



Investment Outlook

maj 2017



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning 3

Marknadssyn – sammanfattning 4-5

Marknadssyn – makro 6-8
Tydlig fartökning på slingrig väg

Globala aktier 9-10
Positiv rapportflod förstärker
börsuppgången

Tema – Tillväxtmarknader 11-12
Stärkt global ekonomi sätter
tillväxtmarknader i fokus

Nordiska aktier 13-15
Stark vinsttillväxt ger försiktigt
positiv börssyn

Ränteinvesteringar 16-17
Expansiv penningpolitik,
men förändrad riskbild

Alternativa investeringar 18-19
Skilda signaler från aktie- och
räntemarknad

Valutor 20-21
Trendlös valutamarknad

Tema – Det stora digitala skiftet 22-25
Gamla sanningar prövas av
stark innovationskraft

Denna rapport publicerades den 23 maj 2017.
Innehållet baseras på information och analys till-
gänglig före den 17 maj 2017.

Positivt med ett öga på riskerna

VI HAR PASSERAT EN RAD politiska nålsögon samtidigt som den globala tillväxten tilltar och breddas, med flera delar och regioner som förbättras samtidigt. Företagsrapporterna för det första kvartalet vittnar om styrka, och både försäljningen och vinsterna stiger på ett sätt som vi inte fått uppleva på många år. Detta har gjort stora avtryck i kapitalmarknaden, där aktiemarknaden globalt har fortsatt att stiga i imponerande takt, samtidigt som volatiliteten varit mycket låg. I räntemarknaden ser räntorna ut att ha bottnat, samtidigt som kreditspreaden (skillnaden mellan statsobligationsräntan och företagsobligationsräntan) är fortsatt liten.

Innebär detta att placerare inte ser några hinder framöver? Eller är marknadsutvecklingen en fortsatt effekt av centralbankernas stimulanter med rekordlåga styrräntor och stödköp av räntebärande instrument, något som "tvingar" avkastningssökande investerare att hålla en hög risk i sina portföljer?

Det finns definitivt potentiella hot såsom värderingsnivån och en hög global skuldsättning i kombination med rekordlåga räntor som kan leda till motvind om räntorna stiger. Centralbankerna har dessutom begränsade möjligheter att agera vid en eventuell krissituation.

Vi ger vår syn på hur vi anser att man bör balansera dessa positiva och negativa krafter via en lämplig fördelning mellan olika tillgångar. Är det dags att dra i bromsen avseende riskutnyttjande? Vad är sannolikheten för att vi kan förvänta oss en fortsatt stark kapitalmarknad framöver? I denna utgåva av *Investment Outlook* svarar vi på ovanstående samt analyserar underliggande tillgångsslags förutsättningar.

På temafronten gör vi två djupdykningar. Den första fokuserar på tillväxtmarknader, Emerging Markets, som det senaste året har gjort en stark återkomst efter en längre period med problem kopplade till råvarusektorn. Vi redogör för förutsättningarna när situationen nu har förbättrats.

Vårt andra tema handlar om digitala skiften och förändrade konsumtionsbeteenden, där en växande andel av jordens befolkning anser att handel via dator eller telefon är det smartaste och mest bekväma alternativet. Därmed levereras allt fler konsumtionsvaror direkt till kunden via hemkörning. Tekniska lösningar och rationellt beteende ligger bakom dessa förändringar, vilket ger stora avtryck i företagssektorn.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer,
Investment Strategy



Marknadssyn

Sammanfattning

Vi har haft en offensiv marknadssyn under 2016 och inledningen av 2017, med argumentet att ökande tillväxttakt skulle generera ett vinstlyft i företagssektorn samt att de politiska riskerna inte skulle skapa annat än tillfällig volatilitet. Denna analys har varit korrekt och har burit frukt, men frågan är nu om analysen fortfarande gäller?

Vi kvarstår med vår positiva syn på den globala tillväxten och vinstutvecklingen framöver. Vi ser inte heller att riskbilden är besvärande när det gäller faktorer som historiskt har satt punkt för långa uppgångar, det vill säga recession, bankkris eller att värderingarna blivit alltför ansträngda.

Dock är det så att optimismen måste nyanseras då vi vet att värderingen är åt det högre hållet, samt att investerarkollektivet har tämligen mycket riskfyllda placeringar i sina portföljer.

Detta begränsar definitivt vår riskvilja. Runt hörnet väntar också räntehöjningar från den amerikanska centralbanken och senare bör successivt fler centralbanker följa efter. Det är också möjligt att samma centralbanker sedan börjar krympa sina balansräkningar genom att inte återinvestera alla obligationsinnehav som förfaller. Därmed skulle vi få en mekanism som höjer räntan i systemet och samtidigt bromsar likviditeten. Denna process kommer i så fall att ske gradvis och försiktigt då alla är medvetna om risken för negativa effekter i ett ekonomiskt system med hög skuldsättning.

Efter en mycket stark period har vi nu valt att justera ner risken i portföljerna mot normalläget. Detta för att spegla lägre förväntade, men fortsatt positiva, avkastningar framöver. Vidare förväntar vi oss inte att den extremt låga volatiliteten ska bestå.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
		AVKASTNING	RISK
AKTIER			
Globala	1 2 3 4 5 6 7	5,7 %	13,9 %
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	6,7 %	16,5 %
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	8,8 %	13,7 %
RÄNTEBÄRANDE			
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,7 %	2,0 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	0,4 %	3,6 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	2,4 %	6,3 %
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	5,8 %	13,1 %
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 2017-05-11	Q2 2017	Q3 2017
EUR/USD	1,09	1,09	1,10
EUR/SEK	9,65	9,50	9,45
USD/SEK	8,88	8,72	8,59

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 2017-05-11. 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* (februari 2017) rekommenderade vi övervikt mot risk i portföljen. Sedan dess har vi ytterligare justerat upp risken, då vi har fått bekräftande signaler om en stark vinstgenerering bland företagen. I slutfasen av rapportsäsongen valde vi dock att sänka risken och justera ner portföljerna mot neutralläget.

Kapitalmarknaden hade nämligen diskonterat mycket positiva utfall, och därmed minskas den förväntade avkastningen medan risken är intakt.

Nedan går vi igenom ett antal viktiga faktorer, som motiverar vår neutrala vy mot risktillgångar och vår syn på hur dessa kan komma att påverka utvecklingen framöver.

Centralbanker: Fortsatt låga styrräntor och stimulansköp med undantag för USA, där Federal Reserve (Fed) planerar för tre räntehöjningar per år samt eventuellt krympande av balansräkningen under de kommande åren. Sammantaget blir det en successivt mindre stimulerande penningpolitik.

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

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

Riskaptit och positionering: Både riskaptiten och positioneringen har nått nivåer där de börjar signalera försiktighet, och andelen risktillgångar i form av aktier är stor i många investerares portföljer. Det får oss att dämpa vårt riskutnyttjande, även om riskviljan ännu inte är på historiska toppnivåer.

Förväntad avkastning: Vi har fortsatt förväntningar om positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag under de kommande 12 månaderna. Dessa är lägre än de historiska snitten, medan risken är intakt. Orsaken är högre värderingar och att räntorna förväntas stiga, vilket bland annat urholkar obligationsavkastningarna.

Exempel på risker: Värderingsnivån, hög global skuldsättning, signaler om ökande protektionism, eventuella negativa effekter från stigande inflation och stigande räntor, centralbanker som successivt höjer styrräntor och balansräkningar. Slutligen har konjunktur- och börsuppgången pågått sedan 2009, vilket gör den allt känsligare även om den nuvarande aktivitetsnivån är högre än på länge.

Vi har neutraliserat vår tidigare aktieövervikt (svensk och global). Inom räntebärande placeringar föredrar vi företagsobligationer med relativt kort löptid. Portföljen med alternativa tillgångar har en bred spridning mellan olika hedgefondstrategier för att skapa en defensiv karaktär.

VÅR FÖRVALTNING – TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- Vi har neutraliserat tillgångsallokeringen efter en period med betydande övervikt mot aktier och undervikt i ränteplaceringar.
- Inom globala aktier har vi fortsatt viss undervikt mot USA till förmån för övriga regioner.
- Krediter med kort löptid dominerar ränteportföljerna, medan alternativdelen karaktäriseras av en defensiv hedgefondportfölj.
- Positiva krafter: Global tillväxttakt och vinstgenerering, centralbanker på kort sikt, relativvärdering.
- Negativa krafter: global skuldsättning, absolut värdering, centralbanker på medellång sikt, Fed-räntehöjningar i närtid och en period med stark utveckling bakom oss.

GLOBALA AKTIER

- Vi premierar börser i regioner som gynnas av högre global tillväxt och låga värderingar såsom Europa, Japan och EM.
- Värdeaktier bör prestera bättre än tillväxtaktier tack vare starka konjunktursignaler.
- Synkroniserad global konjunkturåterhämtning talar för att vinstprognoserna infrias. Värderingen är dock hög i ett historiskt perspektiv. Världindex värderas till p/e 16,5 på 12 månaders prognoser.

NORDISKA AKTIER

- Första kvartalets rapporter var överraskande starka.
- Positiva revideringar ger trovärdighet åt optimistiska prognoser.
- Låga räntor ger fortsatt stöd åt aktier.
- Hög värdering begränsar potentialen.

RÄNTEBÄRANDE INVESTERINGAR

- Räntehöjning från Riksbanken dröjer till nästa år trots stark tillväxt.
- ECB fortsätter att stimulera, men lättar på gasen i september.
- Federal Reserve både höjer räntan och krymper balansräkningen.

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Starka aktiemarknader trots bristande leverans från Trump.
- Fortsatt nedpressade statsräntor signalerar viss osäkerhet.
- Minskade korrelationer inom och mellan tillgångsslagen.
- Hedgefonder har levererat positiv avkastning medan råvarusegmentet har haft det motigt.



Marknadssyn – makro

Tydlig fartökning på slingrig väg

Rekordstarka framåtblickande ekonomiska indikatorer och tydliga tillväxtlyft ger en ljus konjunkturbild. Vi skruvar upp våra prognoser för global tillväxt, främst drivet av ökande investeringar och god privatkonsumtion, med genomslag i Europa och tillväxtekonomier (Emerging Markets, EM). Högt kapacitetsutnyttjande, svag demografi och produktivitet samt stora skulder dämpar dock och gör uppjusteringarna modesta.

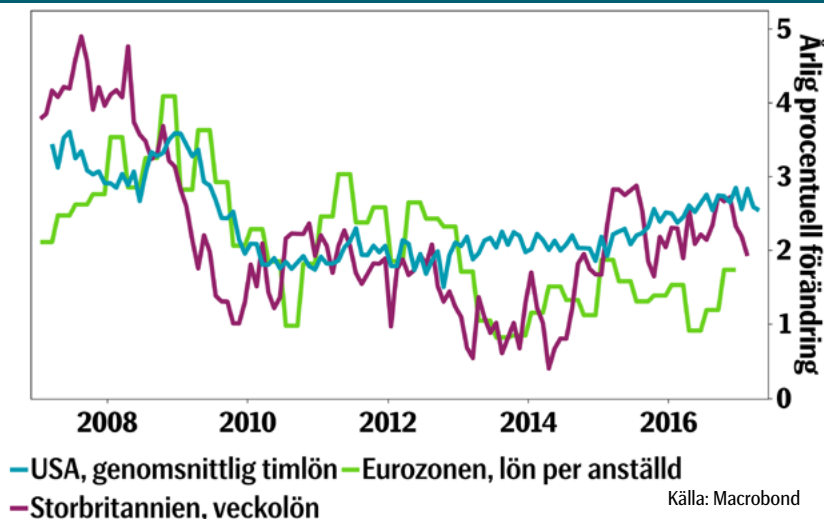
De sedan tidigare positiva framåtblickande indikatorerna har blivit än mer positiva sedan förra *Investment Outlook* (utgiven i februari 2017). Såväl företagssektorn via inköpschefs-index och konsumentförtroendet är på mycket höga nivåer. Vi ser också nu en tydlig ljusning i de ekonomiska data som kommer in, dock med det (som vanligt) svaga första kvartalet i USA som undantag. Även om den faktiska tillväxten skjuter fart, kvarstår den historiskt sett stora skillnaden gentemot de mer optimistiska indikatorerna. De är normalt ett bra prognosinstrument, men har nu länge signalerat en starkare tillväxt än det faktiska utfallet. Det gör att vi i våra prognoser förvisso räknar med att tillväxten skjuter fart framöver, men inte i den takt indikatorerna pekar på. Skulle indikatorbilden börja infrias igen kan tillväxten alltså bli starkare än i vår prognos. Att indikatorerna (inköpschefsindex, konsumentförtroende mm) faller tillbaka från dagens toppnivåer och att tillväxtbilden ljusnar något, blir vårt huvudscenario.

Det finns två skäl att se positivt på den pågående ekonomiska uppväxlingen. Dels är den bredbaserad och sker i såväl olika regioner som branscher, dels drivs den av de "rätta" krafterna; investeringar och privat konsumtion. Dessa kallas slutlig efterfrågan och ger en mer balanserad och hållbar tillväxt än till exempel stora statliga stimulanser. Vi räknar med att tillväxttakten håller sig på goda nivåer åtminstone under nästa år. Det finns dock anledning att hålla ett öga på de risker som skapas av att uppgången

redan varat mycket länge (snart 8 år). Det innebär att ekonomin inte längre har det tillväxtutrymme i form av lågt kapacitetsutnyttjande som präglar inledningen av uppgångar. Det är tvärtom ett vanligt skäl till att uppgångar tar slut – att flaskhalsar driver upp inflation och räntor, vilket sänker investeringar och konsumtion, men där är vi inte ännu. En annan vanlig nedgångsorsak är brustna finansiella bubblor – något vi inte heller ser framför oss för dagen, men som är en tydlig risk med fortsatt låga räntor.

