



Investment Outlook

december 2017



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Risknyttjande och allokering	4-5
Marknadssyn – makro God och stabil tillväxt – fortsatt låg inflation	6-7
Globala aktier Tillväxtdrivna vinstökningar	8-10
Nordiska aktier Höga värderingar kräver större selektivitet	11-13
Ränteinvesteringar Centralbankerna går försiktigt fram	14-15
Tema – Centralbankerna Inget hot mot ekonomin eller riskaptiten	16
Alternativa investeringar Fortsatt återhämtning för hedgefonder och oljepris	17-18
Valutor Svag krona riskerar ännu mer stryk	19-20
Tema – Kinas IT-bolag Den digitala draken växer	21-24
Tema – IT-säkerhet Både hot och möjlighet	25-28

Denna rapport publicerades den 5 december 2017. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 29 november 2017.

God tillväxt, men tilltagande risker

EFTER ATT HA VARIT MER FÖRSIKTIGT POSITIONERADE under sommaren höjde vi i augusti vår aktieandel. I samband med rapportsäsongen under september och oktober ökade riskaptiten och både aktie- och kreditmarknaden levererade en stark utveckling. Därmed hamnade vi i en situation där tämligen mycket redan var inprisat och vi valde återigen att justera ner våra portföljer närmare mot neutralläget och det är där vi befinner oss i skrivande stund.

Hur ser förutsättningarna ut i slutspurten av året och inför 2018?

I efterdyningarna av den positiva rapportsäsongen som ackompanjerades av solid ekonomisk statistik nådde volatiliteten i båda aktiemarknaden och kreditmarknaden nivåer som mycket väl kan visa sig vara bottenrekord för denna cykel. Det skulle innebära att det var vid just denna tidpunkt som kraften i ekonomin var som starkast och det var då investerare hade som mest risk i sina portföljer, vilket speglade en stor framtidstro.

Ser vi till de underliggande drivkrafterna är förutsättningarna för ekonomisk tillväxt fortsatt goda och inflationen håller sig på ganska beskedliga nivåer. Givet detta räknar vi med att företagssektorn ska fortsätta leverera vinstökningar även under 2018.

Mot detta står en rad dämpande faktorer såsom centralbanker som successivt blir mer restriktiva även om vi inte förväntas nå brytpunkten förrän om ett år, en historiskt hög värdering och ett investerarkollektiv som har offensiva portföljer.

Fortsätter konjunkturen så starkt som den gör nu kan vi mycket väl gå in i en sista fas med starka börser under 2018 innan det är dags för konjunkturen eller centralbankerna att bromsa. Ett alternativt scenario är att investerare inte önskar addera mer risk och då får vi en mer sidledes marknad trots en bra konjunktur. Alternativt så viker konjunkturen och då följer marknaden med. I rapporten kan du läsa mer om detaljerna kring denna komplexa ekvation, hur vi bedömer förutsättningarna för olika tillgångsklasser och vilken risknivå vi tycker är lämplig.

På temafronten fördjupar vi oss inom två aktuella ämnen som är sprungna ur teknologisk utveckling. Det första behandlar digitaliseringen av Kina och den mycket framgångsrika inhemska teknologisektorn som vuxit fram i dess kölvatten. Det andra behandlar vilka hot och möjligheter digitaliseringen medför kopplat till IT-säkerhet.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer,
Investment Strategy

Risknyttjande och allokering

Sammanfattning

VI HAR MINSKAT RISKEN I VÅRA PORTFÖLJER och ligger nära vårt neutralläge, men kvarstår med en mindre övervikt. Vi förväntar oss en mer volatil period då hösten bjudit på starka börser och stigande förväntningar, vilket bland annat syns i värderingarna och i den genomsnittliga investerarens portfölj som blivit alltmer riskbenägen.

Vi anser fortsatt att det är låg sannolikhet för en låg-konjunktur men en ökad sannolikhet för att ledande indikatorer rullar över, dvs konjunkturen planar ut. Detta brukar i regel resultera i stigande volatilitet. På lite längre sikt, i detta fall 12 månader, har vi fortsatt en positiv tillväxtssyn och förväntar oss positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag. Dock är det en ökad sannolikhet för att dessa blir mer beskedliga än vi vant oss vid.

Nedan följer en genomgång av ett antal viktiga faktorer, som idag motiverar vår mer neutrala syn på risktillgångar och hur dessa kan komma att påverka utvecklingen framöver.

Tillväxt och vinster: Vi har nu upplevt en period med god tillväxt, vilket justerar upp förväntningarna och därmed kan vi komma in i ett läge där ledande indikatorer faller tillbaka. För det kommande året förväntas global tillväxt väntas landa på närmare 4 procent och inflationen strax under 2 procent. Detta skall i sin tur leda till fortsatt stigande vinster, men med risk att förväntningarna är för höga i närtid.

