



# Investment Outlook

september 2017



**S|E|B**



*I denna utgåva:*

|                                                                        |       |
|------------------------------------------------------------------------|-------|
| Inledning                                                              | 3     |
| Risknyttjande och allokering                                           | 4-5   |
| Marknadssyn – makro<br>Sencyklisk tillväxtökning                       | 6-7   |
| Globala aktier<br>Tillväxten stöttar vinster                           | 8-10  |
| Nordiska aktier<br>Valutan slår tillbaka                               | 11-13 |
| Ränteinvesteringar<br>Långsamt stigande långräntor                     | 14-15 |
| Alternativa investeringar<br>Stabil utveckling i väntan på volatilitet | 16-17 |
| Valutor<br>Kortsiktig dollaruppgång i korten                           | 18-19 |
| Tema – Energieffektivitet<br>Centralt för miljömål, bra för företag    | 20-23 |
| Tema – Privat lånemarknad<br>Investeringsmöjligheter i lågräntemiljö   | 24-26 |

Denna rapport publicerades den 12 september 2017. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 6 september 2017.

## Stark konjunktur och centralbanker åter i fokus

**I SAMBAND MED DEN SVENSKA** utdelningssäsongens avslut under försommaren valde vi att justera ner risken i våra portföljer till neutralläge. Detta mot bakgrund av att investerare enligt vår bedömning diskonterade väl mycket positiva signaler och vi ansåg därmed att möjligheterna för fortsatt starka börser och kreditmarknader minskade. Med facit i hand var det ett lämpligt beslut, då svenska börserna föll tillbaka under sommaren och de utländska aktieportföljerna drabbades av en negativ valutaeffekt på grund av svag amerikansk dollar.

I augusti justerade vi åter upp risken till en övervikt i aktier och företagsobligationer. Drivkraften är en bred stabil konjunkturutveckling och en rapportssäsong som har visat styrka, trots att alla företag inte har levt upp till högt ställda förväntningar. Dessa förväntningar har ändrats något under sommaren, och mer volatila marknader indikerar att den genomsnittlige investeraren har blivit något mindre offensiv. Mot dessa positiva drivkrafter står en fortsatt hög värdering samt risker som exempelvis att konjunkturuppgången redan har varat under lång tid och att centralbanker sakta men säkert vill höja styrräntor och minska sina rekordstora balansräkningar. Centralbankernas agerande kommer sannolikt att vara försiktigt, men är likväl en viktig parameter då centralbankerna har haft en stödjande funktion för både tillväxten och kapitalmarknaden. De har sedan finanskrisen 2008 köpt enorma mängder obligationer. Nu går vi troligen in i en ny fas med något högre tillväxt och inflation och därmed mindre behov av stimulanser från centralbanker.

Det kan också vara så att vi lämnar perioden med extremt låg volatilitet bakom oss. Dock är det viktigt att komma ihåg att volatilitet är slagighet, inte trendriktning uppåt och nedåt för exempelvis börserna. Den långa utvecklingstrenden styrs av konjunkturutveckling/vinstcykler, värdering och eventuella kriser med stor ekonomisk betydelse. Läs mer om drivkrafter och deras påverkan på respektive tillgångsslag i rapporten. Vi gör även två tematiska djupdykningar. Det första temat inriktar sig på energieffektivisering, vilket är en förutsättning för att vi skall kunna nå uppsatta miljömål. Det andra temat är en genomgång av den privata direktlånemarknaden som erbjuder intressanta alternativ i rådande lågräntemiljö.

Med hopp om intressant läsning,

**FREDRIK ÖBERG**  
*Chief Investment Officer,  
Investment Strategy*

# Risknyttjande och allokering

## Sammanfattning

**VI HAR HÖJT RISKNIVÅN I PORTFÖLJERNA** till övervikt mot både aktier och företagskrediter. Den svaga utvecklingen under sommaren har förbättrat värderingsparametern något, samtidigt som vi har fått ytterligare tecken på att konjunkturen förstärks. Det bör resultera i en bra miljö för företagssektorn och bolagens vinstgenereringsförmåga. Den tydliga förstärkningen av den svenska kronan bidrog till att vi valde att justera upp den utländska aktieandelen framför den svenska.

Trots att uppgången har pågått länge bedömer vi recessionsrisken som låg. Det som begränsar vår riskvilja är fortsatt att värderingen är åt det höga hållet och att investerarkollektivet har koncentrerat sina portföljer mot aktier och företagsobligationer. Från centralbankshåll får vi även räkna med successivt mindre stimulanser och högre styrräntor.

Nedan följer en genomgång av ett antal viktiga faktorer för vår marknadssyn och hur dessa kan komma att påverka utvecklingen framöver.

**Tillväxt och vinster:** Konjunkturutvecklingen breddas och visar styrka över alla delar av ekonomin i samtliga regioner. Det borgar för stabilitet trots att uppgången tidsmässigt har varat länge. Global inflation ligger runt 2 procent och förväntas göra så även framöver. Det ger goda möjligheter för företagssektorn att leverera stigande vinster. Dock är vi sunt skeptiska till alltför höga prognoser.

**Centralbanker:** Federal Reserve fortsätter höja sin styrränta och avser också reducera sin balansräkning (minska volymen räntebärande placeringar man äger), vilket minskar likviditeten i marknaden. Andra centralbanker släpar efter och nettoeffekten väntas fortsatt vara positiv, men tydligt mindre positiv än tidigare. Successivt bör räntorna stiga och det sker i ett ekonomiskt system med hög skuldvolym, något som ökar riskerna.

**Värdering:** Sommarens vinstökning i kombination med viss börsnedgång har mjukat upp värderingen något, men nivåerna är fortsatt höga jämfört med historiska värderingsnivåer. I förhållande till värderingen av statsobligationer eller riskfri ränta är värderingen av aktier och företagskrediter mer normal, förutsatt att tillväxten håller i sig.

| RISKNYTTJANDE         |                       |
|-----------------------|-----------------------|
| 2:A KVARTALET<br>2017 | 3:E KVARTALET<br>2017 |
| NEUTRAL               | ÖVERVIKT              |

*Vårt riskutnyttjande utgår från andelen aktier i en diversifierad portfölj. Aktievikten beskrivs som undervikt, neutralvikt och övervikt. Vad som är neutralvikt beror på vilken riskprofil den individuella portföljen har.*

**Riskaptit och positionering:** Sommarens börsutveckling har inneburit en viss korrigerings mot mindre riskfyllda tillgångsslag, men investerare har fortsatt en hög andel risktillgångar i sina portföljer. Detta får oss att dämpa vårt riskutnyttjande, även om riskviljan ännu inte är på historiska toppnivåer.

**Förväntad avkastning:** Utfallet är starkt beroende av en korrekt tillväxtprognos. Vi har förväntningar om positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag under de kommande 12 månaderna. Dessa förväntade avkastningar är lägre än de historiska snitten, medan risken är intakt.

**Exempel på risker:** Värderingsnivån och marknadsaktörers positionering, hög global skuldsättning, eventuella negativa effekter från stigande inflation och stigande räntor, centralbanker som successivt normaliserar styrräntor och balansräkningar. Skulle konjunkturen vika skulle det få stort genomslag, men vi bedömer sannolikheten för det som låg, trots att konjunktur- och börsuppgången har pågått sedan 2009.

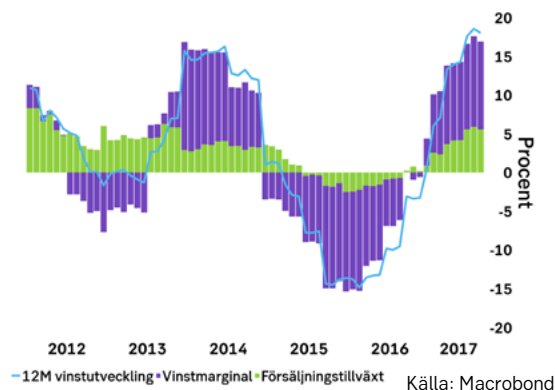


## VÅR FÖRVALTNING

### TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- I augusti återgick vi till övervikt i aktier på räntebärande investeringars bekostnad. Övervikten i aktier ligger nu i globala aktier. Under våren hade vi övervikt i både svenska och globala aktier.
- Inom globala aktier har vi fortsatt en 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, extremt låga räntenivåer, relativvärdering, förväntade avkastningar på 12 månaders sikt.
- Negativa krafter:** global skuldsättning, absolut värdering, centralbanker på medellång sikt och Fed-höjningar i närtid.

### UPPDELNING AV VINSTUTVECKLINGEN I USA



Grafen ovan visar den rullande vinstutvecklingen i USA (S&P500) uppdelad på komponenterna vinstmarginal och försäljningstillväxt. Den senare delen av grafen visar att vinsterna under perioden återigen får hjälp av ökad försäljning via volym eller priser eller både och. Detsamma gäller för andra regioner.

## AKTIER

- Starka makrodata tillsammans med en bra rapportsäsong gör oss positiva till aktier.
- Låga räntor och god tillgång till likviditet ger fortsatt börsstöd.
- Relativt hög värdering minskar uppgångspotentialen.
- Valutarörelser skapar osäkerhet kring vinsterna.
- God tillväxt och relativt låg värdering talar för Emerging Markets.
- Stark SEK slår mot exporttunga Stockholmsbörs, som dock gynnas av tillväxtbilden.
- Svaga omvärldsvalutor minskar avkastningen på internationella investeringar.

| MARKNAD           | TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR) |        |
|-------------------|--------------------------------|--------|
|                   | AVKASTNING                     | RISK   |
| Globala           | 5,7 %                          | 11,7 % |
| Tillväxtmarknader | 7,5 %                          | 13,3 % |
| Svenska           | 8,7 %                          | 12,1 % |

Källa: SEB

## RÄNTEBÄRANDE PLACERINGAR

- Riksbanken förväntas höja räntan i april 2018.
- Europeiska Centralbanken (ECB) tros avisera minskade obligationsköp under hösten.
- Den amerikanska centralbanken normaliserar med dubbla verktyg.
- Företagskrediter har gynnats av marknadsläget och penningpolitiken.
- Svag USD och starkare råvarupriser stöttar delar av EM.

| MARKNAD                 | TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR) |        |
|-------------------------|--------------------------------|--------|
|                         | AVKASTNING                     | RISK   |
| Statsobligationer       | -1,6 %                         | 1,8 %  |
| Företagsobligationer IG | -0,2 %                         | 3,2 %  |
| Företagsobligationer HY | 1,3 %                          | 5,9 %  |
| Emerging market debt    | 5,8 %                          | 11,8 % |

Källa: SEB

## ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Avsaknad av volatilitet försvårar. Rapportreaktioner i Q2 skapar förutsättningar för Equity Long/Short.
- Bristen på tydliga trender svårt för CTA-förvaltare.
- Samarbete i OPEC+ avgörande för stabilt oljepris.
- Sommarens metallprisuppgångar förklaras av ökad nettoefterfrågan i Kina och dollarfall.

| MARKNAD | TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR) |        |
|---------|--------------------------------|--------|
|         | AVKASTNING                     | RISK   |
| Hedge   | 3,5 %                          | 6,0 %  |
| Råvaror | N/A                            | 11,5 % |

Källa: SEB

Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2017-09-04. Index/underlag för estimat: Globala aktier - MSCI World All Countries index i lokala valutor, Tillväxtmarknader - MSCI EM TR i lokala valutor, Svenska aktier - SIX Portfolio Return Index i SEK, Statsobligationer - OMRX T-bonds i SEK, Företagsobligationer (IG och HY) IBOXX Investment Grade Index i USD och IBOXX High Yield Index i USD, Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt) - JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. Hedgefonder - HFRX Global Hedgefund Index i USD.

# Marknadssyn – makro

## Sencyklisk tillväxtökning

*I takt med att tillväxten nu tydligt accelererar och konjunkturcykeln mognar sker också en fasförskjutning, en stafettväxling, i tre ekonomiska skeenden. Mjuka data följs upp av hårda, efterfrågesvaghet blir till resursknapphet och tillväxtmotorn flyttar ut från USA. Sammantaget ser vi fortsatt ljus på såväl tillväxt som inflationsförutsättningarna för kommande år, en god bakgrundsbild för risktillgångar.*

I förra utgåvan av *Investment Outlook*, maj 2017, konstaterade vi att de sedan en tid starka tillväxtindikatorerna var på väg att följas upp av en faktisk ökning i tillväxten, i så kallade "hårda data". Vi noterade också att gapet mellan de starka indikatorerna och den då tröga tillväxten var stort. Här sker nu den första förskjutningen, stafettväxlingen. Och den sker på "rätt" sätt, genom att tillväxten skjuter fart. Vi har sett tendenser till sådant lyft under de senaste åren som bevisligen kommit på skam med nedreviderade tillväxtprognoser som följd. Men då har förhoppningarna varit kopplade till en enskild region eller faktor.

### Bredbaserad tillväxt

Denna gång är tillväxtökningen klart bredbaserad, såväl över regioner och länder som över sektorer, även om den amerikanska tillväxten inte imponerar. De delar av ekonomin som tydligast uppvisar styrka är arbetsmarknaden i såväl USA som Europa, stark tillväxt i Kina drivet av ett uppsving i industrin, ökande investeringar till följd av stigande kapacitetsutnyttjande och en cyklisk återhämtning i flera Emerging Markets-länder. Sammantaget ger det en robust bild, vi räknar med en global tillväxt på 3,8 procent såväl i år som nästa och en tiondel lägre för 2019. Det är såväl över genomsnittlig tillväxt som över konsensus.