Det saknas dock inte utmaningar och orosmoln. Åldrande befolkning höjer sparbenägenheten och minskar konsumtionsutrymmet samtidigt som svag produktivitetsutveckling dämpar utbudssidan. Lägg till detta att de stora skulderna och medföljande obalanser någon gång måste adresseras och den underliggande tillväxtbilden kommer att vara dämpad för kommande år. I närtid ser vi att de politiska orosmolnen skingrats under våren i form av utgången i europeiska val och mjukare signaler än befarat från Vita huset kring handelspolitiken. Men de politiska utmaningarna är fortsatt stora på bägge sidor av Atlanten. Givet den starka arbetsmarknaden – främst i USA – är det närmast märkligt att löneinflationen inte skjuter fart. Skulle det ske i alltför snabb takt kan det innebära början till slutet för den långa perioden av tillväxt. Än så länge dominerar bilden dock av en hälsosam uppväxling i tillväxt parat med modesta löneökningar och en godartad inflationsnivå på 1-2 procent – lite den bästa av världar, åtminstone ur ett företagsperspektiv.

LÅGA LÖNEÖKNINGAR



Trots en viss löneuppgång i USA, som vi förväntar oss håller i sig, är löneökningar på förvånansvärt låga nivåer. Vi räknar med att denna för inflationsen och bolagsvinsterna gynnsamma bild består en tid till.

USA – Övergående inbromsning

Närmast traditionsenligt växte USA:s BNP överraskande svagt under första kvartalet. Vädereffekter lyfts fram som förklaring, marknaden tog i vilket fall siffran med ro. Vi räknar heller inte med några större stimulanser från politiskt håll i år, Trump-administrationen har uppenbara svårigheter att driva igenom sin politik. Vi räknar dock med att vissa skattesänkningar bidrar marginellt till tillväxten under nästa år. En fortsatt förbättring av arbetsmarknaden och tydligt ljusare utsikter för investeringar talar ändå för att tillväxten skjuter fart igen, tillsammans med en fortsatt mycket stark bild för de framtidsblickande indikatorerna. Dessa lär falla tillbaka något framöver, men givet den starka arbetsmarknaden och det relativt höga sparandet borde hushållen, som hittills gäckt konsumtionsprognoserna, ändå öppna plånboken, vilket tillsammans med stark investerings- och industrikonjunktur ger hälsosam tillväxt under kommande år.

Eurozonen – Tillväxten växlar upp

Tillväxtförutsättningarna har fortsatt att förbättras de senaste månaderna. Stigande sysselsättning bidrar till mer optimistiska hushåll samtidigt som högre tempo i näringslivet gör att kapacitetsutnyttjandet stiger, vilket lockar fram investeringar som driver på tillväxten. De framtidsblickande indikatorerna ger också fortsatt en klart positiv bild samtidigt som den relativt svaga euron stöttar exporten. Vi räknar också med stöd från en svagt stimulerande finanspolitik, vilket å andra sidan behövs för att möta demografiska utmaningar i form av åldrande befolkning och flyktingströmmar. Den politiska osäkerheten har minskat efter utfallen i de holländska och franska valen, men eurozonen står ändå inför betydande politiska utmaningar de kommande åren. I närtid räknar vi dock inte med avgörande effekter på ekonomin.

För brittisk del har Brexit-utfallet ännu inte satt tydliga spår i tillväxten, sannolikt har det svaga pundet kompenserat. Vi räknar dock med att den politiska osäkerheten blir en tydlig tillväxtbroms de närmaste åren.

Japan – Uppförsbacke med handbroms i

Demografisk motvind och strukturella problem fortsätter att hämma Japans tillväxt. Den kortsiktiga bilden har ljuspunkter i form av stimulatив politik och svag yen. Givet de stora underliggande problemen räcker det dock bara till en tillväxt strax över nollstrecket, även om företagen, framför allt exportörerna, gynnas tydligt av den globala tillväxt- och valutabilden.

Tillväxtländer – Hjulen snurrar fortare

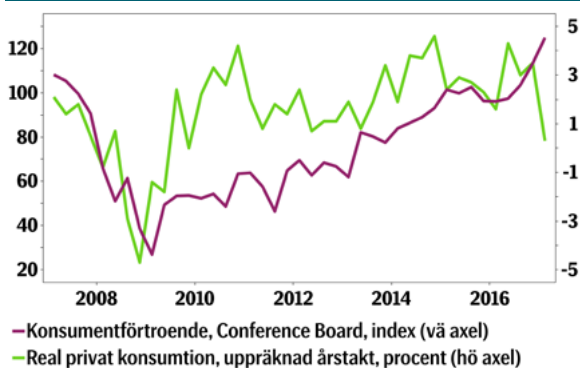
Utsikterna för Emerging Markets-ekonomierna har ljusnat den senaste tiden. Även om det fortfarande finns protektionistiska risker ökar världshandeln igen, vilket gynnar de ofta exportorienterade ekonomierna. Lägg till detta en fortsatt stabilisering av råvarupriser och förbättrade bytebalanser i de mest sårbara länderna och den generella bilden ser bättre ut än på länge.

Bland de större länderna är Indien alltjämt den lysande tillväxtstjärnan. Förra årets problematiska valutareform gav en mindre ekonomisk inbromsning än befarat, samtidigt som landet genomfört flera viktiga ekonomiska reformer, inte minst den nationella försäljningsskatten som lanse-ras i år, något som ger positiva tillväxteffekter från nästa år. Såväl Ryssland som Brasilien har lämnat recessionen bakom sig, men stora strukturella problem gör att tillväxten blir svag kommande år.

Kina – Ekonomin gasar, politiker bromsar

Kinas tillväxt har skjutit fart under inledningen av året. Den sedan tidigare starka tjänstesektorn har kompletterats med ett tydligt uppsving i industrikonjunkturer, tack vare starkare export och mer byggande. Tvärtom de senaste åren, då myndigheterna behövt stimulera ekonomin för att undvika en alltför snabb inbromsning räknar vi med att man i år lägger om politiken för att minska riskerna i ekonomin och därmed dämpa tillväxten. Vi räknar med stramare penningpolitik och begränsningar på kreditmarknaden. Risken är dock liten för att man tar i för mycket då

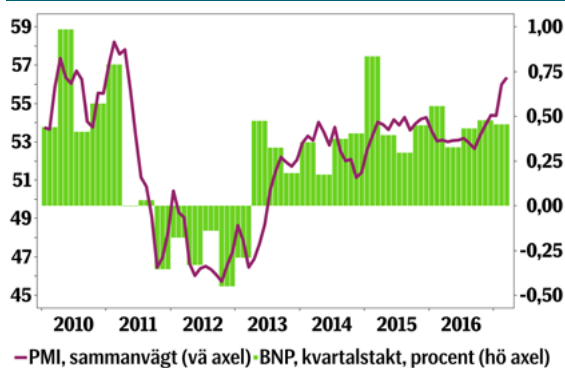
ÖVERGÅENDE SVACKA I KONSUMTIONEN



Källa: BEA

Trots stor optimism sjönk tillväxttakten överraskande i privatkonsumtionen under det första kvartalet. Varmare väder är sannolikt en delförklaring, men vi räknar med en tydlig uppväxling under kommande kvartal.

INDIKATORER PEKAR MOT TILLVÄXTÖKNING



Källa: Eurostat och Markit

I Europa, liksom på många andra håll, ser vi en tydlig uppgång i inköpschefsindex. Goda bolagsvinster under första kvartalet bekräftar bilden av en pågående uppväxling i tillväxten, om än inte lika kraftig som indikatorerna pekar på.

detta är ett politiskt viktigt år. Stora delar av ledningen ska bytas ut i höst, vilket gör att man sannolikt står beredd att både gasa och bromsa, beroende på vad som krävs för att hålla tillväxten i förväntad takt. Vi skruvar upp vår tillväxtprognos något och slår fast att Kina blir en viktig bidragsgivare till global tillväxt även framöver.

Sverige – Fortsatt bra fart

Det redan starka stämningsläget i ekonomin har ytterligare förstärkts de senaste månaderna. Vi har sett starka utfall både för industriproduktion och för arbetsmarknad, vilket ger stöd till vår bild med en BNP-tillväxt klart över den historiska trenden. Här bidrar också behoven av bostäder och offentliga tjänster, bland annat i flyktingkrisens spår. Tillväxten dämpas av en privatkonsumtion som är svagare än väntat. Trots den ljusa bilden uttrycker hushållen oro för framtiden och ökar på sitt sparande. Dämpar gör också bristen på arbetskraft som börjat göra sig gällande i vissa sektorer. Drivkrafterna för tillväxt kommer framför allt från företagen, i form av såväl en tydligt positiv bild i industrin som en byggsektor som går för högvarv. Den svaga kronan, stigande global efterfrågan och en cykliskt känslig svensk exportindustri har drivit upp indikatorerna mot historiska toppnivåer. Vår bedömning är dock att tillväxten inte blir lika hög som indikeras.

Norden (exkl Sverige) – Tillväxten accelererar

Den norska ekonomin passerade botten i fjol. Avmattningen i fastlandsekonomin motverkades av uppgång i investeringar samt kraftfulla stimulanser, bättre exportmarknader och starkare privatkonsumtion, vilka utgör viktiga drivkrafter. Trots stigande tillväxt och fallande arbetslöshet räknar vi med fortsatt låg inflation.

I Danmark sker en uppväxling av tillväxten och en växling av drivkrafter de kommande åren. De senaste årens kreditåstramning klingar av, men håller fortfarande tillbaka den inhemska tillväxten. Exportmarknaderna tar dock tydligt över som drivkraft, då efterfrågan stiger samtidigt som konkurrenskraften är god.

Även för Finlands del har läget ljusnat. Sysselsättningen ökar, investeringarna växlar upp och både förtroende och produktion ökar i företagssektorn. Export och investeringar tillhör de områden som driver på tillväxten, medan privatkonsumtion och offentliga finanser håller tillbaka.

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

Källa: SEB, OECD

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



Globala aktier

Positiv rapportflod förstärker börsuppgången

Året har inletts i positiv anda för den globala aktiemarknaden. Världsindex mätt i svenska kronor har stigit ca 8 procent hittills i år. Teknologisektorn har visat sig starkast och är upp 16 procent, medan oljesektorn, som var föregående års vinnare, är ner cirka 7 procent. Regionmässigt har tillväxtmarknaderna med Asien i spetsen, samt Europa agerat draglok, medan USA har hamnat på efterkälken. Rapportsäsongen har dock börjat lovande i samtliga regioner och vi ser upprevideringar av vinster tack vare starka rapporter och optimistiska företagsledningar.

- Vi föredrar börser i regioner som gynnas av högre global tillväxt och låga värderingar såsom Europa, Japan och Emerging Markets.
- Värdeaktier bör prestera bättre än tillväxtaktier tack vare starka konjunktursignaler.
- Synkroniserad global konjunkturåterhämtning talar för att vinstprognoserna infrias och kanske rent av överträffas. Värderingen är dock hög i ett historiskt perspektiv. Världsindex värderas till p/e 16,5 på 12 månaders framåtblickande prognoser.

RAPPORTPERIODEN FÖR DET FÖRSTA KVARTALET har hittills bjudit på övervägande positiva överraskningar. Det är kutym att gradvis justera ned de alltför positiva vinstprognoserna i inledningen av året. Nu är det snarare tvärtom. Konjunktur känsliga sektorer visar bra vinster och försäljningstillväxt. Orderingången har också överraskat positivt, vilket indikerar framtida försäljningsökningar. Främst är det drivet av sektorer som varit underinvesterade under ett antal år, men som nu ser att efterfrågan ökar. Tydligast är detta inom energi- och gruvindustrin, men också inom generell industri. Med volymökningar i den cykliska industrin kommer också bättre marginaler.

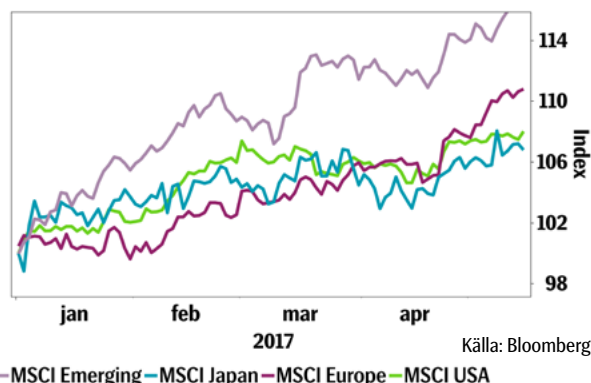
Efterfrågebilden är stabil och likvärdig i USA och Europa och delar av Asien, medan den planar ut i länder som brottats med fallande BNP, såsom Brasilien och Ryssland. Banksektorn visar överlag upp starka rapporter i USA och Europa med varierande kursreaktioner. Amerikanska banker värderades upp kraftigt i slutet av 2016, med förhoppningar om avregleringar och skattesänkningar. De goda resultaten har räckt för att försvara kursuppgången från föregående år, men inte mer. De europeiska bankerna har mestadels överraskat positivt, om än från låga nivåer och har sett sina börskurser stiga med nästan 15 procent i år, räknat i svenska kronor. Mest avgörande för de europeiska bankernas uppgång har dock inte varit bolagsrapporterna, utan resultatet av utfallet i det franska presidentvalet. Franska och tyska banker, såsom BNP Paribas, Société Generale och Deutsche Bank fick se sina börskurser stiga med 8-10 procent dagen efter första omgångens valresultat.

