



Investment Outlook

februari 2017



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning 3

Marknadssyn – sammanfattning 4-5

Marknadssyn – makro 6-8
Tydlig uppgång i indikatorer trotsar
politisk oro

Globala aktier 9-10
Optimism och högre tillväxt ger hopp
om god vinsttillväxt

Nordiska aktier 11-13
Nu lyfter vinsterna

Ränteinvesteringar 14-15
Centralbankernas lättnader allt
närmare slutet

Tema – Ränteinvesteringar 16-18
Möjligheter i kreditmarknaden

Alternativa investeringar 19-20
Stark inledning av året efter
utmaningar under 2016

Valutor 21-22
Cykliska valutor har medvind

Tema – Hållbarhet 23-25
En viktig trend växer sig allt starkare

Denna rapport publicerades den 14 februari 2017.
Innehållet baseras på information och analys till-
gänglig före den 8 februari 2017.

Högre tillväxt- och inflationstakt

ÄNTLIGEN PEKAR DET MESTA PÅ ATT VI HAR tagit oss ur svackan med medioker tillväxttakt och oroande låg inflationstakt, vilket är efterlängtat. Till detta kommer förhoppningar om stöd från finanspolitiska initiativ, främst via löften från den nye amerikan-ske presidenten. Sammantaget ger detta en starkare grund för stigande bolagsvinster. På aktiemarknaden har tolkningen hittills varit positiv. Räntemarknaden påverkas annorlunda, då stigande räntenivåer slår mot avkastningen på obligationer med längre löptid. För företagsobligationer kan det mildras av att kredit-spreadar (skillnaden mellan statsobligationsränta och företagso-bligationsränta) gynnas av välmående företag.

Håller den starkare utvecklingen i sig bör vi också ha nått kul-men för centralbankernas offensiva stöd, något som kommer att påverka utvecklingen av finansiella tillgångsmarknader framöver.

2016 inleddes med stor oro och hög volatilitet för att sedan successivt bli lugnare. 2017 har startat med stor tillförsikt och låg volatilitet. Utvecklingen framöver blir intressant att följa då finansmarknadskartan byter skepnad och risker lurar runt hörnet. Trumps aggressiva hållning i frågor som protektionism och handelshinder riskerar att leda till ett handelskrig, som kan påverka global tillväxt negativt. Vidare, vad händer om räntorna fortsätter att stiga samtidigt som den globala skuldsättningen är rekordhög och centralbankerna successivt antar en mer defensiv hållning?

Vår tolkning av ovanstående förändrade förutsättningar och många andra parametrar belyses på flera olika sätt i denna ut-gåva av *Investment Outlook* och i vanlig ordning balanserar vi positiva och negativa krafter när vi ger vår syn på vad en portfölj bör innehålla samt i vilka proportioner.

I vårt första tema uppdaterar vi förutsättningarna för att investe-ra i en fortsatt lågräntemiljö, men där vi nu ser tendenser till sti-gande räntor från de historiska bottennivåerna. I vårt andra tema ger vi en överblick av utvecklingen inom ämnesområdet hållbar-het och etik och hur dessa integreras i investeringsvärlden.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer,
Investment Strategy



Marknadssyn

Sammanfattning

Den förbättrade konjunkturbilden gäller de flesta länder och regioner, inklusive råvaruproducerande länder som tidigare plågades svårt av stora prisfall på bland annat olja. Real global tillväxt förväntas stiga från 3 till 3,6 procent i år, och nominell tillväxt mer än så via stigande inflation. Då är det inte alls orimligt att vi kan nå en vinsttillväxt i linje med prognoserna kring 10 procent och att förstärkningen omfattar de flesta sektorer. Utvecklingen, med bättre tillväxtutsikter och uppjusterade vinstprognoser, har satt avtryck i värdering och avkastning. Aktier, där framför allt cykliska positioner överlag haft en stark period, har utvecklats bättre än obligationer. På räntesidan har företagsobligationer avkastat mer än statsobligationer.

Orosbilden har justerats då recessionsrisken och risken för ytterligare en period med klena vinster har minskat. Det

som tillkommit är en ökad risk för protektionism via Trump-direktionens alla utspel, liksom politiska risker som valen i Europa medför.

En starkare ekonomisk situation innebär också att riskapiten har skruvats upp, att centralbanker rimligen inte behöver fortsätta att stimulera lika mycket samt att stigande räntor kan sätta press då skuldsättningen i världsekonomin fortfarande är rekordstor.

Sedan föregående utgåva av *Investment Outlook* (december 2016) har vi ökat upp risken via ökning av andelen aktier i våra portföljer. Vår bedömning är således att de positiva signalerna inte fullt ut är diskonterade, utan att det finns skäl att se positivt på utvecklingen även framöver.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
		AVKASTNING	RISK
AKTIER			
Globala	1 2 3 4 5 6 7	6,0 %	12,4%
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	7,6 %	12,4%
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	8,8%	12,1 %
RÄNTEBÄRANDE			
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,5%	2,9%
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,2 %	3,2 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,1 %	5,2 %
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	4,8 %	13,0 %
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 2017-02-01	Q1 2017	Q2 2017
EUR/USD	1,08	1,10	1,06
EUR/SEK	9,42	9,40	9,30
USD/SEK	8,73	8,55	8,77

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 2017-01-11. 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* (december 2016) rekommenderade vi att hålla en mindre undervikt mot risk i portföljen. Sedan dess har vi flyttat oss till den andra sidan neutralnivån och justerat upp risken till en mindre övervikt. Förändringens främsta drivkraft var signalerna om starkare tillväxt och dess positiva effekter.

Nedan följer en genomgång av ett antal viktiga faktorer, som idag motiverar en övervikt i risktillgångar och vår bild av hur de kan komma att påverka utvecklingen framöver.

Centralbanker: Fortsatt låga styrräntor och stimulansköp med undantag för USA, där Federal Reserve (Fed) planerar för ett par räntehöjningar per år under de kommande åren. Även Riksbanken kan komma att ändra sitt beteende under 2017 på grund av stigande inflation.

Tillväxt och vinster: Tydligt bättre förutsättningar för stigande tillväxt och stigande inflation ger förutsättningar för starkare vinster i de flesta sektorer. Det finns förhoppningar om att aktiv finanspolitik kan bidra positivt och balansera ett successivt minskat penningpolitiskt stöd.

Värdering: Jämfört med historiska värderingsnivåer är nuvarande nivå hög. I förhållande till värderingen av statsobligationer är värderingen av aktier och företagskrediter mer normal, förutsatt att tillväxten håller i sig.

Riskaptit: Riskaptiten har ökat alltsedan "oljekrisen" under första kvartalet i fjol, vilket återspeglas i en större andel risktillgångar som aktier i många investerares portföljer. Det får oss att dämpa vårt riskutnyttjande något, även om riskviljan ännu inte är på historiska toppnivåer.

Förväntade avkastningar: I enlighet med tabellen på föregående sida har vi fortsatt förväntningar om positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag under de kommande 12 månaderna. Dessa förväntade avkastningar är lägre än de historiska snitten, medan risken är intakt. Orsaken är värderingsparametern, som påverkar alla tillgångar, och stigande inflation som urholkar obligationsavkastningarna.

Exempel på risker: Värderingsnivån, hög global skuldsättning, signaler om ökande protektionism, eventuella negativa effekter från stigande inflation och stigande räntor, möjlig friktion inom EU på grund av val och Brexit-process. Dessutom har uppgången varat länge, sedan 2009.

Ovanstående gör att vi ser det lämpligt att hålla en bred portfölj, vilket innebär en mindre aktieövervikt och en undervikt mot räntebärande placeringar där vi premierar krediter med relativt kort löptid. Inom alternativa tillgångar har vi en bred spridning mellan olika hedgefondstrategier.

VÅR FÖRVALTNING – TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- Något högre risk än neutralläget efter signaler om starkare konjunktur med viss övervikt för aktier och alternativa investeringar och undervikt för räntebärande placeringar
- Positiva krafter: Centralbanker, relativvärdering, förväntade avkastningar på 12 månaders sikt och potentiell ökning av tillväxttakten
- Negativa krafter: global skuldsättning, absolut värdering, Räntehöjningar i USA och en period med stark utveckling bakom oss samt risk för ökad protektionism

GLOBALA AKTIER

- Vinstökningen 2017 blir cirka 10 procent
- Värderingen är P/E 16 på 12 månaders estimat
- Vi premierar börser som gynnas av högre global tillväxt och stark USD som Europa och Japan. Detta gynnar även EM på sikt, men politiska hot skapar kortsiktiga risker
- Värdeaktier bör prestera bättre än tillväxtaktier

NORDISKA AKTIER

- Vi räknar med bästa vinsttillväxten på sju år
- Efter flera år med multiplexpansion väntar en vinstdriven börsuppgång 2017
- Ökat inflationstryck kan betyda minskat stöd från penningpolitiken framöver
- Investerarna räknar med låg risk för handelskrig, vi bedömer att det är rätt – om inte så kommer vårt positiva börsscenario på skam

RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Inflationen nära målet – början på slutet för Riksbanksstimulanser
- ECB fortsätter stimulera marknaden, men minskar återköpens storlek
- Amerikanska Federal Reserve (Fed) ökar åtstramningstakten gradvis
- Företagskrediter och relativt kort löptid utgör basen under inledningen av året

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Starkare tillväxttakt, stigande inflation och ökande vinster ger starka trender och goda förutsättningar för hedgefonder
- Skillnader mellan industrier och regioner ger möjligheter för relativpositioner
- Event driven har fortsatt bra miljö då vi förväntar oss hög aktivitet inom företagsaffärer
- Vi fortsätter att förespråka en bred exponering mellan olika strategier



Marknadssyn – makro

Tydlig uppgång i indikatorer trotsar politisk oro

Vi ser nu signaler på att höstens uppgång i olika sentimentsindikatorer är på väg att omsättas i bättre tillväxt. Uppgången sker i flera länder, vi justerar upp våra tillväxtprognoser för såväl eurozonen som Kina, men den är tydligast i USA. Förutom förväntningar på en mer tillväxtfrämjande politik drivs uppväxlingen av flera faktorer. Återhämtningen för oljepriset har stabiliserat delar av de finansiella marknaderna och minskat pressen på producentländerna, samtidigt som prisnivån är tillräckligt låg för att stötta tillväxten för nettoimportörerna. Vi ser också att resursutnyttjandet stiger till nivåer som driver fram en ökning av investeringarna och skapar en viss löneinflation, främst i USA. Oron för en recession och/eller deflation kan för närvarande avskrivas från risklistan, vilket i sig bidrar till ett mer positivt stämningsläge. En allmänt ljusare bild bidrar till att hushållen sannolikt övergår från ett ökat sparande till en något ökande konsumtion, det är alltså privatkonsumtionen som driver tillväxten globalt.

En lärdom av förra årets politiska turbulens är att vi ekonomer tenderar att överskatta politiska skeendens betydelse för den ekonomiska utvecklingen, särskilt i det kortare perspektivet. Vi ser ändå att politiken utgör den största risken i närtid. Europas politiska utmaningar, såväl Brexit-processen som ökade strömningar mot nationalism och EU-fientlighet kan skapa turbulens. Det kanske tydligaste hotet ligger ändå i de politiska strömningarna i USA där Trump-administrationen kan hamna i allvarliga konflikter med såväl andra centrala aktörer i landet, som med andra länder, där en större handelskonflikt utan tvekan skulle riskera att påverka tillväxtbilden.

Förutom de politiska riskerna kvarstår demografisk motvind, strukturella obalanser och rekordhög skuldsättning i världsekonomin. Även om bilden otvetydigt blivit ljusare dämpar det potentialen, och gör att våra uppjusteringar av tillväxten är relativt små.

USA – Robust tillväxt, rörig politik

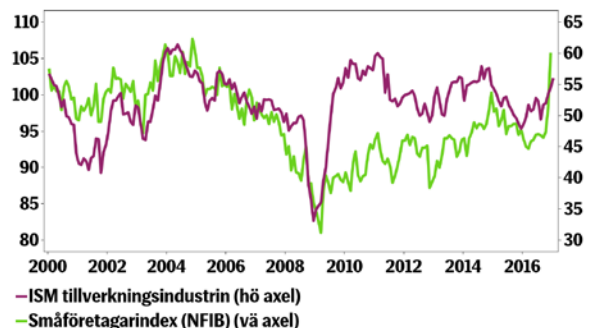
Stämningsläget har förbättrats på bred front, vad gäller såväl hushåll som företag. Detta inleddes redan innan valet, men accelererade i takt med stigande förväntningar om finanspolitiska stimulanser. Vi gör en tydlig uppjustering av tillväxtprognoserna, delvis drivet av stimulans från förväntade skattesänkningar, men finanspolitikens totala bidrag blir begränsat givet de stora nedskärningarna i offentliga kostnader som har aviserats. Den starkare tillväxten drivs även av investeringar, inte minst inom energisektorn som gynnas såväl politiskt som av stabilare oljepris samt utsikter till stigande privatkonsumtion. Hushållen, som står för merparten av BNP, gynnas av skattesänkningar och fortsatt stark arbetsmarknad. Detta har dock än så länge inte fått genomslag på konsumtionen. Efter att ha prioriterat sparande under flera år räknar vi nu med att hushållen använder en större del av inkomstförstärkningen till konsumtion.