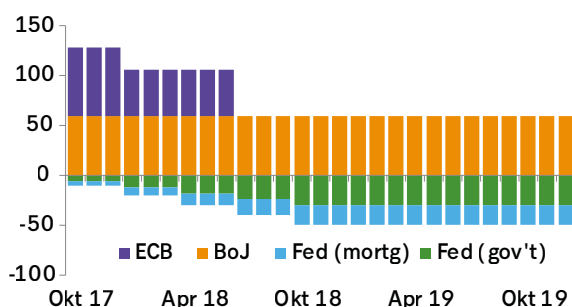
Vad gäller ekonomins övergripande drivkrafter kan de sammanfattas med stafettväxlingen från en

lång period av dämpad efterfrågan till en ökande resursknapphet. Allt sedan finanskrisen och den djupa lågkonjunkturen 2008-2009 har världsekonomin brottats med ett tydligt efterfrågeproblem. Slutlig efterfrågan i form av privat konsumtion och investeringar har varit svag, drivet av ett lågt generellt kapacitetsutnyttjande, inte minst en svag arbetsmarknad. Parallellt med detta har demografisk motvind och svagare produktivitetstillväxt gjort att den potentiella tillväxten blir lägre.

Summan av detta har blivit en lång period med svag tillväxt, stöttad av en aggressiv penningpolitik. Den tröga utvecklingen har fått ekonomer att tala om sekulär stagnation, ett mer varaktigt tillstånd av låg tillväxt. De senaste åren har dock tillväxten, om än blodfattig, lett till att bilden sakta förbättrats. Arbetsmarknaden, främst i USA, har uppvisat tydlig styrka vilket tillsammans med stigande tillgångspriser har lyft hushållshumöret och, till viss del, konsumtionsviljan.

Företagen har samtidigt gradvis vuxit i produktionskostymen och totalt sett har vi nu en världsekonomi där flera av de stora regionerna ligger nära fullt kapacitetsutnyttjande. Detta är klassiska tecken på en konjunktur som mognar, vilket skapar förväntningar om stigande inflation som en följd av resursknapphet. Löneinflationen i USA är ett exempel på inflation som "borde" stiga, särskilt då arbetslösheten nu krupit under den så kallade jämviktsarbetslösheten. Vi räknar

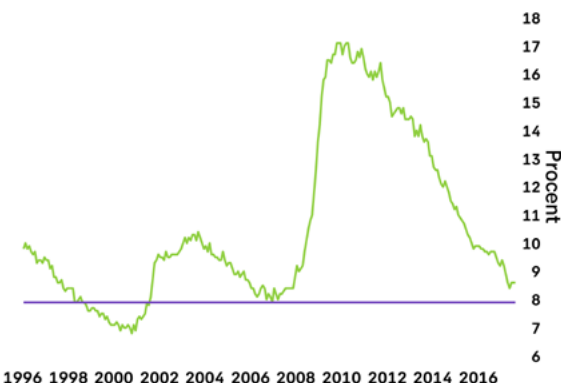
### MINSKADE MEN FORTSATT STIMULANSER



Källa: ECB, BoJ, Fed, Macrobond

Federal Reserve inleder sannolikt processen med att minska sin obligationsportfölj under fjärde kvartalet. Det kan skapa oro på marknaderna; tillförd likviditet har ju stöttat såväl tillväxt som marknader de senaste 7-8 åren. Andra centralbanker, inte minst den japanska, fortsätter dock att tillföra likviditet. Netto tillförs marknaden cirka 1000 miljarder USD även under 2018.

### PÅ VÄG MOT FULL SYSSELSÄTTNING – OCH INFLATION?



Källa: US Bureau of labor statistics, Macrobond

Officiell arbetslöshet ligger nu under NAIRU, jämviktsarbetslösheten där lönerna traditionellt börjar stiga, vilket brukar skapa inflation. Sambandet ser dock ut att vara försvagat, och breda mått indikerar att resursläget inte är så ansträngt.

visserligen med något större löneökningar framöver, vilket tillsammans med en inflation i trakten av Federal Reserves mål ger centralbanken ammunition för att fortsätta dra ner på sina stimulanser. Detta görs dels genom räntehöjning och dels genom att inleda en minskning av balansräkningen. Viktigt att notera är dock att neddragningen sker från ett extremt stimulerat läge och att andra centralbanker, främst Bank of Japan, fortsätter att elda på med stimulanser. En totalt sett stimulerande penningpolitik bidrar till att tillväxten bibehålls på goda nivåer, för att under 2019 bromsa in marginellt då resursknappheten gör sig påmind.

I senaste utgåvan av SEB:s analysrapport *Nordic Outlook* beskrivs såväl detta huvudscenario som dess risker mer ingående. Snabbt stigande inflation, policymisstag från centralbanker eller geopolitisk oro som eskalerar och får effekter på världshandeln är faktorer som kan hota den ljusa bilden, men vi ser inga tydliga tecken på att hoten materialiseras.

### Bättre fart i Europa

Den tredje stafettväxlingen är måhända inte så markerad, men handlar om en förskjutning i tillväxten regionalt. I *Nordic Outlook* ges en grundlig genomgång av läget i de olika ekonomierna. Sammanfattningsvis kan vi konstatera att tidigare har mycket hopp knutits till en uppväxling i amerikansk ekonomi. Vi ser en acceleration där, men inte i nivå med tidigare förväntningar. Förhoppningar om stimulanser från finanspolitiken ser ut att komma på skam då Trump-administrationen har det svårt att få igenom olika reformer. Samtidigt håller en relativt låg sparkvot tillbaka konsumtionsökningar. Tillväxten får dock stöd av investeringar och nettoexport tack vare den

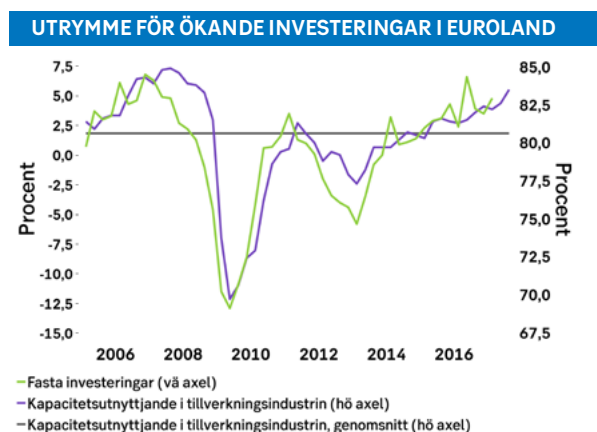
svagare dollarn. Vi räknar med en tillväxt något över trend på drygt 2 procent för kommande år.

Till skillnad från USA överraskar Europa på uppsidan. Uppgången är bredbaserad och drivs av såväl stigande sysselsättning och förbättrat hushållshumör som av ökande investeringar och stigande export. Vår prognos för tillväxten landar även här på dryga 2 procent, över såväl konsensus som långsiktig trend. Inom politiken förbyts årets valfokus till arbetet med ett fördjupat EU-samarbete samtidigt som Brexit-förhandlingarna fortgår, med en markerad inbromsning i brittisk ekonomi som tydligaste följd.

### Emerging Markets driver tillväxten

Även tillväxtekonomierna (EM) bidrar till den goda tillväxtbilden. Kinas tillväxt har överraskat på uppsidan, men bromsar nu in planerligt. Indien växer fortsatt starkt och de mer råvaruberoende ekonomierna som Ryssland och Brasilien står inför en cyklisk återhämtning, som dock dämpas av strukturella problem. För de EM-länder vi analyserar räknar vi med en aggregerad tillväxt på runt 5 procent de kommande åren.

Den svenska ekonomin tillhör också ljuspunkterna ur ett tillväxtperspektiv. Vi ser en bredbaserad tillväxt över trend med bostadsinvesteringar som starkaste drivkraft, följt av exporten. Konsumtionen utvecklas lugnare, trots en stark arbetsmarknad. Vi ser också risker för överhettning då såväl penning- som finanspolitik fortsätter att vara expansiv. Även för övriga nordiska länder räknar vi med stigande tillväxt, främst drivet av cyklisk återhämtning såväl i omvärlden som nationellt.



Källa: Eurostat, Macrobond

Efter ett antal år med i snitt relativt lågt kapacitetsutnyttjande och därmed låga investeringar ser vi nu att investeringarna skjuter fart. Detta som en resursknapphet hos företagen samtidigt som stigande bostadspriser och låga räntor stimulerar byggandet.

| BNP – ÅRLIG FÖRÄNDRING % | 2016 | 2017 (P) | 2018 (P) | 2019 (P) |
|--------------------------|------|----------|----------|----------|
| USA                      | 1,5  | 2,2      | 2,4      | 2,0      |
| Japan                    | 1,0  | 1,3      | 0,8      | 0,7      |
| Tyskland                 | 1,9  | 2,1      | 2,0      | 1,8      |
| Kina                     | 6,7  | 6,8      | 6,4      | 6,1      |
| Storbritannien           | 1,8  | 1,5      | 1,0      | 1,2      |
| Eurozonen                | 1,8  | 2,1      | 2,2      | 2,0      |
| Norden                   | 2,1  | 2,5      | 2,3      | 2,2      |
| Sverige                  | 3,2  | 3,2      | 2,8      | 2,4      |
| Baltikum                 | 2,0  | 3,5      | 3,3      | 3,1      |
| OECD                     | 1,8  | 2,1      | 2,1      | 1,9      |
| Emerging Markets         | 4,3  | 4,9      | 5,0      | 5,0      |
| Världen (PPP)*           | 3,1  | 3,8      | 3,8      | 3,7      |

Källa: SEB, OECD

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

# Globala aktier

## Tillväxten stöttar vinster

*Det senaste kvartalet har präglats av starka makroekonomiska data och överlag starka företagsrapporter internationellt. Som negativ motvikt finner vi politisk turbulens i USA samt geopolitisk oro i Asien signerad Nordkorea och därtill stora valutarörelser. Under kvartalet har världsindex i lokal valuta stigit med några procent, medan avkastningen varit negativ för en svensk investerare på grund av kronförstärkningen.*

**DEN MOT SVENSKA KRONAN OCH EURON** kraftigt försvagade amerikanska valutan sätter sin prägel på den avkastning som en global aktieexponering har gett under året. Dollarn försvagades med 12 procent mot kronan och euron fram till slutet av augusti. Då amerikanska aktier utgör över ca hälften av världsindex har **dollarförsvagningen** stor påverkan på avkastningen vi får i svenska kronor, till exempel via en globalfond. Mätt i svenska kronor har världsindex stigit 0,5 procent i år (till 31 augusti). Under samma period föll den amerikanska aktiemarknaden med drygt 3 procent. Den europeiska steg samtidigt med 5 procent medan Emerging Markets (EM) utvecklades bäst och steg med 12 procent.

I **lokal valuta** däremot har avkastningen för världsindex varit 11 procent. Europa har avkastat 5,5

procent, USA 10 procent och EM hela 23 procent. Teknologisektorn sticker ut med en uppgång om 26 procent i lokal valuta i år, vilket är klart bättre än näst bästa sektor som är materialsektorn (+15 procent). Olje-, och gassektorn sticker ut negativt och har sedan årsskiftet fallit med 10 procent, vilket är en reaktion på oljeprisnedgången samt den starka utvecklingen i fjol.

### Stora valutaeffekter

En svensk investerare har i år endast fått 0,5 procent i avkastning för en global aktieexponering, medan en amerikansk investerare har fått 14 procent. Valutaexponeringen har således varit den mest avgörande faktorn för utvecklingen. Aktiefonder har i regel full valutaexponering, varför utfallet för svenska investerare är magert i år. Valutarörelserna tenderar dock att jämna ut sig över tid, dollarn

### VALUTAEFFEKTERNA PÅTAGLIGT POSITIVA FÖR DOLLARBASERADE INVESTERARE



Källa: Bloomberg

En tydlig dollarförsvagning har under året gynnat amerikanska investerare på världens aktiemarknader. Utvecklingen för en SEK-baserad investerare har dock inte varit lika munter. Vår bedömning för resten av året är dock att kronan försvagas mot dollarn och att en global aktieexponering därför bör kunna betala sig bra.



har till exempel legat på nuvarande nivåer hela tio gånger sedan 1984. Som investerare får man bra diversifiering i sin portfölj när man använder såväl svenska som globala aktier. Vi är positiva till aktier och bedömer att den svenska kronan försvagas mot USD fram till årsskiftet och därmed kan vi få en bra avkastning via en global aktieexponering från nuvarande nivåer.

Rapportfloden globalt för det andra kvartalet visar på en bredd i resultatutvecklingen som varit efterlängtat. Bolagen bekräftar den globala tillväxten via förbättrad orderingång och försäljning. Trots att bolagen överträffade de högt ställda förväntningarna har mottagandet av rapportperioden varit svårt. Detta förklaras delvis av en hög förväntansbild, men också av att det rådde en allmän oro kring USA:s politiska administration, vilket försvagade den amerikanska valutan. Dessutom förvärrades den geopolitiska situationen kring Nordkorea.