Den högt flygande teknologisektorn har generellt levererat över förväntan. Bolag som Amazon, som till hälften är ett teknologibolag, Alphabet (som Google heter på börsen) och Apple har kommit med starka rapporter. Apple gick förvisso ned några procent på rapporten, men är ändå upp 31 procent i år, räknat i kronor. Tillsammans är dessa tre bolag värda ungefär lika mycket som 192 stycken Skanska, eller Sveriges BNP gånger fyra. Det är lätt att dra slutsatsen att teknologisektorn är för högt värderad givet de kursuppgångar vi haft det senaste decenniet, men faktum är att på aggregerad nivå är värderingen inte speciellt hög. Snarare är det så att flertalet teknologi- och internetbolag som Facebook, Apple och Google har blivit billigare i takt med kursuppgångarna. Vinsterna har med andra ord vuxit snabbare än vad kurserna har stigit. Det man ska ha respekt för i denna sektor är snarare snabbheten i omställningar och produktcykler. Går det åt fel håll går det ofta snabbt och får ödesdigra konsekvenser för aktiekurserna.

Regionallokering

Vi är fortsatt försiktigt inställda till den amerikanska aktiemarknaden, då värderingen är hög och marginalerna är på toppnivåer. USA ligger före den övriga världen i konjunkturcykeln och får kämpa för att behålla sina goda marginaler. Trots det kan vi inte komma ifrån att vi vill ha exponering

TILLVÄXTLÄNDER I BÖRSTOPPEN HITTILLS I ÅR



EM leder börsutvecklingen i år, följt av Europa. USA och Japan har inte hållit med. Europa har utvecklats klart bäst sedan resultatet av första valomgången i Frankrike presenterades.

mot delar av den amerikanska marknaden som är svår att få i övriga världen. Många stora och framgångsrika bolag inom konsument-, teknologi- och internetsektorn finns på andra sidan av Atlanten och i en diversifierad portfölj vill vi äga dessa framgångssagor. På aggregerad nivå är vi dock underviktade USA av värderingsskäl.

Europa, som vi är mest positiva till, har en tydligt attraktiv profil i nuvarande makromiljö. Regionen är lägre värderad än USA och ligger dessutom senare i konjunkturcykeln. Vi ser nu förbättrade vinstmarginaler i takt med att tillväxten tar fart tack vare hög operativ hävstång (varje ytterligare försäljningskrona ger bra skjuts till vinsten). Banksektorn i Europa är lågt värderad och vi ser nu att utlåningen ökar, vilket borgar för bättre vinster i banksektorn, samtidigt som det är en indikation på att ekonomin som helhet växer. När styrräntehöjningar från Europeiska Centralbanken påbörjas kan vi se fram emot en normalisering av värderingarna i den europeiska banksektorn.

Japan är en ytterst cyklisk aktiemarknad med stort inslag av verkstadsbolag och teknikbolag samt lågt värderade banker. Av de större aktiemarknaderna har den japanska vinstutvecklingen högst korrelation med den globala industriproduktionen på grund av det stora cykliska inslaget och bör därför prestera bättre än vad Tokyobörsen gjort hittills i år. Yenen inledde året med att förstärkas, vilket förklarar att aktiemarknaden släpar i år, men den globala tillväxten talar för att Japan kommer ikapp.

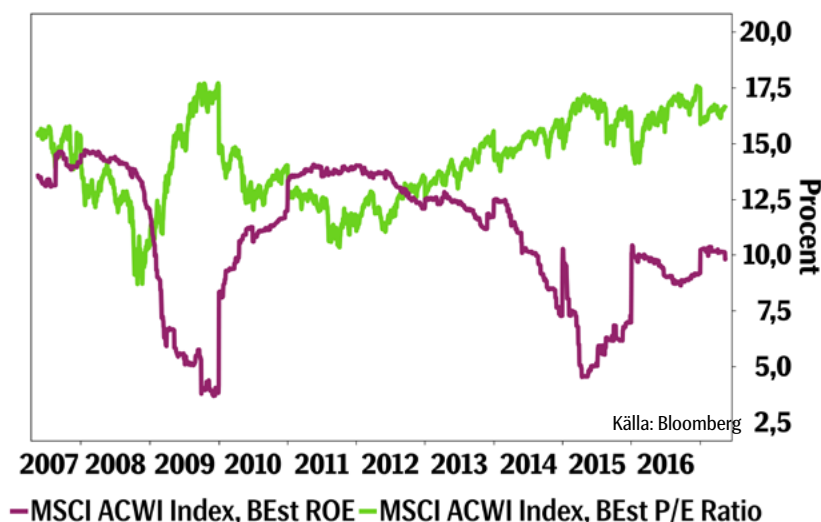
Vi ser nu mer positivt på Emerging Markets, EM, än tidigare då den amerikanska valutan ser ut att ha nått vägs ände i sin förstärkning mot andra valutor, samtidigt som den globala ekonomin växlar upp. Dessutom är värderingsgapet mot USA och övriga västländer stort, och vinsterna revideras upp. Detta är en bra cocktail för att investera i EM.

Värdering

Sedan 2012 års början, har världsindex för aktier mätt i lokal valuta stigit med ca 97 procent. Vinsterna har inte stigit i lika hög utsträckning, vilket har gjort att värderingen blivit högre. I början av 2012 hade vi precis haft en kris inom EMU (Ekonomiska och monetära unionen) och därför var värderingen låg och börsen pressad. P/e-talet var då 11, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv. Nu har p/e-talet stigit till 16,5 på 12 månaders framåtblickande vinster. Detta är istället högt med historiska mått mätt. Ser vi till hur det egna kapitalet värderas i förhållande till avkastningen på detsamma, är det också i högsta laget. Det finns dock förmildrande omständigheter avseende värderingen och det är att ett antal sektorer (bank, råvaror, energi och industri) som varit pressade under flera år, visar stark vinsttillväxt. Avkastningen på det egna kapitalet bör därför stiga till betydligt högre nivåer, vilket gör nuvarande värdering försvarbar. Detta förutsätter dock en fortsatt stark konjunktur, vilket är vårt huvudscenario.

Vi fortsätter att övervikta marknader utanför USA av värderingsskäl samt en tro på fortsatt bra konjunktur. I nuläget är vi mest positiva till Europa, då vi ser en rad makrofaktorer förbättras från låga nivåer samtidigt som banksektorn kapitaliserats upp och kreditgivningen ökar. En sämre utveckling hittills på den japanska aktiemarknaden i år borgar för en upphämtning från nuvarande nivåer av samma skäl som för den europeiska marknaden. Vi har ändrat vår moderata syn på tillväxtmarknader till att bli positiva tack vare låg värdering, tro på konjunkturen och en amerikansk valuta som inte längre stärks mot omvärldens. Tillväxtbolagen har haft en bra uppgång i år jämfört med substansrika och lågt värderade bolag, men framöver bör dessa så kallade "valuebolag" (värdeaktier) utvecklas relativt bättre i takt med att konjunkturen stärks.

STARKARE KONJUNKTUR FÖRBÄTTRAR LÖNSAMHETEN



Värderingen har stigit på världsbörsen. P/e-talet är 16,5 på 12 månaders framåtblickande prognoser. Lönsamheten, avkastningen på eget kapital (cerise linje), bör förbättras allt eftersom konjunkturen tilltar i styrka.



Tema: Tillväxtmarknader

Stärkt global ekonomi sätter tillväxtmarknader i fokus

Från 2011 och fram till halvårsskiftet 2016 haltade den globala ekonomiska tillväxten, inflationstakten dalade och metallpriserna föll, ingen bra kombination för aktiemarknaderna i Emerging Markets (EM) som underpresterade under perioden. I samband med att den globala ekonomin har börjat stärkas, har tillväxtmarknaderna åter kommit i fokus. Suget efter undervärderade tillgångar med cyklisk exponering och företag i strukturell tillväxt i snabbväxande regioner har gjort att investerare har ökat sin exponering mot regionen.

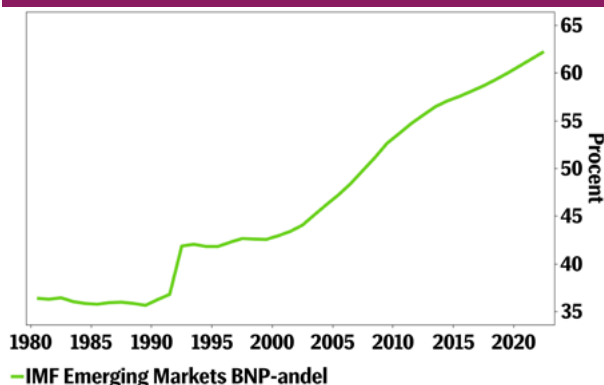
Tillväxtländernas andel av global BNP mätt i köpkraftskorrigerade termer ökar stadigt och är nu uppe i drygt 62 procent. Tillväxttakten för dessa länder är cirka 2-3 procentenheter högre än i de mogna länderna, så gapet fortsätter att öka.

Samtidigt väger dessa länder endast 11 procent i världsindex för aktier. Kina väger tyngst i Emerging Market-index med 27 procent, följt av Korea på 15, Taiwan 12 och Indien 8 procent. Totalt står Asien för 70 procent av EM:s index. I takt med att råvarupriserna har fallit har råvaruproducerande länders börser, såsom Brasiliens och Rysslands minskat i betydelse. Samtidigt har den teknologiska utvecklingen, som gynnat asiatiska börser, accelererat de senaste tio åren. Kina är det land som har ökat mest i börsvärde under det senaste decenniet. Flertalet börsnoteringar har varit extremt lyckade. Ett exempel är internetgiganten Tencent, som introducerades 2004. Aktien har sedan dess gått upp 380 gånger och har nu ett börsvärde om cirka 300 miljarder USD. Den kinesiska dominansen som andel av EM kommer att fortsätta öka då A-aktier noterades i Shanghai och Shenzhen (som endast kan köpas av kineser samt av utvalda utländska investerare med särskilt tillstånd) gradvis kommer att inkluderas i MSCI, som är den dominerande indexleverantören i

världen. Förmodligen sker detta med start i juni i år. Skulle alla A-aktier inkluderas idag skulle andelen öka med cirka 8-9 procentenheter och Kina skulle då stå för 36 procent av EM:s index.

I grafen på nästa sida kan vi se hur sektorvikterna har ändrats under den senaste tioårsperioden. Teknologisektorns andel har stigit stadigt och är nu den största sektorn tillsammans med finanssektorn. Tillsammans utgör dessa sektorer 45 procent av totala index. Sällanköpsvaror utgör nu också en större andel, medan de sektorer som vi mest förknippar med EM, som gruv- och oljeindustrin, har halverats i betydelse och utgör nu endast 15 procent. Naturligtvis har fallande råvarupriser bidragit till denna utveckling, men också en högre nivå av välfärd, som driver på utvecklingen inom konsumentvaror och service. Teknologi, e-handel och internetjättar som kinesiska Tencent och Alibaba samt koreanska Samsung har alla tre ett börsvärde om cirka 300 miljarder USD och är exempel på framväxten av internationella giganter. I många avseenden har delar av Asien kommit längre än vad vi gjort i väst. Som exempel kan nämnas att mobila betalningar är 50 gånger större i Kina än i USA och 90 procent av dessa betalningar kanaliseras via Tencent och Alibaba.

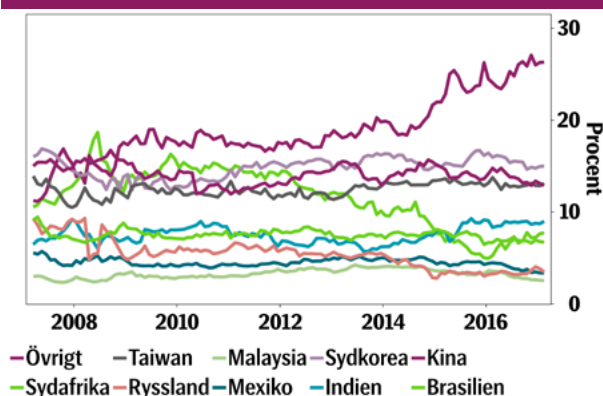
TILLVÄXTLÄNDERNAS ANDEL AV GLOBAL BNP ÖKAR STADIGT



Källa: Bloomberg

Tillväxtländernas andel av global BNP mätt i köpkraftskorrigerade termer ökar stadigt och är nu uppe i drygt 62 procent.

KINA ÖKAR DOMINANSEN INOM EMERGING MARKETS



Källa: Bloomberg

Kina väger tyngst i Emerging Market-index och utgör 27 procent, följt av Korea på 15, Taiwan 12 och Indien 8 procent. Totalt står Asien för 70 procent av EM:s index. Råvaruproducerande länders, exempelvis Brasiliens och Rysslands andel har minskat i takt med det fallande oljepriset.

Lockande värdering relativt mogna marknader

Värderingen har stigit på aktiemarknaderna i EM, men inte i lika hög utsträckning som i övriga världen. P/E-talet för världen exklusive EM är 16,5, men det är drygt 12 för EM på ett års prognos. Skillnaden i värdering bör konvergera givet det historiska värderingsgapet samt de goda förutsättningarna för en positiv vinstutveckling i EM, vilka är bättre än på många år.

Vinsterna i EM är trots allt mer volatila på aggregerad nivå, vilket delvis förklarar värderingsrabatten. Ett exempel på detta kan vi se i grafen nedan som visar utvecklingen för EM-index i jämförelse med världindex. Vi bevittnade ett stort fall avseende avkastningen på det egna kapitalet från 2013 till 2015. Detta var drivet av ett stort marginaltapp relaterat till kollapsen för råvarupriserna. Marginalerna har återhämtat sig och avkastningen på det egna kapitalet är nu i nivå med övriga världen.