Centralbanker: Amerikanska 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. Riksbanken är fortfarande bland de mest expansiva.

Värdering: Höstens starka marknad har spätt på värderingen trots god global vinstökning. Ur ett historiskt perspektiv är det dyrt. I förhållande till värderingen av statsobligationer eller riskfri ränta är värderingen av aktier och företagskrediter mer normal, förutsatt att tillväxten håller i sig.

RISKNYTTJANDE	
3:E KVARTALET 2017	4:E KVARTALET 2017
ÖVERVIKT	LITEN ÖVERVIKT

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

Riskaptit och positionering: Positioneringen är på höga nivåer medan riskaptiten drar sig lite nedåt. Det betyder att en viss vinsthemtagning är att vänta samt att investerare fortsatt lutar sig mot en ihållande stark konjunktur.

Förväntad avkastning: Utfallet är 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.

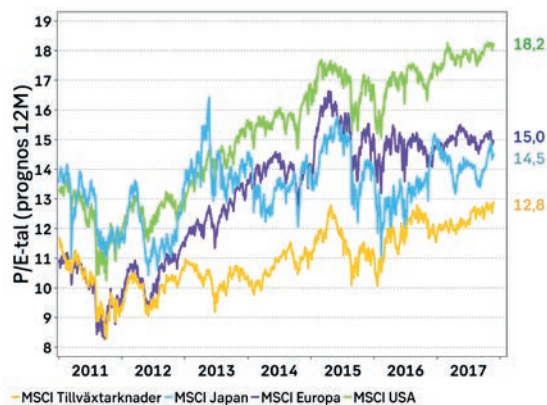
Exempel på risker: Fallande konjunktur skulle göra stort avtryck men recessionsrisken är låg. Värderingen är hög ur ett historiskt perspektiv. Centralbankernas stora likviditetsinjektioner och rekordlåga styrräntor förväntas successivt normaliseras under 2018 och framåt vilket medför att en stor "subventionerande" kraft avtar. Den globala skuldsättningen är hög. Spridda tecken på svagare huspriser.

VÅR FÖRVALTNING

TILLGÅNGSLAGSFÖRDELNING

- I början av november minskade vi risken genom att sälja globala aktier och köpa räntebärande investeringar. Vi har fortsatt en liten övervikt i globala aktier, en neutral position i svenska aktier och alternativa placeringar samt en mindre undervikt mot räntebärande placeringar. Sammantaget ligger vi nära neutralläget.
- 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.

AKTIEMARKNADENS VÄRDERING STIGER



Källa: Macrobond

Grafen ovan visar konsensus P/E-talsprognos, 12 månader framåtblickande, för de stora regionerna. Vinstutvecklingen har varit stark under 2017 och börserna har diskonterat detta och lite till. Enda undantaget är Europa vars värdering är oförändrad.

AKTIER

- Svag krona, stark makro och bra rapportsäsong gav stigande börser efter sommaren.
- Tack vare rekordvinster är den japanska börsen vinnare det senaste kvartalet, övriga större börser är dock inte långt efter. Världsindex steg 8 procent.
- Teknologisektorn vinnare med stark omsättnings- och vinsttillväxt.
- Hög värdering begränsar avkastningspotentialen.
- Oro kring bostadsmarknaden i Sverige och Norge.
- Fortsatt gynnsam internationell makromiljö.
- Selektivitet allt viktigare i mogen uppgång.
- Banker ger rekordhög relativ direktavkastning.

MARKNAD	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
	AVKASTNING	RISK
Globala aktier	6,4 %	10,0%
Tillväxtmarknader	7,9 %	12,0 %
Svenska aktier	9,3 %	11,1 %

Källa: SEB

RÄNTEBÄRANDE PLACERINGAR

- Fortsatt global expansiv penningpolitik trots minskade stimulanser.
- SEB:s prognos för Riksbankens första höjning framflyttad till september 2018.
- Nya centralbankschefen i USA Powell förväntas fullfölja strategin om gradvisa räntehöjningar.
- Begränsad initial effekt när den amerikanska balansräkningen bantas.

MARKNAD	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
	AVKASTNING	RISK
Statsobligationer	-2,3 %	1,8 %
Företagsobligationer IG	0,7 %	3,2 %
Företagsobligationer HY	2,5 %	4,9 %
Emerging market debt	5,1 %	11,3 %

Källa: SEB

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

- Underliggande god ekonomisk utveckling bidrar till återhämtning för hedgefonder och råvaror.
- Mer fundamental prissättning har skapat bättre förutsättningar för hedgefonder.
- Tydligare penningpolitisk karta.
- Kraftfull uppgång i oljepriset drivet av utbuds begränsningar och politiska risker.