### Medvind i Europa

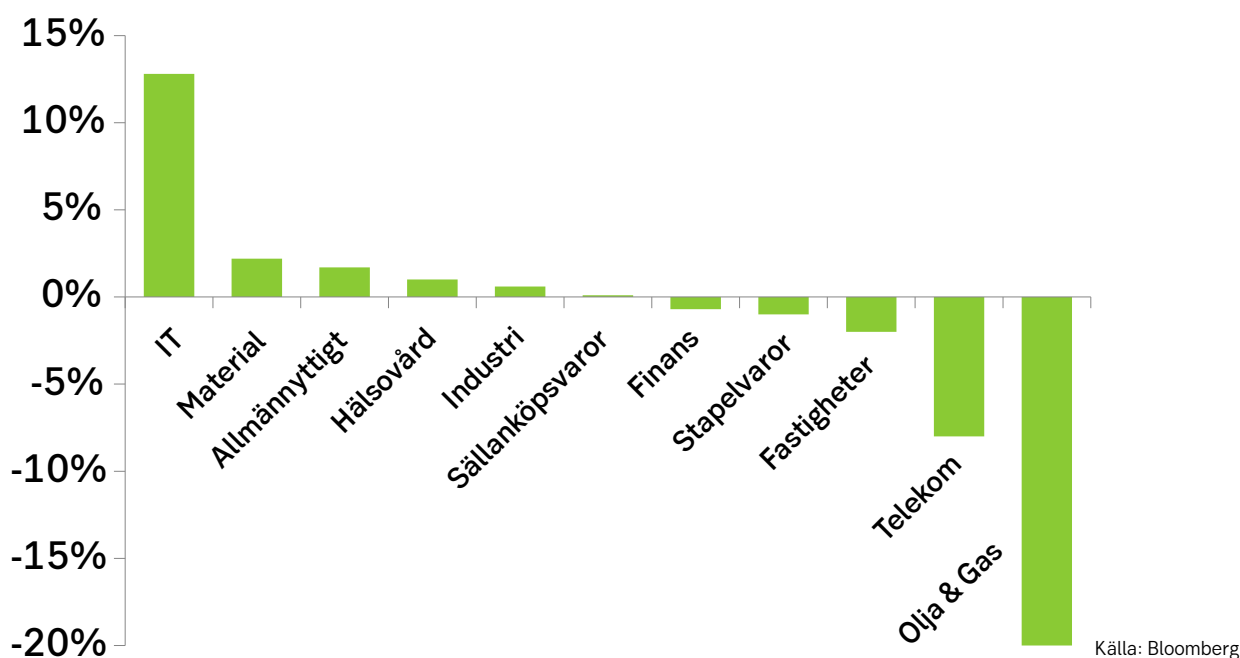
Europas vinsttillväxt tar äntligen fart på allvar. På aggregerad nivå ökar bolagens försäljning med 7 procent och vinsterna med 30 procent jämfört med andra kvartalet föregående år. De största vinstökningarna ser vi hos olje- och gruvbolag, som en följd av prisuppgångar på underliggande råvaror. Övriga cykliska sektorer såsom industri, sällanköpsvaror och bank visar också på hög förbättringstakt. De stora förbättringstalen i Europa beror på att regionen befinner sig tidigt i den cykliska återhämtningsfasen och att jämförelsetalen därför är låga.

Den tidigare så problemtyngda **banksektorn** är den största sektorn i Europa och ett viktigt smörjmedel för ekonomin, då en stor del av företagens lån tas i banker, till skillnad från i USA där upplåningen i huvudsak sker via kapitalmarknaden. Kapitaliseringen fortsätter att förbättras för bankerna i takt med stigande kreditkvalitet och högre vinster. Fortfarande brottas delar av systemet, exempelvis i Italien med alltför hög andel dåliga lån och underkapitalisering. Viss lättnad kom efter att den italienska staten sköt till pengar för att rekapitalisera Veneto Banca och Banco Popolare di Vicenza. Den allmänna uppfattningen om europeiska banksystemet är dock att risken har minskat betydligt, vilket märks på prissättningen av bankobligationer och derivat. Inte ens spanska Banco Populars nedskrivning av högriskobligationer till noll kunde rucka på denna inställning. När Europeiska Centralbanken normaliserar räntenivån, blir det ett lyft för den europeiska banksektorns lönsamhet. Vår bedömning är att detta sker med början under andra halvåret 2018, efter första höjningen av ECB:s inlåningsränta.

### Teknologi drar i USA

I USA överraskade rapporterna positivt både avseende vinster och försäljning. Vinsterna växer med 10 procent och försäljningen med 5 procent, vilket är starka siffror givet att USA befinner sig i sen tillväxtfas. Förutom oljebolagen, vars vinster växer kraftigt, är det teknologibolagen som sticker ut med en försäljningstillväxt om 10 procent och vinstökningar om 15 procent på aggregerad nivå. Giganter som Apple, Facebook, Microsoft och Alphabet (Google) - de fyra

UTVECKLING AV VÄRLDSINDEX 2017 I SVENSKA KRONOR UPPDELAT PÅ SEKTORER



Världsindex domineras av sektorerna teknologi och bank och finans som tillsammans utgör cirka 36 procent av totalen. Teknologisektorn står för närmare 18 procent av världsindex och utgör det klart största bidraget till den positiva utvecklingen i år. Utan teknologisektorn skulle utvecklingen för världsindex vara negativ i svenska kronor.

största bolagen i världen avseende börsvärde hör till just denna snabbväxande sektor. Facebook är det bolag som vuxit snabbast av dessa. Aktien har stigit med 100 procent den senaste tvåårsperioden drivet av en imponerande vinstutveckling. Facebooks aktie noterades på 38 USD för fem år sedan och ansågs då vara kraftigt övervärderad. Nu står aktien i 166 USD och handlas till P/E 29. En inte helt orimlig värdering givet bolagets tillväxt, och en påminnelse om att konsumentorienterade bolag som opererar via internet kan växa explosionsartat. Marknadspotential och tillväxttakt blir viktiga parametrar när man analyserar den här typen av tillväxtbolag i tidig fas, medan traditionella värderingsmått är mindre effektiva när ett rättvist värde skall uppskattas.

IT-sektorns frammarsch i **Kina** imponerar också. Tencent och Alibaba är numera de största kinesiska bolagen avseende börsvärde och de kvalar numera in på topp-tio-listan över de största bolagen i världen. Denna duo beräknas öka sin omsättning med 50 procent och vinsterna med mer än så mellan 2016 och 2017. Tencents aktie är upp 70 procent i år och Alibabas 95 procent. Bakom framgångarna står den snabbt ökade användningen av internet i Kina, främst inom områden som e-handel, sociala medier, mobila betalningar samt spel via nätet. Det underlättar naturligtvis även för de kinesiska bolagen att utländska konkurrenters verksamheter i princip är förbjudna i Kina. IT-sektorn står för 27 procent av ett brett Emerging Market-index och de kinesiska IT-jättarnas framfart har stor del i att EM sticker ut positivt i ett globalt perspektiv.

**Värderingen** är alltså på relativt höga nivåer. P/E-talet för världsbörsen för 2017 är 16,7. Vi förväntar oss dock ingen större förändring i närtid. Det stora testet för värderingsnivån blir när räntorna normaliseras.

Blickar vi in i 2018 ser värderingen mer attraktiv ut, då vinsttillväxten överlag beräknas bli cirka 10 procent.

| MARKNAD           | P/E-TAL<br>2017 | AVKASTNING PÅ<br>EGET KAPITAL % |
|-------------------|-----------------|---------------------------------|
| Tillväxtmarknader | 13,6            | 9,3                             |
| Japan             | 13,8            | 6,7                             |
| Europa            | 15,5            | 8,9                             |
| USA               | 18,9            | 16,2                            |

Källa: Bloomberg

Tabellen visar värderingsmultiplar på regional basis. USA värderas högt i förhållande till vinstnivå, men lönsamheten är också betydligt högre än i övriga regioner.

### Positiv bild dominerar

Starka makrodata tillsammans med en positiv rapportssäsong samt en tro på försvagad krona fram till årsskiftet gör att vi är positiva till en global aktieexponering på kort till medellång sikt. En global aktieexponering erbjuder dessutom en attraktiv riskjusterad avkastning då den svenska kronan tenderar att försvagas vid eventuella kriser. Vi är fortsatt positiva till EM då värderingen bör närma sig de utvecklade ländernas. Det dominerande inslaget av IT och bank inom EM bör också fortsätta att prestera bättre än övriga marknader. Vi är fortsatt positiva till den underliggande utvecklingen i Europa och Japan, men förstärkningen av EUR och JPY mot den amerikanska dollarn gör att vi sammantaget tror att den amerikanska, europeiska och japanska aktiemarknaden betar sig likvärdigt för en svensk investerare. I lokal valuta bör dock den europeiska och japanska aktiemarknaden prestera bättre än den amerikanska.

# Nordiska aktier

## Valutan slår tillbaka

Efter en mycket stark inledning av börsåret har index rekylerat under sommaren. Det beror dels på en nedjustering av tidigare uppskrivade förväntningar både vad gäller företagens tillväxt och kommande finanspolitiska stimulanspaket i USA, men också på en ogynnsam valutautveckling för industriföretagen. Konflikten i Nordkorea kommer som lök på laxen. Höga värderingar hade dessutom gjort marknaden känslig för alla former av bakslag. På den positiva sidan tycks konjunkturhämtningen hålla i sig samtidigt som räntorna är historiskt låga och investerarna tycks ha fortsatt stor likviditet. De två sista faktorerna utgör ett bra stöd och bidrar till en fortsatt försiktigt positiv syn på börsen.

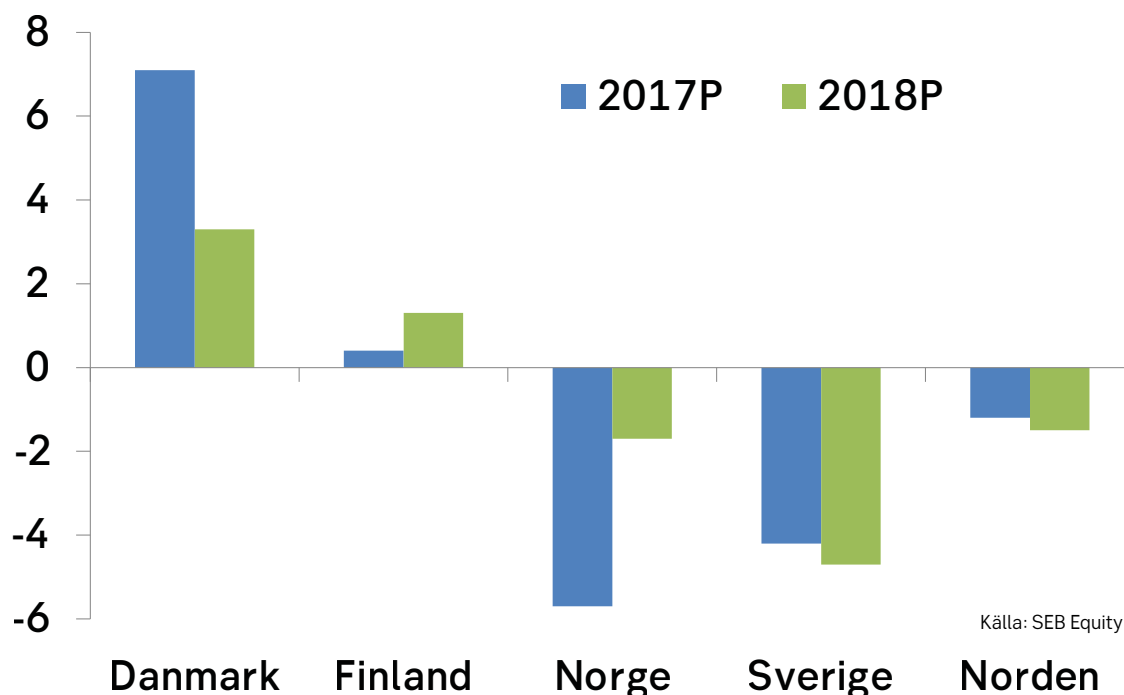
**RAPPORTERNA FÖR ÅRETS FÖRSTA** kvartal var sällsynt munter läsning. Relativt förväntningarna var det den bästa rapportperioden på många år, inte bara i Norden utan hela Europa. Tyvärr visade det sig vara som finanschefen för Sveriges största verkstadsbolag, Atlas Copco, nyligen uttryckte det (vid ett investerarseminarium arrangerat av SEB); "en inte uthålligt god nivå". Efter en period av stabilitet i vinstprognoserna under inledningen av året har vi därmed tyvärr åter tvingats justera ner prognoserna signifikant under den senaste tremånadersperioden. För bolagen på Stockholmsbörsen har vi sedan början av juni mer än halverat den förväntade vinsttillväxten och vi räknar nu med en vinsttillväxt för 2017 på cirka 4 procent. Visserligen har vi fortsatt

mer positiva prognoser för 2018 och 2019, 11 procent respektive 9 procent, för bolagen på Stockholmsbörsen, men efter de senaste sju årens stadigt negativa revideringstrend är investerarnas tilltro till optimism kring nästa och nästnästa år sannolikt relativt begränsad om vi inte får se liknande styrka även i närtid.

Företag med en bevisat god förmåga att själva driva på vinsttillväxten, oavsett konjunktur och valutautveckling, bör därmed ha goda förutsättningar att öka i popularitet igen bland investerare.