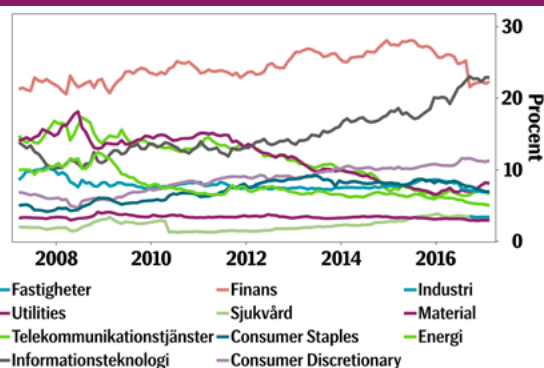
Gamla samband gäller fortfarande, men försvagas

Fortfarande mår EM som grupp bra av höga råvarupriser och svag USD, men korrelationen med råvarupriser är svag för börser i Asien som till stor del är nettoimportörer av råvaror, medan den är stark för råvaruexporterande nationers aktiemarknader. Den senaste femårsperioden har inte bjudit på mycket avkastning för en bred EM-exponering, då råvarupriserna sjunkit och den amerikanska dollarn har stärkts. Däremot har den varit synnerligen god för en global aktieexponering exklusive EM. Särskilt den amerikanska aktiemarknaden har varit stark.

Vi har tidigare varit avvaktande till EM delvis på grund av en alltför stark trend för USD, men troligtvis är vi nära slutet av dollarförstärkningen, vilket minskar motvinden. Dessutom har råvarupriserna återhämtat sig till mer normala nivåer, vilket är viktigt för statsfinanserna och börserna i länder som Brasilien, Ryssland, Sydafrika och Indonesien. På kort och medellång sikt är förutsättningarna för metallprisuppgångar begränsade, då Kina stävjar kreditgivningen, vilket dämpar investeringarna. Fokus flyttas därmed till andra sektorer i vilka vi finner intressanta bolag som kan växa strukturellt med det ökade ekonomiska välbefindandet och den snabba IT-anpassningen. Exempel på intressanta sektorer på lång sikt är konsumentsektorn och teknologisektorn.

Makroekonomi och kapitalmarknaders utveckling under det senaste decenniet har gjort att vi tar hänsyn till andra parametrar när vi investerar i EM idag än vad som var fallet för tio år sedan. Då var det lite förenklat ett sätt att få hävstång på konjunktur och stigande råvarupriser. Dessa samband existerar fortfarande, men i mindre utsträckning. Attraktionen och utmaningen med en investering i EM idag är att hitta bolag som kapitaliserar på starka underliggande teknologiska trender och trender som understöds av en starkare ekonomisk tillväxt än den vi har i de mogna ekonomierna.

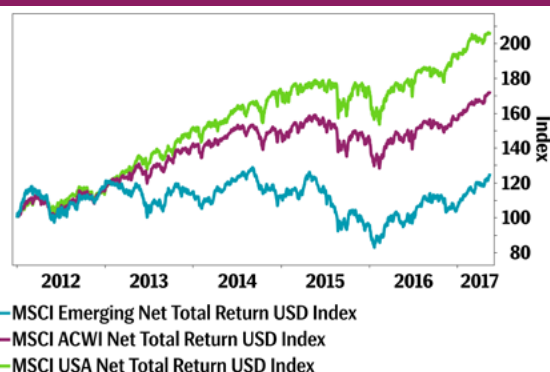
TEKNOLOGISEKTORN IFATT FINANSSEKTORN



Källa: Bloomberg

Teknologisektorns andel har stigit stadigt och är nu den största sektorn tillsammans med finanssektorn. Fallande råvarupriser har gjort att gruv- och oljeindustrins indexvikt har halverats under den senaste tioårsperioden.

LOCKANDE VÄRDERING RELATIVT MOGNA MARKNADER



Källa: Bloomberg

Skillnaden i värdering mellan utvecklade marknader och EM har vuxit. P/e-talet för EM på ett års framåtblickande prognos är nu drygt 12 jämfört med 16,5 för de utvecklade marknaderna.



Nordiska aktier

Stark vinststillväxt ger försiktigt positiv börssyn

En god start på vinståret 2017 och en återfunnen stabilitet i vinstprognoserna har styrkt oss i förväntningarna om att detta blir det bästa vinståret sedan 2010. Stark vinststillväxt för börsbolagen kombinerat med obefintliga räntor och minskad risk för ett franskt utträde ur EU ("Frexit") är egentligen en drömcocktail för börsen. Tyvärr har marknadsaktörerna redan tagit ut väldigt mycket i förskott och en värdering på historiskt höga nivåer begränsar uppgångspotentialen för den nordiska aktiemarknaden. Sammantaget förblir vi försiktigt positiva till börsen för återstoden av innevarande år.

- Rapporterna för första kvartalet var överraskande starka och hoppningivande för resten av året.
- Positiva prognosrevideringar ger trovärdighet åt optimismen.
- Låga räntor ger fortsatt stöd åt aktiemarknaden.
- Politisk osäkerhet består, men risken för extrema effekter på vinstutvecklingen har minskat.
- Hög värdering begränsar potentialen.

RAPPORTERNA FÖR BÖRSBOLAGENS första kvartal har varit en sällsynt trevlig läsning med positiva överraskningar från 70 procent av de nordiska börsbolagen vi bevakar, samt ett genomsnittligt resultat före skatt som överstiger prognoserna med 16 procent.

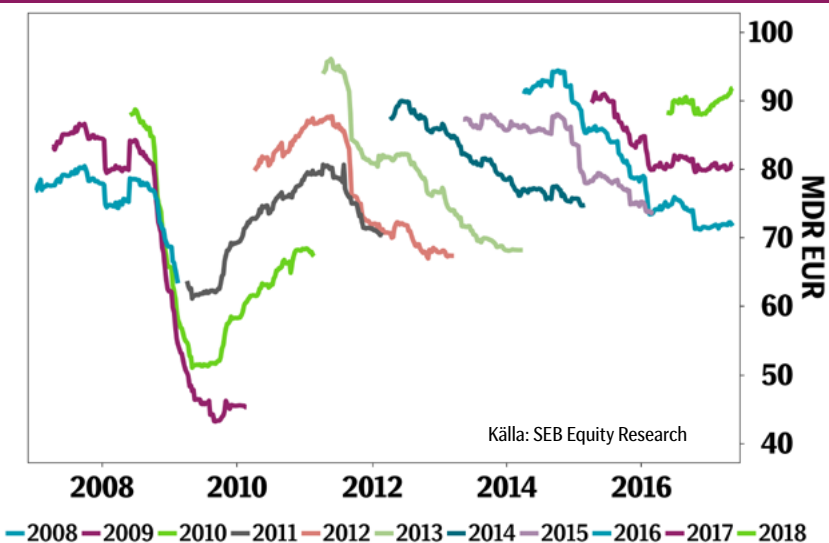
Detta har även föranlett analytikerna att justera upp sina prognoser för både innevarande och nästa år. De aggregerade vinstprognoserna för 2017 för de nordiska börsbolagen har nu varit relativt stabila sedan tidigt 2016. Med mer än ett år utan dramatiska förändringar på aggregerad nivå har trovärdigheten i våra prognoser för 2017 förbättrats. Den tidigare trenden med stadigt nedreviderade vinstprognoser som varit ett faktum sedan sommaren 2011

ser ut att vara bruten, åtminstone för stunden. Stabila prognoser, det vill säga när investerarna vet vad de betalar för, ska allt annat lika medföra en lägre riskpremie – det vill säga en högre värdering.

Historiska studier indikerar att det finns en inbyggd problematik med vinstprognoser vilket gör det rimligt att vi ska räkna med en viss negativ revideringstrend över längre perioder, men utvecklingen 2011-2016 var extremt tuff och förhoppningsvis klart värre än vad som ska förväntas vara normalt. När osäkerheten är extra stor är det rimligt med en högre riskpremie, vilket motsvaras av något lägre värdering. Den rabatten är inte längre motiverad.

Den återfunna stabiliteten i prognoserna är central för värderingarna, men minst lika viktigt är att vinsterna börjar växa i god takt igen. Ju lägre avkastningskraven är vid en investering desto mer värdefull är den framtida vinststillväxten, men sedan 2011 har det inte varit mycket till vinststillväxt för de nordiska börsbolagen på aggregerad nivå – inte förrän nu. I år räknar vi med 12 procents tillväxt i de justerade nettovinsterna för de nordiska börsbolagen, räknat i euro. Det är den bästa utvecklingen sedan 2010 (då vinsterna

STABILARE VINSTPROGNOSE MOTIVERAR HÖGRE VÄRDERING



Diagrammet visar de aggregerade vinstprognoserna för de nordiska börsbolagen för respektive prognosår över de senaste tio åren. Efter en lång period med stora negativa prognosrevideringar har vi nu sett mer än ett år av stabilitet för prognoserna 2017. För 2018 visar prognoserna en positiv trend sedan 16 månader, något vi inte sett sedan 2011.

studsade upp efter finanskrisen) och i nivå med de goda åren 2005-2007. För nästa år ligger prognoserna på 14 procents vinsttillväxt och dessa har till och med justerats upp över det senaste året. Även om de mest aggressiva tillväxtprognoserna återfinns i Norge och oljesektorn är det en bred uppgång vi ser, med hög vinsttillväxt i samtliga av de fyra nordiska länderna vi bevakar och positiv utveckling för nästan alla de viktiga sektorerna, både 2017 och 2018. Det enda undantaget är hälsovårdssektorn 2017, vilket helt förklaras av en väntad vinstförsämring om 10 procent i AstraZeneca.

Råvarumarknaden svajar igen

Ett orosmoment värt att beakta, även om vårt huvudscenari är positivt, är den senaste tidens försvagning i råvarumarknaderna. Råvaru- och energisektorerna var drivande i såväl avmattningen 2015 som det senaste årets återhämtning för hela industrisektorn. Förbättrad efterfrågan från exempelvis gruvor och oljeindustri har varit central för den positiva utvecklingen för de stora svenska verkstadsbolagen. Även stabiliseringen i viktiga utvecklingsekonomier som Brasilien är en direkt funktion av återhämtningen för energi- och råvarupriserna.

På senare tid har priserna för en rad viktiga råvaror kroknat igen. Trots omfattande intervenser från OPEC för att lyfta oljepriserna är dessa nu tillbaka på samma nivåer som i april 2016, dock fortfarande en god bit över bottenivåerna från februari samma år som skapade stor stress i hela det finansiella systemet. I början av maj var oljepriserförändringen på rullande årsbasis därmed återigen negativ. Järnmalmpriserna har tappat en tredjedel från toppnivåerna för bara två månader sedan och är nu tillbaka på samma nivå som under sommaren 2016 och våren 2015. De flesta basmetaller noterar rejäla nedgångar sedan mitten av februari och nickelpriset är nästan tillbaka på bottenivåerna i början av 2016.

På grund av effekterna från råvaru- och energisektorn, som tydliggjordes 2016, bedömer vi att det är viktigt att bevaka den fortsatta utvecklingen på detta område. Inte bara för de direkt exponerade bolagen och aktierna utan hela börsen. Sannolikt är det dock en övergående nedåttrekyl som vi nu är inne i.

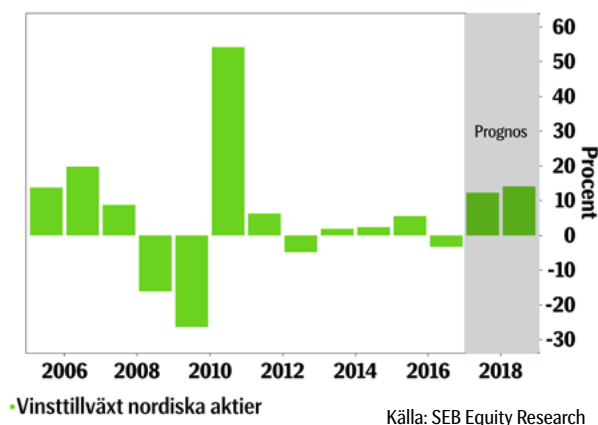
Minskad politisk risk

Även om vi inte betraktade risken för en fransk valseger för Marine Le Pen som särskilt sannolik, betyder hennes valförlust mot Emmanuel Macron att ett potentiellt riskelement för finansmarknaden har eliminerats. Le Pens löften om att arbeta för en Frexit hade kunnat bli början på slutet för valutaunionen och skapat stor oreda i finansmarknaden.

Ett annat potentiellt riskelement som visserligen aldrig gav något synbart avtryck på aktiemarknaden men som efter Donald Trumps, inte överdrivet spektakulära, första 100 dagar vid makten måste betecknas som reducerat, är risken för ett USA-lett globalt handelskrig. Under valkampanjen var Trump mycket kritisk till frihandel och även om retoriken till viss del består och tullskydd upprättas till förmån för inhemsk amerikansk produktion av exempelvis stål och sågade trävaror är bilden för världshandeln långt ifrån nattsvart. Att Trump backat från tidigare beskrivning av Kina som valutamanipulator är hoppgivande för alla som tror att en mer extrem linje från USA vad det gäller handelspolitiken hade skadat den ekonomiska tillväxten och börsbolagens vinstutveckling.

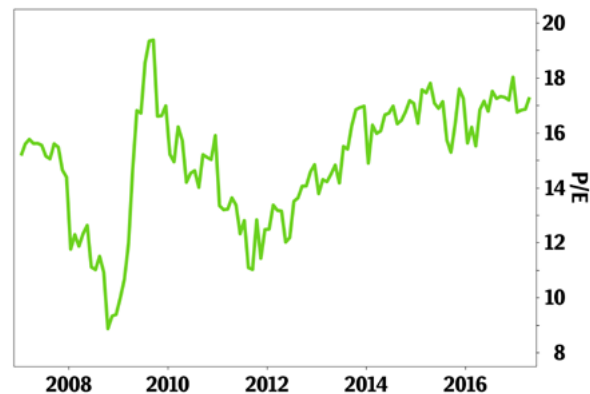
Det går fortfarande att göra en lång lista över politiska orosmoment i världen, exempelvis obalanserna inom den europeiska valutaunionen, Nordkoreas hot om militär aggression mot kringliggande länder och risken för att politisk prestige ska göra Brexit-förhandlingarna onödigt kostsamma. Investerarkollektivet har dock blivit betydligt mer avslappnat kring denna typ av risker än för sex år

STARK VINSTTILLVÄXT 2017 OCH 2018



Diagrammet visar den årliga vinsttillväxten för de nordiska börsbolagen, räknat i euro och justerat för engångsposter, sedan 2005 samt våra prognoser för 2017 och 2018. Efter fem marga år väntas 12 procents ökning 2017 och 14 procent 2018.

