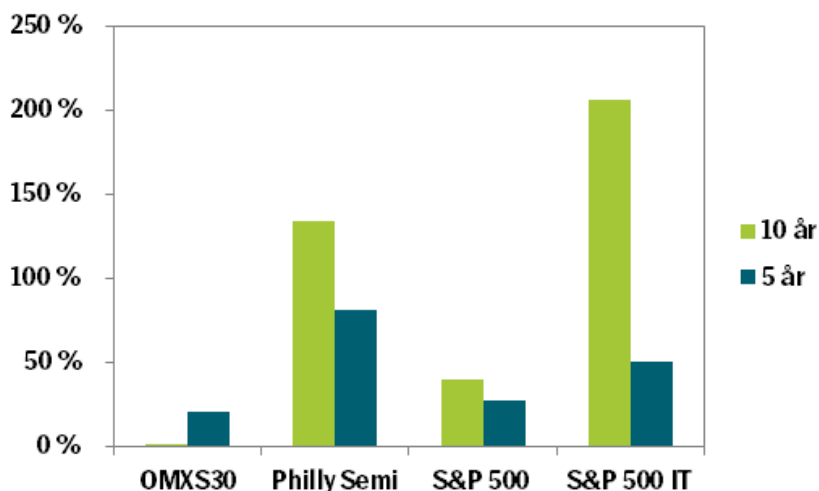
Skiften har karaktäriserat branschen förr. Från början var försvars- och rymdindustri de viktigaste kunderna, men dessa utgör enligt WSTS (World Semiconductor Trade Statistics) nu mindre än 1 procent av branschens totala försäljning. PC:ns uppgång och fall har också präglat halvledarindustrin, liksom mobiltelefonens erövring av världen. Fordonsmarknaden utgör fortfarande bara drygt 10 procent av den totala marknaden, men när bilarna nu, som BMW beskriver det, "behöver en inbyggd superdator och en högrepresterande molnanslutning utanpå" är det upplagt för att denna del ska växa rejält framöver.

Extraordinär prispress, växande vinster

Vi ser starka drivkrafter för en fortsatt växande volym av halvledarkomponenter i världen, men det är inget nytt fenomen, volymtillväxten har i alla tider varit det minsta problemet för halvledarindustrin. Volymtillväxten har varit exponentiell, där tillväxten 1985-2010 var 10 procent per år enligt SIA (Semiconductor Industry Association). Sedan dess har tillväxttakten avtagit något, men överstiger idag 20 miljarder IC-kretsar per månad, vilket är en dubbling på cirka 10 år och ett tiofaldigande på cirka 30 år.

Branschen karaktäriseras inte bara av snabb volymtillväxt, utan även av en brutal prispress. Försäljningsvolymen av IC-kretsar i augusti i år ökade med 12 procent, men då snittpriset per krets minskade med drygt 10 procent mot föregående år ökade försäljningsvärdet endast 1 procent. Trenden med växande volymer och snabbt fallande priser

STARK VINSTILLVÄXT VÄNTAS FÖR HALVLEDARBOLAGEN



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar den förväntade vinsttillväxten mellan 2006-2016 och 2011-2016 baserat på konsensusprognosen för 2016 för aggregatet av bolagen i Philadelphia Semiconductor index, OMXS30-index, S&P 500 index respektive alla IT-bolag som ingår i S&P 500. IT-sektorn och halvledarindustrin utklassar både den amerikanska börsen generellt och bolagen på Stockholmsbörsen. Justerar vi dessutom för valutor (den försvagade svenska kronan) så är utklassningen ännu större mot Stockholmsbörsen.

är särskilt påtaglig inom produktsegmentet minnen där priset på NAND-minnen (flashminnen) sedan 2008 fallit med i snitt 24 procent per år per megabit, samtidigt som antalet megabit har ökat med i snitt 61 procent per år.

Trots de stora volymökningarna för halvledarindustrin har försäljningsvärdet i miljarder dollar därmed vuxit betydligt mer modest under det senaste decenniet. Enligt WSTS uppgick den globala halvledarförsäljningen till 335 miljarder dollar 2015, en ökning med 47 procent på 10 år eller knappt 4 procents tillväxt per år.