Blickar vi ut i övriga Norden är bilden inte lika dyster, visserligen har prognoserna för norska bolag också

### SÄNKTA VINSTILLVÄXTPROGNOSER



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar vinstprognosjusteringarna i procent de senaste tre månaderna för bolagen på de nordiska börserna samt en uppdelning per land. Nedjusteringarna har varit betydande i Sverige och Norge medan prognoserna har justerats upp i Danmark och Finland. I relation till förväntad tillväxtnivå är det nedjusteringarna för de svenska bolagen som är överlägset störst.

justerats ner markant, men det är från en betydligt högre tillväxtnivå som dessa nedjusteringar har gjorts och vi räknar fortfarande med en ökning av de justerade nettovinsterna på 35 procent för innevarande år och 26 procent för nästa i Norge. I Finland har prognoserna justerats marginellt uppåt och i Danmark är det signifikanta uppjusteringar – även exklusive reavinsten från A.P. Möller-Maersks försäljning av Maersk Oil som skönsmålar prognoserna för 2017 något. För Norden som helhet räknar vi fortfarande med hälsosamma 11 procents vinsttillväxt i år följt av 13 procent 2018 och 10 procent 2019. En viktig anledning till den mer positiva utvecklingen i Danmark är att Köpenhamnsbörsen har en mycket annorlunda sammansättning än Stockholmsbörsen med ett betydligt tyngre inslag av hälsovård, kemi och miljöteknik, medan tung tillverkningsindustri är ett betydligt större inslag på den svenska aktiemarknaden. Den höga vinsttillväxt som förväntas i Norge är huvudsakligen en funktion av en förväntat stark resultatmässig återhämtning för oljesektorn efter fjolårets kris.

#### Kronförstärkningen slår mot vinsterna

En viktig förklaring till de försämrade vinstutsikterna står att finna i en mer ogynnsam valutautveckling för svensk industri. Kronan har hittills i år stärkts med 13 procent mot den amerikanska dollarn och 8 procent mot den delvis sammanlänkade kinesiska yuane, vilket har en kraftigt negativ effekt på vinsterna för verkstadsindustri, gruvor och skogsbolag samt på värdet av de vinster som genereras av dotterbolag till de svenska börsbolagen i USA och Kina. Visserligen finns även en viss positiv effekt från lägre kostnader för detaljhandelsbolag med stora inköp i Asien i dollar och yuan, men nettot är ändå klart negativt för bolagen på Stockholmsbörsen, i synnerhet när effekter såsom valutadrivna prisjusteringar inkluderas.

#### Cirkus i Vita Huset reverserar Trump-effekten

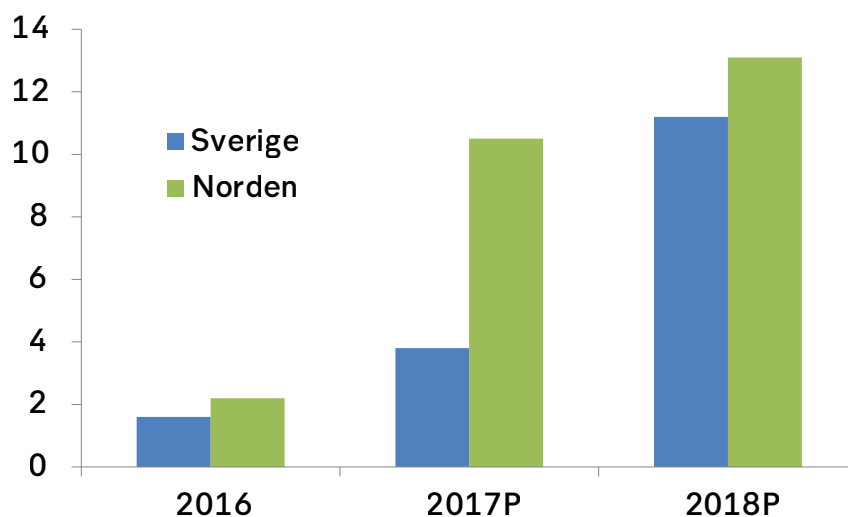
När det stod klart att Donald Trump hade vunnit presidentvalet blev många på vår sida av Atlanten överraskade av den optimism som spreds på den amerikanska börsen och ut över världen. Men månaderna har gått och en paralyserande splittring inom det Republikanska partiet tycks hindra utlovade reformer, samtidigt som Vita Huset karaktäriseras av hög personalomsättning på nyckelpositioner och dåliga relationer med omvärlden. De förhoppningar om stimulanser i form av skattesänkningar, avregleringar och infrastrukturinvesteringar som skapade stor investerarentusiasm i slutet av 2016 har nu minskat påtagligt igen. På den positiva sidan har även oro kring exempelvis miljöteknik och hälsovård, där investerarna tidigare i år befarade ett minskat regulatoriskt stöd respektive tuffare prispress, minskat, vilket har gynnat nordiska tillverkare av exempelvis vindkraftverk och biobränslen samt läkemedel.

Notervärt är samtidigt att konjunkturåterhämtningen i USA redan är relativt långt gången med en arbetslöshet runt 4 procent, den lägsta nivån sedan 2001. Det är ur det perspektivet inte självklart negativt för aktiemarknaden i ett något längre perspektiv om de omdiskuterade finanspolitiska stimulansåtgärderna i USA uteblir.

#### Råvaror bekräftar konjunkturrell styrka

I *Investment Outlook* i maj uppmärksammade vi riskerna förenade med senvårens råvaruprisfall och vad följderna skulle bli om detta fortsatte. En snar återhämtning var hela tiden huvudscenariot, men en annorlunda utveckling var ett tydligt riskmoment. Energi- och metallsektorerna har varit en viktig drivkraft i de senaste årens konjunkturböljor, både nedgången 2014-2015 och återhämtningen 2016-2017. Sektorerna har haft en markant inverkan på vinsterna för börsbolagen i Norden, dels genom

#### VI RÄKNAR FORTFARANDE MED GOD VINSTTILLVÄXT I NORDEN



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar vinsttillväxtförväntningarna för de svenska respektive nordiska börsbolagen de närmaste åren. I Norden förväntas fortsatt signifikant vinsttillväxt både i år och innevarande år, men för Sverige har prognoserna för 2017 reducerats markant efter halvårsrapporterna.

direkta effekter på olje- och råvarubolag med underleverantörer och mer indirekta effekter via inverkan på konjunkturen i råvarufokuserade ekonomier som Brasilien och Ryssland. Bland bolagen med stor exponering mot något av eller båda dessa länder kan nämnas: Electrolux, Volvo, Saab, Carlsberg och Nokian Tyres. Under sommaren har vi dock sett en kraftig återhämtning i metallpriser generellt, vilket bland annat spelar de många stora nordiska underleverantörerna till gruvindustrin i händerna. Oljepriset har också stabiliserats på vad som tycks vara en för branschen acceptabel nivå. Ett tidigare orosmoment kan härmed betraktas som undanröjt och har i och med sommarens råvaruprisuppgångar förbytts till en positiv faktor för börsen. Exempelvis menar Sandvik, som är en världsledande leverantör av utrustning till gruvindustrin, att kopparprisutvecklingen bör ha skapat förutsättningar för en bredare återhämtning av investeringarna i gruvindustrin. Det ligger även nära till hands att se metallprisrallyt som ett tecken på en positiv industrikonjunkturutveckling.

### Upplyftande budskap vid SEB:s investerarseminarium

Det är inte heller bara investeringarna i råvaruutvinning som ökar. I slutet av augusti arrangerade SEB ett investerarseminarium där VD:n eller finanschefen för åtta av de största verkstadsbolagen på Stockholmsbörsen deltog. Budskapet var genomgående positivt vad det gäller efterfrågeläget för i princip alla geografier och så gott som alla kundsegment (alla utom offshorebaserad oljeindustri och personbilsindustri i Nordamerika). Givetvis beklagade de flesta samtidigt den senaste tidens valutakursutveckling men den underliggande marknadsutvecklingen beskrevs i idel positiva ordalag. Det är visserligen långt ifrån någon euforisk stämning, men en tydlig förbättring av efterfrågeläget jämfört med föregående år är vad företagsledningarna verkar se framför sig. Stämningen är mer positiv än vid samma tidpunkt ifjol och året

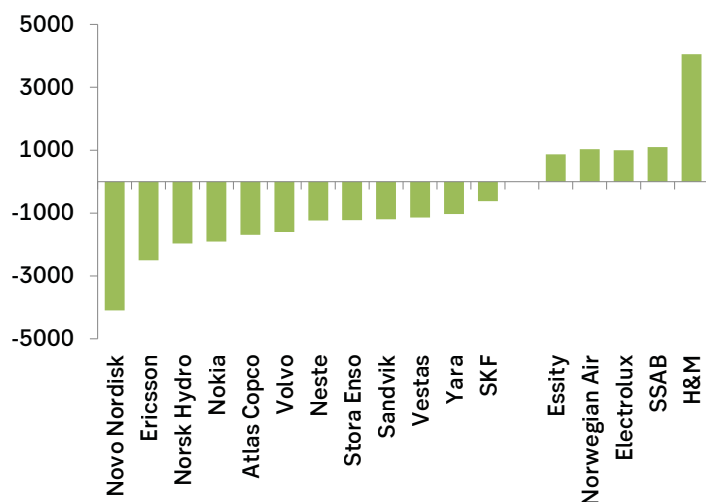
dessförinnan. Tempot i förbättringen har försvagats något jämfört med årets första kvartal, men utvecklingen går fortsatt i rätt riktning. Samtidigt är företagsledningarna trygga i sin egen förmåga att leverera produktivitetsförbättringar och kostnadsbesparingar. Många upplever även att den tekniska utvecklingen i samhället, inte minst digitaliseringen driver på både efterfrågan på bolagens produkter och möjligheterna att spara kostnader. Budskapet inger hopp om att nuvarande vinstprognoser ska kunna bibehållas, förutsatt att inte valutasituationen förvärras ytterligare.

### Slutsats: En gynnsam kombination

En nyligen publicerad undersökning bland institutionella investerare indikerar att en rekordstor andel, nästan hälften, anser att aktier idag är övervärderade. Det går alltså knappast att komma ifrån det faktum att även efter sommarens rekyl är även den nordiska aktiemarknaden högt värderad i ett historiskt perspektiv med p/e 16,5 på vår vinstprognos för de kommande 12 månaderna, en premie på 11 procent mot snittet de senaste tio åren.

Vi menar dock att med en näst intill obefintlig alternativavkastning i räntemarknaden är en högre än historisk värdering väl motiverad även för aktier. Vi ser även goda möjligheter för många företag att dela ut mer pengar framöver, listan över överkapitaliserade storbolag i Norden är lång. Ett alternativ till att dela ut mer pengar är förvärv, vilket även talar för ett fortsatt högt tempo vad gäller strukturaffärer. Företagsaffärer tenderar också, i synnerhet på kort sikt, att elda på aktiemarknaden. Vinstutvecklingen ser fortfarande ut att bli positiv för innevarande och nästa år även om siffrorna har justerats ner på senare tid. Sammantaget har vi en fortsatt försiktig positiv syn på börsutvecklingen i Norden det närmaste året.

### VINNARE OCH FÖRLORARE PÅ EN SVAGARE DOLLAR



Källa: SEB

Diagrammet visar den statistiska effekten på vinsten före skatt i svenska kronor för några av de mest dollarexponerade storbolagen i Norden från en försvagning av USA-dollar med 10 procent mot respektive bolags redovisningsvaluta. Verktad, telekom och råvaror dominerar förlorarlistan medan främst konsumentorienterade bolag med inköp i dollar kan gynnas.



# Ränteinvesteringar

## Långsamt stigande långräntor

*Med stöd från starka makroekonomiska data har centralbankernas fokus flyttats allt mer från stimulanser till åtstramande åtgärder. Vi bedömer att det leder till högre räntor, men att ränteuppgången begränsas något av svagheten i inflationstrycket.*

### Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Vi håller fast vid vår prognos om en första räntehöjning från Riksbanken i april 2018. Den ekonomiska utvecklingen stärker allt tydligare motiven för en omläggning av penningpolitiken. Förutom inhemsk styrka talar fortsatta höjningar från Federal Reserve (Fed) och försiktig kursomläggning från ECB för att Riksbanken ska höja något tidigare än vad som indikeras i Riksbankens nuvarande räntebana. Den indikerar en första höjning sommaren 2018. Det låga ränteläget i omvärlden och inflation som inte riktigt lyfter talar för att räntan höjs gradvis och kontrollerat. Riksbanken vill säkerställa en varaktig inflationsuppgång och samtidigt motverka att kronan stärks. Vi räknar med två räntehöjningar per år, vilket skulle innebära att reporäntan i slutet av 2019 ändå inte är högre än 0,5 procent. Ökade förväntningar om svenska styrräntehöjningar bör i sin tur leda till att svenska långräntor stiger. Den 10-åriga svenska räntan väntas stiga till 0,85 procent i slutet av 2017 och nå 1,50 procent i slutet av 2018.

Den starkare tillväxten tillsammans med goda utsikter i Europa krattar manegen för ett nytt beslut om minskade obligationsköp från ECB inom kort. Samtidigt är inflationsutsikterna fortsatt svaga. Vi väntar oss dock att ECB i höst annonserar att obligationsköpen minskas från 60 till 40 miljarder euro per månad från januari 2018 samtidigt som programmet förlängs med 6 månader – för att sedan helt avslutas i samband med junimötet 2018. Inlåningsräntan tror vi höjs från -0,40 procent till -0,25 procent juni 2018 och under 2019 tar ECB steget att höja styrräntan två gånger från 0 till 0,50 procent.