HÖG VÄRDERING AV BÖRSBOLAGENS VINSTER



Diagrammet visar p/e-talet för den nordiska aktiemarknaden, konsensusprognoser för det närmaste kalenderåret.

sedan och på marginalen menar vi att utvecklingen på senare tid har varit i positiv riktning till följd av Le Pens konstaterade valförlust.

Drömkombinationen

Efter fem år av stagnation syns nu tydliga tecken på signifikant vinsttillväxt samtidigt som vinstprognoserna bör uppfattas som mer pålitliga och ett par av de större politiska riskmomenten har eliminerats. Dessutom är penningpolitiken fortsatt expansiv och räntorna extremt låga i ett historiskt perspektiv. För börsen är detta så nära en idealisk kombination som det går att komma, om det inte vore för att så mycket redan har tagits ut i förskott. Den extremt gynnsamma kombinationen av dubbelsiffrig procentuell vinsttillväxt och räntor nära noll reflekteras tyvärr även i höga värderingar.

Hög värdering begränsar potentialen

Efter åtta år av någorlunda stadig börsuppgång, om än med signifikanta rekyler 2011 och 2016, värderas de nordiska börsbolagens vinster nu till p/e 17,0 på 12 månaders förväntade vinster, vilket är cirka 20 procent högre än snittet de senaste tio åren. Värderingen av bokfört eget kapital har mer än dubblats från bottenivåerna 2008/2009, men är fortfarande 22 procent lägre än toppnoteringen från 2007. Notera dock att räntabiliteten på eget kapital var 15,2 procent 2007, jämfört med 12,5 procent på vår prognos för innevarande år.

Sammantaget är det svårt att inte vara optimistisk till börsen när goda vinstutsikter paras med låga räntor, men höga värderingar begränsar potentialen och vi behåller därför en försiktigt positiv syn.

DUBBLERAD VÄRDERING AV EGET KAPITAL SEDAN BOTTEN 2009



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar värderingen av bokfört eget kapital för de nordiska börsbolagen. Trots en uppvärdering av eget kapital från bottenivåerna 2009 med 110 procent finns det 28 procents potential kvar till toppnoteringen från 2007.

SVAJIG RÅVARUMARKNAD ÄR VÄL VÄRD ATT BEVAKA



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar järnmalmpriser från råvarubörsen i Dalian i Kina samt priset på WTI-råolja. Högre energi- och råvarupriser har varit en viktig drivkraft för återhämtningen i industrikonjunkturen det senaste året, men oljepriset är lägre idag än för ett år sedan och priset på järnmalm har gått ner med en tredjedel från toppnivåerna i februari i år.

Ränteinvesteringar

Expansiv penningpolitik, men förändrad riskbild

Centralbankerna har under en lång tid fört en expansiv penningpolitik, men det blir allt svårare att argumentera för nuvarande extrema åtgärder i form av minusräntor och obligationsköp. Visserligen brottas flera centralbanker med utmaningen att nå sina inflationsmål, men deflationsrisken har blivit allt mindre samtidigt som tillväxten har återhämtat sig, något som flera centralbanker bekräftar.

- Räntehöjning från Riksbanken dröjer trots stark tillväxt.
- Europeiska Centralbanken, ECB, fortsätter att stimulera marknaden, men lättar åter på gasen i september.
- Amerikanska Federal Reserve (Fed) höjer räntan och krymper balansräkningen.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Riksbanken lämnade som väntat styrräntan oförändrad på -0,5 procent vid sitt möte i april, men beskedet i övrigt överraskade. Köpen av statsobligationer utökas med 15 miljarder kronor under andra halvåret 2017 och reporäntan förväntas höjas först i mitten av 2018. Den mer expansiva penningpolitiken motiveras av behovet av att ge ytterligare stöd åt inflationen samt politiska risker i omvärlden. Riksbanken skriver upp sina prognoser för tillväxten, även inflationsprognosen för 2017 skrivs upp något, men sänks lite på längre sikt. Vi räknar inte längre med en reporäntehöjning redan i december, men vi bedömer att Riksbanken inleder höjningar något tidigare (april 2018) än vad de själva indikerar, då penningpolitiken går på tvärs mot utvecklingen i ekonomin. I slutet av 2018 är vår prognos att reporäntan ligger på 0 procent. Skillnaden mellan 10-åriga svenska och tyska obligationsräntor har haft en sidledes trend det senaste halvåret. Riksgälden minskade sina obligations-emissioner i februari och ytterligare neddragningar i juni är sannolika, vilket sätter press på svenska räntor. Samtidigt får Riksbanken allt svårare att hitta säljare i sitt obligationsköpsprogram som fortsätter under andra halvåret. På kort sikt sätter dessa faktorer press på marginalen mot de tyska räntorna. På lite längre sikt kan förväntningar om svenska styrräntehöjningar ändå väntas bidra till att svenska långräntor stiger mer än de tyska. Den 10-åriga svenska räntan väntas stiga från 0,56 procent idag till 0,80 respektive knappt 1,50 procent i slutet av 2017 och 2018.

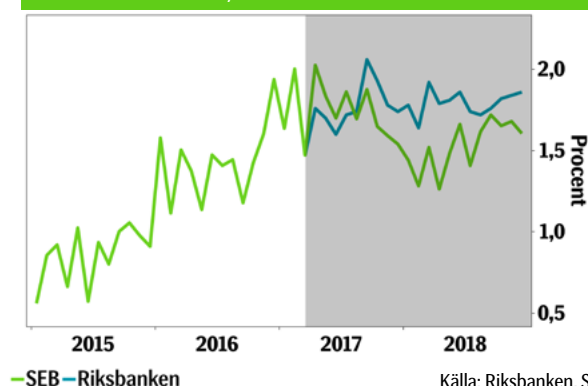
Till skillnad från Riksbanken lämnade ECB såväl räntor som planerade obligationsköp oförändrade vid sitt räntemöte i april. Centralbankschefen Draghi uttryckte en ökad optimism kring tillväxten. Flera faktorer talar för att ECB kommer att ta steg för att lätta ytterligare på gasen redan i år. De ekonomiska utsikterna har successivt förbättrats samtidigt som de politiska riskerna i viss mån har minskat. Att ECB står fast vid sin högre prognos med inflationen stabilt kring 1,75 procent och med gradvis stigande kärninflation

underlättar argumentationen för en något mindre expansiv penningpolitik. Vi väntar oss att ECB nu avvaktar till mötet i september då man väntas 1) höja depositräntan till -0,25 procent, 2) minska de månatliga köpen till 40 miljarder euro i månaden från och med januari 2018, 3) förlänga obligationsköpen till första halvåret 2018.

Ett alternativt scenario kan vara att septembermötet landar i att obligationsköpen dras ner redan med början i oktober 2017 och att köpen sedan avslutas under våren 2018, varefter den första höjningen av depositräntan sker.

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har tydligt kommunicerat att man avser att kombinera de förväntade räntehöjningarna med en minskning av balansräkningen. Med två av varandra oberoende verktyg finns potentiellt flera möjliga kombinationer för att fortsätta normaliseringen. Vårt huvudscenario är att styrräntan höjs i juni och september och att minskningen av balansräkningen inleds i december i år. Fed hade ett tydligt besked vid sitt räntemöte i maj; "svaghetstecknen i USA:s ekonomi under första kvartalet är övergående". Lönetillväxten har visat en uppgående trend i cirka två år och inflationen är nu nära målet om 2 procent. Under 2018 räknar vi med ytterligare tre räntehöjningar, vikt är i linje med Feds egna

HÖG INFLATION I ÅR, MEN DRIVKRAFTERNA ÄR TILFÄLLIGA



Källa: Riksbanken, SEB

Efter en svag inflation i mars kom inflationen (exkl räntor) upp i april till 2 procent. I slutet av året väntas inflationen åter sjunka, när tillfälliga effekter av tidigare energiprisuppgångar och kronförsvagning avtar. Den löne-acceleration vi förutser 2018 är troligen inte tillräcklig för att föra inflationen tillbaka till 2 procent.

prognoser. Det skulle innebära en amerikansk styrräntenivå på 2,00–2,25 procent i slutet av 2018. Feds planer på att gradvis börja minska sin balansräkning mot slutet av året kan leda till uppåttryck på långa räntor. Vi bedömer dock att effekten blir begränsad – motsvarande 0,10 procentenheter per år – eftersom Fed dels lär sikta mot en större balansomslutning än innan krisen 2007, dels kommer att ta god tid på sig för att inte sätta onödigt press uppåt på långa räntor. Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA stiger till 2,65 och 3,00 procent i slutet av 2017 resp. 2018. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,60 procent och 1,15 i slutet av 2017 och 2018.

Tillväxtmarknader – EM Debt

Den mer positiva bilden för tillväxtländerna ser ut att hålla i sig, med fortsatt god ekonomisk tillväxt. Asien sticker ut, men även problemtyngda länder som Ryssland och Brasilien ser en ljusning. Politisk osäkerhet och protektionism finns bland riskerna, dock har farhågorna för effekterna av Trumps politik minskat något. Att Feds räntehöjningar är väl kommunicerade bidrar också till att marknadsturbulens i hög grad kan undvikas i tillväxtekonier, som annars är känsliga för åtstramningar av amerikansk penningpolitik. Räntehöjningar från den amerikanska centralbanken har vanligtvis en negativ effekt för flera EM-länder som har lån i USD, men dollarskulden har minskat och är låga i de flesta EM-ekonomier, bytesbalansunderskotten har krympt och valutaserverna har ökat. Vår bedömning är att räntenivåerna i tillväxtländer jämfört med utvecklade länder det närmaste året kommer att ligga högre för såväl statsobligationer som företagsobligationer (Investment Grade och High Yield). Tillväxtländernas stärkta valutor tillsammans med det högre ränteläget är bidragande orsaker till detta. I valet mellan placeringar i USD och lokal valuta ser vi fördel för placeringar i lokal valuta, då det bör finnas en fortsatt potential för förstärkning av tillväxtvalutorna.

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

Företagsobligationsmarknaden fortsätter att vara ett konkurrenskraftigt finansieringsalternativ bland bolagen samtidigt som riskviljan hos investerarna för denna typ av investeringar är fortsatt hög. Bland obligationer inom High Yield-segmentet återfinns såväl stora stabila verksamheter som små snabbväxande bolag. I Sverige har det största utbudet av obligationer tidigare kommit från finans- och fastighetsbranscherna, men den senaste tiden ser vi även emissioner från bolag inom andra branscher, som till exempel detaljhandel.

Obligationer i segmentet Investment Grade har gynnats av centralbankernas penningpolitik i allmänhet och dess obligationsköp i synnerhet, men i takt med att återköpen minskar mattas denna effekt av. Minskade obligationsköp och stigande räntor är i viss utsträckning en osäkerhetsfaktor för Investment Grade som har en större räntekänslighet än High Yield. HY-obligationer däremot har ett större inslag av kreditrisk och en mindre känslighet för stigande räntor. Givet att vi ser styrka i den underliggande ekonomin följt av högre räntor, ser vi potential för företagsobligationer inom High Yield. Utvecklingen för de enskilda High Yield-obligationerna är starkt kopplad till företagen i termer av belåning och konkurser. Belåningen ser ut att komma ner under 2017 i spåren av förbättrade bolagsvinster, samtidigt som andelen konkurser förväntas minska påtagligt under året.

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

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.

*Ävskastning i lokala valutor.

Källa: SEB



Alternativa investeringar

Skilda signaler från aktie- och räntemarknaden

Ett underliggande positivt sentiment har präglat de finansiella marknaderna under årets inledande månader. Detta trots att president Donald Trumps utlovade stimulanser och skattelättnader fortfarande till stor del bara är ord utan handling. Grogrunden för den spirande optimismen får till viss del istället tillskrivas de uteblivna politiska oroshärdarna som befarades när året inleddes. Men trots en känsla av tillförsikt sänder aktie- och räntemarknaden skilda signaler om styrkan i återhämtningen.

- Starka aktiemarknader trots bristande leverans från president Trump
- Fortsatt nedpressade statsräntor signalerar viss osäkerhet
- Minskade korrelationer inom och mellan tillgångsslag

Hedgefonder

Avseende aktiemarknaden är det flera faktorer som underbygger den allt starkare riskviljan vi sett under årets inledning. Stabil makrodata i kombination med fortsatt gynnsam penningpolitik utgör fundamentet i den starka utvecklingen. Samtidigt har starka bolagsrapporter för årets första kvartal tillsammans med marknadsvänliga politiska valresultat stärkt sentimentet ytterligare. På räntemarknaden ser dock bilden lite annorlunda ut. Företagskrediter har utvecklats väl i linje med aktier, men statsobligationsräntor har tappat kraft och handlas idag på samma nivåer som strax efter det amerikanska valet. Indirekt har detta även skapat rörelser på valutamarknaden som i vissa fall har varit oväntade. Sammantaget har detta skapat okorrelerade rörelser mellan tillgångsslagen, något som vissa hedgefonder dragit nytta av samtidigt som andra hedgefonder har upplevt miljön som utmanande.

Equity Long/Short

Givet den förhållandevis starka utvecklingen för aktier under årets inledning har grundförutsättningen för denna strategi varit gynnsam. Skillnaderna i avkastning bland fonderna inom strategin är främst drivet av att vissa fonder har en konstant nettoexponering mot aktiemarknaden, vilket har varit en fördel jämfört med helt marknadsneutrala fonder. Som alltid är träffsäkerheten i sektor- och aktievalen av stor vikt, och givet stora skillnader i avkastningen mellan olika aktier och sektorer har även denna faktor haft en påtaglig inverkan på utvecklingen. De underliggande förutsättningarna fortsätter att vara på plats för strategin, dock kan det finnas skäl att snegla mot marknadsneutrala strategier om värderingarna når mer utmanande nivåer.