Eurozonen – Ekonomin trotsar politiken

Vi ser tydliga tecken på att tillväxten har växlat upp de senaste månaderna. Det gäller inte bara det faktum att olika sentimentsindikatorer är på de högsta nivåerna sedan

2011, utan också stigande sysselsättning och låga räntor som gynnar hushållen, samtidigt som exportutsikterna har förbättrats. Detta ger en bred tillväxt, vilket också avspeglas i ökade investeringar och starkare framtidstro hos företagen varför vi gör en viss uppjustering av vår BNP-prognos.

FÖRETAGEN I USA TYDLIGT MER OPTIMISTISKA



Källa: National Federation of Independent Business, Institute of Supply Management

Företagens optimism vände uppåt under 2016, och fick en rejäl skjuts efter valet. Det gällde framför allt småföretagen som tidigare släpat efter. En förklaring kan vara att begränsade möjligheter till skatteplanering gör att de gynnas mer av aviserade skattesänkningar.

Även 2017 lär nyhetsrapporteringen präglas av politiska skeenden, men fokus flyttas mot eurozonen där flera länder går till valurnorna 2017, bland andra Nederländerna i mars, Frankrike i april-juni och Tyskland i september. Att de anglosaxiska länderna så tydligt ändrat färdriktning mot mer betoning av nationella intressen förändrar också de politiska förutsättningarna för eurozonen. Motståndet mot federalism finns inte bara bland populistiska strömningar; att öka utrymmet för nationella lösningar inom ramen för EU-samarbetet har brett stöd i opinionen, vilket förstärker osäkerheten kring EU:s framtida färdriktning. Vi räknar dock inte med att valutafallen får någon större påverkan på ekonomierna i det korta perspektivet.

Japan – Trög tillväxtkamp i motvind

Demografisk motvind och strukturella problem fortsätter att hämma Japans tillväxt. Ekonomin stöts dock av stora finanspolitiska stimulanser, spektakulär penningpolitik från Bank of Japan, en bättre global tillväxt och undervärderad yen. Givet de stora underliggande problemen räcker det bara till en tillväxt strax över nollstrecket, även om företagen, framför allt exportörerna, gynnas tydligt av den globala tillväxt- och valutabilden.

Tillväxtländer – Ljusare utsikter trots Trump

Tillväxtmarknader, inte minst BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina), står inför många påfrestningar. Flera av Trumps utspel har koppling till USA:s relationer till tillväxtekonomier, särskilt vad gäller handelspolitik. Samtidigt kan en stor ränteuppgång i USA och/eller en tydligt starkare dollar få stor negativ effekt på Emerging Markets, EM, inte minst via kapitalflöden. Vi räknar ändå med att tillväxten på aggregerad nivå växlar upp under kommande år. Accelererande global tillväxt, stabilare råvarupriser och fortsatt låga internationella räntor ger stöd för de flesta EM-ekonomier. Trump har också indikerat att han kommer att förhandla, vilket talar för att de värsta farhågorna inte behöver besannas.

ÖKADE INVESTERINGAR ATT VÄNTA I EUROZONEN



Källa: Eurostat, Macrobond

Trots en viss återhämtning de senaste åren ligger investeringsnivån fortfarande cirka 10 procent lägre än 2008. Flera faktorer talar för att investeringarna ökar ytterligare framöver. Kapacitetsutnyttjandet för industrin ligger över det historiska genomsnittet, Europeiska Centralbankens expansiva politik bidrar också, samtidigt som bostadsinvesteringarna ökar.

Den indiska ekonomin har kortsiktigt hämmats av att en viktig valutareform implementerats på ett undermåligt sätt, vilket skapade betydande likviditetsproblem. Den underliggande styrkan finns dock kvar och flera viktiga reformer har genomförts till exempel avseende konkurrenslagstiftning. I såväl Brasilien som Ryssland är recessionen över, främst tack vare stabiliserade råvarupriser. Nya politiska risker kopplat till korruptionsskandaler i Brasilien och fortsatt stora strukturella problem i Ryssland talar dock för blygsam tillväxt framöver.

Kina – Kontrollerad inbromsning fortgår

Kina fortsätter sin kontrollerade inbromsning. Tillväxtmålen nåddes förra året tack vare en fortsatt kreditexpansion. Det ökar dock riskerna i ekonomin, varför myndigheterna under hösten inledde en försiktig kreditstramning. En stor del av den politiska ledningen kommer sannolikt att bytas ut under höstens planerade översyn. Därför räknar vi med att styrande i Peking undviker åtgärder/reformer som äventyrar tillväxten och sysselsättningen, finanspolitiska stimulanser kan dessutom bli aktuella för att stötta tillväxten. Tung industri fortsätter sannolikt att utvecklas svagt när myndigheterna försöker styra bort ekonomin från kapital- och kreditintensiva sektorer. Tjänstesektorn, som utgör mer än hälften av ekonomin, har hållit emot väl när tillverkningsindustrin haft motvind och lär fortsätta driva tillväxten. En stor risk är de handels- och säkerhetspolitiska relationerna med USA. De närmaste månaderna kommer sannolikt att utvisa hur de kan påverka Kinas ekonomi framöver.

Sverige – Uppgång i inhemsk efterfrågan

Även för svensk ekonomi har bilden förstärkts de senaste månaderna. Trots att vår tillväxtprognos sedan tidigare har varit högre än många andras, väljer vi att justera upp den ytterligare något. Förändringen beror delvis på starkare export, men det är fortfarande de inhemska drivkrafterna som dominerar tillväxtbilden med mycket snabb expansion av bostadsbyggande och offentlig konsumtion.

Finanspolitiken fortsätter att vara expansiv de närmaste åren, främst genom ökande offentlig konsumtion i spåren av de stora flyktingströmmarna. Starkare omvärldskonjunktur i kombination med en svag krona har lyft sentimentsindikatorerna för industrin till de högsta nivåerna på fem år. Hårddata som industriproduktion och varuexport har än så länge varit mer blandade, men mycket talar för en acceleration kommande månader. Hushållens konsumtion ökade något långsammare än väntat under 2016. Detta beror troligen på en oro för framtida prisfall på bostäder samt lågt förtroende för Sveriges ekonomi framöver. Under slutet av 2016 steg dock konsumentförtroendet tydligt, vilket talar för att konsumtionen kan accelerera i år.

Norden exkl Sverige – Spretig, men lite ljusare tillväxtbild

För Norges del fortsätter fastlandsekonomin den återhämtning som inleddes för cirka ett år sedan. Energisektorn fortsätter dock att hålla tillbaka tillväxten via sjunkande investeringar, mer än vi tidigare räknat med. Inflationen hålls tillbaka, vilket skjuter väntade räntehöjningar på framtiden.

Den finska ekonomin har äntligen växlat upp och lämnat stagnationen bakom sig. Industriproduktionen ökade 2016 för första gången på flera år och orderläget har förbättrats. Hushållen är en viktig tillväxtmotor och förtroendet har tydligt växlat upp.

För Danmarks del har en större upprevidering av nationalräkenskaperna för 2014 och 2015 genomförts, till att vara mer i linje med övriga indikatorer. Den bevisligen goda tillväxten från dessa år ser ut att hålla i sig. Hushållens konsumtion dämpas dock under 2017, givet bland annat skärpta kreditrestriktioner. Exportindustrin och i viss mån investeringar växlar upp och tar över som drivkrafter för tillväxt.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Högre tillväxt och stigande inflation ger gott hopp om bolagsvinsterna.
- Konsumenterna fortsatt i det ekonomiska förarsätet, men investeringarna kan bidra mer.
- Centralbankstimulanser kan börja monteras ner, i sig ett sundhetstecken.
- Bilden ovan tydliggör risken för långränteuppgångar framöver, sätter press på värderingar.
- Finanspolitik lär stötta – kan flytta fokus på marknaderna och driva sektorrotation...
- ... liksom aviserad politisk draghjälp för såväl energisom finanssektorn i USA.
- Stabilare tillväxt i EM, men större politiska risker i det korta perspektivet givet Trumps signaler.
- Ökad riskaptit på sistone gör marknaden mer känslig för bakslag.
- De underliggande tillväxtbromsarna kvarstår, viktigt att behålla rimliga förväntningar.

BNP – ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING	2015	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)
USA	2,6	1,6	2,6	2,6
Japan	1,2	0,9	0,6	0,5
Tyskland	1,8	1,9	1,8	1,8
Kina	6,9	6,7	6,6	6,2
Storbritannien	2,2	2,2	1,1	1,2
Eurozonen	2,0	1,8	1,8	1,9
Norden	2,3	2,2	2,1	2,1
Sverige	4,1	3,7	3,1	2,4
Baltikum	2,0	1,8	2,7	3,1
OECD	2,4	1,8	2,1	2,2
Emerging Markets	4,1	4,0	4,8	4,9
Världen (PPP)*	3,3	3,0	3,6	3,7

Källa: SEB, OECD

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



Globala aktier

Optimism och högre tillväxt ger hopp om god vinsttillväxt

Efter en mycket skakig resa under första halvåret 2016 avslutades året i positiv ton. Starka makrodata och stigande räntor samt stark dollar överskuggade den politiska hotbilden från Brexit och det amerikanska presidentvalet. Trumps valseger tolkades positivt av marknaden. Ökade infrastruktuursatsningar, minskade regleringar och sänkta skatter genomförs troligen, medan marknadens aktörer sätter lägre tilltro till att den protektionistiska politiken genomförs i lika stor utsträckning som utlovat. Stor osäkerhet råder om Trumps politik, men vår uppfattning är att den bidrar till högre tillväxt, högre räntor och stark dollar.

- Vi premierar börser i regioner som gynnas av högre global tillväxt och stark amerikansk dollar, såsom Europa och Japan
- Värdeaktier bör prestera bättre än tillväxtaktier
- Synkroniserad global konjunkturåterhämtning talar för att vinstprognoserna infrias i år

RAPPORTSÄSONGEN HAR INLETTS och vi ser en begynnande optimism hos företagsledningarna. De amerikanska bankerna var bland de första som rapporterade och de levererade starka resultat hjälpta av hög aktivitet under det sista kvartalet i fjol. Räntenettet förbättrades tack vare stigande räntor – något vi kan se fram emot med en viss fördröjning hos Europas banker. Oljebolagens resultat förbättrades också tack vare högre priser. Råvarupriserna har stigit överlag, något som främjar aktiviteten hos industribolagen. Aktiviteten i byggsektorn är också hög. Vi har fått blandade resultat inom konsumentsektorn, där de traditionella detaljhandelsbolagen såsom amerikanska Macy's, Nordstrom och Kohl's tappat mark mot internethandelsaktörer. Det blir allt tydligare att digitaliseringen i denna sektor innebär en affärsrisk för många bolag och investeringar inom detta område är en förutsättning för att kunna konkurrera i framtiden.

Givet den synkroniserade återhämtningen i världsekonomin ser vi det som sannolikt att vinstprognoserna infrias i år. Runt 10 procents vinsttillväxt för 2017 är ett rimligt antagande, vilket är synonymt med ett P/E-tal om drygt 16 för 2017.

Värdeaktier relativt tillväxtaktier

Värde (eller "value") definieras i traditionell mening som lågt värderade aktier i form av låga p/e-tal, lågt p/b (pris/bokfört värde) samt hög direktavkastning. Värdeaktiernas vinster ligger närmare i tiden och är därför mindre räntekänsliga än tillväxtaktiers vinster där merparten av vinsterna ligger längre fram i tiden. Värdeaktier är ofta konjunkturkänsliga och reagerar starkt på förändringar i den ekonomiska tillväxten. Tillväxtaktier definieras som aktier med hög förväntad och historisk vinsttillväxt, samt att de har en historik av hög försäljningstakt. Tillväxtaktier är också i regel mindre konjunkturkänsliga och befinner

sig ofta i branscher med strukturell tillväxt. Exempel på tillväxtbolag är Facebook och Amazon.

Vi har i tidigare *Investment Outlook* uppmärksammat tillväxtaktiernas positiva utveckling relativt värdeaktier sedan finanskrisen, där vi poängterat att en reversering av relativutvecklingen vore naturlig av värderingsskäl. Värdering i sig är sällan någon bra kortsiktig indikator och därför behövs en utlösande faktor, vilket kan vara bra ekonomisk statistik, gärna parat med stigande räntor och inflation. Detta positiva konjunkturscenario verkar nu infrias.

I takt med förbättrad ekonomisk statistik under hösten 2016, har värdeaktierna utvecklats betydligt bättre än tillväxtaktier. Efter presidentvalet sköt värdeaktierna i höjden, medan tillväxtbolagen tappade mark. I synnerhet amerikanska value-bolag i småbolagssegmentet utvecklades starkt, då de skulle gynnas mest av en sänkt företagsskatt (eftersom de inte har samma möjlighet att skatteplanera som stora internationella bolag, samt att de har högre inhemsk exponering). Amerikanska banker gick starkast av de stora bolagen tack vare ränteuppgången, samt hopp om lägre grad av regleringar inom finanssektorn. Europeiska och japanska banker steg också i takt med att räntorna steg. Banker kategoriseras oftast som "valuebolag" och bidrog till värdeaktiernas relativa styrka.

FÖRDEL VALUE-BOLAG I TAKT MED FÖRBÄTTRAD KONJUNKTUR



Källa: Bloomberg

I takt med förbättrad ekonomisk statistik under hösten 2016, har värdeaktierna utvecklats betydligt bättre än tillväxtaktier. Efter presidentvalet sköt värdeaktierna i höjden, medan tillväxtbolagen tappade mark. I synnerhet amerikanska value-bolag i småbolagssegmentet utvecklades starkt.