Amerikanska Federal Reserve fortsätter den penningpolitiska normaliseringen och vårt huvudscenari är ytterligare en styrräntehöjning i december 2017. Den amerikanska centralbanken väntas dessutom inleda en minskning av balansräkningen och vår tro är att avvecklingen av obligationsinnehavet påbörjas under det fjärde kvartalet i år. Under 2018 väntas tre styrräntehöjningar och när tillväxten bromsar in 2019 är vår bedömning att Fed nöjer sig med en höjning. Det

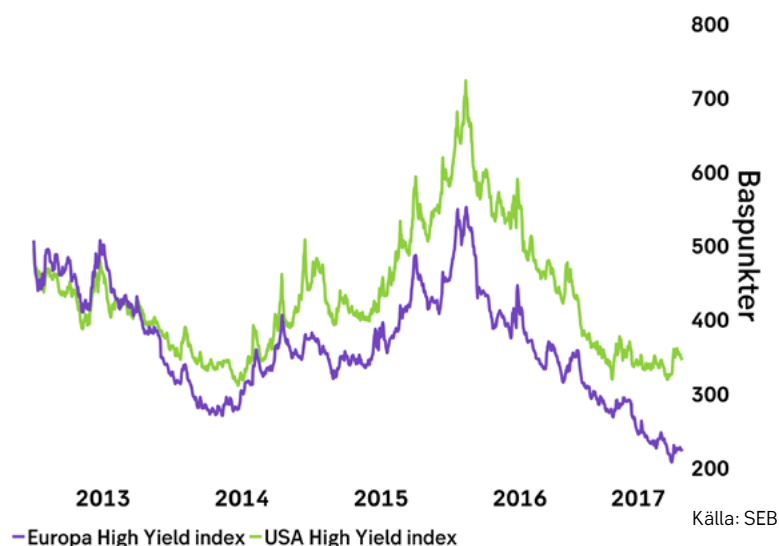
ger en styrräntenivå på 2,5 procent i slutet av 2019. Feds planer på att gradvis börja minska sin balansräkning under hösten i år kan leda till en uppgång för långa statsobligationsräntor. Vi bedömer dock att effekten blir begränsad, eftersom Fed lär sikta mot en totalt sett större balansräkning än innan krisen 2008 och kommer att ta god tid på sig, i syfte att begränsa ränteuppgången. Vår prognos är att den 10-åriga statsräntan i USA stiger från dagens nivå till 2,50 i slutet av 2017 och 2,80 procent i slutet av 2018.

### Tillväxtmarknader – EM Debt

Utsikterna för tillväxtekonomierna har ljusnat med stöd från högre råvarupriser och en svagare amerikansk dollar. Det bör på sikt stärka såväl bytebalanser som valutareserver. Politisk osäkerhet och protektionism finns även fortsättningsvis bland riskerna, men farhågorna för effekterna av Trumps politik har dämpats något. 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 tillväxtmarknadsvalutorna.

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

Obligationer i segmentet Investment Grade har gynnats av centralbankernas obligationsköp, 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 högre räntekänslighet än High Yield-obligationer, vilka har ett större inslag av kreditrisk. Givet att vi ser styrka i den underliggande ekonomin följt av högre räntor ser vi fortsatt potential för företagsobligationer inom High Yield. Återhämtning i oljepriset samt det faktum att antalet kredithändelser har fallit markant är också faktorer som ger stöd till High Yield-marknaden.



Givet stark makrodata under året har utvecklingen varit gynnsam för företagskrediter. Belåningen ser ut att komma ner under 2017 i spåren av förbättrade bolagsvinster, samtidigt som andelen konkurser förväntas minska påtagligt under året.

| TILLGÅNG                                      | TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSÄVKASTNING |        |        | RISK   |        |        |
|-----------------------------------------------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                               | SEK                             | EUR    | USD    | SEK    | EUR    | USD    |
| Kassa                                         | -0,7 %                          | -0,7 % | 1,2 %  | 0,0 %  | 0,4 %  | 0,3 %  |
| Statsobligationer                             | -1,6 %                          | -1,8 % | -0,2 % | 1,8 %  | 1,7 %  | 3,0 %  |
| Företagsobligationer<br>Investment Grade (IG) | -0,2 %                          | -0,2 % | 0,8 %  | 3,2 %  | 3,2 %  | 3,2 %  |
| Företagsobligationer<br>High Yield (HY)       | 1,3 %                           | 1,4 %  | 2,6 %  | 5,9 %  | 5,9 %  | 5,0 %  |
| Emerging Market Debt*                         | 5,8 %                           | 5,8 %  | 7,8 %  | 11,8 % | 11,8 % | 13,1 % |

Källa: SEB

\*Avkastning i lokala valutor

# Alternativa investeringar

Stabil utveckling i väntan på volatilitet

*De senaste åren har sommarmånadernas förväntade semesterlugn bytts mot finansiell dramatik, något som föranledde viss oro inför årets sommar. Men jämfört med stormarna kring Greklandskrisen 2015 och Brexit 2016, får nog årets sommar på finansmarknaderna klassas mer som en ljummen bris. Historiskt låg volatilitet på aktiemarknaderna med stöd av stark makroekonomisk data, bra vinstrapporter för det andra kvartalet, förväntat agerande från världens centralbanker samt stabil utveckling på råvarumarknaderna var alla bidragande faktorer till årets sommarstiltje. Denna miljö visade sig gynnsam för såväl hedgefonder som råvaror, båda kategorierna har på aggregerad nivå haft en stabil utveckling, om än med vissa undantag.*

## Hedgefonder

Förutsägbarhet kring god ekonomisk utveckling tillsammans med avsaknad av oväntade händelser är förvisso en grogrund för ökad riskvilja och indirekt högre tillgångspriser, men förutsägbarheten kan också leda till "finansiell självbelåtenhet". Denna självbelåtenhet kan få investerare att känna så stor trygghet i det ekonomiska läget att de låter tiden agera drivkraft för avkastning istället för att agera själva i form av ökade investeringar. När detta inträffar tenderar de dagliga marknadsrörelserna att minska och enskilda tillgångspriser att handlas i allt snävare intervall – volatiliteten blir lägre. För vissa hedgefonder är denna situation inget större problem, men för andra är prisavvikelser inom och mellan olika tillgångsslag en förutsättning för att skapa avkastning. Givet de senaste månadernas låga volatilitet har hedgefondkollektivet trots allt lyckats någorlunda väl i sin jakt på absolutavkastning, även om vissa strategier har påverkats mer negativt än andra.

## Equity Long/Short

Rapportperioden för det andra kvartalet kom att skilja sig från tidigare rapportsåsonger. Majoriteten av rapporterna överträffade förväntningarna och premierades med högre aktiekurser, samtidigt som bolag med svaga rapporter såldes av och kurserna sjönk.

Denna tydliga spridning i kursutveckling beroende på bolagens resultat skapade goda förutsättningar för fundamentala förvaltare inom Equity Long/Short, detta då duktiga förvaltare i denna situation kan skapa avkastning på både sina långa och sina korta positioner. Vi tror att bilden med en mer fundamental ansats bör kunna bestå, varför strategin har förutsättningar att även fortsättningsvis utvecklas väl.

## Credit Long/Short

Givet den förbättrade makroekonomiska bilden under året har utvecklingen varit gynnsam för

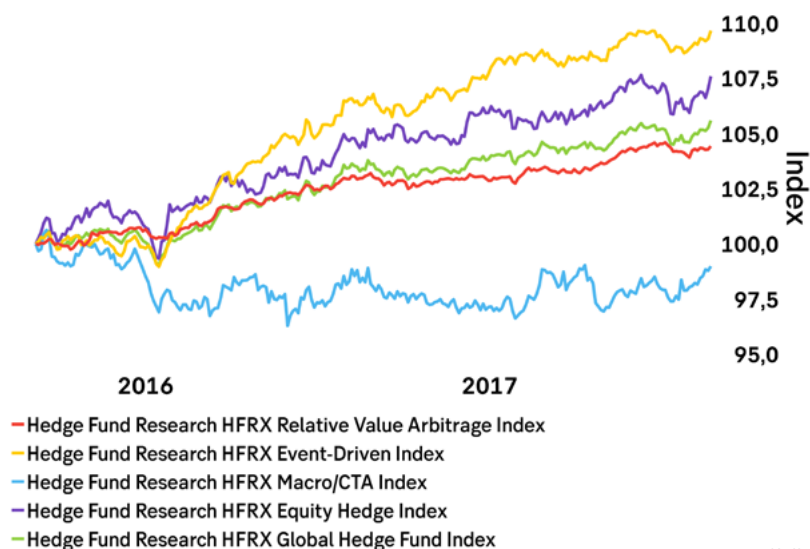
företagskrediter. Den starkare konjunkturen har lett till en påtaglig minskning av antalet kredithändelser. Detta har i sin tur lett till lägre kreditrisk, krympande ränteskillnader mot statsobligationer och högre priser på företagsobligationer. Energisektorn som under inledningen av förra året var hårt ansatt i spåren av ett kraftigt fallande oljepris har återhämtat sig starkt, och de bolag som klarade sig genom svårigheterna står idag bättre rustade än för några år sedan. Ränteskillnaden mot statsobligationer är idag på låga nivåer, vilket innebär att det finns marginellt utrymme för besvikelser i kurserna, detta kräver noggrann följsamhet av utvecklingen fortsättningsvis.

## Event Driven

Som nämndes tidigare har fundamentala faktorer fått ett större inslag i marknadsrörelserna under året. Detta har indirekt gynnat delstrategin Special Situations inom Event Driven eftersom fokus allt mer har flyttats mot de enskilda bolagens förutsättningar snarare än aktiemarknaden som helhet. Distressed Credits som är ytterligare en delstrategi har gynnats av de förbättrade förutsättningarna för företagskrediter i allmänhet och energisektorn i synnerhet. Givet de ljusare utsikterna för global tillväxt och en fortsatt fundamental ansats i marknadsutvecklingen bör strategin som helhet kunna fortsätta att utvecklas väl.

## Makro/CTA

Begränsade och trendlösa rörelser i statsräntemarknaden har varit ett aber för såväl makrostrategier som CTA:s. Givet förutsägbarheten bland centralbankernas agerande har det funnits möjlighet att skapa avkastning för makrostrategier, men dock i begränsad utsträckning. För CTA:s har försommarens förödande trendlöshet kompenserats något av den utdragna svagheten för USD. Den stundande omsvängningen från stimulerande till åtstramande centralbanker bör framöver kunna skapa dynamiska förutsättningar till avkastning för strategierna.



Källa: Bloomberg

Trots att låg volatilitet kan vara svårhanterad för hedgefonder så utvecklades tillgångsslaget starkt under de lugna sommarmånaderna. I och med detta noterar flertalet strategier sina årshögsta noteringar i slutet av juli.

## Råvaror

I år har oljemarknaden ett artificiellt utbudsunderskott till följd av produktionsbegränsningar från OPEC+ (OPEC samt främst Ryssland) med fallande globala oljelager och relativt stabila oljepriser som följd. Vi räknar med att denna situation kvarstår under ett par år även om 2018 kommer att bli utmanande för oljemarknaden. Dels då vi räknar med en kraftig produktionsökning av amerikansk skifferolja till följd av det senaste årets ökade antal aktiva borrhigg, dels då betydande ny produktion av konventionell olja utanför USA och OPEC når marknaden, till följd av tidigare investeringar. 2019 räknar vi med att oljemarknaden når ett naturligt utbudsunderskott eftersom avsaknad av investeringar i nya projekt de senaste tre åren medför att ingen eller väldigt lite ny produktion av konventionell olja då tillförs marknaden. Detta innebär en utmaning för amerikansk skifferoljeproduktion – att kompensera både för ökad efterfrågan på och sjunkande produktion av konventionell olja.

Vi räknar med ett oljepris runt 55 dollar per fat (Brent) under 2018, och att det sedan stiger till runt 60 dollar per fat under 2019. En potentiell risk för kraftiga prisfall uppstår om samarbetet inom OPEC+ havererar. Vidare kan den snabba utvecklingen av alternativa energislag påverka prisutvecklingen. Risker för betydande prisuppgångar är kopplade till om utbudet från Venezuela, som redan har minskat med över 15 procent sedan 2015 på grund av under-

investeringar och politisk oro, skulle fortsätta att minska kraftigt, samt om Libyens återupptagna produktion skulle kollapsa igen på grund av politisk oro.

### Kraftiga prisuppgångar för metaller

Priser på metaller har stigit kraftigt under sommaren. Mest har järnmalmpriset stigit, och ligger nu nästan 50 procent högre än i juni. Uppgången förklaras till stor del av ökad efterfrågan och minskad produktion i Kina. Stålverken har på grund av landets luftföroreningsproblem valt bort låggradig inhemsk järnmalm till förmån för import av höggradig. Vidare har en kampanj genomförts för att stänga produktion i aluminiumsmältverk som saknar statligt tillstånd. Det finns även en oro inför kommande "heating season" (som börjar i november) eftersom Kina från och med i höst kan tvingas stänga produktion på grund av problemen med smog.

Förutom Kinas minskade produktion har försvagningen av den amerikanska dollarn bidragit till metallprisstegringarna. Det råder ingen brist på metaller som exempelvis järnmalm eller nickel, medan det för koppar för närvarande råder viss brist till följd av strejker tidigare i år. Vi räknar med att metallpriserna kan fortsätta stiga något det närmaste året, men inte alls i samma takt som under sommaren.