MARKNAD	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)	
	AVKASTNING	RISK
Hedgefonder	3,5 %	6,0 %
Råvaror	N/A	9,8 %

Källa: SEB

Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2017-11-15. 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

God och stabil tillväxt – fortsatt låg inflation

Världsekonomin är nu inne i vad som liknar en mogen högkonjunktur. Tillväxten är god i samtliga stora ekonomier och i de flesta delar av ekonomin. Vi skruvar därför upp våra prognoser något. Trots politisk osäkerhet räknar vi också med att den goda tillväxten kan bestå ett par år till, och utan att inflationen behöver skjuta fart nämnvärt, även om det är ett av de största hoten mot den ljusa bilden.

I FÖRRA UTGÅVAN AV INVESTMENT OUTLOOK (utgiven i september 2017) beskrev vi världsekonomin som i en stafettväxling där styrka i olika konjunkturindikatorer var på väg att följas av en acceleration i faktisk tillväxt. Den växlingen ser nu ut att vara klar, tillväxttakten har stigit och globala BNP växer nu med knappt 4 procent i årstakt, en nivå vi tror kommer gälla även de kommande två åren.

Tillväxten är klart bredbaserad. I USA har BNP-siffrorna överraskat positivt de två senaste kvartalen, vi räknar med fortsatt god fart och justerar upp vår prognos för tillväxten 2018. I detta ligger ett marginellt tillväxtbidrag från den skattereform vi bedömer sjösätts i början av nästa år. I eurozonen fortsätter Tyskland och Spanien att imponera, samtidigt som bilden har förbättrats även i Frankrike och Italien. Såväl stark arbetsmarknad som bra fart för export och investeringar gör att vi justerar upp vår tillväxtprognos även här. Den japanska tillväxtsiffran imponerar måhända inte, men är ändå den högsta på flera år, och om man tar hänsyn till den svaga befolkningsutvecklingen är nivån hygglig. Även för världens tillväxtländer (Emerging Markets, EM) har bilden varit övervägande ljus – kinesisk tillväxt har överraskat positivt samtidigt som de råvaruberoende drakarna Ryssland och Brasilien bägge kravlar sig upp ur de senaste årens djupa lågkonjunktur. Indien

utgör förvisso ett undantag i nuläget, med en kraftigare avmattning än väntat, men här räknar vi med återhämtning under kommande år.

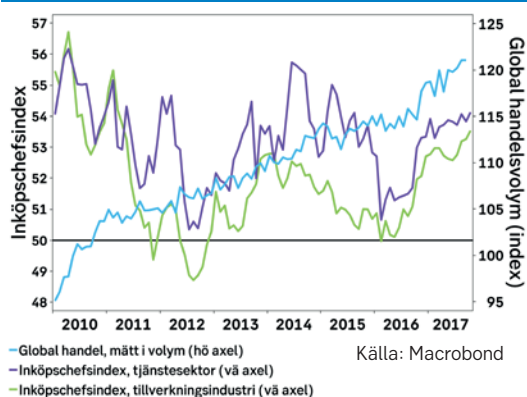
Vänder vi blicken mot vårt närområde kan vi konstatera att den globala tillväxtökningen också gynnar våra nordiska grannar som samtliga växer i god takt såväl i år som under de kommande åren. Svensk tillväxt blir ännu något högre, men drivkrafterna förändras. En försvagning på bomarknaden dämpar tillväxten, medan export och industriinvesteringar växlar upp, drivet av omvärldstillväxt och påeldat av svag krona.

Starka drivkrafter bakom tillväxten

Vi kan konstatera att ekonomin efter 8-9 år äntligen lämnat återhämtningsfasen efter den djupa krisen 2008-2009 och nu gått in i en mer traditionell mogen högkonjunktur. Det är en fas som präglas av stark arbetsmarknad och ökande förmögenheter som skapar optimism i hushållssektorn, samtidigt som högt kapacitetsutnyttjande driver fram investeringar. Denna dynamik brukar ha ganska stor kraft trots att vi kommit långt in i konjunkturcykeln, något som bidrar till vår bedömning att uppgången kan vara i ett par år till.

Det är dock (som alltid) relevant att fundera på riskerna i den här fasen, vad som skulle kunna göra att

TYDLIG TILLVÄXTÖKNING



Efter att ha bottnat i början av 2016 har inköpschefsindex världen över stigit rejält. Denna framåtblickande indikator ackompanjeras nu också av faktiskt tillväxtökning, här illustrerat med en tydlig uppväxling i takten i den globala handeln (mätt i volym).