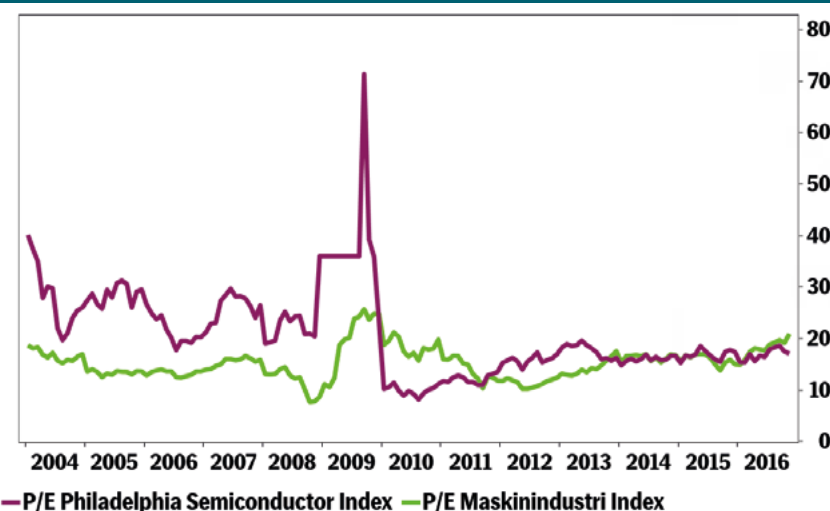
Förmågan att hantera prispress är anmärkningsvärt god, inte minst tack vare stora skalfördelar och den snabbt krympande storleken på och ökande tätheten av kretsarnas mönster. Att försöka driva försäljningsvolymerna genom dramatiska prissänkningar och därmed kunna fånga skalfördelar är en välbeprövad strategi i branschen. Tittar vi på de 30 ledande halvledarbolagen på Nasdaq-börsen, de som ingår i Philadelphia Semiconductor index, förväntas nettovinsten i dollar i år bli 71 procent större än för 2011 och 120 procent större än 2006. Som jämförelse väntas vinsterna för de 500 största bolagen i USA ha ökat med 26 procent i dollar sedan 2011, de 30 största svenska bolagen väntas ha ökat vinsten med 20 procent i kronor (tyvärr inte särskilt imponerande siffror för en amerikansk investerare eftersom dollarn har stärkts med 34 procent mot kronan de senaste fem åren) och IT-sektorn som helhet (de IT-bolag som ingår i S&P 500) har ökat vinsten med 47 procent i dollar. För de europeiska bolagen i samma sektor har vinsterna till och med minskat under samma period.

En cyklisk industri, som växer nu, och på lång sikt

Halvledarindustrin karaktäriseras av en någorlunda god tillväxt historiskt och sannolikt goda volymutsikter, men mer än något annat är den extremt cyklisk. Under de senaste 30 åren har den årliga tillväxttakten överstigit 40 procent vid inte mindre än sju tillfällen (kvartalsvis, rullande årstakt), senast 2010, men dessförinnan även 2004 och 2000. Under ett drygt år från sommaren 2015 fram till och med första halvåret i år var tillväxten negativ (på grund av större prisfall än volymökningar), dessförinnan noterades negativ tillväxt 2011/2012 och 2008/2009 samt 2001. Vi menar att en bra liknelse för att förstå denna volatilitet är att betrakta halvledare som insatsvaruproducenter för IT- och elektronikindustrin på samma vis som stålverk, gruvor och pappersmassa – klassiska svenska industrier som också karaktäriseras av kraftiga cykliska svängningar – är insatsvaruproducenter till maskinindustri respektive pappersindustrin.

Över tiden motiverar stora svängningar i intjäningen rimligtvis en viss värderingsrabatt mot mer stabila sektorer, men för stunden premierar aktiemarknaden konjunkturkänslighet. Trots fem svåra år för konjunkturkänsliga och cykliska industrier samt relativt sparsamt med tecken på någon snar förbättring, är dessa sektorer heta på aktiemarknaden. Det gäller både halvledare, stål och metall, olja och verkstäder (undantagen utgörs av cykliska konsumentindustrier som exempelvis bilar) som alla tillhör årets vinnare på börserna i Norden och internationellt. Förr eller senare måste givetvis vinstutvecklingen förbättras också i dessa branscher för att inte aktierna ska rekylera ned igen.

RABATT PÅ HALVLEDARBOLAGEN MOT MASKININDUSTRIEN



Källa: Bloomberg

För halvledarindustrin noterar vi att vinstutsikterna, enligt konsensusprognoserna, har förbättrats påtagligt det senaste året, en tydlig kontrast mot exempelvis maskinindustrin. Marknadstillväxten svängde enligt SIA runt och blev åter positiv i juli i år, och under de senaste 20 åren har det ofta tagit 1-3 år från botten till toppen i tillväxttakten för branschen. Om detta mönster upprepas skulle det betyda en accelererande positiv marknadstillväxt i ytterligare 6-30 månaders tid.