Värderingen för tillväxtbolag relativt värdebolag är klart högre räknat med traditionella nyckeltal, vilket är naturligt då tillväxttakten är högre. Mer intressant är hur nyckeltalen har utvecklats under perioden efter finanskrisen i de båda kategorierna. Det som tydligt kan urskiljas är att värderingen av det egna kapitalet i tillväxtbolagen är tillbaka på samma nivå som innan krisen, medan den för valuebolagen är 30 procent lägre. Detta kan delvis förklaras av bankernas lägre värdering, då lönsamheten har halverats under perioden. Ytterligare förklaringsvärde finns i att investerare har tagit sin tillflykt till aktier som inte är beroende av den ekonomiska cykeln efter en lång period av låg ekonomisk tillväxt. Vi ser nu tendenser till att dessa flöden reverserar (se graf). Förbättras konjunkturen ytterligare, vilket är vår bedömning, kommer de traditionella bolagen att bli hjälpta av detta i större utsträckning än tillväxtbolagen, tack vare högre operationell hävstång (högre fast kostnadsbas och lägre marginaler). Stigande räntor är en indikation på bättre tider, vilket tenderar att sammanfalla med en bättre period för värdeaktier.

Regional övervikt i Europa och Japan, undervikt i USA och Emerging Markets (EM)

Vi förespråkar Europa och Japan som regioner att övervikta i en global aktieportfölj då vi har en positiv konjunktursyn. Europa (ex UK och Schweiz) samt Japan har högre hävstång mot konjunkturen än USA, som vi väljer att undervikta. Vi är positiva till EM på sikt, men ser i nuläget att den nya regeringen i USA verkar i protektionistisk riktning, vilket drabbar EM negativt. Den amerikanska politiken, så som den hittills är presenterad, bör också resultera i stark amerikansk valuta, vilket är negativt för tillväxtländernas relativa börsutveckling, medan den är positiv för Europas och Japans börser.

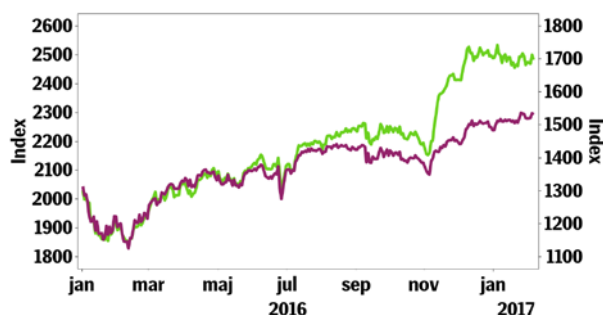
Europas konjunktur har stabiliserats trots politiska oroligheter och banksektorns problem. Den inhemska efterfrågan förbättras tack vare ökad sysselsättning och lägre räntor. Företag efterfrågar lån och kredittillväxten är positiv. Banksektorn har fortsatt problem i vissa länder exempelvis Italien, men på aggregerad nivå har balansräkningarna stärkts och lönsamheten stabiliserats.

Europeiska Centralbanken, ECB, hjälper till att hålla räntorna låga med hjälp av stora obligationsköp, vilket i sin tur förbättrar vinster och underlättar investeringar för företagen. Obligationsköpen håller också ner värdet på euron trots den förbättrade konjunkturen, vilket ger exportsektorn en extra injektion. Vår bedömning är att vinsterna för europeiska företag, hjälpta av konjunktur och valuta växer snabbare än för amerikanska.

Japan är en ytterst cyklisk aktiemarknad med stort inslag av verkstadsbolag och teknikbolag samt lågt värderade banker. Vinstutvecklingen har högst korrelation med den globala industriproduktionen av de större aktiemarknaderna på grund av det stora cykliska inslaget samt hög kostnadsbas och relativt låga marginaler. Den japanska valutan spelar också en viktig roll då det råder stor följsamhet mellan JPY och börsutveckling. Försvagas valutan stärks aktiemarknaden och vice versa. Amerikanska räntehöjningar är därför av godo för den japanska aktiemarknaden då yenen blir relativt billigare.

Aktieägarvänligheten hos japanska börsbolag har historiskt varit undermålig. Detta håller nu på att förändras till det bättre, vilket delvis frammanats av premiärminister Abe. Bolagen styrs nu i större utsträckning av lönsamhet. Detta har resulterat i att kostnadsmedvetenheten hos bolagen har ökat, samt att en större del av vinsten skiftas ut till aktieägarna via återköp och utdelningar. Bolagen är fortfarande alltför konservativa med västerländska mått mätt, drygt 20 procent av börsvärdet finns i kassa, men detta ska snarare ses som en potential. Den förändrade perceptionen av företagsstyrning gör att vi också på längre sikt kan vara positiva till den japanska aktiemarknaden. Värderingsmässigt är attraktionen hos den japanska aktiemarknaden det lågt värderade egna kapitalet i kombination med att vi förväntar oss att avkastningen på det egna kapitalet förbättras.

SMÅBOLAG I USA KLART BÄTTRE EFTER VALET

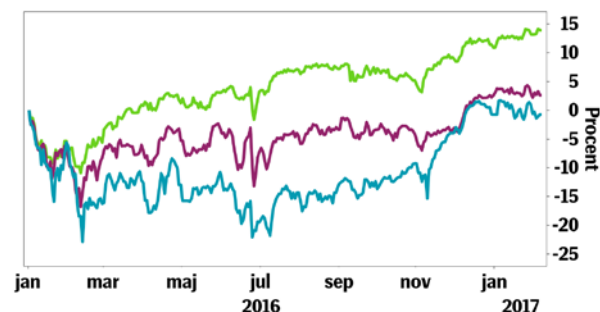


—S&P500 (vå axel)—Russell 2000 value (hö axel)

Källa: Bloomberg

Investerare började öka andelen amerikanska småbolag under sommaren då makroekonomiska indikatorer förbättrades. Efter presidentvalet tog dessa småbolag ett rejält skutt tack vare större inhemska exponering än de stora bolagen. Dessutom gynnar eventuella skattesänkningar de mindre bolagen i större utsträckning då dessa har färre möjligheter att skatteplanera.

STÖRST POTENTIAL I EUROPA OCH JAPAN



—MSCI Japan—MSCI Europa—MSCI USA

Källa: Bloomberg

Amerikanska börsen utvecklades starkt under fjolåret, och värderingen är nu relativt hög. Vår bedömning är att vinsterna för europeiska företag, hjälpta av konjunktur och valuta växer snabbare än för amerikanska. Vi är även positiva till japanska aktiemarknaden då den bland annat gynnas av stundande amerikanska räntehöjningar.



Nordiska aktier

Nu lyfter vinsterna

Efter flera år med en penningpolitiskt driven börsuppgång ser vi nu de bästa förutsättningarna för vinststillväxt på sju år. Vår övertygelse får stöd av såväl makroindikatorer som bolagskommentarer. Sektorrotationen från tillväxtbolag till så kallade värdeaktier är extraordinärt stark och investerare som tvekat att följa med denna trend har förlorat stort i relativ avkastning det senaste året. Vi är positiva till aktier och räknar med ett bra börsår 2017 men är i viss mån oroade över den synbara bristen på investerare. Den ekonomisk-politiska osäkerheten är betydande, men investerarnas beredskap för en mer negativ utveckling i världen än den i vårt huvudscenario tycks obefintlig, istället gläds man åt positiva makrosignaler.

- Vi räknar med den bästa vinststillväxten på sju år
- Efter flera år med multipelexpansion väntar en vinst-driven börsuppgång 2017
- Ökat inflationstryck kan betyda minskat stöd från penningpolitiken framöver
- Investerarna ignorerar risken för handelskrig, vi bedömer att de gör rätt – om inte kommer vårt positiva börsscenario på skam

SEB ARRANGERAR NORDENS STÖRSTA investerarseminarium i januari varje år. I år deltog representanter från företagsledning, vanligtvis VD eller finanschef, för 133 börsnoterade nordiska bolag av varierande storlek i elva branscher. Jämfört med för ett år sedan var tonläget påtagligt mer positivt, i synnerhet från bolag med försäljning i utvecklingsländer eller med exponering mot råvaror och energi. Det är ingen jubelstämning ännu, men jämfört med fjolårets dystra miner är det en märkbar förbättring. Kombinerat med uppgången i en rad viktiga ledande konjunkturindikatorer, allt från amerikansk industri till konsumentförtroendet i Finland, stärker detta vår övertygelse om att vinststillväxten för de nordiska börsbolagen blir markant bättre 2017 än de närmast föregående åren. Färska statistik från framför allt Kina, men även Sverige och USA, visar också att tillverkningsindustrin har börjat höja priserna. Även om prishöjningarna sannolikt främst är relaterade till att industrin skickar vidare högre kostnader för råvaror och energi till sina kunder, är det svårt att blunda för den tydliga korrelationen som funnits mellan vinstutvecklingen för de nordiska börsbolagen och kinesisk producentpris-inflation det senaste decenniet. Vi ser goda förutsättningar för att våra prognoser om tvåsiffrig procentuell vinststillväxt ska materialiseras i år, för första gången sedan 2010. Om inget oförutsett inträffar som stoppar den globala ekonomiska återhämtningen bör även 2018 ha goda chanser att bli ett vinstmässigt bra år, vilket kommer att krävas för en god börsutveckling under andra halvåret i år.

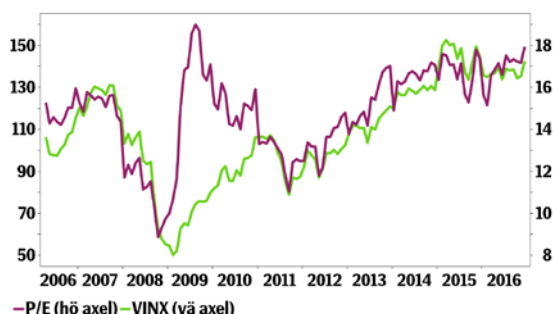
Mest påtaglig vinstförbättring i år väntas råvaru- och energiproducenter som exempelvis den finska ståltillverkaren Outokumpu och norska Statoil att ha. De svenska bolagen väntas inte uppvisa lika remarkabla tillväxttal,

men verkstadsbolagen på Stockholmsbörsen väntas sammantaget öka sina nettovinster med nästan 11 miljarder kronor till 105 miljarder kronor 2017, vilket gör dem till den enskilt viktigaste sektorn både vad gäller totala vinster och ökningen av dessa.

Efter flera år av svällande p/e-multiplar tar vinsterna över som lokomotiv för börsen

De ljusare vinstutsikterna kommer lägligt. Efter flera år av vinstbesvikelser och kontinuerliga prognosnedrevideringar hade många börjat tvivla på centralbankernas förmåga att stimulera den ekonomiska tillväxten. De enda som tycktes få fart av de allt mer extrema stimulansåtgärderna från världens centralbanker var tillgångspriserna; räntor som sjönk till allt mer iögonfallande nivåer och fastighetspriser vars utveckling beskrevs som bubbelliknande. Även aktieinvestorer har centralbankerna att tacka för de senaste årens stigande börsindex i Sverige och Norden. Som synes i diagrammet nedan har de senaste årens goda börsutveckling i Norden varit driven av allt högre värderingar (högre p/e-tal).

LÅGA RÄNTOR OCH MULTIPLEXPANSION HAR DRIVIT BÖRSEN



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar börsindex i Norden, Vinx, och p/e på konsensusprognosen. De kraftiga börsvägningarna 2008-2010 var till stor del drivna av förändrade vinstutsikter, men de senaste årens uppgång har varit en funktion av lägre avkastningskrav (högre p/e-tal). Avtrappningen av diverse penningpolitiska stimulanser talar för att multipelexpansionen inte kommer att vara drivande för en fortsatt börsuppgång det närmaste året.

De högre värderingarna kan i sin tur främst förklaras av den expansiva penningpolitiken. De kvantitativa lättnaderna i Europa och Japan kommer att fortsätta ytterligare en tid, men trots detta har vi nu sannolikt passerat den mest expansiva fasen vad gäller den globala penningpolitiken. Frågorna handlar nu mer om när och hur diverse stimulanser ska fasas tillbaka; exempelvis nedtrappningen av ECB:s obligationsköp samt styrräntehöjningar i USA kombinerat med en krympning av Federal Reserves balansräkning. Rimligtvis kommer fallande avkastningskrav därmed inte längre att vara någon viktig drivkraft för börsen det närmaste året.

Även i detta sammanhang är det relevant att ta upp det ökade inflationstryck som signaleras från "världens fabrik" Kina. Allt annat lika måste prishöjningar från kinesiska fabriker på över 5 procent i årstakt, efter fem år med deflation, betyda att risken för deflation avtar i de flesta relevanta ekonomier i världen, samt att grogrunden för ytterligare stimulanser har försämrats. Utan nya penningpolitiska stimulanser blir det utmanande att trycka upp värderingsmultiplarna på aktier ytterligare.

Aktier är inte billiga, men bättre än alternativet

Eventuellt skulle aktiemarknaden kunna gynnas av att utskifterna för det främsta alternativet till aktier, obligationer, har försämrats ytterligare. Med nominella räntor som endast har ökat marginellt från rekordlåga nivåer och tydliga tecken på en minskad deflationsrisk är sannolikheten för fallande värden på obligationsinvesteringar det närmaste året stor. Det senaste halvåret har OMRX-index, som skuggar värdet av en typisk portfölj med svenska statsobligationer, tappat 3,2 procent i värde. Hela poängen med en investering i statsobligationer och andra högkvalitativa räntepapper med låga nominella räntor är förstås att de inte ska förlora i värde. Om det senaste halvårets trend håller i sig finns det en uppenbar risk eller chans att kapital kommer att roteras ut ur obligationer och att en del av detta går till aktiemarknaden istället.