INFLATION PÅ BEHAGLIGA NIVÅER



Konjunktursvackan 2015-16 drog ner inflationen och skapade deflationsoro. Den senaste tidens tillväxtökning har fått breda inflationsmått att stiga, drivet av energipriser. Så länge inte lönerna skjuter fart räknar vi inte med några större inflationsuppgångar.

tillväxtbilden förändras markant. Många får kanske upp de politiska riskerna på näthinnan. Sådana saknas verkligen inte; Brexit-processen, EU:s framtida integrationsarbete, amerikansk inrikespolitik samt geopolitik i form av Nordkorea-konflikten, nya spänningar i Mellanöstern för att nämna några. Vissa av dessa har också haft förmågan att göra avtryck i de finansiella marknaderna, men effekterna har snabbt klingat av. Man kan naturligtvis inte utesluta att något politiskt skeende kan utvecklas så att det får långsiktiga konsekvenser på världsekonomin, men då krävs nog en tämligen djup kris, något som vi inte ser i korten för närvarande. Många av dessa risker har ju redan skakat om marknaderna utan att konsumtions- och investeringsbeslut påverkats – osäkert politiskt landskap är i sig inget hinder för en positiv tillväxtbild.

Riskerna i dagsläget är av mer cyklisk, konjunkturell, karaktär. Ett vanligt avslut för högkonjunkturer är när arbetslösheten blivit så låg att lönerna stiger snabbare. Det leder i sin tur till stigande inflation när företagen höjer sina priser för att kompensera för kostnadsökningen, vilket konsumenterna ju får råd med. Stigande inflation leder i sin tur till stigande räntor, vilket fördyrar lån och gör sparande mer attraktivt, något som dämpar såväl konsumtion som investeringar varefter tillväxten faller. Sambandet mellan arbetslöshet, löner och inflation brukar beskrivas med den så kallade Phillipskurvan som schematiskt visar hur mycket inflationen förväntas stiga vid olika nivåer på arbetslösheten.

Efter många år av hygglig tillväxt har arbetslösheten i många länder fallit till den lägsta nivån på decennier. Inte minst i USA, där den sedan en tid är under den nivå ekonomer kallar jämviktsarbetslöshet, nivån där bristen på arbetskraft skapar snabbare löneökningar. Trots detta har löneinflationen inte skjutit fart nämnvärt, vilket förvånar och möjliggör ett par olika scenarier för den framtida utvecklingen.

Flera faktorer bakom lägre inflation

En syn som flera bedömare torgför är att vi har nya krafter i ekonomin som motverkar inflation och gör att det gamla sambandet inte längre gäller, Phillipskurvan är död. Här nämns globalisering (jobben riskerar att flytta till andra länder om lönekraven blir för stora) och automatisering (en robot tar över jobbet) som de viktigaste krafterna, tillsammans med nya mer flyktiga anställningsformer (den så kallade "gig-ekonomin").

Andra hävdar att Phillipskurvan fortfarande lever, men att den har ett tydligt knä. Det vill säga att arbetslösheten kan falla längre än vad teorin och historien säger, av ovan nämnda skäl, utan att inflationen skjuter fart, men att inflationen till slut drar iväg vid någon nivå, tänk ketchupeffekt.

Vår syn är lite av en blandning av dessa scenarier. Det är troligt att flaskhalsproblem så småningom ökar företagens och arbetstagarnas möjligheter att höja

priser och löner. Men sambandet har försvagats och effekten kommer med avsevärd fördröjning. Det gäller inte alla delar av ekonomin utan mer sektorspecifikt, vilket gör att aggregerad inflation inte behöver dra iväg så markant. Globalisering och ökad öppenhet gör också att inflationen i allt mindre utsträckning bestäms av inhemska faktorer, vilket minskar risken för snabbt ökande inflation i ett land som Sverige trots hög tillväxt och begynnande brist på arbetskraft inom landet. Å andra sidan skapar detta problem för centralbanker, som för att försvara sitt inflationsmål historiskt har använt sig av detta samband för att styra sina ageranden.

För tidigt för inflationsoro

Vi räknar med att inflationen i industriländerna (OECD) toppar på drygt två procent innevarande år, bland annat drivet av stigande energipriser, för att falla tillbaka strax därunder under nästa år – ingen inflationsbrasa i sikte i närtid alltså. Det gör att centralbankerna, delvis med undantag av den amerikanska, inte behöver/kommer att höja räntorna de närmaste kvartalen – mer om detta i ränteavsnittet på sidorna 14-16.