Credit Long/Short

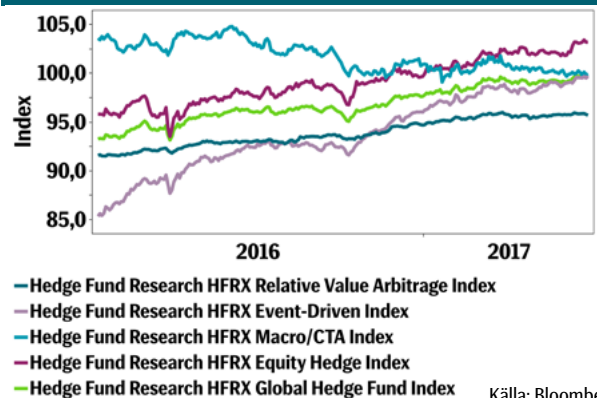
Även inom denna strategi har förutsättningarna varit gynnsamma. Detta givet ett stabilare oljepris, starkare vinster

bland bolagen med minskad belåning som följd, samt en lägre konkursfrekvens. Den minskade risken för kredithändelser har inneburit mindre ränteskillnader mellan företagskrediter och statsobligationer, vilket har påverkat priset på företagsobligationer positivt. Stabil makroekonomisk utveckling bör bidra till fortsatt god utveckling. Se upp med eventuella indikationer om högre konkursfrekvens och oljepris som kan störa högt värderade obligationer.

Event Driven

Beroende på hur de olika händelsestyrda strategierna har valt att ta ut sin riskexponering har avkastningen varierat ganska påtagligt mellan fonder under året. De tre mest förekommande inriktningarna merger arbitrage, special situations och distressed credits (bolagsköp, särskilda bolagshändelser samt problemkrediter) har samtliga utvecklats väl under 2017, dock med fördel för problemkrediter. Marknaden för bolagsköp fortsätter att visa starka utsikter och omsättningsnivåer globalt. Viss osäkerhet finns dock gällande vad Trumps politik kan komma att få för implikationer. Problemerkrediter har haft en påtaglig återhämtning från låga nivåer och även framöver finns utrymme för uppgångar men i lugnare tempo.

AKTIEMARKNADEN HAR GETT STÖD ÅT EQUITY HEDGE



Källa: Bloomberg

Underliggande styrka på de globala aktiemarknaderna under det senaste året bidrog till att strategierna Equity Hedge och Event Driven utvecklades väl. Den något högre korrelationen mot aktier för dessa strategier tillsammans med ett växande antal investeringsmöjligheter i en volatil miljö är bakomliggande faktorer.

Makro/CTA

Rena makrofonder har lyckats någorlunda väl under inledningen av året trots att statsobligationsräntor och valutor i vissa fall har tolkat den underliggande ekonomiska utvecklingen annorlunda än aktiemarknaden. Vi ser fortsatt potential för strategin, som i hög grad är okorrelerad med aktiemarkanden. De trendföljande strategierna, CTA:s, har haft en tuffare inledning på året. Visst bidrag har kommit den senaste tiden från exponering mot aktiemarkanden. Däremot har valuta- och räntexponeringarna varit svårhanterliga samtidigt som trendernas livslängd varit ogynnsamma.

Råvaror – Oljepriset under press när OPEC:s plan utmanas

Trots att oljekartellen OPEC och andra oljeproducerande länder skär ned produktionen har oljepriset de senaste månaderna sjunkit och handlas nu kring de lägsta nivåerna sedan produktionsavtalet mellan OPEC och andra oljeproducerande länder (däribland Ryssland) slöts i slutet av november förra året. En stor förklaring till oljeprispressen är konkurrensen från den amerikanska skifferoljan, där det sker produktivetsförbättringar och utbyggnader. De amerikanska oljelagren har sjunkit mindre än väntat, vilket pekar mot högre produktion. Produktionen är åter tillbaka över 9 miljoner fat per dag. Givet att amerikanska skifferoljeproducenter ökar produktionen är det svårt att se att OPEC uthålligt ska kunna få upp oljepriset. Utöver skifferoljan, ökar även oljeutvinningen i Alaska och Mexikanska golfen, och ny oljeutvinning kommer från exempelvis Brasilien och Kazakstan. Även kanadensisk oljesandsutvinning befinner sig nu i en stark produktivetsutvecklingsfas.

Med det nytilförda utbudet har OPEC:s överenskommelse med andra stora producenter om produktionsbegränsningar inte lett till så stora lagerminskningar som väntat. Därmed är också vårt antagande om ett utbudsunderskott på cirka 0,5 miljoner fat per dag i genomsnitt högst osäkert. Vid nästa formella OPEC-möte den 25 maj ska kartellen ta beslut om begränsningen av produktionen ska förlängas ytterligare ett halvår när de ursprungliga sex månaderna har

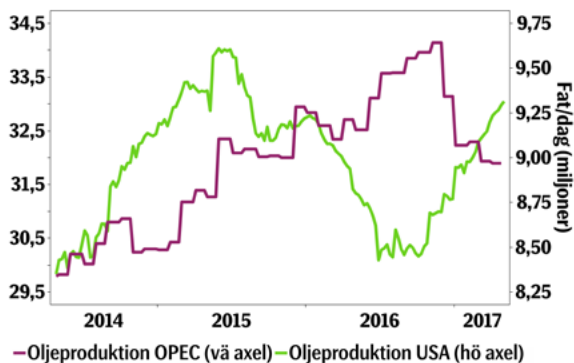
löpt ut. De flesta verkar tro att OPEC kommer att förlänga avtalet om produktionsneddragning. Ryssland och Saudiarabien verkar också vara positiva till ett sådant beslut. Avslutar man produktionsbegränsningarna nu kommer produktionen fortsätta att öka och priset därmed riskera att falla ytterligare. Vår prognos är att oljepriset i slutet av 2017 ligger runt 55 dollar per fat med en nedåtrisk.

På längre sikt bör dock utsikterna för ett något högre oljepris vara ljusare. Efterfrågan ökar stadigt med cirka 1,3 procent per år och uttömning av befintliga konventionella källor är ungefär 5 procent per år om inte nya investeringar görs. Prospekteringar och investeringar i oljeproduktion har de senaste åren legat på låga nivåer, vilket talar för ett successivt växande underskott och därmed högre priser. Vår prognos är ett oljepris runt 60 USD/fat 2018, men kan bli lägre.

Guld - högre guldpris vid horisonten

Guldpriset pressades nedåt i april, med minskad oro för utgången av det franska valet och utflöden ut ETF:er som huvudsakliga drivkrafter. Generellt menas det att stigande räntor är negativt för guldpriset givet alternativavkastningen, något som motbevisas av det faktum att guldpriset under flera av Federal Reserves (Feds) räntehöjningscykler har stigit. Ett stigande guldpris trots räntehöjning har två saker gemensamt; ett lågt guldpris när höjningsfasen inleds, samt att höjningstakten varit långsam. När Fed för ett och ett halvt år sedan började höja räntan var båda dessa kriterier uppfyllda, liksom nu när Fed fortsätter med sina räntehöjningar. Även perioder med fallande realräntor (nominell ränta minus inflation) har varit näring för ett stigande guldpris. Marknadens aktörer är för närvarande inte positionerade för en guldprisuppgång. Sammanfattningsvis talar flera saker för ett högre guldpris; den geopolitiska situationen (Nordkorea) har förvärrats, räntehöjningarna sker i långsam takt, realräntorna förblir låga och att marknaden inte är positionerad för en uppgång. Guld är en tillflyktsort i politiskt osäker miljö och besvikelser över Trumps expansiva politik bör gynna guldpriset. Även fortsatt stor efterfrågan på fysiskt guld i Asien och fallande produktion talar för en prisuppgång.

OPEC SKÄR NER, MEN USA PUMPAR MER



Samtidigt som OPEC skär ner produktionen har amerikanska skifferoljeproducenter ökat produktionen. Dels har antalet aktiva borrhål ökat, dels är produktivetsutvecklingen inom utvinningen av skifferolja fortsatt mycket stark. OPEC:s åtgärder ser inte ut att räcka om man inte förlänger produktionsneddragningarna.

OLJEPRISET UNDER PRESS



Efter flera månader med relativ stabilitet efter OPECs överenskommelse har oljepriset fallit. Priset föll i mars ur det intervall som marknaden handlat sedan i början av december, dvs. efter OPEC-överenskommelsen den 30:e november. Då investerare i stor utsträckning varit positionerade för ett stigande oljepris, blev rörelserna när priset föll i mars kraftfulla. Råvaror generellt betar sig svagare än vad makropulsen indikerar



Valutor

Trendlös valutamarknad

Större trender brukar dominera utvecklingen på valutamarknaden, men det senaste året har trenderna alltmer ersatts av en riktninglös handel, där valutorna snarare fluktuerar fram och tillbaka inom större intervall. Ett tydligt exempel är växelkursen mellan de två största valutorna euro och dollar, där den kraftiga dollarförstärkningen under 2014 har ersatts av en sidledsrörelse som pågått i mer än två år. Men det här fenomenet är inte unikt för dessa valutor utan är ett bredare fenomen. Endast större skillnader i förd centralbankspolitik och/eller större makroekonomiska chocker som högre inflation kan skaka om. I närtid hittar vi få sådana katalysatorer och marknaden stannar i denna lågvolatila miljö. Marknadens fokus på "carry", att köpa valutor med låg ränta och köpa valutor med hög ränta, är negativt för kronan givet svenska minusräntor.

- EUR – Något starkare, men fortsatta politiska risker motiverar ändå en rabatt.
- USD – Tidigare gynnad av Trump-löften, faller på sikt.
- JPY – Temporär styrka, faller mot kronan 2017.
- GBP – Deprimerande tillväxtutsikter, GBP/SEK mot 10,50 om 12 månader.
- CHF – Tillfällig svaghet, stärks senare i år när politiskt fokus skiftar mot Italien.
- SEK – Nära botten, men ingen snabb omsvängning.
- NOK – Bra potential mot euron kommande halvår.

Avsaknaden av starka trender i kombination med små ränteskillnader mellan många valutor gör det svårt att skapa avkastning i valutamarknaden. Skälet är sannolikt kopplat till centralbankernas agerande. Penningpolitik och centralbanker har länge dominerat utvecklingen på valutamarknaden där en försvagning av det egna landets valuta varit en viktig beståndsdel i kampen mot låg global inflation. Det har medfört att flera centralbanker (däribland Riksbanken) har hamnat i en situation med negativa räntor och omfattande obligationsinnehav på balansräkningen, delvis i syfte att motverka en ovälkommen förstärkning av landets valuta. Likaså fick den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed), genom en kraftig dollarförstärkning under 2014-2015, fick känna på konsekvenserna om man försöker avvika från andra centralbankers penningpolitik. Det bidrog till att begränsa takten i Feds försök att strama åt penningpolitiken.

Utsikterna för den amerikanska dollarn förbättrades när Trump blev vald till president förra året. Förhoppningar om en mycket mer expansiv finanspolitik kombinerat med dollargynnsamma löften som lägre bolagsskatt och en så kallad gränsskatt för att gynna exporten (och missgynna importen) var alla löften som pekade mot en starkare dollar. De senaste månaderna har förhoppningarna vad gäller Trump-politiken dämpats påtagligt och många av de dollargynnsamma förslag som tidigare figurerat verkar dröja eller inte ens bli av. Förväntningarna om snabbare räntehöjningar från Fed har också reviderats. Det har sammantaget

bidragit till att tona ned förväntningarna om en märkbart starkare dollar. Samtidigt verkar en del av den politiska riskpremien kopplad till euron prisas ur. Vi räknar också med att ECB lättar lite ytterligare på gasen under senare delen av året, vilket har tenderat att gynna euron. Mycket talar därför att sidledsrörelsen mot dollarn består. Vi räknar med en växelkurs som fluktuerar runt 1,10 i EUR/USD.

EUR – politiska risker motiverar rabatt

Supervalåret 2017 har inte orsakat de befarat stigande politiska risker som skulle kunna ha materialiserats efter Brexit-omröstningen samt efter valet av Donald Trump. Tvärtom har europeiska väljare, senast i Frankrike, valt EU-positiva politiker. Men än är det alldeles för tidigt att helt avskriva hotet mot EU:s existens: Italien är det land som mer än något annat motiverar en riskpremie på euron. Stark konjunktur och stigande börs gör dock att vi tror på en försiktig förstärkning, men mer än 1-2 procent ser vi inte framför oss de kommande sex månaderna.

EUR/USD FAST I INTERVALLHANDEL



Källa: Macrobond
Förhoppningarna om kraftiga finanspolitiska stimulanser har skruvats ned och förväntningar om aggressiva Fedhöjningar har dämpats. Sammantaget tror vi att detta leder till att sidledsrörelsen består och att EUR/USD fluktuerar runt 1,10 under 2017 för att sedan röra sig uppåt.

USD – fortsatt stark, men övervärderad

Dollarn är svagt övervärderad och Trump-administrationen har uttryckt en vilja att ytterligare begränsa dess framfart. Det råder stor osäkerhet vad gäller leveransen av de finanspolitiska stimulanser som presidenten aviserat. Om större skattesänkningar, infrastrukturinvesteringar samt den så kallade gränsskatten, "border tax", genomförs är det högst troligt att USD får ny fart uppåt. Vår bedömning är att det redan i år finns en liten möjlighet att dessa förslag kommer att vinna laga kraft. Men med endast måttliga räntehöjningar, som marknaden redan förväntar sig, är vår prognos att dollarn sakta ger tillbaka lite av de senaste årens styrka. Endast räntehöjningar från övriga G10-länder ger större avtryck i en svagare USD (scenario för 2018 som tidigast).