# Valutor

## Kortsiktig dollaruppgång i korten

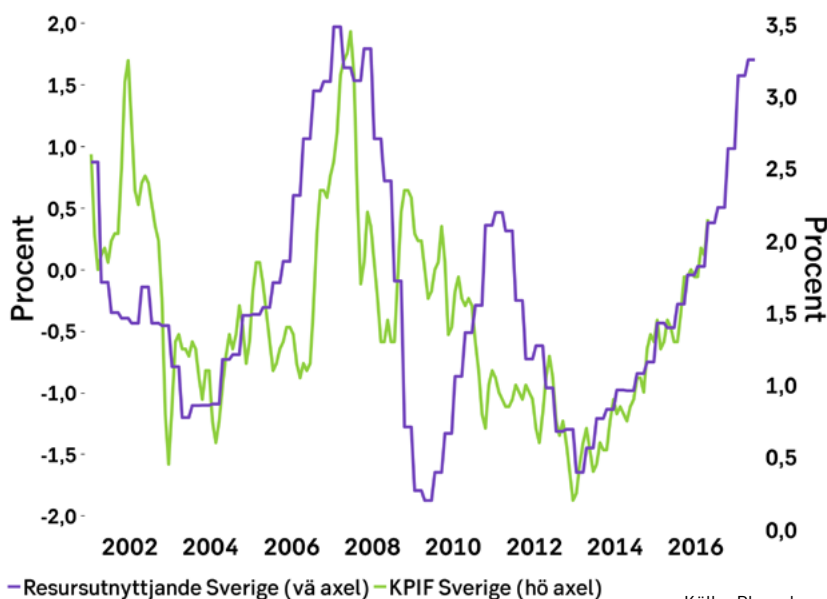
*Politisk stabilitet samt stark konjunkturåterhämtning i eurozonen har bidragit till att stärka euron. Men lägre politisk riskpremie förklarar inte hela EUR/USD-förstärkningen. Att dollarn har försvagats beror även på att amerikansk inflation har varit överraskande svag, vilket har lett till att marknaden nu bara förväntar sig ytterligare en räntehöjning från Federal Reserve (Fed) till och med 2019. Den geopolitiska oron och svag riskapitet verkar dessutom slå hårdare mot dollarn än tidigare. Vi räknar dock med att Fed fortsätter sin penningpolitiska normalisering samtidigt som Europeiska Centralbanken, ECB, endast gradvis avslutar sin icke-konventionella penningpolitik. Sammantaget innebär detta att dollarn rekylerar högre kommande månader och även mot kronan. 2018 däremot kommer kronan ofrånkomligen att stärkas, då Riksbanken höjer räntan och USD/SEK faller ned mot 7,50.*

Sommarens dollarförsvagning började som ett euronorall då framgången för Macron i det franska valet sänkte den politiska riskpremie som euron belagts med de senaste åren. ECB har även börjat kratta för en mindre expansiv penningpolitik där nuvarande program för tillgångsköp successivt kommer att fasas ut (idag 60 mdr EUR/mån) fram till mitten av 2018. Vi har tidigare skrivit om att globala tillgångsförvaltare är underviktade i eurotillgångar, då de senaste årens politiska och ekonomiska kriser har påverkat riskviljan och många investerare har successivt sålt av sina euroinnehav. Enligt Internationella Valutafonden, IMF, har världens centralbanker samma euroallokering idag som när euron introducerades 1999, vilket är nära 10 procentenheter under 2008 års nivå (då allokeringen var som högst). Om Europa fortsätter att visa politisk stabilitet och strukturreformer bör

andelen euro successivt öka igen. Kortsiktigt har dock dollarn fallit väl mycket. Förväntningarna på Fed är nu mycket duvaktiga, det vill säga marknaden tror på endast en höjning samtidigt som SEB:s prognos är 5 successiva räntehöjningar till och med 2019. Fed kommer även att börja trimma sin balansräkning i höst.

ECB kommer föra en penningpolitik som ger mindre stimulans än tidigare, men den första räntehöjningen kommer först om knappt ett år. Eftersom vi anser att dollarförsvagningen är driven av spekulativa flöden, med rekordstora positioner för högre EUR/USD, snarare än fundamentala förändringar är vår bedömning att dollarn rekylerar högre mot både euron och kronan kommande månader. Under 2018/19 tror vi att dollarn faller tillbaka och att EUR/USD då handlas väl över 1,20.

### BÄTTRE TILLVÄXT OCH INFLATION RUBBAR ÄNNU INTE RIKSBANKEN



Källa: Bloomberg

Svensk inflation mätt med KPIF (KPI exkl räntekostnader) översteg i juli Riksbankens inflationsmål för första gången sedan december 2010. Tillsammans med högt resursutnyttjande gör det att dagens penningpolitik med minusränta passerat bäst-före-datumet med råge. Än så länge fortsätter dock Riksbanken att fokusera på att säkerställa en varaktig inflationsuppgång och motverka att kronan stärks.



**Kronan** har stärkts rejält under sommaren och dollarfallet förklarar inte hela rörelsen. Kronan ses fortfarande som "en mer volatil euro" av valutamarknadens aktörer. Det innebär att om euron stärks ser vi oftast att även kronan stärks mot en redan förstärkt euro. Så har skett även denna sommar. Att kronan har medvind speglar även en bakgrund av mycket imponerande ekonomisk utveckling i Sverige. SEB har länge haft en tillväxtprognos över konsensus och det senaste kvartalets BNP-utfall gav ett tydligt besked att tillväxten fortsätter att vara mycket stark. Inflationen ligger dessutom över Riksbankens mål under kommande månader.

### Pressen ökar på Riksbanken

Riksbankens strategi har varit att hålla kronan svag för att tvinga upp importpriser och därmed öka inflationen. Med en inflation över målet faller argumentet att fortsätta påverka växelkursen. Det ökar också pressen på Riksbanken att börja ta steg bort från minusräntan. När denna signal kommer blir effekten ofrånkomligen att kronan stärks. Det är Riksbanken väl medveten om, vilket försvårar tajmingen för deras exit. Att Riksbanken vill ha bevis för att inflationen mera uthålligt stabiliserats kring målet, och att uppgången inte bara är en följd av tillfälliga effekter, är ytterligare ett skäl till att omsvängningen dröjer tills nästa vår. När vi tittar på egna valutaflödesmätningar kan vi konstatera att sommarens mycket starka data inte har lockat utlandet att köpa kronor. Tvärtom har utländska spekulanter fortsatt att sälja kronan, vilket är förvånande. Riksbankspolitiken som delvis syftar till att behålla kronan svag verkar ha vunnit trovärdighet.

En svag dollar har påverkat svenska börsen negativt, speciellt verkstadsindustrin. Bilden verkar bekräfta vår uppfattning att många företag idag har en hög valuta-

exponering, det vill säga en låg grad av valutasäkring, vilket innebär att valutärörelser får ett snabbt genomslag på resultaten. Riksbankens kommande räntehöjningar kan väntas tvinga fram ytterligare valutaflöden, då det också blir mindre dyrt att valutasäkra.

Långsiktigt ser vi inte riktigt samma potential för kronan som tidigare. Vi har nyligen höjt våra estimat för EUR/SEK på ett par års sikt. Anledningen är att våra beräkningar indikerar en högre jämviktsskurs för EUR/SEK idag jämfört med för några år sedan, från 8,50 då till 9,10 idag. Det beror bland annat på att svenska realräntor är negativa och att kostnadsutvecklingen i Sverige jämfört med våra handelspartners har försämrat vår konkurrenskraft. Vi siktar på att EUR/SEK nå 9,00 men inte lägre kommande år. När vi den styrkan kommer den handelsviktade kronan via dollar- och pundfall vara en faktor som bromsar Riksbankens möjlighet att fortsätta att höja styrräntan.

**Pundet** fortsätter att vara svagt och vi ser ingen möjlighet till en snar stärkning mot mer rättvisande värderingsnivåer (GBP/SEK bottnar ur strax under 10 kronor 2018). Brittisk ekonomi kommer att släpa efter som Europa och Brexit-förhandlingarna skapar en osäkerhet som begränsar aptiten på brittiska tillgångar.

**Norska kronan** kommer kortsiktigt att stärkas något, men vi utesluter inte nya test under paritet mot svenska kronan när Riksbanken höjer räntan 2018. Räkna med NOK/SEK kring 1,00-1,05 under en relativt lång tid framöver.

Slutligen **Schweizerfrancen**, som har fallit snabbare än väntat ned mot de nivåer våra prognoser visar för 2018. Vi tror att 8,00 är möjligt i CHF/SEK kommande år, men räkna inte med en tillbakagång mot 6-7 kronor.

| VALUTA-PAR | VALUTAKURS |         |         |         | FÖRÄNDRING % |         |
|------------|------------|---------|---------|---------|--------------|---------|
|            | Nu*        | Q4 2017 | Q1 2018 | Q2 2018 | Q4 2017      | Q1 2018 |
| EUR/USD    | 1,20       | 1,14    | 1,14    | 1,15    | -5,4         | -5,4    |
| EUR/SEK    | 9,54       | 9,35    | 9,25    | 9,10    | -2,0         | -3,1    |
| EUR/NOK    | 9,29       | 9,15    | 9,10    | 9,00    | -1,5         | -2,0    |
| USD/SEK    | 7,92       | 8,20    | 8,11    | 7,91    | 3,5          | 2,4     |
| USD/NOK    | 7,71       | 8,03    | 7,98    | 7,83    | 4,1          | 3,5     |
| EUR/CHF    | 1,14       | 1,10    | 1,11    | 1,12    | -3,7         | -2,8    |
| CHF/SEK    | 8,36       | 8,50    | 8,33    | 8,13    | 1,7          | -0,3    |
| EUR/JPY    | 130,8      | 131,1   | 133,4   | 136,8   | 0,3          | 2,0     |
| GBP/USD    | 1,30       | 1,23    | 1,24    | 1,26    | -5,5         | -4,4    |
| GBP/SEK    | 10,27      | 10,05   | 10,05   | 10,00   | -2,1         | -2,1    |

Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2017-08-29. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

# Tema – Energieffektivitet

Centralt för miljömål, bra för företag

*Isarna runt Nordpolen smälter. Havsnivån stiger 3 millimeter per år. Det råder vattenbrist i södra Europa, med risk för att Medelhavet så småningom blir en ökenremsa. Växthusgaser påverkar vår miljö och därmed också vår vardag. Det vi redan har släppt ut kommer att påverka vår planet framöver med fördröjning. För att bromsa denna utveckling har världen enats om en ny global klimatplan.*

GHG-utsläpp (Green House Gases, eller växthusgaser) från industrier, transport, konsumtion med mera står bakom den snabba temperaturökningen. Jordens befolkning har de senaste 60 åren ökat från 3 miljarder till cirka 7,5 miljarder. Enligt FN kommer vi att vara omkring 9,7 miljarder människor på jorden år 2050. I takt med att välståndet ökar har också energikonsumtionen per capita ökat. För att tillgodose energibehoven bränner vi mer kol och olja, med global uppvärmning som följd.

Att minska utsläppen handlar inte bara om att sakta ner den globala uppvärmningen, utan är också kopplad till hälsa och samhällsstabilitet. Luftföroreningen en dålig dag i exempelvis Beijing motsvarar rökning av två paket cigaretter om dagen. Av protesterna i landet är hälften kopplade till miljöfrågor. I Sydeuropa kan vattenbrist och skördar som slår fel leda till både matprisinflation och folkmigration. Det ligger därför även i lokala politikernas intresse att tämja GHG-utsläppen.

I december 2015 enades 195 länder vid klimatsamtalen i Paris (COP21) om att minska växthusgasutsläppen för att begränsa global uppvärmning till 2

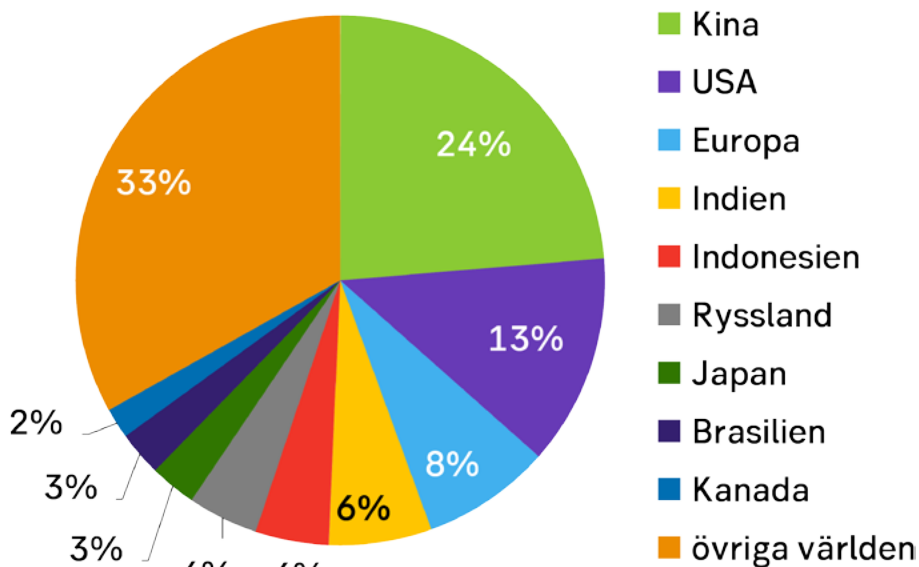
grader Celsius till år 2030. Under senare hälften av 2100-talet ska växthusgasutsläpp från mänskliga aktiviteter vara netto noll. Den ambitiösa planen består i sin enkelhet av två delar; bränn mindre kol och olja, byt till mer miljövänliga energikällor, samt förbruka mindre energi generellt.

Den första delen skapar investeringsmöjligheter i till exempel vindkraft (se "Vindkraft – en ren ekonomisk kraft", *Investment Outlook* juni 2016), medan den andra ger möjligheter i till exempel elbilar.