Även om aktiemarknaden är något dyrare än normalt idag är värderingen inte alls så historiskt extrem som på obligationsmarknaden.

Ett omtumlande år

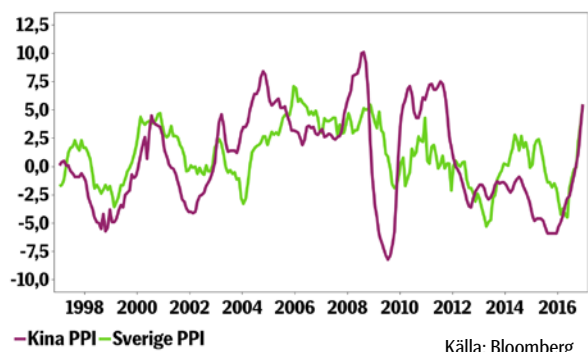
Det gångna börsåret har varit extremt på många sätt. Efter en svag inledning med fokus på risker och förutsättningarna för finansiella rekonstruktioner av råvaruproducerande bolag världen över följde en remarkabel återhämtning, med start i mars, med de hårdast drabbade aktörerna i centrum.

I Sverige kan utvecklingen exemplifieras med SSAB, vars aktie blev den bästa i OMXS30-index under 2016, med ett mer än dubblat värde justerat för nyemissionen. Vid årets inledning handlade frågeställningen främst om huvudägarens vilja att delta i den refinansieringslösning som tycktes ofrånkomlig, samt hur och när denna skulle presenteras. Därefter fick kombinationen av produktionsrestriktioner i Kina, skyddstullar och utlovade infrastrukturinvesteringsstimulanser i USA, samt förbättrad industrikonjunktur och en lyckad refinansiering, inklusive nyemission, utsikterna att ljusna dramatiskt.

De bättre förutsättningarna för cykliska industrier bidrog också till den mest anmärkningsvärda sektorrotationen på den nordiska aktiemarknaden på åtta år. Att SSAB nu värderas högre än Novo Nordisk på konsensusprognoserna för både 2017 och 2018 anses inte alls märkligt, utan bara en naturlig följd av den tematiska rotationen från tillväxtbolagsaktier till så kallade värdeaktier. Enligt samma tematiska rotation har värderingspremien på Assa Abloy mot Stockholmsbörsen halverats till 30 procent på bara ett år, samtidigt som Statoil på vår vinstprognos för 2018, med ett oljeprisantagande på 60 dollar per fat, värderas med en premie på 32-85 procent (p/e respektive EV/EBIT) mot snittet för åttaårsperioden 2006-2013 (innan oljeprisrasen 2014/2015 och återhämtningen 2016 började störa bilden). Kraften i denna sektorrotation är så stark att många professionella investerare sannolikt inte bedömer sig ha råd att stå vid sidan, vilket ger ytterligare stöd åt trenden.

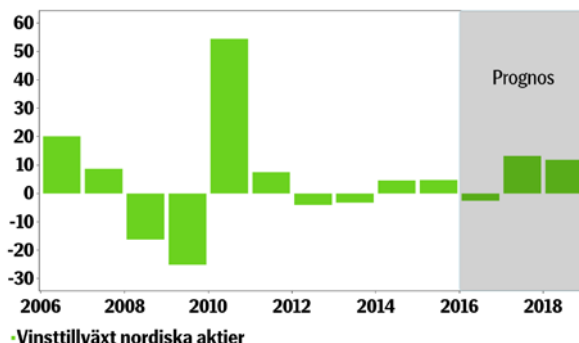
Det är samtidigt viktigt att påpeka hur svårt det är att veta hur höga värderingarna egentligen är på de cykliska aktier som nu är högsta mode bland investerarna, exempelvis har vi för Outokumpu höjt vinstprognosen för 2017 med 174

ÖKAT INFLATIONSTRYCK I "VÄRLDENS FABRIK"



Diagrammet visar producentprisinflationen i Kina och Sverige. Kina är idag något av världens fabrik och efter flera år med fallande försäljningspriser från kinesisk industri syns nu ett rejält lyft. Högre priser på metaller och energi har givetvis en inverkan på tillverkningsindustrins kostnader och även om centralbankerna fokuserar på andra inflationsmått där svängningarna i energipriser rensas bort är det svårt att bortse från att högre tillverkningskostnader i Kina bör få effekt på varupriser världen över.

VINSTILLVÄXTEN I ÅR DEN BÄSTA SEDAN 2010



Diagrammet visar den årliga, aggregerade vinsttillväxten för de nordiska börsbolagen räknat i euro och justerat för engångsposter. Lyftet för ledande indikatorer samt mer optimistiska kommentarer från bolagen på senare tid ger stöd åt trovärdigheten i de till synes optimistiska prognoserna för 2017.

procent på tio månader och om nuvarande ferrokrompriser håller i sig resten av året kommer vi att behöva göra ytterligare, substantiella prognoshöjningar.

Samtidigt som styrkan i återhämtningen för exempelvis stålindustrin har varit överrumplande stark har flera "gamla" tillväxtrakter i Norden fått problem under det senaste året. För Assa Abloy tyngs tillväxten av en kraftigt negativ utveckling i Kina, Hennes & Mauritz har under ett och ett halvt års tid lidit av negativ försäljningstillväxt i befintliga butiker och Novo Nordisk har drabbats av en väsentligt tuffare prispress än vad vi, bolagets ledning eller konsensus räknade med för bara ett år sedan. Under samma period som vi har höjt vinstprognosen för Outokumpu med 174 procent har vi endast gjort modesta uppjusteringar för Assa Abloy medan vi för Novo Nordisk har sänkt vinstprognosen med 12 procent och för H&M med 21 procent. Så länge dessa trender är intakta kommer sektorrotationen till så kallade värdeaktier att fortsätta, även om de många gånger ser dyrare ut än bolag med historiskt god vinsttillväxt på rådande vinstprognoser.

Oroväckande brist på oro trots stor osäkerhet

Ovanstående kraftiga trendbrott i vinstrevideringar, samt sektorrotationen på börsen är i sig tillräckligt för att göra den gångna 12-månadersperioden till en anmärkningsvärd tid, men sannolikt anser många ändå att fjolårets politiska utveckling utgör en ännu större överraskning. Utan att rangordna överraskningarna menar vi dock att det finns en ännu mer uppseendeväckande förändring under det gångna året; investerarnas inställning till politisk risk.

Efter att under de senaste tio åren ha reagerat kraftfullt på tecken på förhöjd politisk risk, även när det har krävts ganska ansträngda antaganden för att se någon direkt inverkan på konjunktur eller vinster från händelserna, tycks investerarna nu vara orubbligt trygga i sin tilltro till aktiemarknaden. Ett internationellt handelskrig med USA som pådrivande nation är ett av de värsta ekonomiska hotscenarier vi har sett under det senaste decenniet och förhoppningsvis förblir talet om ett sådant bara retorik, vi räknar med det, och det gör

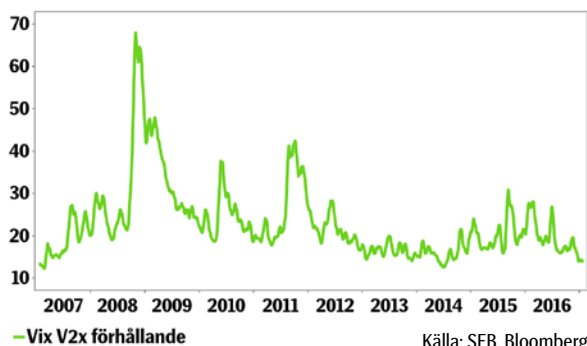
(volatilitetsindex speglar nivån på investeraroro). Det är dock fascinerande att samma investerare som för ett par år sedan med spänning lyssnade till varje stavelse från Greklands finansminister för sina investeringsbeslut idag tycks betrakta uttalanden från USA:s president om protektionism med lika stort intresse som ett gammalt avsnitt av en dokusåpan "The Apprentice" med Donald Trump i huvudrollen. Även riskerna relaterade till de förestående Brexit-förhandlingarna och eu-samarbetet överlag verkar nu ignoreras trots att de senaste årens flyktingkris och återkommande terrorattacker från IS har eldat på EU-kritiska krafter ytterligare – något som för ett par år sedan hade varit påtagligt börsnegativt.

Ett index baserat på en sammanräkning av antalet ord om ekonomisk osäkerhet i ett antal amerikanska tidskrifter har, föga förvånande, haft en påtaglig korrelation med index över oron i finansmarknaden under det senaste årtiondet, men ifjol bröt relationen ihop totalt. Tidningarnas skrivelser om diverse ekonomiskpolitiska osäkerhetsmoment är nära rekordnivåer, men den implicita volatiliteten är nära historiska bottennivåer.

Den som i början av 2016 hade fått förhandsinformation om att Storbritannien skulle välja att lämna EU, samt att Trump skulle vinna presidentvalet i USA på löften om handelshinder mot Kina och Mexiko, hade förmodligen betraktat en spekulativ i ökad investeraroro som en nära nog riskfri placering, men volatilitetsindex, Vix, har mer än halverats under det senaste året. En annan klassisk investering som tenderar att stiga i värde när oron i finansmarknaden ökar är guld. Visserligen har guldpriset gått upp med drygt 8 procent i dollar på ett år, men under de senaste sju månaderna, då både Brexit-förespråkare och Trump vunnit otippade valsegrar, har guldpriset istället gått ner något. Intresset för denna typ av "försäkringar" mot finansmarknadsoro är uppenbarligen mycket begränsat idag.

Vi har en positiv syn på börsen för 2017, drivet av en förbättrad konjunktur och vinstutveckling, men det är oroande att orosindikatorer som Vix är på så låga nivåer. Det visar på en dålig beredskap för eventuella negativa överraskningar.

INGEN INVESTERARORO TROTS POLITISK OSÄKERHET



Källa: SEB, Bloomberg

Diagrammet visar tre veckors glidande medelvärde av den implicita (förväntade) volatiliteten för optioner på amerikanska och europeiska börsindex (Vix respektive volatilitet för Euro Stoxx 50), två traditionella indikatorer på investerarnas oro. De senaste tio åren har det funnits en tydlig koppling mellan medias spegling av politisk osäkerhet och nivån på investerarnas oro, men nu tycks investerarkollektivet övertygade om att allt kommer att gå väl. Uppenbart även för investerarna av volatilitetsindex att döma

% Ränteinvesteringar

Centralbankernas lättnader allt närmare slutet

Med förväntningar om starkare tillväxt och stigande inflation har marknadsräntor börjat stiga, samtidigt som centralbanker snarare fokuserar på nedmontering av sina respektive stimulansprogram än utvidgning av dem. Som motvikt till minskade penningpolitiska stimulanser väntas istället finanspolitiken ta allt större plats på scenen med Donald Trump i huvudrollen.

- Inflationen nära målet – början på slutet för Riksbankens experiment
- ECB fortsätter stimulera marknaden, men minskar återköpens storlek
- Amerikanska Federal Reserve (Fed) ökar gradvis åtstramningstakten

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

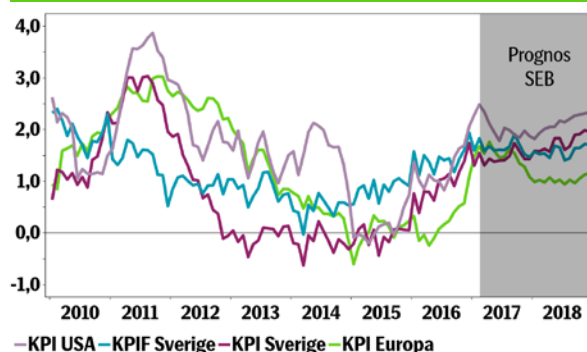
Riksbanken lämnade i december reporäntan oförändrad på -0,50 procent och obligationsköpen förlängdes till att gälla under första halvåret 2017 i storleksordningen 30 miljarder kronor per månad. Direktionen har dock en fortsatt beredskap att göra penningpolitiken mer expansiv om den trendmässiga inflationsuppgången skulle hotas. Avseende behovet att göra politiken ännu mer expansiv (förlänga obligationsköpen) var direktionen splittrad, och hälften av ledamöterna reserverade sig mot beslutet. En sedan tidigare svag krona tillsammans med högre el- och livsmedelspriser har drivit upp den svenska inflationen till närmare 2 procent, men dessvärre pekar både våra och Riksbankens prognoser på att glädjen blir kortvarig. Vi räknar med att inflationen faller tillbaka under innevarande år för att i slutet av 2017 ligga runt 1,6 procent. Vår tidigare prognos om att nästa räntehöjning blir i december i år står fast, samtidigt som Riksbankens egen prognos säger att reporäntan börjar höjas tidigast under första halvåret 2018. Även om inflationen ligger under målet vid årsskiftet 2017/2018 är vår bedömning att en inflation nära målet bör vara tillräckligt för en räntehöjning i december, något som gör det enklare för Riksbanken att ta ett steg tillbaka från de senaste årens aggressiva lättnader. Detta borde innebära att uppgången i svenska långräntor gradvis fortsätter i takt med en mindre expansiv penningpolitik.

Den Europeiska Centralbanken, ECB, beslöt i december att förlänga perioden av obligationsköp med nio månader, till slutet av 2017. Samtidigt sänkte man dock storleken på obligationsköpen från 80 till 60 miljarder euro per månad från och med april. I och med att inflationen äntligen lämnat nollstrecket och tillväxtbilden ser något ljusare ut har trycket på stimulanser från ECB minskat något. Å andra sidan behöver länder som fortsatt kämpar med stora offentliga skulder samt politiska problem en fortsatt mycket lätt penningpolitik. Vi bedömer att ECB behåller nuvarande

räntenivå, men att man i september beslutar att förlänga obligationsköpen ytterligare, bland annat för att minska risken för politiskt orsakad volatilitet. En sådan förlängning kommer sannolikt också att följas av ytterligare neddragning av storleken på köpen.