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

Källa: SEB, OECD

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

Globala aktier

Tillväxtdrivna vinstökningar

Det senaste kvartalet har varit en utmärkt period för svenskar att äga utländska aktier. Kronan har försvagats och de internationella börserna har fortsatt sin klättring uppåt. Det senaste kvartalet har världsindex stigit närmare 10 procent mätt i svenska kronor. Uppgången har dominerats av rapportstarka teknikbolag samt oljebolag som gynnats av det stigande oljepriset. Starka makroekonomiska data från såväl västvärlden som tillväxtekonomierna har fortsatt att trilla in, vilket gjort ett positivt avtryck i företagens rapporter för det tredje kvartalet.

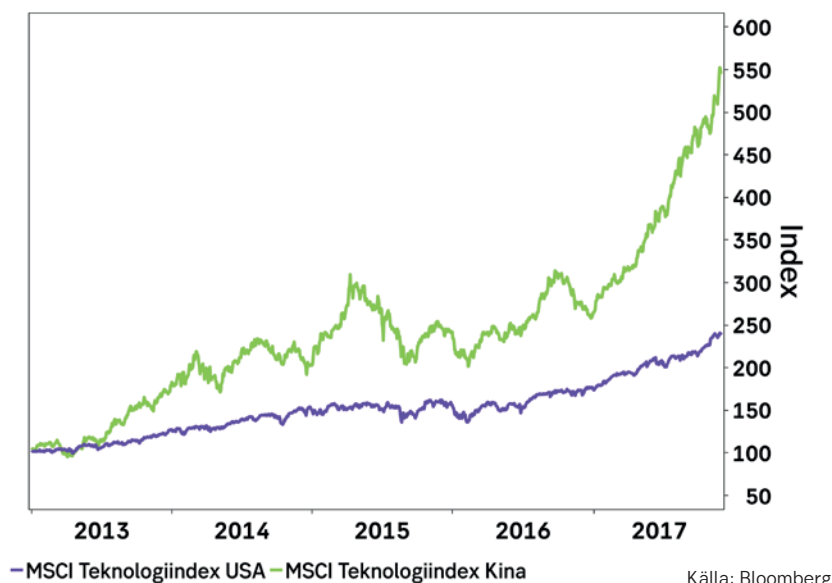
ÖVERLAG HAR DE CYKLISKA BRANSCHERNA uppvisat volymökningar och förmåga att höja priserna, vilket i sin tur lett till marginalökningar och därmed har vinsttillväxten fått bra skjuts. De defensiva sektorerna har däremot haft det tuffare då kostnadsökningar inte i tillräcklig utsträckning har kompenseras av volymökningar. Investerarkollektivets kärleksaffär med teknologisektorn fortsätter. Sektorns cykliska och strukturella tillväxt lockar. Starka rapporter har åtföljts av stora kursuppgångar.

Den japanska börsen har utvecklats bäst av de större börserna och är upp drygt 14 procent under senaste kvartalet. Företagen visar rekordvinster och har dessutom överraskat positivt jämfört med förväntningarna. Det stora cykliska inslaget, beskedliga jämförelsetal samt en försvagad valuta förklarar den överraskande goda rapportperioden i Japan.

Europa överraskar marginellt positivt, men vinstökningarna inom industrisektorn är en viss besvikelse. Industrin drar nytta av konjunkturen, men stark valuta håller tillbaka vinsttillväxten. Banksektorn stärker sin kapitalsituation, men vinsttillväxten i tredje kvartalet jämfört med föregående år är ytterst marginell. Fortsatt flack räntekurva (liten skillnad mellan kort och lång ränta) samt negativ inlåningsränta i Europeiska Centralbanken, ECB, gör att vinsttillväxten dröjer. Europaindex är upp 7 procent sedan 1 september.

Den amerikanska börsen domineras av teknikbolag, vilka utgör ungefär 25 procent av indexvikten. Teknikbolagens försäljningstillväxt uppgick till 11 procent under tredje kvartalet och vinsttillväxten till 20 procent jämfört med samma period föregående år. Apple, Facebook, Alphabet, Amazon (till hälften ett

KINAS TEKNOLOGISEKTOR DOMINERAR



Grafen visar ett kinesiskt teknologindex jämfört med ett amerikanskt. Här finner vi den huvudsakliga orsaken till teknologisektorns dominans inom Emerging Markets samt Kinas ökade vikt i index. Kinas teknologisektor har stigit med 422 procent på fem år, medan den amerikanska motsvarigheten har stigit med 150 procent. S&P 500 har under samma period stigit 90 procent.

teknologibolag), Intel och Microsoft kom samtliga med rapporter som imponerade på marknaden. S&P 500 i USA har stigit med drygt 10 procent under senaste kvartalet, medan teknikbolagen i USA stigit med 15 procent. Banksektorn steg med 11 procent, men är endast upp 3 procent för året som helhet. Bankvinsterna på aggregerad nivå var några procent över förväntningarna, men vissa orosmoment kan skönjas. Ett tidigt tecken på att konjunkturen befinner sig i ett sent skede är att avsättningar för kreditförluster på konsumentsidan ökar. Högst på önskelistan för ägare av amerikanska bankaktier står en skattesänkning samt en brantare räntekurva, vilket skulle höja lönsamheten.