## Kina och USA i fokus

Över 170 länder har redan tagit fram en plan för hur de kan begränsa sina växthusgasutsläpp och vi har redan börjat se resultat av dessa. Enligt den FN-länkade organisationen Climate Action minskade antalet planerade kolkraftverk med nästan 50 procent under 2016. Av de 170 länderna är strålkastarljusen riktade mot de två största utsläpparna – Kina och USA. Kina satsar allt mer på miljöfrågor medan president Trump har meddelat att USA kommer att dra sig ur Paris-avtalet. Flera amerikanska delstater har däremot sagt att de kommer anamma målen på

## KINA – DEN GLOBALA FABRIKEN



Källa: CAIT Climate Data Explorer

Globalt står Kina för cirka en fjärdedel av GHG-utsläppen medan USA och Europa står för 13 respektive 8 procent. Kinas stora andel beror dels på den stora befolkningens mängd, dels på att västvärlden har flyttat produktion till landet – mätt som GHG-utsläpp per capita släpper USA ut 2,3 gånger mer än snittkinesen eller 2,6 gånger mot snitteuropén.

delstatsnivå, och effekten av presidentens beslut är därför oklart.

### Energieffektivitet – en fjärdedel av målet

En energimix bestående av mer förnybara och mindre fossila bränslen är en självklar del av planerna, men mer effektiv användning av energi är ett av de billigaste och mest effektiva sätten att begränsa växthusgasutsläpp.

Att mäta hur mycket växthusgaser vi har undvikit att släppa ut tack vare energieffektivitet är en komplex beräkning, där hänsyn måste tas till förändringar i länders energimix, industrimix och konsumtionsvanor. Organisationen IEA (International Energy Agency) uppskattar dock att mer effektiv användning av energi har gjort att vi sedan millennieskiftet har undvikit hela 13 miljarder ton koldioxid (CO<sub>2</sub>) och sparat över 1 triljard dollar i utbyggnad av elproduktion.

Baserat på de 170 ländernas planer ska cirka 24 procent av de minskade GHG-utsläppen komma från mer effektiv användning av energi, men för att nå tvågradersmålet måste förmodligen upp emot 40 procent komma från energieffektivitet. Fokus på energieffektivitet kommer därför att öka.

Regleringar har varit den i särklass viktigaste faktorn bakom ett mer energieffektivt samhälle. I USA har man sedan 1970-talet gradvis ökat kravet på bilar bensinförbrukning och under 1990-talet införde flera stora länder och regioner som USA, Kina och EU regler kring energiförbrukning för kylskåp. Idag regleras cirka 30 procent av all global energiförbrukning av något slag inom områden som belysning, bilar, uppvärmning- och nedkylning av byggnader, hushållsapparater och elmotorer. I västvärlden har ekonomisk tillväxt (BNP) ökat med över 15 procent sedan 2000. Samtidigt har energikonsumtionen

minskat med 5 procent under samma period, tack vare energieffektivitet. I Emerging Markets har BNP-tillväxten nästan fördubblats, medan energiförbrukningen inte ökat i samma takt tack vare energieffektivitet inom industri-, jordbruk- och tjänstesektorn.

Kina är visserligen världens största förorenare i termer av GHG-utsläpp (att västvärlden har flyttat produktion till Kina har bidragit), men landet har också visat störst framsteg inom energieffektivitet. 2014 sparade Kina energi motsvarande hela Tysklands produktion, och i den senaste nationella kinesiska 5-årsplanen ligger stor vikt på förnybar energi och energieffektivitet, där målet är att minska landets energiintensitet (energiförbrukning delat med BNP) med 15 procent från 2015 till 2020.

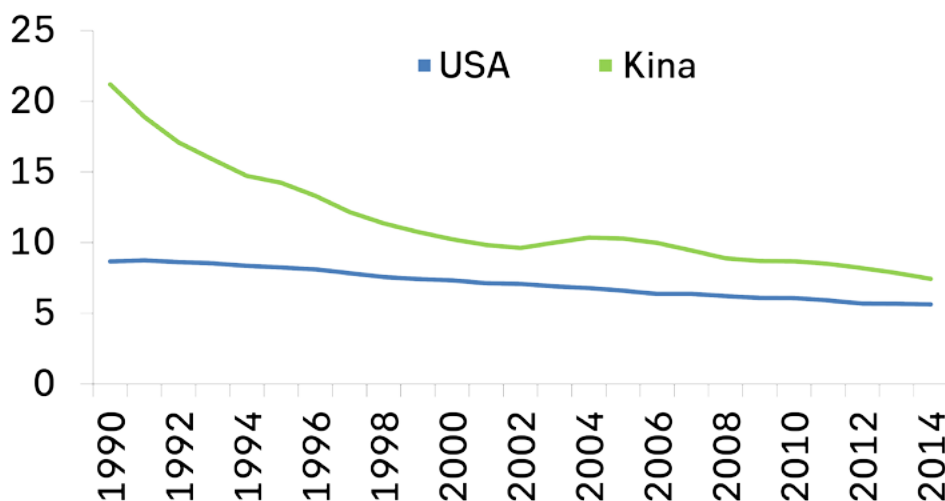
### ENERGI – EN REGLERAD MARKNAD

Länder har huvudsakligen fem olika metoder för att förbättra energieffektivitet:

- **energistandarder** – krav på utsläpp för till exempel bensinmotorer och kylskåp
- **energibesparingsmål** – krav på att bolagens snittutsläpp minskar över tid
- **information och energimärkning** - krav på energiklassificering och märkning för att höja medvetenheten hos konsumenter
- **finansiella incitament** – såsom subventioner för elbilar
- **annan finansiell påverkan** – såsom skatt på bensin

Källan till texten är IEA Energy Efficiency Market Report 2016, sidorna 17, 37 och 60.

### ENERGIEFFEKTIVITETEN HAR FÖRBÄTTRATS SNABBARE I KINA ÄN I USA



Källa: World Bank

Energiintensitet, mätt som energikonsumtion delat med BNP, är i en fallande trend sedan 1990-talet. Länderna producerar således mer varor och tjänster för samma eller mindre mängd energi.

### EXEMPEL PÅ NATIONELLA PLANER

- **EU:** Från 2021 ska alla nya byggnader vara så kallade nära-nollenergibyggnader.
- **Frankrike:** Koldioxidskatt på bränsle för transport och uppvärmning ska öka från 56 euro per ton 2022 till 100 euro per ton 2030.
- **Tyskland:** Satsar 19 miljarder euro till 2020 på energieffektivitet inom områden som återvinning av restvärme, digitala energitjänster för konsumenter, incitament för att installera mer effektiva värmepumpar.
- **USA:** Uppdaterad standard för kommersiella byggnader innebär att luftkonditioneringen måste vara 30 procent mer effektiv år 2023 jämfört med 2010 års standard. Förslag på striktare GHG-standard för tunga lastbilar motsvarande 2-2,5 procent av landets oljekonsumtion idag.

Det är en komplex ekvation av högre andel tjänstesektor (som förbrukar mindre energi relativt industrin), nya energimärkningsstandarder, samt finansiering av energieffektiviseringsprojekt för byggnader och industrier. Landets satsningar på miljöteknik och energieffektivitet har gjort att Kina idag är världens största marknad för miljöteknik.

### Möjligheter för bolag

Nya regleringar påverkar också bolag. I takt med att företag ställs ansvariga för miljöpåverkan från sina aktiviteter, blir det också en mer tydlig länk mellan energieffektivitet, kostnader och vinst. Bolag som är mest effektiva i sin produktion i termer av energi och material eller har minst negativ påverkan på sin omgivning får också en allt större konkurrensfördel. Bolag som installerar bergvärmepumpar som till

exempel Nibe får ner energikonsumtionen markant, samtidigt som risk för högre koldioxidskatt påverkar traditionella energibolag. Bolag som kan bygga mer energisnåla byggnader gynnas, tillsammans med leverantörer av isoleringsmaterial som brittiska Kingspan eller LED-belysning som holländska Philips. Bolag inom energisnål luftkonditionering till exempel japanska Daikin bör ha en bra position i Emerging Markets.

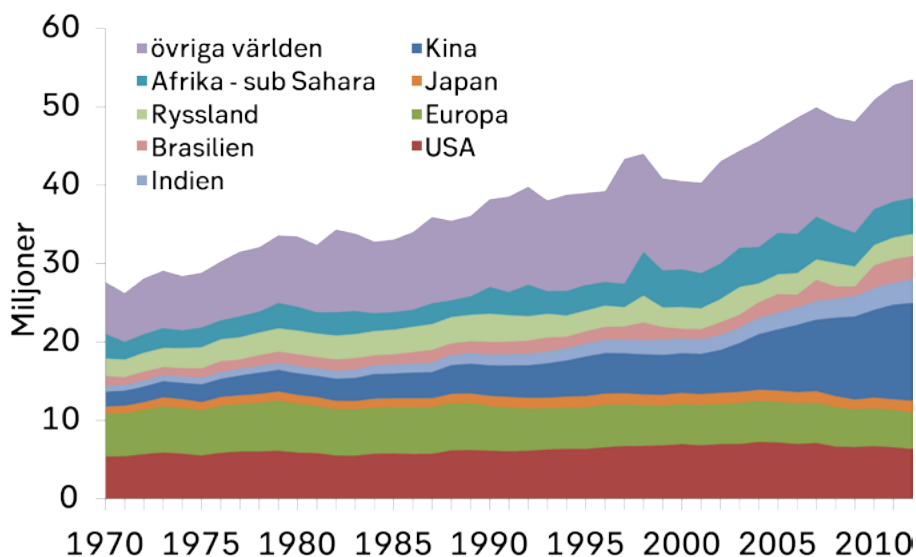
Elbilar är enligt flera undersökningar dubbelt så energieffektiva jämfört med bensinbilar (mätt från elkraftverket till hjulen, inklusive bland annat svinn i elnätet), vilket gynnar ledarna i hybrid- och elbilsmarknaden (se även "Bilindustrin – en ljuspunkt i Europa", *Investment Outlook* juni 2016) såväl som deras leverantörer av komponenter som t ex halvledare (se "Halvledare – digitaliseringens ryggrad", *Investment Outlook* december 2016). Ett annat växande område är energiservicebolag – bolag som hjälper företag att minska sin energi- och resursförbrukning och får betalt som andel av sparade kostnader.

Industrimotorer och robotar är också viktiga områden. Nya striktare standarder inom elmotorer bör påverka både producenter av robotar och tillverkningsindustrier som använder dessa. Intressant nog kan robotar programmerade att utföra mer mjuka rörelser spara upp till 40 procent energi (Källa: Chalmers.se "Smooth robot movements reduce energy")

### Den långsiktiga energibilden

Hur mycket energi vi i slutändan konsumerar beror också till stor del på energipriser. Ju lägre energipris desto mer energi konsumerar vi och anser att energisnåla bilar och apparater blir mindre viktiga.

### KINA ÄR DET LAND STÅR FÖR DE STÖRSTA GHG-UTSLÄPPEN



Totala GHG-utsläpp mätt i 1000-tals ton. Emerging Markets(EM)-länder med Kina i spetsen står för den största delen av ökningen av växthusgasutsläpp, drivet av befolkningstillväxt, industrialisering samt att utvecklade länder flyttat produktion till EM-länderna.

Källa: World Bank

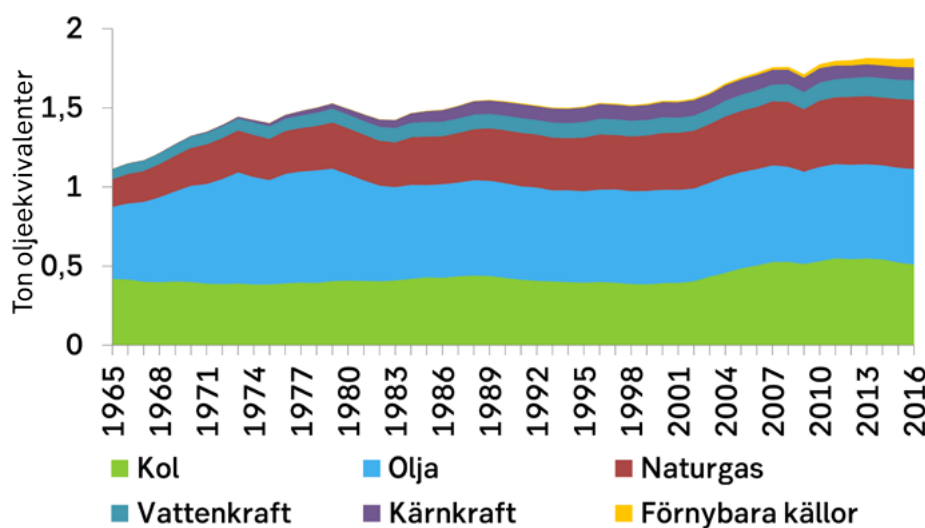
Till exempel har försäljning av SUV-bilar i USA ökat i takt med att bensinpriset fallit med 30 procent de senaste åren. Det har också lett till att bensinförbrukning per körd kilometer i USA ökat trots att bilarna generellt har blivit mer bensinsnåla. I Europa däremot, där skatter står för 50-70 procent av det slutliga bensinpriset, har bensinförbrukningen fortsatt att minska.

Vissa experter menar att energi kommer bli näst intill gratis tack vare sol och vind som är obegränsade energikällor. Och hur vi än räknar kommer vi behöva mer energi i framtiden – 2050 är vi över 9 miljarder människor på planeten. Vi kommer att konsumera

mer energi per capita – robotar, snabbare datorer och artificiell intelligens kräver alltmer energi.