Som väntat höjde den amerikanska centralbanken Federal Reserve räntan i december med 0,25 procentenheter till intervallet 0,50-0,75 procent och samtidigt höjde man även sina ränteprognoiser för kommande år. Federal Reserve prognostiserar nu tre höjningar per år under 2017 och 2018, vilket är en höjning mer än vad som spåddes i september förra året. Centralbanken motiverar sin höjning av styrräntan i december med stark ekonomisk utveckling och tilltagande inflation. Flertalet ledamöter har uttryckt osäkerhet kring finanspolitiken då de ser upptrisker för tillväxten. Vi håller fast vid vår prognos om två styrräntehöjningar 2017, vilket är i linje med marknadsprissättningen, men tror nu på tre höjningar 2018. Detta innebär att vår prognos är att styrräntan bedöms ligga på 1,75–2,00 procent i slutet av 2018 samtidigt som vi ser att Fed börjar avveckla sitt obligationsinnehav. Skälet till att vi har färre höjningar i vår prognos för 2017 jämfört med centralbankens egen prognos är att vi räknar med åtstramande effekter från högre långräntor och starkare dollar. Långränteuppgången kom av sig i början

STIGANDE MEN LÅG INFLATION



Källa: Riksbanken, SEB

Inflationen har fortsatt att stiga de senaste månaderna och perioden med nollinflation verkar vara över i de flesta länder. Uppgången i den totala inflationen är i spåren av främst högre oljepriser, men även på grund av stigande matpriser samt, för Sveriges del, effekterna av höstens kronförsvagning. Vi räknar dock med att inflationen faller tillbaka något under kommande kvartal.

av detta år, men vi tror att detta är en tillfällig paus och att obligationsräntor fortsätter att stiga i en miljö där både tillväxt och inflation är på väg upp. Därtill kommer förändrade utbuds-/efterfrågeförhållanden när Fed genomför en krympning av sin obligationsportfölj samtidigt som en mer expansiv finanspolitik leder till en viss ökning av emissioner i statspapper i USA.

Japans centralbank lämnade penningpolitiken oförändrad i december och fortsätter med de kvantitativa lättnader som ska hålla tioårsräntan vid nollstrecket. Ränthebeskedet andades en hel del optimism i spåren av den svaga yenen och föranledde en uppjustering av tillväxtutsikterna.

Tillväxtmarknader – EM Debt

Emerging Markets (EM) utmanas just nu av protektionistiska signaler från USA, högre räntor i omvärlden samt en stark dollar, vilket får kapital att flöda från tillväxtekonomierna till USA.

För länder som pekats ut som måltavlor av president Trump har marknadseffekterna blivit särskilt påtagliga. Bland tillväxtländerna växer Indien fortsatt snabbast samtidigt som de råvaruproducerande tillväxtländerna gynnas av högre och stabilare råvarupriser. Räntenivåerna på tillväxtmarknaderna ligger generellt betydligt högre än amerikanska lånräntor, såväl i USD som i lokal valuta. I valet mellan placeringar i USD och lokal valuta ser vi fördel USD, dock kan placeringar i lokal valuta vara selektivt intressant i länder där penningpolitiska stimulanser kan komma att bli aktuellt. Högavkastande råvaruproducenter bör ha en fördel över tillverkande exportörer, givet stödet från stigande råvarupriser och inflation, allt medan tillverkande exportörer missgynnas av protektionistiska tongångar.

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

Förutsättningarna inom företagsobligationsmarknaden skiljer sig förhållandevis mycket åt i nuläget beroende på vilken geografi och kreditvärdesnivå som avses. Gemensamt för hela marknaden är att andelen konkurser har vänt ner något och förväntas enligt ratinginstitutet Moody's sjunka från toppen kring 5 procent förra året till 3 procent vid utgången av 2017. Investment Grade (IG) gynnas fortsättningsvis av centralbankernas obligationsköp, en faktor som dock bör mattas av i takt med att återköpen monteras ner. Känsligheten för stigande räntor är stor inom detta segment, varför det är fördel USA framför Europa. Amerikanska räntor har normaliserats avsevärt mer och handlas på betydligt högre absoluta nivåer än motsvarande europeiska.

Inom segmentet High Yield (HY) ser bilden mer unison ut mellan USA och Europa. Denna typ av obligationer är inte lika känsliga för ränteförändringar som IG. Däremot finns en stark koppling till tillståndet bland företagen i termer av belåning och konkurser. Belåningen ser ut komma ner något under 2017 tack vare förbättrade bolagsvinster, samtidigt som andelen konkurser minskar. Trots stark utveckling under 2016 med krympande ränteskillnader mot statsräntor ser relationen risk/avkastning fortsatt attraktiv ut under 2017 inom HY-segmentet.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,9 %	-0,7 %	0,8 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,5 %	-0,7 %	0,3 %	2,9 %	2,9 %	2,7 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	1,2 %	1,3 %	2,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	3,1 %	3,2 %	3,8 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Emerging Market Debt*	1 2 3 4 5 6 7	4,8 %	4,8 %	4,8 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %

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

% Tema: Ränteinvesteringar

Möjligheter i kreditmarknaden

Den rådande miljön med extremt låga räntor gör det svårt att skapa avkastning på räntebärande tillgångar. Mycket talar dessutom för att räntorna fortsätter vara låga under en längre tid. För att hitta bra investeringsmöjligheter i den här miljön, måste man förstå kravet om att ta risker, såväl ränterisk som kreditrisk. Man behöver också i vissa fall vara beredd att avstå likviditet, genom investeringar med längre inlåsningsperiod. Nedan resonerar vi kring några segment som vi bedömer erbjuder bra möjligheter till attraktiv värdeutveckling.

Efter många år med fallande räntor har vi idag en situation med historiskt låga räntenivåer. Flera faktorer ligger bakom denna utveckling, där en viktig faktor är den demografiska förändringen i västvärlden. En åldrande befolkning vars sparande ökar samtidigt som investerings- och konsumtionsviljan inte växer i samma utsträckning sätter press på räntorna. Samtidigt håller minskade investeringar och lägre konsumtion tillbaka inflationsutvecklingen. Ytterligare en orsak till de låga räntorna kommer av den ökade globaliseringen och det konkurrenstryck som följer av den.

Hårdare konkurrens medför svårigheter för företagen att genomföra prishöjningar i samma takt som tidigare, vilket också håller tillbaka inflationen. I denna miljö tvingas centralbanker att föra en expansiv penningpolitik för att uppnå sina respektive inflationsmål. Att få upp inflationen har visat sig vara svårt, och ofta finns det stora och svårprognostiserade fördröjningseffekter i de penningpolitiska stimulanserna. Vi kan därför inte utesluta att räntorna både i Sverige och i andra länder kommer att vara låga under en lång tid framöver.

Investeringsmöjligheter

Avkastningen för traditionella ränteplaceringar, såsom flertalet statsobligationer, ger idag låg eller negativ avkastning. Detta samtidigt som en uppgång i marknadsräntorna skulle försämra avkastningen ytterligare. Av denna anledning börjar investerare att snegla mot andra typer av ränteinvesteringar som delvis påverkas av andra faktorer. Flexibilitet för att aktivt kunna justera såväl ränterisk som kreditrisk framstår som allt viktigare. Nedan tittar vi närmare på tre källor till avkastning i räntemarknaden; ta ränterisk, öka kreditrisken eller ge upp likviditet. Vi tittar också på möjliga investeringar inom dessa områden.

Ta ränterisk – men skydda den

Ränterisken är risken för att räntan går upp när du innehar en ränteplacering, detta då det finns ett negativt samband mellan ränterörelsen och obligationspriset. Att ta ränterisk har därför fungerat väl när räntorna har fallit, men när marknadsräntorna rör sig uppåt, som de gör i dagsläget, innebär det sämre förutsättningar för räntemarknaden i allmänhet, för ränteplaceringar med lång löptid i synnerhet. När du har en kort räntebindningstid har en långräntepågång endast marginell påverkan. Ränterisken kan dock

skyddas genom derivat eller genom att hålla en hög del av portföljen i så kallade Floating Rates Notes (FRN). Detta är obligationer som har en rörlig ränta (kupong) och justeras normalt var tredje månad, vilket medför en låg ränterisk eftersom räntan kontinuerligt sätts om. Vid justeringen sätts kupongen om till stibor plus en fast kreditpremie.

FRN påverkas därmed bara av korta marknadsräntor och kreditpremien. Effekten blir att investeraren erhåller kreditpremien, men skyddas löpande mot stigande långräntor. Går korta marknadsräntor upp är det snarare positivt för FRN eftersom kupongräntan successivt stiger. Med räntederivat kan man till exempel ändra en räntebindning från rörlig till fast eller tvärtom.

Öka kreditrisken

För den som kan acceptera högre kreditrisk finns det några segment vi bedömer erbjuder attraktiv värdeutveckling i dagsläget; delar av High Yield (HY)-marknaden, efterställda obligationer från banker, förlagslån från försäkringsbolag och hybridobligationer från stora bolag.

Kreditrisken är risken för att det bolag du via värdepappret lånar ut pengar till inte kan betala räntor under löptiden

JAKTEN PÅ AVKASTNING ÄR SVÅR I DAGENS RÄNTEMILJÖ



Källa: Macrobond

Grafen visar utvecklingen av tioåriga statsobligationsräntor i Japan, Tyskland och USA. Trenden har varit nedåtgående senaste 25 åren. Med historiskt låga räntor är utmaningen att hitta attraktiva ränteplaceringar, och det krävs ett mer flexibelt tänkande för att skapa tillfredsställande avkastning.

eller återbetala lånet (på grund av obestånd, även kallat "default"). HY-marknadens investerare har under de senaste 20 åren utvecklats till en viktig finansieringskälla för en stor skara bolag som har en lägre kreditvärdighet än bolag med en starkare kreditvärdighet, så kallade Investment Grade. Skillnaden i ränta mellan en HY-obligation och den 10-åriga statsobligationen i samma valuta brukar benämnas som "High Yield-spread". Om risken bland HY-bolag bedöms stiga kommer denna HY-spread att öka, detta eftersom HY-investerare kommer att kräva högre ränta i kompensering för den högre risken. Omvänt gäller att en lägre risk för HY-bolagen gör att samma spread krymper ihop.

High Yield-obligationer var ett av segmenten i räntemarknaden med bäst absolutavkastning under 2016, dock ser vi fortsatt utrymme för att spreaden inom delar av marknaden för High Yield kan fortsätta krympa. Bland HY-bolagen hittar man såväl stora välkända bolag som små snabbväxande verksamheter. Bredden på marknaden gör det möjligt för förvaltare att skapa portföljer som tillgodoser olika investerares behov av avkastning och risk. Historiskt har den årliga andelen konkurser ("default-nivån") på HY-marknaden varit 4-5 procent, men denna nivå varierar kraftigt över tiden och mellan olika sektorer. Den amerikanska HY-marknaden har en relativt stor andel energibolag som hade det svårt i samband med det låga oljepriset i början av fjolåret. Stigande råvarupriser har dock stabiliserat den akuta situationen som då uppstod inom delar av marknaden. Genomgående analys och en god riskspridning vid HY-investeringar förbättrar möjligheterna att få den risk- och avkastningsprofil som efterfrågas.

Vi ser även efterställda obligationer från banker och försäkringsbolag som attraktiva investeringsmöjligheter i dagens räntemiljö. Studerar man räntefonder med fria investeringsmandat är det inte omöjligt att man hittar dessa segment i fonden. En sådan räntefond kan ge unika investeringsmöjligheter då en privatperson med nuvarande

regelverk inte kan göra direktinvesteringar i efterställda obligationer från banker, så kallade Cocos (Contingent Convertibles). Dessa värdepapper emitteras av banker för att de ska kunna stärka sin kapitalbas. En banks kapitalstruktur består dels av kärnprimärkapital, vilket utgörs av upparbetade vinster och aktiekapital, men också av ett antal buffertar som kan tas i anspråk om banken hamnar på obestånd. Dessa buffertar syftar till att öka stabiliteten i banksystemet, och det är i dessa som kapital från CoCos utgör en byggsten.

Det speciella med CoCos är att om bankens kapitaltäckningsgrad faller under en förutbestämd nivå kan obligationen helt eller delvis konverteras till aktier eller det nominella beloppet skrivs ner. Det är viktigt att komma ihåg att konvertering endast sker om banken befinner sig i en djup kris. Vid prissättning av en CoCo bör man som investerare främst få kompensation för risken att obligationen blir konverterad till aktier, fullständigt nedskrivna eller att investeraren förlorar kupong (ränta) och det nominella värdet under en period. Man bör även ta hänsyn till att denna typ av obligationer har lägre prioritet än andra obligationer i samband med en konkurs eller företagsrekonstruktion.