JPY – bör försvagas, styrkan tillfällig

I takt med att marknaden under våren drog ner sina förväntningar på hur stora stimulanser den amerikanske presidenten verkligen kan leverera, sjönk långa räntor tillbaka ganska kraftigt. Detta påverkade också japanska investerares aptit på amerikanska statspapper och den japanska yenen stärktes från 115 till 108 mot dollarn (USD/JPY). Vi bedömer att detta var temporärt och att Bank of Japans kraftfulla politik för att försvaga JPY fortsätter. Även mot den svenska kronan räknar vi med betydande försvagning kommande 12 månader. Den största risken är globala makroekonomiska besvikelser och fallande långräntor.

GBP – Brexit i fokus när pundet försvagas

Pundets utsikter har liten koppling till makroekonomi kortsiktigt. Fokus ligger istället på vilket sorts EU-utträde landet kommer att genomföra. Även om premiärminister May stärker sitt mandat efter nyvalet den 8 juni, tror vi inte att förhandlingarna med EU kommer att sluta lyckligt. Det verkar troligt att Storbritannien landar i en hård Brexit, utan ett färdigförhandlat frihandelsavtal 2019. Om det blir så kommer pundet att behöva vara fortsatt svagt för att kompensera för den konkurrenssituation som uppstår. I närtid stärks pundet något (mot 12 i GBP/SEK), men vi bedömer att Brexit-förhandlingar och för optimistiska tillväxtprognoser senare sänker pundet och att GBP/SEK handlas mot 10,00-10,50 om 12 månader.

CHF – Stärks efter temporär svaghet

Aptiten på schweizerfranc verkar aldrig sina. De senaste veckorna har dock valutan fallit tillbaka efter att Macron blivit vald till president i Frankrike och därmed temporärt avvärjt hotet mot EU:s existens. Men uppenbarligen står Europa fortsatt inför stora utmaningar när det gäller att hålla ihop samarbetet, och den politiska riskpremien blir kvar. Samtidigt klarar Schweiz att leva med en något övervärderad valuta; inflationen är tillbaka över noll och bytesbalansen visar fortsatt stora överskott. Vi anser att 9,00 CHF/SEK är lite väl dyrt, men tror inte att framtida kronstyrka kan ta oss mycket under 8,50.

SEK – inte mycket talar för förstärkning

Riksbanken fortsätter att peka ut kronan som den enskilt viktigaste faktorn för att få tillbaka inflationen till 2-procentsmålet. Att riskerna ökar i takt med att tillgångspriserna blåses upp av en superexpansiv penningpolitik är inget som Riksbanken tar hänsyn till. Frågor finns också om huruvida de gamla sambanden fortfarande gäller, det vill säga om man eldar på högkonjunkturen kommer då lönerna till slut att stiga? Så länge Riksbanken anser att så är fallet finns det inte mycket som talar för en större kronförstärkning. Nuvarande svaga nivåer är långsiktigt attraktiva.

NOK – fallande oljepris ger svagare krone

Kronen är överraskande svag och förklaras främst av ett fallande oljepris. Norges bank är också tydlig med att man kommer behålla penningpolitiken expansiv i ytterligare minst 2-2,5 år med ambitionen att behålla valutan på konkurrenskraftiga nivåer. Men även den fallande inflationen gör att Norges bank "bevakar" NOK, eftersom en alltför stark krone trycker ner importerade priser och därmed konsumentprisindex, KPI.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q2 2017	Q3 2017
EUR/USD	1,09	1,09	1,10	1,10	0,3	1,2
EUR/SEK	9,65	9,50	9,45	9,30	-1,5	-2,1
EUR/NOK	9,35	9,15	9,00	8,80	-2,1	-3,7
USD/SEK	8,88	8,72	8,59	8,45	-1,8	-3,2
USD/NOK	8,60	8,39	8,18	8,00	-2,4	-4,8
EUR/CHF	1,09	1,06	1,05	1,05	-3,1	-4,1
CHF/SEK	8,82	8,96	9,00	8,86	1,6	2,1
EUR/JPY	123,4	126,4	129,8	132	2,5	5,2
GBP/USD	1,29	1,27	1,22	1,22	-1,6	-5,1
GBP/SEK	11,44	11,05	10,50	10,33	-3,4	-8,2

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2017-05-11. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema – Det stora digitala skiftet

Gamla sanningar provas av stark innovationskraft

Dagens detaljhandel är väsensskild mot för tio år sedan. En växande andel av jordens befolkning anser att köpa kläder, elektronik eller vitvaror via dator eller telefon är det smartaste och mest bekväma alternativet. Den internetbaserade detaljhandeln väntas öka med 14 procent i Europa under 2017, samtidigt som handel i fysiska butiker väntas tappa 1 procent i försäljning, vilket gör att internethandelsandelen når cirka 9 procent. En långsiktig andel över 20 procent är inte otänkbar; internetaktörer tar för närvarande substantiella marknadsandelar av traditionella aktörer.

I *Investment Outlook* från december ifjol diskuterade vi de stora IT-bolagen från Silicon Valley och hur deras enorma digitala innovationskraft har skapat ramaskri bland traditionella bolag. Mjukvarurevolution var ledordet då. I denna publikation har vi tittat närmare på bolag som fokuserar på att erbjuda liknande fysiska produkter som traditionella butikskedjor gör – fast via internethandel. Människor vill ha sina kläder, sina möbler, läsa sina böcker, bygga sina verandor, titta på sina TV-apparater, äta sin mat och naturligtvis ge blommor till sina nära och kära. I december *Investment Outlook* fokuserade vi på digitala tjänster, som kan överföras till konsumenter eller företag med ett knapptryck, exempelvis musik, video, information, resor eller spel – nu är fokus på fysiska produkter.

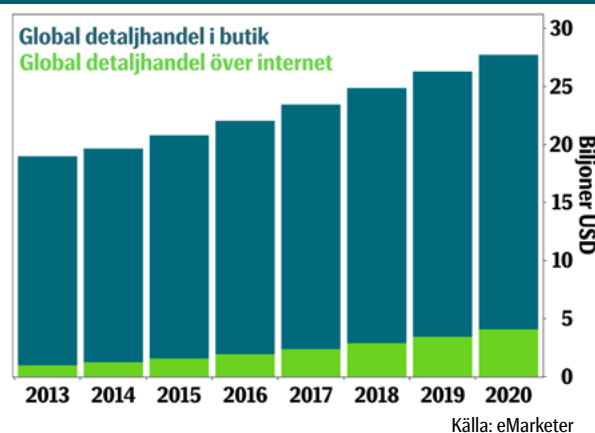
Sedan mitten av 1990-talet har det funnits pionjärer inom internetbaserad handel av fysiska produkter. Den stora ledstjärnan har varit amerikanska Amazon, men även Mercadolibre (Sydamerika) och Alibaba (Kina) har vuxit till giganter i sina respektive geografier och segment. Sedan dess har tusentals bolag försökt ta steget till den digi-

tala distributionskanalen mot konsumenterna. De flesta bolagen har hittills inte fokuserat på denna kanal, utan varit alltför upptagna med att bygga sin fysiska närvaro i fler regioner – med stor framgång ska tilläggas. Andra har fokuserat på att förbättra produkten för sina kunder, analyserat den gryende beteendeförändringen och byggt en fysisk infrastruktur för att kunna transportera sina produkter till kunden via en butikskanal på internet.

Internethandeln ökar i omfattning globalt

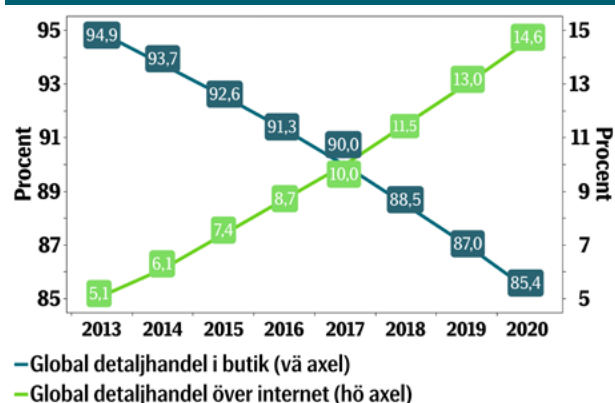
I Sverige utgör den internetbaserade detaljhandeln nästan 9 procent av den totala handeln och har vuxit från 3 procent för tio år sedan. I Europa väntas snittet för alla länder nå en internethandelsandel om 8,8 procent under innevarande år, vilket inkluderar en andel om nästan 18 procent i Storbritannien och Italiens låga andel på 3 procent. Den europeiska detaljhandeln över internet väntas växa med 14 procent årligen under 2017 och 2018, jämfört med fjolårets tillväxt om 16 procent. Den tydliga drivkraften är användandet av smarta telefoner, vars ökning nådde 47 procent under 2016 och står nu för över hälften av internet-

GLOBAL DETALJHANDEL VÄXER, SÄRSKILT VIA INTERNET



Grafen illustrerar den globala detaljhandeln under de senaste åren, dels den stora handeln i butik och dels den handel som beställts och distribuerats via digitala verktyg (internethandeln). Branschprognoser från 2017 till 2020.

INTERNETHANDELNS ANDEL AV GLOBAL DETALJHANDEL VÄXER



Grafen illustrerar andelarna av den globala detaljhandeln under de senaste åren samt prognostiserade (branschexperter) åren framöver. Detaljhandeln över internet tar allt större andel av den totala handeln, medan handeln i butik minskar som andel.

handels inköpskanal. De dominerande länderna i Europa är Storbritannien, Tyskland och Frankrike som tillsammans står för 75 procent av Europas internethandel. Under 2017 väntas detaljhandeln i fysiska butiker minska med nästan 1 procent jämfört med ifjol, där det största skiftet just nu pågår i de tre länderna ovan, men även i Sverige där minskningen väntas uppgå till 1,5 procent.

Tumregeln brukar vara att USA ligger steget före Europa, vilket onekligen ser ut att stämma även när det gäller den digitala ekonomin. USA har till stor del gynnats av utvecklingen i Silicon Valley och världens fem största börsnoterade bolag. För världens största ekonomi utgör internethandeln 14,9 procent (2017) av den totala detaljhandeln. Hittills i år har internethandeln vuxit med 13 procent jämfört med ifjol, medan den övriga detaljhandeln har vuxit med 5 procent. USA leder utvecklingen och under fjolåret hade två tredjedelar av befolkningen genomfört någon form av köp över internet; i Europa var samma siffra strax över hälften. Amerikanerna spenderade dessutom 60 procent mer pengar per person jämfört med européerna. Skiftet har kommit längre i USA, där exempelvis många traditionella kläddjor har tvingats stänga ner, eller krympa sitt butiksnät, och köpcentrum utanför storstäder i flera regioner upplever minskad trafik. Sedan år 2000 har utvecklingen för den internetbaserade detaljhandeln varit extraordinärt stark, se graf nedan.

I Kina står internet för cirka 12,4 procent av detaljhandeln (under första kvartalet 2017), vars totala marknad nådde nästan 1 100 miljarder dollar och som växte med 26 procent jämfört med ifjol. Den totala detaljhandeln växte med starka 10 procent i årstakt. Ifjol var den internetbaserade tillväxten 31 procent och under 2015 var den 36 procent. Enligt oberoende analyshus stod internethandel för 8,7 procent av den globala detaljhandeln ifjol, vilket innebar en monetär tillväxt om cirka 23 procent mot föregående år. Marknaden förväntas växa med cirka 16 procent årligen under de kommande fyra åren.

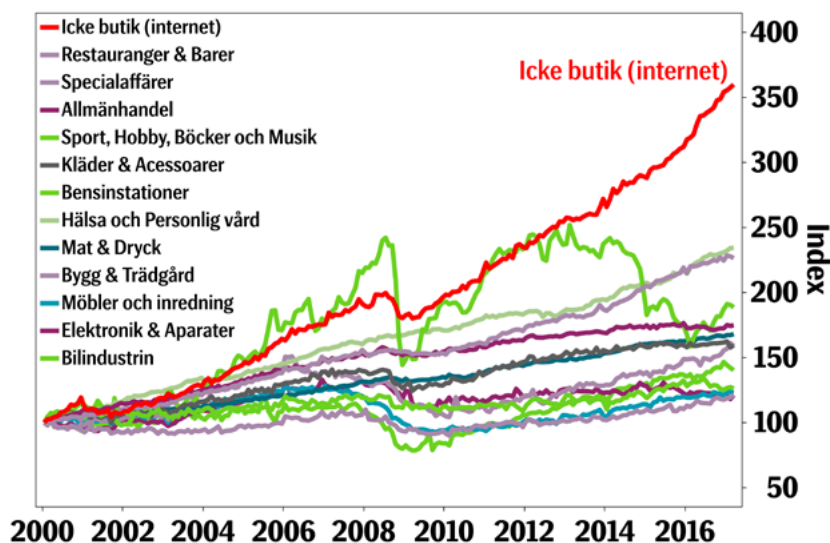
Kina är den största internetbaserade marknaden i världen och andelen är närmare 40 procent av den globala marknaden. De tre största aktörerna på den kinesiska marknaden är Alibaba, JD.com och VIPShop. Genom både organisk och förvärvsledd tillväxt har dessa bolag skapat dominerande positioner. Trots att Kina har en gigantisk befolkning som lever på landsbygden är internetmarknaden således den största i världen. Den är hypermodern och som exempel är den mobila betalningsmarknaden (i värde) i dagsläget cirka 50 gånger större än den amerikanska. I många städer har den fysiska detaljhandeln inte byggts ut till fullo, istället har konsumenterna anpassat sig och vant sig vid ett digitalt handelsbeteende betydligt snabbare.