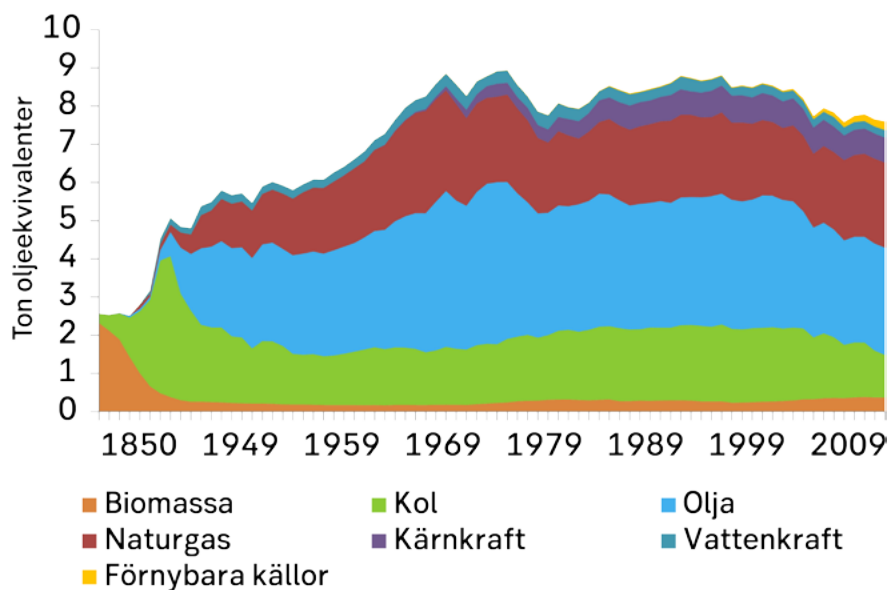
Samtidigt står vi inför en stor utmaning med att minska vårt miljöavtryck. På sikt är lösningen att byta ut fossila bränslen mot förnybar energi, men det är en långsam och kapitalintensiv process (inte bara byta ut kraftverk utan också bygga ny infrastruktur). Energieffektivitet är en viktig komponent i ekvationen för att begränsa våra utsläpp, i synnerhet under övergångsfasen de närmaste decennierna. Länder och företag som tar sig an utmaningen kommer att gynnas.

#### ENERGIKONSUMTION PER CAPITA PER ENERGIKÄLLA – VÄRLDEN



Källa: BP Yearly Statistical Review 2017, FN, IEA, Bloomberg

#### ENERGIKONSUMTION PER CAPITA PER ENERGIKÄLLA – USA



Källa: US Census Bureau, EIA, Bloomberg



# Tema – Privat lånemarknad

## Investeringsmöjligheter i lågräntemiljö

*Dagens räntemiljö med extremt låga räntor gör det svårt att skapa avkastning på räntebärande tillgångar. För att hitta bra avkastningsmöjligheter behöver man ta risk och i vissa fall vara beredd att avstå likviditet genom investeringar med längre inlösning. Är man beredd att acceptera detta är vår bedömning att den privata lånemarknaden kan ge bra möjligheter till attraktiv värdeutveckling.*

Avkastningen för traditionella ränteplaceringar såsom statsobligationer, ger idag låg eller rent av negativ avkastning. Detta samtidigt som en uppgång i marknadsräntorna skulle kunna försämra avkastningen ytterligare. Därför är andra typer av ränteplaceringar intressanta som har en högre löpande avkastning och delvis påverkas av andra marknadsfaktorer. Flexibilitet för att aktivt kunna justera såväl ränterisk som kreditrisk framstår som allt viktigare.

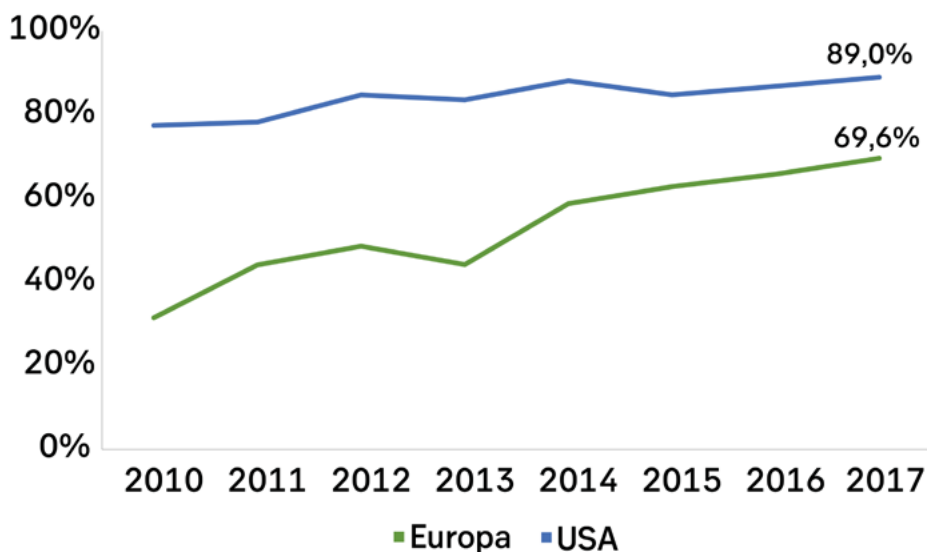
Ett intressant alternativ är den privata lånemarknaden som har en relativt hög förväntad avkastning, samtidigt som den har en begränsad samvariation med till exempel aktiemarknaden. Kreditrisken är förhållandevis låg, då denna typ av lån är de som betalas tillbaka först om ett företag får finansiella problem, samtidigt som antalet kredithändelser över tid är lägre än för High Yield-företagsobligationer. Även ränterisken ser annorlunda ut då många av lånen har en rörlig kupongränta, vilket minskar ränterisken i tider av stigande räntor. Det gör lånemarknaden intressant att använda som diversifiering i en investeringsportfölj. Sedan 2016 finns det ett nytt

uropeiskt regelverk för fonder – ELTIF ("European Long Term Investment Fund") – som gör det möjligt för fler investerare än bara institutioner (med vissa begränsningar) att investera i den privata lånemarknaden, en marknad som annars är svår att få tillgång till.

### Privata lånemarknaden växer

De globala lånemarknaderna har förändrats sedan tiden före finanskrisen, vilket har resulterat i attraktiva investeringsmöjligheter i privatmarknadslån. Banker har minskat sin utlåning till företag givet allt högre kapitaltäckningskrav. Det har medfört attraktiva möjligheter för investerare i privatmarknadslån, där företag istället vänt sig till privata långivare. Detta har under de senaste åren drivit fram affärsmöjligheter för institutionella långivare som inte omfattas av samma regler som traditionella banker. Även framöver kommer marknaden att påverkas av regleringar. Denna dynamik gör det möjligt för privatmarknadslån att fortsätta ta marknadsandelar från traditionella banklångivare.

### PRIVATA LÅNGIVARE ÖKAR SIN ANDEL AV FÖRETAGSLÅNEMARKNADEN



Källa: S&P LCD Global Review US/ Europe Q2 2017

Privata långivare i Europa (utanför banksektorn) har ökat sin andel av den primära lånemarknaden från 32 procent till 70 procent under perioden 2010 till 2017. I USA har denna siffra ökat från 77 till 89 procent under samma period.

### Fördelar gentemot High Yield

High Yield-företagsobligationsmarknaden är inte tillgänglig för alla låntagare och speciellt inte för de som behöver mer unik finansiering. En del företag är för små för att kunna ställa ut publika obligationer. De kan istället få mer flexibla kapitallösningar via den privata låne­marknaden. Att lånen är privata betyder att information om dem inte behöver lämnas utanför den privata långivargruppen. Den privata låne­marknaden erbjuder skräddarsydd finansiering som kan användas i exempelvis lånefinansierade uppköp eller tillväxtfinansiering vid expansion till nya länder. Exempel på sådan finansiering kan vara illikvida lån till Private Equity-ägda bolag, men även lån till publika bolag eller lån till infrastruktur- och byggnadsprojekt. Lånen ställs direkt mellan en långivare och bolaget som tar lånet. Analysen vid investeringar i låne­marknaden är av största vikt och utgörs bland annat av kreditanalyser, möten med bolagsledning och platsbesök. Det är även viktigt med lokal närvaro i marknader där investeringen sker. Trots genomgående analys och en god riskspridning kan det hända att låntagare inte kan betala räntor under löptiden eller återbetala lånet.

### Lägre kreditrisk i seniora säkerställda lån

Kreditrisken är risken för att det bolag som tar upp lånet inte kan betala räntor under löptiden eller återbetala lånet, en så kallad "default". Kreditrisken är ofta lägre i den privata låne­marknaden, då den till stor del består av "seniora säkerställda lån" som är lån med god företrädesrätt vid exempelvis en konkurs. Lånen har säkerheter i bolagets tillgångar och tillhör därför det kapital som först återbetalas av bolaget i händelse av en eventuell kreditförlust. I en konkurssituation är återbetalningsgraden ofta högre för dessa lån än för företagsobligationer utgivna av samma bolag.

Seniora säkerställda lån ställer finansiella krav på låntagaren, med restriktioner avseende försäljning av tillgångar och att ta på sig ytterligare skulder. Dessa åtaganden ökar informations- och rapporteringskraven på bolagen, vilket ger långivaren möjlighet att tidigt fånga upp eventuella problem.

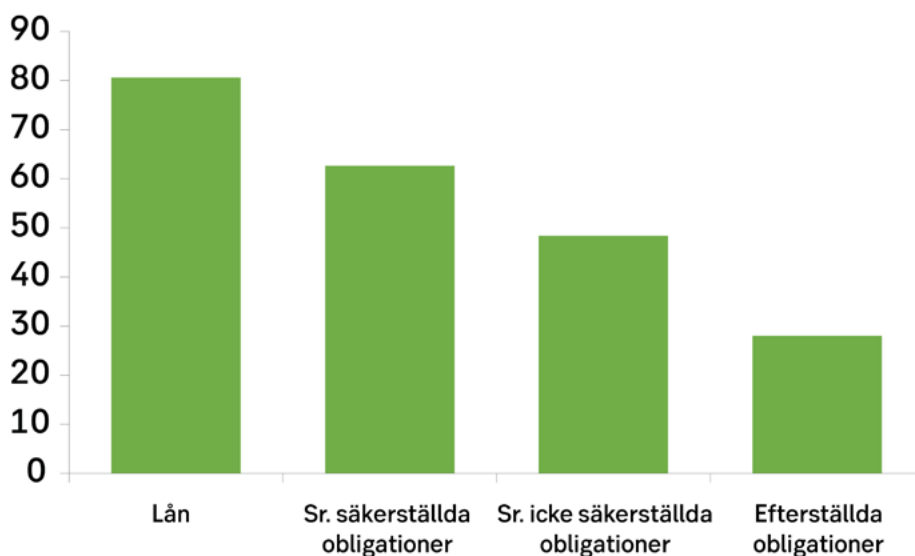
### Rörlig ränta attraktivt

Ränterisken är risken för att räntan går upp när du innehar en ränteplacering. Att räntan går upp gör att kursen på existerande ränteinvesteringar kan falla. Ränterisken kan dock minskas genom att hålla en hög del av portföljen i så kallade "Floating Rates Notes" (FRN). Lån inom den privata marknaden är främst FRN som har en rörlig ränta (kupong) som vanligen justeras var tredje månad. Det medför en låg ränterisk eftersom räntan kontinuerligt förändras. Vid justeringen sätts kupongen om till en given basränta (t ex EURIBOR) plus en fast kreditpremie. Investeringar med rörlig ränta påverkas därmed bara av korta marknadsräntor och kreditpremien. Effekten blir att investeraren tar kreditrisk, men skyddas mot stigande räntor. Går korta marknadsräntor upp är det snarare positivt, eftersom den totala kupongräntan på lånet successivt stiger. Detta skiljer privatlån till företag från High Yield-företagsobligationer som vanligtvis erbjuder en fast kupong till investerare. Med tanke på nuvarande låga räntenivåer och prognos om stigande räntor i takt med mindre expansiv penningpolitik från centralbankerna gynnas lån med rörlig ränta.

### Ge upp likviditet

Att ge upp likviditet är ett alternativ för att skapa avkastning i rådande lågräntemiljö. Att snabbt kunna sälja och få likvid för ett värdepapper är i sig en trygghet och minskar risken i en placering. Men vissa värdepapper och investeringsformer, som den

#### GLOBAL GENOMSNITTLIG ÅTERBETALNINGSGRAD AV LÅN VID KONKURSER



Källa: Moody's Corporate Default & Recovery Rates februari 2017

I genomsnitt är återbetalningsgraden vid konkurser 80 procent för lån i den privata låne­marknaden. I en konkurssituation är återbetalningsgraden ofta högre för dessa lån än för företagsobligationer utgivna av samma bolag.

privata lånemarknaden, kräver inlåsnings av kapital under en längre period, då likviditeten i underliggande marknader är begränsad. Det gör att likviditetsrisken är högre i denna typ av placeringar, och detta kompenseras genom att investerarna ofta får högre avkastning. Fonder inom den privata lånemarknaden tas fram för att erbjuda attraktiva och diversifierade investeringar i bolag vars lån har begränsad likviditet.

I en värld av historiskt låga räntor begränsas de attraktiva alternativen inom ränteplaceringar. Den privata lånemarknaden är en möjlig väg att gå för att få en enligt vår syn god riskjusterad avkastning.

En lånefond uppsatt enligt det nya ELTIF-regelverket möjliggör dessutom investeringar för vissa icke-professionella investerare; investeringar som annars varit svårtillgängliga.

#### SENIORA SÄKERSTÄLLDA LÅN LIGGER HÖGST UPP I KAPITALSTRUKTUREN



Källa: BondAdviser

# 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

**Reine Kase**

Portfolio Manager  
reine.kase@sebgroupl.lu

**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](http://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](http://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 Luxemburg 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.