Samma sak gäller förlagslån från försäkringsbolag. Både Cocos och förlagslån är så kallade "efterställda" obligationer. Räntan på CoCos är hög och vi anser att investerare blir kompenserade för riskerna. Räntorna är på väg upp, framför allt i USA, och normalt sett är högre räntor givet ränterisken negativt för obligationsplaceringar. Dock är detta faktum tvetydigt vad det gäller just bankobligationer. Bankernas möjlighet att tjäna pengar är beroende av räntenettet, skillnaden mellan inlåningsräntan och utlåningsräntan till allmänhet och företag. Det låga ränteläget har pressat bankernas räntenetton och därmed intjäningen. Högre räntor framöver bör vara positivt för bankernas intjäningsförmåga och indirekt positivt för efterställda obligationer från banker. Kreditförlusterna i de flesta europeis-

FORTFARANDE MÖJLIGHETER I KREDITMARKNADEN



Källa: Bloomberg

Räntan på CoCos är hög och vi anser att en investerare blir mer än väl kompenserad för riskerna. Ränteskillnaden mellan High Yield och statsobligationer har minskat på sistone, men vi ser fortfarande investeringsmöjligheter inom delar av High Yield-marknaden. Det kan vara möjligheter som uppstår bland enskilda emittenter eller i hela sektorer.

ATTRAKTIVA RÄNTESKILLNADER I EFTERSTÄLLDA OBLIGATIONER



Källa: Bloomberg

Efterställda obligationer från europeiska försäkringsbolag ger högre avkastning än europeiska företagsobligationer med kreditbetyg BB, trots att försäkringsbolagen har ett högre snittbetyg (BBB). Diagrammet visar ränteskillnader (kreditspreadar) jämfört med statsobligationer. Om ränteskillnaden krymper kommer försäkringsobligationspriserna att utvecklas väl.

ka länder är tillbaka på mycket låga nivåer, även i Spanien och Irland är trenden tydligt positiv. Kapitaliseringen är idag betydligt högre än före finanskrisen och samtidigt har kapitalkraven hos bankerna höjts.

Vi anser även att förlagslån från försäkringsbolag, som inte har följt med i trenden med krympande kreditspreadar, är en intressant investeringsmöjlighet. Precis som bankerna emitterar försäkringsbolag förlagslån för att möta de kapitalkrav som ställs och som är till för att skydda försäkringstagarna. Försäkringsbolag klumpas ofta ihop med banker trots att de bedriver olika verksamheter och skiljer sig från bankerna i många avseenden. Försäkringsbolag tar in pengar i förskott av sina kunder, medan utbetalningarna ligger längre fram i tiden. Därför är försäkringsbolag inte lika beroende som bankerna av finansiering och obestånd är ovanligt i branschen. Svaga bolag brukar normalt tas över av starkare bolag. Efterställda obligationer från försäkringsbolag kan till skillnad från CoCos inte konverteras till aktiekapital eller skrivas ner. Däremot kan kuponger skjutas upp om bolagets kapital sjunker under kapitaltäckningskravet, men samtliga innehållna kuponger ska betalas när bolagets kapital åter ligger över kapitalkravet. Förlagslånen har precis som CoCos lägre prioritet än andra obligationer i samband med en företagsrekonstruktion eller konkurs.

Ett annat alternativ i jakten på avkastning är hybridobligationer. Dessa obligationer emitteras vanligtvis av stabila stora bolag i syfte att stärka ett företags balansräkning och samtidigt förbättra kreditbetyget. Detta uppfylls eftersom hybridkapitalet ofta ses som hälften aktiekapital och hälften skuld. Hybridobligationer är antingen eviga eller emitterade med väldigt lång löptid, dock förväntas dessa att bli återköpta i förtid. Detta eftersom en del av obligationskapitalet i de flesta fall bara kan tillgodoräknas

som aktiekapital under de inledande åren och därefter inte är en lika attraktiv lösning för bolaget. Emittenten kan välja att inte betala ut kupongen, men då är kravet att även utdelningen till aktieägarna ställs in. Hybridobligationer emitteras oftast av stora stabila bolag där svenska exempel är Volvo och Vattenfall.

Ge upp likviditet

Att ge upp likviditet är ytterligare ett alternativ för att skapa avkastning i dagens lågräntemiljö.

Att snabbt kunna sälja och få likvid för ett värdepapper är i sig en trygghet och minskar risken på en placering. Men vissa värdepapper och investeringsformer kräver inlåsning av kapital under längre perioder då likviditeten i deras underliggande marknader är begränsad.

Indirekt blir likviditetsrisken högre i en sådan placering, något som kompenseras genom att ge investerarna en högre avkastning än om produkten haft daglig likviditet. Räntefonder med begränsad likviditet tas fram för att erbjuda attraktiva investeringar i värdepapper som i sig har begränsad likviditet, och som ofta är svåra eller omöjliga att investera i som privatperson.

Begränsade alternativ för attraktiva ränteplaceringar.

Ovanstående investeringsalternativ är möjliga vägar att gå för att få en enligt vår syn god riskjusterad avkastning. Räntefonder som täcker samtliga dessa investeringsalternativ skapar inte bara möjlighet att få svårtillgänglig exponering, de sprider även riskerna mellan de olika inriktningarna, vilket är mycket viktigt när man gör denna typen av investeringar.



Alternativa investeringar

Stark inledning av året efter utmaningar under 2016

I spåren av nedtryckta räntor och tvära kast på flertalet tillgångsmarknader blev 2016 ett utmanande år för hedgefonder. Året avslutades dock i en starkare trend givet de förbättrade tillväxtutsikterna som följde på det amerikanska presidentvalet och Donald Trumps löften om finanspolitiska stimulanser och ett förbättrat företagsklimat. Inledningen av 2017 har tagit vid där 2016 slutade och flertalet hedgefondsstrategier har inlett året betydligt starkare än den utveckling vi såg under merparten av föregående år.

- Stark avslutning av 2016 efter tidigare utmaningar
- Trumps politiska planer förbättrar förutsättningarna
- Händelsestyrda strategier lyckades manövrera sig väl genom 2016

Hedgefonder – Nytt amerikanskt ledarskap ger stöd

Det återstår fortfarande att se om den framtida amerikanska politiken verkligen medför alla positiva reala effekter på ekonomin som till viss del håller på att prisas in. Men faktum är att marknadsräntorna fortsätter att stiga, tillväxtprognoserna har skruvats upp och företagsvinster spås ha bättre förutsättningar att stärkas än på länge. Samtidigt som de underliggande rörelserna på flertalet tillgångsmarknader är positiva i sig skapas även tydligare skillnader mellan och inom olika tillgångsslag, vilket indirekt öppnar upp för nya och tydligare investeringsmöjligheter för hedgefonder. Under 2016 tenderade stora delar av marknaden att röra sig som en unison enhet och detta i en lågräntevärld av inte tidigare skådat slag. Måhända är högre räntor och lägre korrelationer de attribut som krävs för att hedgefonder under 2017 ska uppnå sina målavkastningar.

Equity Long/Short

Den positiva utvecklingen på de större aktiemarknaderna efter det amerikanska presidentvalet har gynnat strategin Equity Long/Short. Efter Donald Trumps tillträde har skillnaden mellan sektorer och stilar ökat, något som tillsammans med underliggande styrka i aktiemarknaden skapar goda möjligheter för förvaltarna att identifiera investeringsalternativ.

De senaste månadernas utveckling har inneburit en fördel för strategier med en nettoexponering mot aktier i normalläget, dock bör även marknadsneutrala strategier ha goda förutsättningar i en fortsatt stark marknad givet resonemanget ovan.

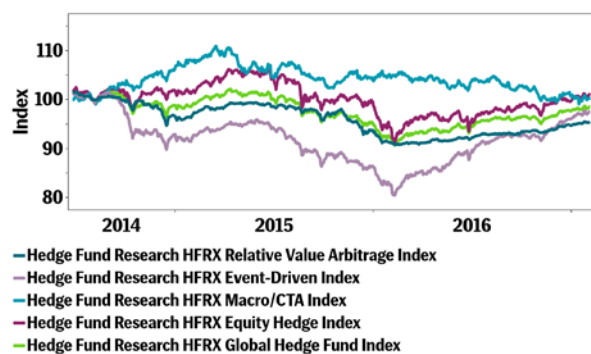
Credit Long/Short

Efter en svår inledning av 2016 till följd av oljeprisnedgången återhämtade sig kreditmarknaden successivt under resterande del av året i takt med att råvarupri-serna åter vände upp. Oljepriset har under två månader handlats över 50 USD/fat, vilket har föranlett att antalet prognostiserade konkurser började minska vid årsskiftet. Om prognosen avseende antalet företagshändelser håller och oljepriset är någorlunda stabilt bör möjligheter för en positiv och stabilare utveckling finnas under året.

Event Driven

Denna strategi var den klarast lysande stjärnan på hedgefondshimlen under föregående år. Med draghjälp från starkare aktiemarknader, återhämtning bland företagsobligationer inom energisektorn, samt fortsatt hög aktivitet på marknaden för företagsaffärer uppstod bästa tänkbara miljö för Event Driven-förvaltare. Att upprepa samma avkastningssiffror innevarande år är mycket begärt, men sett till den starka inledningen av 2017 tillsammans med positiva prognoser kring global tillväxt och aktivitet finns stort hopp om god utveckling.

2016 – STORA DELAR I MOLL, AVSLUTNING I DUR



Källa: Bloomberg

Efter fjolårets inledande oljeprisfall och turbulensen kring Brexit-om-röstningen kom hedgefonder att avsluta året positivt. Det amerikanska presidentvalet med efterföljande styrka inom flertalet tillgångsslag bidrog till den goda avslutningen.

Makro/CTA

Makrofonder med fokus på statsobligationer och valutor tillhör den kategori hedgefonder vars rörelser i underliggande marknader har erbjudit gott om investeringsmöjligheter. Vi är positiva till strategin och ser inget som ändrar denna bild i nuläget, samtidigt som korrelationen mot aktier och krediter fortsätter att vara låg. CTA:s hade svårt att hantera de två kasten i underliggande trender under 2016. Ett mer förutsägbart 2017 skulle kunna erbjuda en bra miljö för strategin.

Råvaror – Oljepriset stabiliseras

Priset på råolja steg kraftigt efter överenskommelsen mellan OPEC och andra oljeproducerande länder i november om att minska produktionen. Avtalet innebär att produktionen sänks med 1,2 miljoner fat till 32,5 miljoner per dag och gäller från 1 jan 2017 och sex månader framåt. Ett land, Iran, fick tillåtelse att öka produktionen, vilket verkar ha varit en förutsättning för att avtalet skulle komma till stånd. Även Ryssland anslöt sig och har lovat att minska sin produktion med upp till 300 000 fat per dag. Det är första gången på åtta år som OPEC har enats om utbudsnedskärningar och överenskommelsen verkar än så länge fungera. Från de större oljeaktörerna Saudiarabien och Ryssland har det kommit rapporter att de har börjat minska sin produktion. Saudiarabien har till och med minskat sin produktion till under 10 miljoner fat per dag, vilket är mer än åtagandet, även Kuwait har gått längre än vad man lovat.

Trots den lovande starten för avtalet har prisstegringen kommit av sig. Den senaste månaden har priset legat relativt stabilt runt 55 dollar (USD) per fat. Vår bedömning är dock att detta inte beror på att länderna har fuskat med kvoterna, vilket tidigare har varit ett problem. Den största anledningen till att prisstegringen kommit av sig handlar enligt oss om att amerikanska skifferoljeproducenter ökar produktionen. Dels har antalet aktiva borrhål ökat, dels är produktivitet utvecklingen inom utvinningen av skifferolja fortsatt mycket stark.

Givet att amerikanska skifferoljeproducenter ökar produktionen är det svårt att se att OPEC uthålligt ska kunna få upp oljepriset. En hypotes om att OPEC sätter ett golv för råoljepriset på 50 dollar per fat, medan USA:s skifferoljeproducenter sätter ett tak på uppsidan på 60 dollar per fat har börjat formas på marknaden. OPEC:s officiella syfte med att minska produktionen är sannolikt inte i första hand att få upp priset, utan att snabba på avvecklingen av de stora oljelager som ligger som en våt filt över jakten att nå balans mellan utbud och efterfrågan. Utbudsnedskärningarna av OPEC och andra oljeproducerande länder har precis börjat och det kommer att ta lite tid innan de får effekt. För första kvartalet 2017 har vi en snittprognos på 55 dollar per fat och vi förväntar oss att den högsta nivån i år nås under andra kvartalet med en snittnivå omkring 57,5 dollar per fat, för att sedan falla ned mot 52,5 dollar per fat i slutet av året. Att oljepriset återhämtat sig en del från tidigare bottennivåer har minskat pressen på de offentliga finanserna för många producentländer.

Guld - Tillflyktsort i politiskt osäker miljö

Guldpriset föll kraftigt efter Trumps valseger, men i januari steg priset igen (säsongsmässigt är januari och februari starka månader för guldpriset). Guld det stiger i takt med att frågetecken kring huruvida Trumps politik kommer vara positiv för dollarn eller inte dyker upp. Marknaden korregerar för överoptimism på Trumps politik, trots allt måste senaten godkänna förslagen innan skattelättnader och investeringar inom infrastruktur kan förverkligas. Guld är en bra försäkring mot den politiska osäkerhet som finns i både USA och Europa.

2017 kommer också en fortsatt stor asiatisk efterfrågan och stigande inflationstendenser att utgöra stöd för guld. Det största hotet bör vara att inflationen bara är en temporär effekt av stigande råvarupriser och att vi senare i år åter ser en fallande inflation. Man får heller inte glömma att guld är en volatil råvara.

USA IMPORTERAR MINDRE OLJA FRÅN OPEC



Att USA minskade sin import av olja från OPEC 2010-2015 beror på att amerikanska oljeproducenter ökade sin produktion kraftigt. Därefter kom USA:s import av olja från OPEC upp då skifferoljeproduktionen blev olönsam och många bolag gick i konkurs. USA:s oljeimport från OPEC har dock börjat falla tillbaka igen och bör fortsätta falla då man åter ökar den inhemska produktionen samt att produktiviteten ökar snabbt.