Som framgår av diagrammet nedan har vinstutsikterna för halvledarbolagen i Philadelphia Semiconductor Index, SOX, förbättrats synbart under det senaste året och därmed understött aktiekursuppgången, medan motsvarande förbättring ännu inte har setts för den likaledes cykliska maskinindustrin (maskinindustri i S&P 500 index). Värderingsmultiplarna för halvledarbolagen har därmed inte expanderat lika kraftigt som för andra cykliska sektorer och jämfört med maskinindustrin värderas aktierna nu med en mindre rabatt (P/E-tal). Historiskt har halvledaraktier oftast värderats med en premie mot maskinindustrin. Även om vi istället jämför med det breda S&P 500 index värderas halvledarbolagen idag, och sedan tre år tillbaka, till en mindre rabatt (på P/E-tal). Före finanskrisen värderades SOX med en premie mot S&P 500.

Tittar vi istället på värderingen av eget kapital värderas halvledarbolagen idag till en premie på 16 procent mot det historiska snittet för de senaste 15 åren, medan maskinindustrin värderas med en motsvarande premie på 25 procent, S&P 500 med en premie på 8 procent och OMXS30 med en premie på 2 procent.

Hög dynamik, fragmenterad bransch

Ända sedan branschens barndom på 1960-talet har halvledarindustrin karaktäriserats av snabba förändringar,

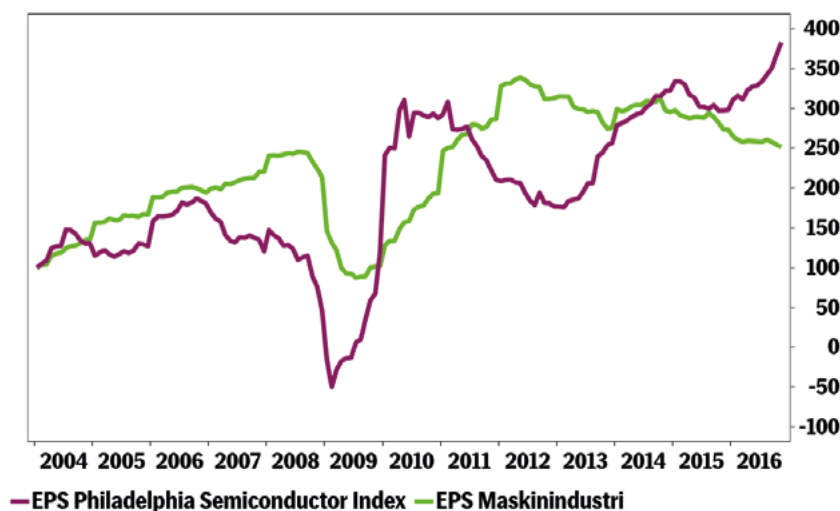
inte bara vad det gäller produkter och teknik utan även själva företagen. Nya företag uppstår snabbt och kan växa med extraordinär fart samtidigt som etablerade marknadsledare kan gå nästan lika fort från att göra miljardvinster till att tyna bort.

Givetvis är varje bolag unikt, men vi kan grovt dela in halvledarsektorn i ett antal delbranscher:

- Integrerade halvledartillverkare som Intel, Micron Technology och Texas Instruments.
- Chipdesignbolag utan egen produktion som Qualcomm, AMD, Nvidia och svenska Fingerprint Cards.
- Kontraktstillverkare av halvledare som TSMC, Global Foundries och UMC.
- Underleverantörer av utrustning eller material till halvledartillverkarna som Applied Materials och Lam Research.

Det är även relevant att dela in bolagen i olika breda produktkategorier såsom minnen, logik och analoga kretsar. Egen tillverkning eller kontraktstillverkning av halvledarkomponenter är mycket kapitalkrävande och beroende av storskalig produktion. Det är så kapitalkrävande att till och med jätteföretag som IBM nyligen valde att överge den integrerade affärsmodellen och sälja sina två fabriker till Global Foundries och dessutom betala Global Foundries 1,5 miljarder dollar kontant för att de tog över anläggningarna. IBM menade att de inte var tillräckligt stora för att nå konkurrenskraftiga enhetspriser och att det förestående tekniksiftet till 14 och 10 nanometersteknik skulle vara för kapitalkrävande. IBM kommer att fortsätta utveckla nya halvledarkomponenter i egen regi, men de lägger ut tillverkningen till Global Foundries.

FÖRBÄTTRADE VINSTUTSIKTER FÖR HALVLEDARINDUSTRI



Diagrammet visar index över konsensusvinstprognoserna för halvledarindustrin (Philadelphia Semiconductor index) jämfört med den likaledes cykliska maskinindustrin (maskinindustri i S&P 500 index). Det finns utbredda förväntningar om ett förestående vinstlyft för maskinindustrin, en tro som fått påtagligt ökat stöd av Trumps valseger och löften om finanspolitiska stimulanser. För halvledarindustrin, som också är konjunkturkänslig är de förbättrade vinstutsikterna redan tydligt synbara i analytikernas konsensusprognoser.