Emerging Markets (EM)-index steg med drygt 9 procent under det senaste kvartalet. IT-sektorn steg med 17 procent, medan den näst största sektorn bestående av finans och bank endast steg med 5 procent. Tillväxtländernas index domineras av Asien med Kina i spetsen. Den kinesiska vikten i ett EM-index är 30 procent, Korea svarar för 16 procent och Taiwan för 12. Kinas index domineras av teknikbolag, varav Tencent och Alibaba kvalar in på topp-tio-listan över de största bolagen i världen avseende börsvärde. Även Korea och Taiwan har en dominerande andel teknologibolag där en stor del utgörs av Samsung i Korea och TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company) i Taiwan. De fyra nämnda bolagen står för närmare 20 procent av ett EM-index. Rapporterna för dessa bolag har imponerat. De växer snabbt med hög lönsamhet. Belöningen är stigande kurser. De två kinesiska bolagen har stigit runt 100 procent vardera, Samsung med 50 procent och TSMC med knappa 27 räknat i svenska kronor. Teknologisektorn i EM som helhet har stigit med drygt 50 procent i år. Exkluderas teknologisektorn är avkastningen i på börsen liknande den vi har i väst.

Banksektorn som är den näst största sektorn i EM har samma strukturella utmaningar som de vi har i den

utvecklade världen och har därför liknande karaktistika; låg värdering och lönsamhet samt låg vinsttillväxt. De kinesiska bankerna, som utgör en stor del av vikten inom finans, är delvis statligt ägda och benämns SOEs (State Owned Enterprises). De har under lång tid varit lågt prissatta i förhållande till vinstgenereringen då det råder stor osäkerhet om kvaliteten på lånestockarna. Balansräkningarnas tveksamma kvalitet och den bristfälliga transparensen är orsaker till den låga värderingen. Exempelvis ICBC, som anses vara en bank med relativt hög kvalitet (för att vara kinesisk) värderas till P/E-tal 6,5 och P/B 0,9. Addera en avkastning på eget kapital om 13,5 procent och en direktavkastning om 4,5 procent så framstår det som billigt, vilket lockat till sig delar av investerarkollektivet.

Värdering

Värderingen på världens börser är i absoluta tal fortsatt hög i ett historiskt perspektiv. I förhållande till räntenivån och andra tillgångsslag såsom obligationer och fastigheter är aktier dock fortsatt att föredra. Den implicita avkastningen (inverterat P/E-tal) håller sig runt 6 procent, vilket vi anser vara en rimlig värdering i nuläget.

Positiv konjunkturbild och starka rapporter

Kina och Europa är regioner vars ekonomier har överraskat positivt jämfört med vad vi trodde i början av året. USA, som är i en senare del av konjunkturen, visar få tecken på stagnation, snarare det motsatta.

I rapporterna för tredje kvartalet vittnade bolagen om en bred återhämtning. De flesta branscher växer hälsosamt inom majoriteten av de geografier där bolagen är verksamma. I synnerhet har industribolag, teknikbolag och råvarurelaterade bolag en positiv framtidstro. Banker verkar dock i en tuffare omgivning då regleringar, låga räntor och flack räntekurva har hämmat vinstutvecklingen.

Teknologibolagen lever just nu i en synnerligen god miljö då internetanvändandet har spridit sig till i

REGIONER OCH LÄNDER	P/E-TAL 2017 (KONSENSUS)	P/E-TAL 2018 (KONSENSUS)
Emerging Markets	13,9	11,9
Japan	14,9	14,4
Norden	17,0	16,3
Europa	15,8	14,6
USA	19,2	17,6
Globalt	17,1	15,6

Källa: Bloomberg

Jämfört med för tre månader sedan har värderingen stigit något. USA sticker ut som högt värderat medan EM är lågt värderat. Värderingsskillnaderna speglar dock den historiska skillnaden väl. Vi ser få anledningar till att nuvarande skillnader mellan regionerna förändras på kort sikt.