STIGANDE GULDPRIS PÅ FALLANDE DOLLAR



Investorer har länge använt guld som tillflyktsort i tider av oro. De frågetecken som president Trump och hans administration skapar, ihop med ökad politisk osäkerhet i Europa (med Brexit-process och val i flera centrala länder) gör att vi prognostiserar ett stigande guldpris.



Valutor

Cykliska valutor har medvind

Vår bedömning är att den globala ekonomin växer snabbare än den gjort de senaste fem åren. Uppgången bör gynna traditionellt tillväxtekänsliga råvaru- och tillväxtmarknadsvalutor. Trots stora politiska risker i både Europa och USA bör finansiella marknader kunna hantera dessa givet en stark tillväxt. I frågan om nya överraskningar är temat för valutamarknadens aktörer fortsatt att jaga ränteskillnader genom att köpa valutor från länder med hög ränta och sälja valutor från länder med låg ränta (så kallad "carry trade"). Länder som växer snabbt och erbjuder attraktiv ränta får kapitalinflöden och en stärkt valuta.

- EUR – Har vi överskattat de politiska riskerna?
- USD – Har vi underskattat de politiska riskerna?
- JPY – Valutan förväntas vara fortsatt svag
- GBP – Osäkerheten i Brexit-processen bör leda till ytterligare valutaförsvagning
- CHF – Kapitalinflöden pressar centralbanken att låta valutan försiktigt stärkas
- SEK – Riksbankens räntehöjning mot slutet av året kommer att stärka kronan
- NOK – Är alla lite väl optimistiska?

Man kan tycka att Brexit, Donald Trump och de potentiellt ödesdigra europeiska valen som ska hållas 2017 borde leda till en mer osäker valutamarknad. Hittills verkar dock finansiella aktörer ta utvecklingen med ro. En starkt bidragande orsak är att den globala ekonomin väntas växa snabbare än för några år sedan.

Tillväxtekänsliga/cykliska råvaru- och tillväxtmarknadsvalutor stärks på bekostnad av finansieringsvalutorna EUR, GBP och JPY (länder med låg ränta och stödjande centralbanker). När det gäller euron har kanske många (inklusive vi själva) överskattat de politiska riskerna; till exempel behöver Marine Le Pen tre gånger så många röster som i tidigare val för att vinna Elyséepalatset. Att det skulle ske är inte speciellt troligt. Men givet hur Donald Trump har startat sin tid i Vita Huset finns politiska risker även på andra sidan av Atlanten och vi tror att dollarn försvagas i närtid. Marknadens aktörer har stora innehav i dollar och räknar med stark tillväxt och expansiv finanspolitik. Det viktigaste argumentet för den starka tron på dollarn är dock det gap som fortsätter att gälla mellan amerikansk och europeisk penningpolitik och resursutnyttjande – det är rimligt att tro på fortsatta Fed-räntehöjningar samtidigt som ECB köper statspapper. Under året som helhet bidrar detta till en lägre EUR mot USD.

Även Kinas valuta renminbin (CNY) tappar mark. Den starka dollartrenden har bidragit till ett kapitalutflöde från Kina på nära 2 500 miljarder USD, men än så länge har landet de muskler som krävs för att mildra valutaförsvagningen.

Eftersom vår bedömning är att dollarn inte förstärks särskilt blir fallet i renminbin relativt litet, mot svenska kronan tappar CNY cirka 5 procent mot årets slut.

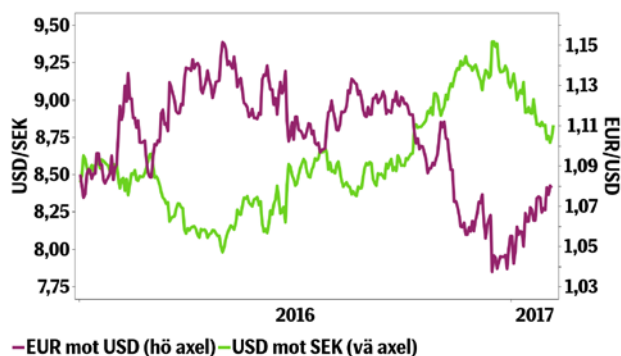
EUR – Politiken tar plats på scenen

Populismens framfart under året då viktiga politiska val ska hållas inom eurozonen (Holland, Frankrike och Tyskland samt eventuellt extra val i Italien) har gjort marknaden försiktigt inställd till euron. Europeiska Centralbanken, ECB, fortsätter också att föra en mycket expansiv penningpolitik de kommande 12 månaderna. Valutamarknaden har diskonterat denna utveckling och undviker exponering mot EUR. Vi bedömer att EUR/USD stärks försiktigt mot 1,10 under första kvartalet (vinsthemtagning i dollarn). Vi tror att det blir en kortsiktig förstärkning; valutan är inte undervärderad, bytesbalansöverskottet räcker inte som stöd och euron kommer att förbli en finansieringsvaluta när ECB fortsätter att köpa statspapper.

USD – Fortsatt förstärkning i korten

Marknaden har varit ensidigt inriktad på fortsatt USD-förstärkning. Och visst finns flera skäl att tro på en stark dollar ytterligare en tid: 1) tillväxten är tillräckligt stark, 2) finans-

DOLLARN I EN SVAGARE FAS – FÖRSTÄRKS IGEN UNDER VÅREN



Källa: Macrobond

Dollarns förstärkning har kommit av sig i början av 2017 och vi tror att vinsthemtagningar kan sänka dollarn till 1,10 EUR/USD innan en ny stärkningsfas inleds. Dollarförstärkningen har även kommit av sig mot SEK och vi tror att USD mot kronan redan har passerat toppnivåer.

politiken kommer att bli mer expansiv 3) arbetsmarknaden är allt starkare/lönerna växer och 4) centralbanken, Federal Reserve (Fed), kommer att höja räntan samtidigt som övriga G5-länder (Tyskland, Storbritannien, Japan och Frankrike) håller sina räntor oförändrade. Enligt våra modeller är valutatan övervärderad och marknaden har nära på rekordstora innehav i dollar. Dessutom kan Trump-administrationens aggressiva konfrontationstaktik bygga in en politisk riskpremie även i USD. Mot kronan har USD redan nått toppnivåer och vi räknar med att USD/SEK handlas runt 8,50-8,70 under de kommande månaderna.

GBP – Låga förväntningar i spåren av Brexit

Med dubbla underskott i budget- och bytesbalans och en mycket osäker Brexit-process att ro i hamn de kommande två åren är förväntningarna på pundet rekordlåga. Att marknaden undviker pund är rimligt, då tillväxten ser ut att bromsa in under 2017. Pundet har fallit med nära 15 procent i handelsviktade termer sedan Brexit-omröstningen i juni förra året. Det är dock för tidigt att köpa valutan med argumentet billig värdering. Vår prognos är att GBP/SEK söker sig mot låga 10 de kommande 12 månaderna.

JPY – Fortsatt försvagning att vänta

2016 rusade först den japanska valutan för att sedan falla tillbaka nästa lika mycket. Vi anser att dagens nivå med USD/JPY kring 110-115 är rimlig. Med förväntad framtida centralbankspolitik och stigande räntor i omvärlden, samtidigt som Bank of Japan expanderar sin balansräkning och har infört ett tak för 10-årsräntan, blir det svårt att räkna hem en starkare JPY. Dessutom bör den cykliska återhämtningen med fortsatt skaplig riskapitet och en valutamarknad präglad av "carry trades" göra att JPY används som finansieringsvaluta och försvagas ytterligare.

CHF – Inflöden ger försiktig förstärkning

Fortsatt stora kapitalinflöden och stigande valutareserver har tvingat den schweiziska centralbanken att successivt sänka sin målnivå för EUR/CHF från 1,08 till 1,07 till nu 1,06. Samtidigt är det uppenbart att landet klarar av en "stark" CHF. Vår syn är att schweizerfrancen bara är marginellt övervärderad, inflationen är åter positiv och bytesbalansöverskottet är fortfarande nära +10 procent av BNP. Risken för politisk oro i Europa tillsammans med ECB:s fortsatta stödåtgärder gör att vi ser ytterligare stärkning av francen, och att EUR/CHF under våren glider ned och under 1,05. Den svenska kronan bör stärkas marginellt mot CHF under första halvåret, men under hösten fortsätta mot 8,50 i CHF/SEK.

SEK – Kronan stärks när Riksbanken höjer

Trenden för en starkare krona fick fäste när Riksbankens direktion i december var oenig om fortsatta räntesänkningar och obligationsköp för 2017. Inflationen har dessutom legat nära målet på 2 procent. Vår prognos är att kronan fortsät-

ter stärkas i måttlig takt under våren då handelsviktad krona (KIX) redan är 3 procent starkare än Riksbankens prognos. Det är rimligt att tro att Riksbanken påminner marknaden om möjligheten att intervensera om kronan fortsätter stärkas för mycket. Svensk tillväxt är dock fortsatt mycket stark och vi väntar oss att en räntehöjning levereras mot slutet av året och bidrar till att EUR/SEK bryter under 9,00.

NOK – Oljefondens köp ger förstärkning

Med ett stabilt oljepris kring USD 50-60/fat och en centralbank som kommer att hålla räntan oförändrad på 0,50 procent till och med 2019, bör kanske förväntningarna på den norska kronan hållas lägre än konsensus rådande positiva syn. Men centralbanken fortsätter att sälja valutor och köpa NOK för oljefondens räkning, vilket tillsammans med en attraktiv värdering bör stärka kronan successivt. Under året faller EUR/NOK sakta mot 8,50-8,70, en alltför snabb förstärkning kommer inte tillåtas av Norges Bank. NOK/SEK bör fortsätta sidledes kring vad som också är en långsiktig jämviktscurs (1,07).

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q1 2017	Q2 2017
EUR/USD	1,08	1,10	1,06	1,05	2,0	-1,8
EUR/SEK	9,42	9,40	9,30	9,15	-0,3	-1,3
EUR/NOK	8,89	8,85	8,75	8,65	-0,4	-1,5
USD/SEK	8,73	8,55	8,77	8,71	-2,2	0,4
USD/NOK	8,24	8,05	8,25	8,24	-2,3	0,2
EUR/CHF	1,07	1,06	1,04	1,04	-0,8	-2,7
CHF/SEK	8,82	8,87	8,94	8,84	0,5	1,4
EUR/JPY	122	126,5	124	124	3,4	1,4
GBP/USD	1,26	1,24	1,20	1,20	-2,1	-4,6
GBP/SEK	11,03	10,56	10,57	10,46	-4,2	-4,1

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2017-02-01. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema - Hållbarhet

En viktig trend växer sig allt starkare

I dagens samhälle vill de flesta institutioner, företag och individer verka och leva på ett sätt där de tar hänsyn till hur det påverkar omvärlden. Detta brukar benämnas som avtryck eller "impact" på omvärlden. Det innebär också att ta hänsyn till hur pengar placeras, förräntas och hur det påverkar samhälle och miljö.

Hållbara faktorer beaktas alltmer när regelverk och lagstiftningar utvecklas, och likaså när företag utvecklar sina affärsmodeller. Det innebär att den generella hållbarhetsnivån har höjts i samhället. De senaste åren har utpräglade hållbarhetskoncept även tagits fram inom kapitalförvaltningsbranschen och hållbart förvaltad kapital har växt markant i både Europa och USA. Nya hållbara aktieindex och indexfonder produceras löpande och över 1 500 förvaltare har skrivit under FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (UNPRI) och förvaltar tillsammans över 63 triljoner USD.

Trenden mot hållbarhet växer sig allt starkare, och från och med 2017 träder en ny lag i kraft som gör det obligatoriskt för större börsnoterade bolag att publicera hållbarhetsrapporter. Flera stora pensionsfonder, exempelvis svenska AP-fonderna, och norska oljefonden har börjat avyttra sina investeringar i kolbolag. Ett av världens största försäkringsbolag, AXA, avyttrar sina tobaksinnehav. Att ta hänsyn till hållbarhet i investeringsbesluten kommer snart att bli ett lagkrav för alla europeiska pensionsfonder genom ett nytt EU-direktiv som röstades igenom i november 2016.

Bolagens incitament att bli mer hållbara drivs inte bara av nya regleringar. Många gånger sammanfaller hållbarhetsagendan med lägre kostnader – genom att minska utsläpp kan företagen minska kostnaderna för råvaror och/eller avfallshantering. I en värld med allt större mediafokus skapar en bra hållbarhetsagenda också ett starkare varumärke, vilket är viktigt idag när den största delen av bolagens värde består av immateriella tillgångar, varav en viktig del är goodwill. Prisnivån på hållbara produkter är generellt högre än icke hållbara, vilket gör att bolagen i många fall ökar sina marginaler.

Fondbranschen har, för att möta en växande efterfrågan från privatpersoner, också tagit till sig hållbarhetstrenden. Fondbolag tar i regel hänsyn till hållbarhet i de flesta av sina produkter samt lanserar allt fler fonder med ordet "hållbar" i sig. Den som vill investera och göra positivt avtryck har numera en bredare palett av fonder att välja mellan jämfört med för bara ett par år sedan. Privatpersoner har numera större möjlighet att välja vilken grad av hållbarhet och avtryck de vill göra med sina investeringar genom etiska såväl som hållbara fonder.

Hållbarhetsnivåer

Minsta integritet

Bolag som tillverkar massförstörelsevapen såsom klusterbomber och landminor exkluderas. De flesta aktivt förvaltrade fonder i Norden tar redan hänsyn till detta.