Den bästa produkten vinner, även i modebranschen

De fyra största helt internetbaserade europeiska aktörerna inom klädeshandel idag har ett börsvärde på mer än 200 miljarder kronor (Zalando, Asos, Yoox Net-a-Porter och Boohoo). Dessa bolag är mycket sofistikerade med tusentals varumärken, inklusive egna, och tillgodoser en allt större andel av den europeiska befolkningens efterfrågan. Telefons kvalitetsförbättring har möjliggjort denna utveckling. Bolagens innovationskraft och övertygelse har tagit möjligheten till verklighet. Undersökningar visar att anledningen till att människor köper saker via internet är bekvämlighet och inte lägsta pris (för de flesta typer av produkter). Att kunna välja produkter och sedan betala på ett smidigt och förtroendeingivande sätt är lojalitetsgrundande. De starkast växande klädbolagen är "best-in-class" ur detta perspektiv. En ytterligare viktig framgångsfaktor är snabb leverans, vilket vilar på ett väl fungerande distributionsnät och mjukvara. Konsumenterna vill ha sina saker snabbt, helst samma dag, en gren där amerikanska Amazon är världsledande med sina stora distributionscenter.

Människor spenderar numera mer tid på digitala mediekanalet än tittandes på TV. Skiftet gjordes för endast fyra år sedan, och det är inte för internet via dator som användandet växer

DETALJHANDELN I USA SEDAN ÅR 2000 – ÖVERLÄGSET STARKAST FÖR INTERNET (INDEXERAT)



Grafen visar den indexerade utvecklingen sedan 2000 för alla delar av detaljhandeln i USA. Den klart starkaste utvecklingen har den internetrelaterade delen av detaljhandeln.

Källa: Census.gov

(det har till och med minskat marginellt sedan 2011), utan det är våra telefoner som blivit så bra att vi faktiskt spenderar mer tid med dessa än vid våra datorer. För sex år sedan använde amerikanerna telefoner 50 minuter dagligen i genomsnitt medan datorn användes 2,5 timmar per dag. Numer används telefonen cirka 3 timmar dagligen och datorn knappt 2 timmar. Det mänskliga beteendet förändras kontinuerligt.

Traditionella butikskedjor i köpcentrum har problem

På många platser i USA har köpcentrum varit en vibrerande samlingspunkt och ett ställe där alla inköp görs – så är det inte längre. För tio år sedan var 94 procent av alla köpcentrum i landet vid god finansiell hälsa. Denna andel har nu krympt till cirka 80 procent. Nära 15 procent av alla köpcentrum har en vakansgrad (tomma butikslokaler) på över 10 procent, vilket är en branschmässigt tydlig signal om att något inte står rätt till. Det är färre människor på mindre orters köpcentrum medan städernas köptrafik utvecklas väl. Det är dock inte en urbaniseringseffekt, utan ett stort beteendeskifte. Dessutom är detaljhandelsutrymmet per person i USA 7,3 kvadratmeter, vilket är betydligt större än exempelvis Kanadas 5 kvadratmeter och 1,5 respektive 1,2 kvadratmeter i Storbritannien och Frankrike. Bolag som Sears, Macy's och särskilt American Apparel har alla fått genomföra en markant nedstängning av butiker runtom i landet. Starbucks tesalonger Teavana möter en tuff verklighet; kunderna är färre än väntat. Den jämförbara försäljningen för många traditionella detaljhandelsbolag minskar – allt talar för att människan faktiskt uppskattar bekvämligheten med den digitala köpkonen (telefonen i allt högre grad).

Butiker övergår potentiellt till marknadsföringsredskap

Elon Musk är en av vår tids största entreprenörer, uppfinnare och ingenjörer. Dennes bil- och energikonglomerat Tesla säljer inte sina bilar via återförsäljare, utan bolagets strategi är att visa upp bilarna mitt i städerna för att attrahera köpare,

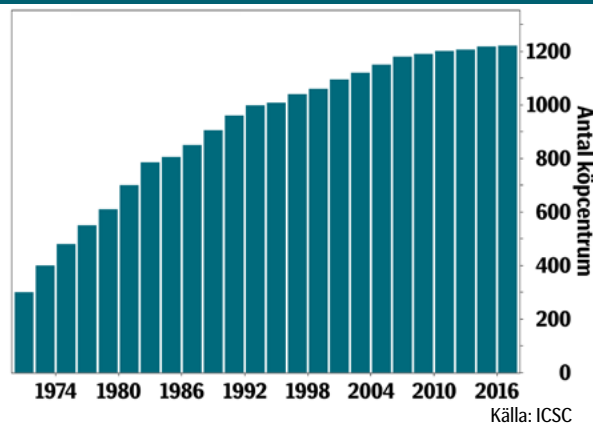
samtidigt som de kör hem bilar till dig om du är intresserad av en testkörning. Traditionella detaljhandelsaktörer möter en stor utmaning eftersom de dras med dubbla distributionskostnader (butiksnät och internetinfrastruktur) jämfört med helt internetbaserade. En del butikskedjor kan tänkas helt frångå butiksförsäljning till förmån för en uppvisningslokal där personalen är mer engagerad än i traditionella butiker. Ett dedikerat marknadsföringserbjudande är inte otänkbara för vissa aktörer. Obsolet lager skulle vara ett minne blott, ett lager i alla storlekar för exempelvis kläder skulle kunna effektiviseras markant vilket gör att realisationsrisken minskar. Det skulle krävas mindre lokaler och kunderna skulle kunna engageras på nya sätt, samtidigt som de tar en fika och får sina mått inskrivna i bolagets databas. Bolag i Kina, USA och Europa har påbörjat denna process och hittills är konceptet populärt.

En intressant utveckling är även den som Amazon undersöker för närvarande, nämligen att öppna fysiska affärer som innehåller sensorer som håller koll på dina varor och utcheckning. Även det tyska modebolaget Zalando som för närvarande säljer sina produkter över internet har under den senaste månaden börjat kommunicera om fysiska butiker i en del större städer i Europa. Till sist handlar det, som alltid, om att ha den bästa produkten.

Hur ser då utvecklingen ut framöver?

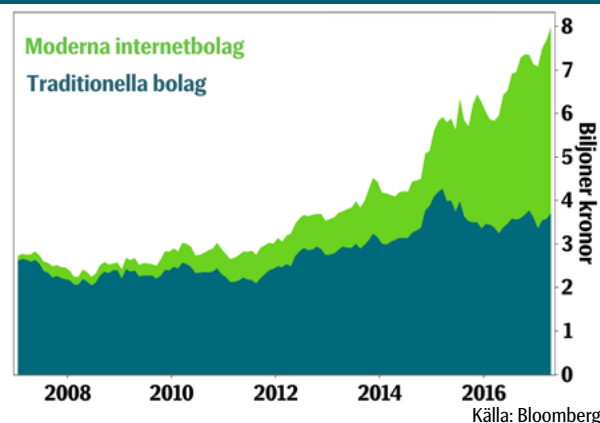
Det stora digitala skiftet från fysiska butiker till den digitala handelsvärlden kommer utan tvivel att fortsätta i en rasande fart. Sedan den smarta telefonen på bred front genom iPhone lanserades för nästan exakt 10 år sedan (29 juni 2007) har den teknologiska utvecklingen varit häpnadsväckande. Den har medfört en möjlighet för konsumenterna att sitta hemma i soffan och fatta sina köpbeslut. Ett väl genomtänkt beslut utan stress och i lugnt samtal med familjen vid köp av ett nytt kylskåp, klänning eller dammsugare konkurrerar numera kraftigt med ett köptillfälle i butik. Människan kommer alltid

STAGNATION FÖR KÖPCENTRUM I USA, INTERNET PÅVERKAR



Grafen ovan visar hur den växande ekonomiska aktiviteten i USA medfört en starkt ökande (över 300 procent) antalet köpcentrum sedan 1970. De senaste åren har utvecklingen däremot varit relativt stillad, trots ökande detaljhandel.

BÖRSVÄRDEN FÖR INTERNETHANDELSBOLAG VÄXER KRAFTIGT



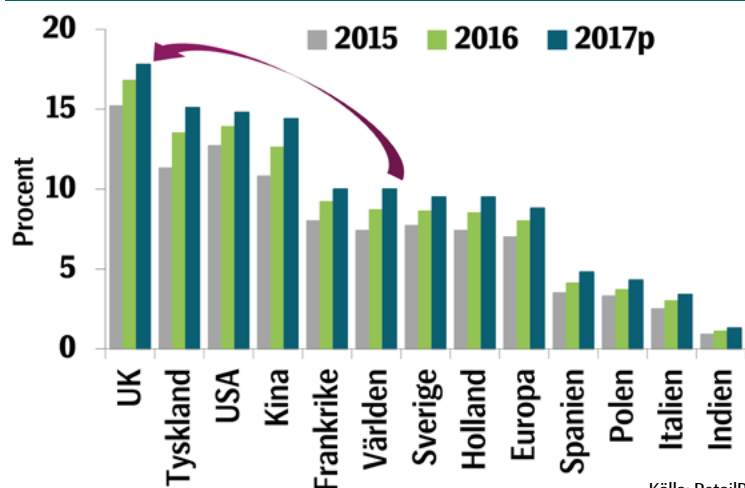
Grafen visar börsvärden i svenska biljoner kronor för några av de största traditionella detaljhandelsbolagen (Wal-Mart, GAP, H&M, Sears, Nordstrom, Macy's, JC Penney) i blått och ett urval av kraftigt växande internetbaserade bolag (Amazon, Mercadolibre, Zalando, Asos, Yoox Net-a-Porter, Boohoo.com, Shopify) i grönt.

att välja det bekvämaste alternativet om produkten som helhet är konkurrenskraftig nog. Med våra mycket avancerade telefoner möjliggörs ett digitalt tillika innovativt alternativ.

Det går inte att förlita sig på gamla sanningar. Varje enskild näringslivsaktör måste ställa sig frågan; har vi den bästa produkten i marknaden och är den bekvämt tillgänglig? Visningslokaler kommer sannolikt att öka i omfattning, vilket höjer upplevelsen och produktkännedom för kund. Traditionella aktörer har en möjlighet att försvara sig med att förändra sitt koncept och/eller bredda sitt sortiment till andra verksamhetsgrenar. Konsumtion i allmänhet är cyklisk, men det stora pågående digitala skiftet vi ser kommer att fortskrida under många år framöver. De mest innovativa internetbaserade bolagen har mycket starka tillväxtplattformar varför utsikterna ser mycket ljusa ut för dessa.

Nedan har vi illustrerat två grafer med viktiga budskap. Den övre grafen illustrerar den nuvarande starka internetexpansionen inom detaljhandeln för en rad länder, där vi ser Storbritannien som en tydlig ledstjärna för övriga världen. Den undre grafen belyser skillnader per produktkategori inom detaljhandeln – hur stor andel av den genomsnittliga konsumenten globalt som (någonsin) köpt produkter i de olika kategorierna över internet. Sällanköpsvaror som exempelvis mode, böcker, nöjesevenemang och konsumentelektronik har kommit betydligt längre än dagligvaror som färsk mat, djurmat, blommar eller matleverans från restaurang. Vi tror dock på att andelen för dagligvaror kommer att öka framöver. Hemleverans av färdiglagad restaurangmat är ett särskilt tillväxtämne enligt oss, men även livsmedel i allmänhet.

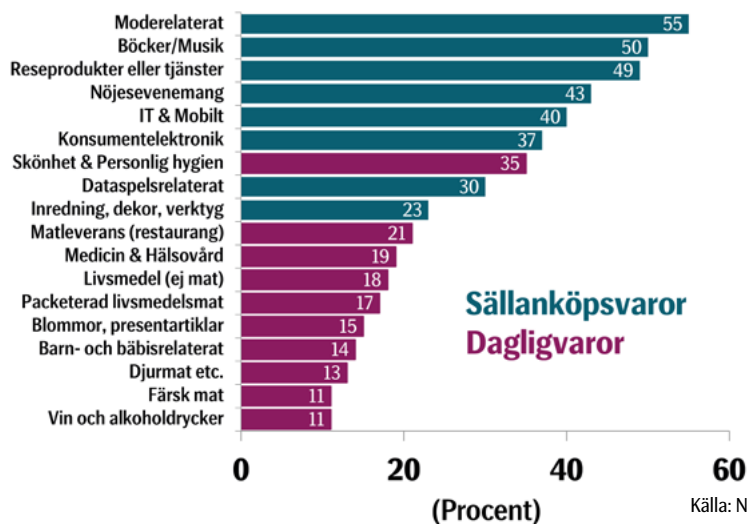
STORBRIANNIEN ÄR EN GLOBAL LEDSTJÄRNA FÖR INTERNETHANDELSANDELEN



Källa: RetailResearch

Grafen ovan illustrerar internetbaserade andelar av detaljhandeln i utvalda länder och regioner. När vi nästan nått halvårsskiftet för 2017 är det tydligt att skiftet går mycket snabbt. Storbritanniens är en ledstjärna för övriga världens detaljhandel, är vår bedömning.

ANDEL SOM NÅGONSIN HANDLAT ÖVER INTERNET – PER PRODUKTKATEGORI



Källa: Nielsen

Staplarna illustrerar till vilken andel som konsumenterna någonsin köpt produkter över internet, per produktkategori. Det är tydligt att sällanköp har kommit längre än dagligvaror – men vi bedömer att dagligvaror har goda förutsättningar att växa framöver.

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



Louise Lundberg

Economist
louise.lundberg@seb.se



Christopher Lyrhem

Equity Strategist
christopher.lyrhem@seb.se



Cecilia Kohonen

Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se



Johan Hagbarth

Economist
johan.hagbarth@seb.se



Pernilla Busch

Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se



Carl Hammer

Chief Currency Strategist
carl.hammer@seb.se



Detta dokument kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEB:s finansiella instrument. SEB är det globala varumärkesnamnet för Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) och dess dotterbolag och filialer. Varken materialet eller de produkter som beskrivs 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.