SEKTORER (ALLA INDEX MSCI)	P/E-TAL 2018	ROE (%) 2018
Kina teknologindex	29,3	22,9
USA teknologindex	18,1	26,5
EM teknologindex	12,7	19,0
EM bankindex	8,2	11,8
Europa bankindex	11,1	9,5
USA bankindex	12,9	9,5

Källa: Bloomberg

Globala förvaltare är överviktade i teknologi- och banksektorn. Sett till värderingarna (konsensus) är det lätt att förstå, P/E-talen är relativt låga och avkastningen på det egna kapitalet, ROE (Return On Equity), är högt. I Kina drar de globala jättarna Alibaba och Tencent upp värderingen av detta index.

princip alla delar av samhället. Tekniken gör snabbt gamla affärsmodeller obsoleta. Internetbolagen och teknikbolagen är vinnare på detta strukturella skifte, vilket varit extra tydligt i år. Investeringar i nya affärsmodeller och teknik har börjat bära frukt och resulterar i högre lönsamhet och ökade vinster. Exempel på nya nischer som genererar höga vinster är molntjänster som Microsoft, IBM och Amazon levererar. Dessa är synnerligen lukrativa med nettomarginaler på omkring 25 procent och i Amazons fall en tillväxttakt på 40-50 procent. Sociala medier med Facebook (FB) i spetsen, har ökat explosionsartat och får en allt större del av den globala marknadsföringsbudgeten. FB har nu en nettovinstmarginal på 50 procent! De flesta branscher tvingas lägga en allt större andel av sin investeringsbudget inom IT för att inte hamna på efterkälken. Det ter sig naturligt att tekniksektorn är vinnare i år med en uppgång om 40 procent i lokal valuta. Efter tekniksektorn följer den råvarurelaterade sektorn som är upp 20 procent och industrisektorn med en uppgång om 17 procent.

Positionering inom globala aktier

Vi har nyligen dragit ner risken och minskat andelen globala aktier, men detta drag är huvudsakligen av taktisk karaktär då börserna i svenska kronor stigit snabbt på kort tid. Japan har viktats ner på grund av snabb kursuppgång och viss multiplexpansion (fint ord för att det blivit lite dyrare). EM viktades ner efter två år av rejäla uppgångar då vi tror på vinsthemtagningar. Dessutom kommer den amerikanska centralbanken att fortsätta dra tillbaka likviditet, vilket historiskt har påverkat EM negativt. På längre sikt är vi dock positiva till både EM som region och teknologi som sektor.

Inom globala aktier ser vi en hygglig potential på några års sikt i Europa. Den goda industrikonjunkturen gynnar stora delar av den europeiska aktiemarknaden, som dessutom är rimligt värderad. Den ekonomiska tillväxten i regionen har fått fäste, vilket kommer att gynna den viktiga banksektorn när Europeiska Centralbanken, ECB, höjer styrräntan, vilket enligt vår bedömning sker våren 2019. Traditionella branscher bör med konjunkturens hjälp nå högre lönsamhet, vilket den större operativa hävstången i Europa borgar för. Teknikbolagen väger lätt i ett europeiskt index, vilket inte är en nackdel på kort sikt då uppgången i sektorn varit kraftig i år. Vinsthemtagningar inom IT-sektorn skulle inte drabba den europeiska aktiemarknaden lika negativt som USA och EM.

På längre sikt är vi positiva till Japan som aktiemarknad, likaså EM. Vår bedömning är dock att dessa aktiemarknader är känsliga för vinsthemtagningar på kort sikt. USA-marknaden har defensiva karaktäristika, relativt hög värdering samt ett stort teknikinslag. Den samlade bedömningen är dock att USA presterar i linje med världsindex de kommande månaderna. Vi är fortsatt positiva till den globala aktiemarknaden, men har intagit en mer avvaktande positionering på kort sikt.

Nordiska aktier

Höga värderingar kräver större selektivitet

Vi räknar med en fortsatt gynnsam makromiljö för aktiemarknaden med god ekonomisk tillväxt i alla relevanta regioner, låga räntor och en fortsatt expansiv kreditmarknad. Dessvärre begränsas uppgångspotentialen av höga värderingar och vi menar att det har blivit viktigare med ett selektivt urval av enskilda aktier. Direktavkastningen kommer sannolikt att utgöra en ännu viktigare beståndsdel av totalavkastningen framöver och vi finner i synnerhet bankernas utdelningar mycket aptitliga på nuvarande nivåer. Bostadsmarknaden kyls nu av, vilket är välkommet, men vi räknar inte med någon krasch likt den i Spanien eller Danmark, utan ser tvärtom att oron kring bostadsmarknaden i vissa avseenden redan är överdriven.

MAKROMILJÖN ÄR FORTSATT STARKT stödjande för aktiemarknaden med en god och stadigt förbättrad ekonomisk tillväxt, inte minst i eurozonen, som är av stor vikt för många nordiska bolag. Dessutom menar vi att kreditmarknaden och den penningpolitiska miljön faktiskt är mer gynnsam än vad många sannolikt inser idag. Det fokuseras mycket på Federal Reserves planer på att banta balansräkningen, det vill säga en tillbakadragningen av delar av det gånga decenniets omfattande kvantitativa lättnader. Ur ett rent praktiskt perspektiv menar vi dock att effekterna från detta i närtid kommer att vara modesta och andra, betydligt mindre uppmärksammade, faktorer såsom det faktum att affärsbankerna i USA nu lättar på kreditgivningen kan få minst lika stor och omvänd effekt i närtid.