Exkluderande

Detta är det traditionella sättet att investera utifrån sina värderingar. Här exkluderas företag som producerar tobak, alkohol, vapen, spel etc. Oftast används ett tröskelvärde på max 5 % av intäkter från dessa aktiviteter.

Hållbar/Environmental, Social, Governance (ESG)

Detta är den modernare ansatsen för hållbara investeringar. Investeringsbesluten styrs förutom av räkenskaper, även av olika hållbarhetsfaktorer. I grunden är syftet att identifiera företag som har en positiv påverkan genom sitt sätt att göra affärer eller anskaffa råvaror. Fondbranschen övergår alltmer till den här metoden.

Olika ansatser inom ESG

ESG-medveten

Förvaltaren tar hänsyn till hållbarhetsfrågorna i sina beslut.

Best-in-class

Först görs en ESG-rating. Sedan rangordnas bolagen inom respektive sektor. Förvaltaren får sedan bara köpa bolag som är på den övre halvan av listan och på så sätt undvika de sämsta bolagen inom respektive sektor.

ESG-momentum

Förvaltaren fokuserar på bolag som ännu inte är på den övre halvan på ESG-listan, utan de som aktivt jobbar på att förbättra sig inom viktiga ESG-områden.

Fundamental ESG-integrering

En premie eller rabatt läggs på bolagets kapitalkostnad beroende på hur bra/dåligt bolaget är ur ESG-synpunkt.

Tematisk

Förvaltarens investeringar är exponerade mot specifika teman som förnybar energi, vatten, elektriska bilar etc.

Olika nivåer av hållbarhet

En klassisk metod för fondförvaltare är att exkludera bolag som sysslar med tobak och vapen (i många fall även spel och pornografi). Allt fler väljer nu att även ta bort kol och olja. Denna typ av förvaltning har funnits länge i form av etiska fonder eller aktieindex (exempelvis FTSE4Good).

De senaste tio åren har även fonder med namnet hållbar eller "sustainable" växt fram, oftast under det bredare begreppet "ESG-förvaltning". ESG står för Environmental, Social, Governance det vill säga miljö, socialt ansvar och styrning, vilket idag i princip är synonymt med hållbar förvaltning. I praktiken innebär detta att förvaltare i sin investeringsprocess tar hänsyn till dessa faktorer.

Ett exempel på hur en investeringsprocess inom hållbar förvaltning skulle kunna vara: 1) förvaltare tittar på olika data såsom koldioxid- eller vattenavtryck (miljö), antal kvinnor i styrelsen eller antal fackanställda (socialt ansvar), antal oberoende i styrelsen eller utbetald skadeståndersättning (styrning), 2) parametrarna vägs ihop på olika sätt, oftast beroende på vad som är viktigast för just den branschen, och 3) tar detta i beaktande på ett eller annat sätt i investeringsbesluten för att minska risken för negativa händelser som korruption, skandaler eller stopp i produktionen på grund av missnöjda anställda.

Begreppet hållbarhet är dock tämligen brett och betyder olika saker för olika personer. De flesta privatpersoner tänker i första hand på klimatfrågan och relaterar till förnybar energi eller bolag som aktivt minskar sina utsläpp ("E:et" i ESG). Andra tänker på bolag som är bra för samhället som utbildning och hälsovård ("S:et" i ESG). Samtidigt är kapitalförvaltarens jobb att skapa avkastning, och fokus ligger på de faktorer som skapar mervärde för aktieägaren, vilket oftast är "G:et" i ESG, exempelvis bolag med bra ägarstyrning. Detta gör att privatpersoners förväntningar och hållbara fonders inriktning kan skilja sig åt.

Varje fondförvaltare har sina egna sätt att jobba med hållbarhet. Vissa hållbara fonder har valt att fokusera på de som bäst lever upp till kriterierna i respektive sektor, vilket gör att de kan innehålla olje- och alkoholproducenter, medan andra exkluderar problematiska företag och branscher såsom fossila bränslen helt. Hållbara fonder kan också investera i läsktillverkare som Coca Cola eller Pepsi eftersom de har goda affärsmetoder och stort samhälls-engagemang, även om forskning visar på samband mellan sockerkonsumtion och ökade hälsorisker.

Det finns olika organisationer som försöker hjälpa investerare genom hållbarhetsdjungeln genom att märka fonder. På kontinenten finns till exempel Novethic, FNG och Luxflag, och i Sverige pågår ett projekt att Svanenmärka fonder. Även franska staten har gett sig in i fondcertifieringsbranschen. Dessa certifieringar gör dock inte nödvändigtvis valet enklare för investeraren, eftersom varje märkning ger förvaltaren stor frihet i hållbarhetsansatsen.

2015 enades FN om 17 hållbarhetsmål, och hållbara förvaltare försöker nu identifiera investeringar som är i linje med dessa. Områden som rent vatten, förnybar energi, hållbara städer, innovation och infrastruktur går att exponera sig mot genom aktier som är verksamma i dessa områden. Sektorn brukar gå under benämningen Clean Tech eller miljöteknik, och intresset för dessa investeringar växer stort. Andra områden som utbildning, fattigdom och hunger kan bättre stöttas genom att investera inom området mikrofinans.

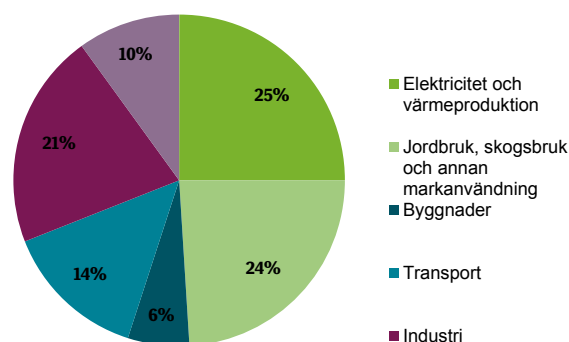
Miljöteknik - lösningar för ett mer hållbart samhälle

De mest uppenbara investeringsmöjligheterna inom miljöteknik är förnybar energi, vilket vi har berört tidigare i temat "Vindkraft – en ren ekonomisk kraft" (*Investment Outlook* juni 2016), eftersom energisektorn står för 25 procent av växthusgasutsläppen globalt. Dessa förnybara energikällor tenderar dock att ha fluktuerande produk-

FN:s 17 hållbarhetsmål

- Ingen fattigdom
- Ingen hunger
- Hälsa och välbefinnande
- God utbildning för alla
- Jämställdhet
- Rent vatten och sanitet
- Hållbar energi för alla
- Anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt
- Hållbar industri, innovationer och infrastruktur
- Minskad ojämlikhet
- Hållbara städer och samhällen
- Hållbar konsumtion och produktion
- Bekämpa klimatförändringar
- Hav och marina resurser
- Ekosystem och biologisk mångfald
- Fredliga och inkluderande samhällen
- Genomförande och globalt partnerskap

JOBDET MED ATT MINSKA VÄXTHUSGASUTSLÄPPEN FORTGÅR



Källa: EPA/IPCC 2014

För att nå det 2-gradiga klimatmålet försöker världens regeringar och bolag minska växthusgasutsläppen. Energi och industri står för största delen av våra utsläpp, men jordbruk och transport är också viktiga områden att adressera eftersom de står för 24 respektive 14 procent av globala växthusgasutsläppen.

tion, vilket även skapar behov för lagringsmöjligheter som till exempel batterier. Det behöver också dras elkablar från dessa kraftkällor, och byggas upp smarta elnät, vilket gör att även underleverantörer till energiproducenterna kan vara intressanta.

Transportsektorn, som står för 14 procent av växthusgasutsläppen, ingår också i denna kategori. Här finns investeringsmöjligheter bland biltillverkare – ett ämne som vi berörde i temat "Bilindustrin – en ljuspunkt i Europa" (*Investment Outlook* juni 2016). Bolag som Tesla brukar frekvent nämnas när ämnet elbilar kommer upp, men de flesta stora biltillverkarna som Nissan, Renault, Ford, BMW och Volkswagen har också elbilar på marknaden. Värt att notera är att det i Kina finns över tio biltillverkare som producerar elfordon, och försäljningen av antal så kallade "plug-in"-fordon överstiger den för USA och Europa. I takt med att andelen elbilar ökar, och att de blir självkörande, ökar också efterfrågan på halvledare (se "Halvledare – digitaliseringens ryggrad", *Investment Outlook* december 2016).

Bolag som hjälper till att minska resursåtgång och energikonsumtion i samhället är också en viktig del i den hållbara ekvationen. Ett exempel är norska bolaget Tomra som tillhandahåller återvinningsmaskiner för aluminiumburkar, vilket bidrar till lägre energikonsumtion eftersom en burk gjord på återvunnen aluminium kräver 95 procent mindre energi jämfört med en aluminiumburk gjord från bauxit. Ett annat exempel är brittiska Kingspan som tillverkar högkvalitativt isoleringsmaterial som används i klimatsmarta byggnader. Svenska Electrolux och holländska G-star försöker avlasta havet genom att tillverka dammsugare respektive kläder av återvunnen havsplast.

Inte bara aktieinvesteringar

Hållbara investeringar handlar givetvis inte bara om aktieplaceringar, även inom räntebärande och alternativa placeringar finns intressanta investeringsmöjligheter. Gröna obligationer, hållbara räntefonder och mikrofinansfonder är exempel på områden med hållbarhetsperspektiv, överlag är dock räntemarkaden mindre transparent, vilket gör att utbudet av denna typ av förvaltning är mer begränsat. Alternativa investeringar är en bred kategori och även här sker en utveckling, men precis som inom ränteproduktsegmentet är utbudet mindre än inom aktiesegmentet.

Hur påverkar hållbarhetsansatsen avkastningen?

Beroende på hållbarhetsnivå och ansats påverkas avkastningen olika. Flera studier visar att den klassiska etiska exkluderingsansatsen inte har någon nämnvärd effekt på avkastningen. När det kommer till den mer moderna hållbara ansatsen visar studierna att det faktiskt har positiv påverkan på aktiekurserna (även om några av de senaste studierna indikerar att hållbarhet redan är inprisat i dagens aktiekurser). Inom Emerging Markets verkar dock en hållbar ansats än mer lönsam – här finns dock ett underskott av fondförvaltare som vågar följa en sådan ansats.

Gör det verkligen skillnad?

Det finns en generell debatt kring om man verkligen kan göra skillnad genom att välja vilka bolag man köper/säljer eftersom aktien bara byter ägare. Den hårda linjen anser att man bara kan göra skillnad i samhället om man medvetet tillför nytt

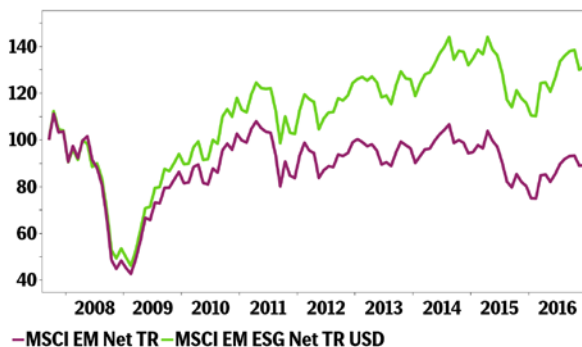
kapital till projekt till en avkastning som är under marknadsavkastning – annars hade den investeringen gjorts ändå och man har inte gjort någon skillnad/avtryck. Enligt denna linje kan man bara göra positivt avtryck vid börsnoteringar, genom Private Equity eller vid gröna obligationsemissioner.

När vi investerar i hållbara bolag stöttar vi aktiepriset, som indirekt leder till stabilitet så att bolaget kan attrahera och behålla talanger, och eventuellt få tillgång till billigare finansiering i framtiden genom högre kreditvärdighet. Studier visar att bolag med stort fokus på ansvarsfull verksamhet har låga kapitalkostnader. Det ger också en signal till mindre onoterade bolag att det finns en marknad för noterade hållbara bolag, vilket i många fall är en förutsättning för private equity-bolag som investerar i, och stöttar småbolag i uppstartfasen.

Viktigast är kanske att hållbara fondförvaltare engagerar sig aktivt i ägarfrågor. Vi ser allt mer av detta genom att fondbolag går ihop i olika ägarorganisationer som Hållbart Värdeskapande, UNPRI eller Hermes EOS, och sätter upp en hållbarhetsagenda med bolagens ledning och styrelse.

För privatinvesteraren handlar det i slutändan om att anpassa investeringarna till sina värderingar. Traditionellt har ansatsen varit att para avkastningsmål och risktolerans med olika aktier och obligationer för att hitta rätt profil. Med hållbarhet lägger vi på en tredje dimension – värderingar – som skiljer sig från person till person. Utvecklingen går snabbt framåt och målet är att individen ska kunna anpassa de tre olika dimensionerna efter sina egna preferenser. Vissa ser investeringar som ett bra och viktigt verktyg för att påverka, medan andra föredrar att influera genom att konsumera mer hållbart eller lägga sin röst på partier med en bra hållbarhetspolitik. Samtliga områden utvecklas löpande.

HÅLLBARHET HAR VARIT POSITIVT FÖR AVKASTNINGEN I EM



Källa: Macrobond

Inom Emerging Markets har en hållbar ansats betalat sig, dock är andelen förvaltare som vågar följa en sådan ansats liten, och investeringsmöjligheterna än så länge något begränsade. Diagrammet visar utvecklingen för ett brett Emerging Markets index och ett ESG-index i samma region.

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



Reine Kase
Economist
reine.kase@sebgroupl.lu



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.