Källa: Bloomberg

Även när det gäller chipdesignföretagen finns det mycket stora skalfördelar. Det är ofta stora kostnader för produktutveckling och att ta fram den bästa lösningen, men när den väl är framtagen är merkostnaden av att producera en extra enhet eller en miljon extra enheter i princip begränsad till material och produktionskostnader. De största bolagen med denna affärsmodell som Nvidia och Qualcomm har bruttomarginaler på 50-60 procent. Den snabba teknikutvecklingen betyder även att nya produkter åldras snabbt och bolag som inte hänger med i utvecklingen konkurreras ut, vilket märks genom att listan över de mest framgångsrika bolagen i branschen har hög förändringstakt.

Snabba förändringar av ledarskapet

Kombinationen av skalfördelar och snabb teknisk utveckling bidrar även till strukturaffärer i branschen, inte minst ett år som detta då marknaden har vänt upp efter en period av svaghet samtidigt som räntorna är rekordlåga.

Snabba förändringar av ledarskapet i branschen speglas i hur index över de 30 ledande halvledarbolagen noterade på NYSE eller Nasdaq, det vill säga de som ingår i Philadelphia Semiconductor Index (SOX), har förändrats under de senaste fem åren. I tabellen nedan jämför vi förändringarna i SOX med svenska OMXS30 index över de 30 mest likvida aktierna på Stockholmsbörsen (Atlas Copco deltar med både A- och B-aktierna, vilket gör att det är 29 bolag). Sedan 2011 har endast två aktier åkt ur OMXS30 (Scania och MTG) och ersatts av två nya (Kinnevik

och Fingerprint Cards), men i SOX har 12 aktier tagits ut, 14 lagts till och 15 har kommit in för att sedan åka ut eller mer omfattande förändringar (kommit in, åkt ut och kommit tillbaka in igen). Endast 12 av de 30 bolagen i SOX har funnits med under hela femårsperioden. Den snabba förändringstakten vad gäller indexkompositionen speglar enligt vår mening en hög dynamik i branschen. Tabellen visar dynamiken i SOX index jämfört med OMXS30 index de senaste fem åren, samt utvecklingen för respektive index och de bästa/sämsta aktierna under perioden. Det är även stor spridning i storlek för bolagen i SOX då de största (Intel och TSMC) är mer än dubbelt så stora som AstraZeneca, det största bolaget i OMXS30, medan det minsta (Silicon Motion) bara är hälften så stort som SSAB.

Halvledare är en kritisk komponent för digitalisering och kommer att växa kraftigt i volym även framöver. Hård prispress och snabb teknisk utveckling gör dock branschen mycket cyklisk, vanligtvis i fas med allmänna konjunktursvängningar. Efter en svag period har sektorn nu svängt tillbaka och visar tillväxt igen, vilket kan betyda att vi står inför 1-2 år med god tillväxt. Vinstutvecklingen för de ledande halvledarbolagen, de som ingår i Philadelphia Semiconductor index (SOX), har utklassat börsen de senaste tio åren. Bättre tillväxt för sektorn den närmaste tiden bådär för att denna utveckling håller i sig en tid till. Värderingen i absoluta termer är något högre än historiskt snitt, men SOX värderas i relativa termer med en rabatt mot börs och andra cykliska branscher, vilket är ganska ovanligt.

UTVECKLING PHILADELPHIA SEMICONDUCTORS INDEX (SOX) MOT OMXS30 2011-2016	SOX	OMXS30
Nya aktier	14	2
Uttagna aktier	12	2
In och ut/ut och in/flera gånger in och ut	15	0
Aktier i index hela perioden	12	27
Totalt antal bolag i index idag	30	29
Bästa aktie	510%	273%
Snittutveckling	117%	55%
Sämsta aktie	-94%	-42%
Börsvärde största bolag, miljarder USD	168	78
Börsvärde minsta bolag, miljarder USD	1,6	2,9

Källa: Bloomberg

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

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



Henrik Larsson
Portfolio Manager
henrik.y.larsson@seb.se



Esbjörn Lundevall
Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se



Kai Svensson
Portfolio Manager
kai.svensson@seb.se



Helene Cronqvist
Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se



Christopher Lyrhem
Equity Strategist
christopher.lyrhem@seb.se



Louise Lundberg
Economist
louise.lundberg@seb.se



Johan Hagbarth
Economist
johan.hagbarth@seb.se



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



Carl Hammer
Chief Currency Strategist
carl.hammer@seb.se



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



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

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