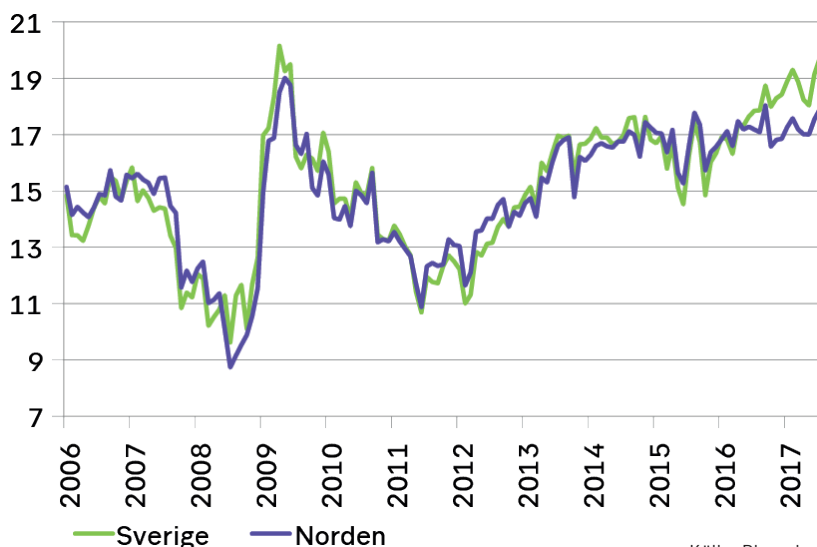
Vikten av selektivitet och utdelningar ökar

Aktiemarknaden i Sverige och Norden, liksom många av de tongivande internationella börserna, är högt värderade i ett historiskt perspektiv, något som

begränsar uppgångspotentialen framöver. Totalavkastningen kan därmed förväntas komma närmast uteslutande från vinstexpansion och utdelningar, medan multipelexpansionen som har varit en viktig faktor de senaste tio åren, rimligtvis får mindre betydelse och kanske till och med blir negativ.

De senaste tio åren har Stockholmsbörsen, OMXS30-index, gett en totalavkastning på 101 procent. Av denna kommer 60 procent från utdelningar och 37 procent från multipelexpansion, det vill säga högre P/E-tal, och 4 procent från högre vinster (12 månaders framåtblickande prognoser). Hittills i år har index gett en totalavkastning på 10,8 procent varav 3,8 procent från utdelningar, 0,5 procent från multipelexpansion och 6,5 procent från förväntningarna om växande vinster. Tittar vi på den extrema perioden som varit under de senaste nio åren har samma index gett en totalavkastning på 257 procent varav 87 procent från utdelningar, 84 procent från multipelexpansion och 39

ANSTRÄNGANDE HÖG VÄRDERING BEGRÄNSAR AVKASTNINGSPOTENTIALEN



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar P/E-talet för det närmaste prognosåret för Stockholmsbörsen (OMX Stockholm Benchmark Index, SBX) respektive Norden (Vinx Benchmark Index).

procent från högre vinster. Om multipelexpansionen nu har nått vägs ände, vilket vi räknar med, kommer det att få stor inverkan på aktiemarknadens totalavkastning och kompositionen av denna.

Med P/E 16,4 för Vinx Norden Index och P/E 18,0 för Stockholmsbörsens Benchmarkindex värderas vinsterna nu högt, även med beaktande av de låga räntorna. Jämfört med snittet för de senaste tio åren är det en premie på 18 procent för Norden och 26 procent för Sverige. Därmed har börsen sannolikt redan delvis, men inte fullt ut, tagit höjd för en fortsatt god vinstutveckling, inte bara 2018 utan även 2019.

Bankernas utdelningar lockar

Med en begränsad uppvärderingspotential för börsen som helhet menar vi att selektivitet, det vill säga valet av enskilda aktier, redan har blivit och kommer att bli ännu viktigare framöver. Vi finner värderingen av bankaktier särskilt attraktiv, inte minst tack vare den höga direktavkastningen. Stockholmsbörsen, SBX-index, ger endast 3 procents direktavkastning på konsensusprognoserna, vilket visserligen fortfarande är någorlunda attraktivt relativt marknadsräntor, men historiskt lågt i absoluta tal. Bankaktier brukar ge en högre direktavkastning än börssnittet, men nuvarande relation, där bankaktier förväntas ge dubbelt så hög direktavkastning som börssnittet, är historiskt extrem.

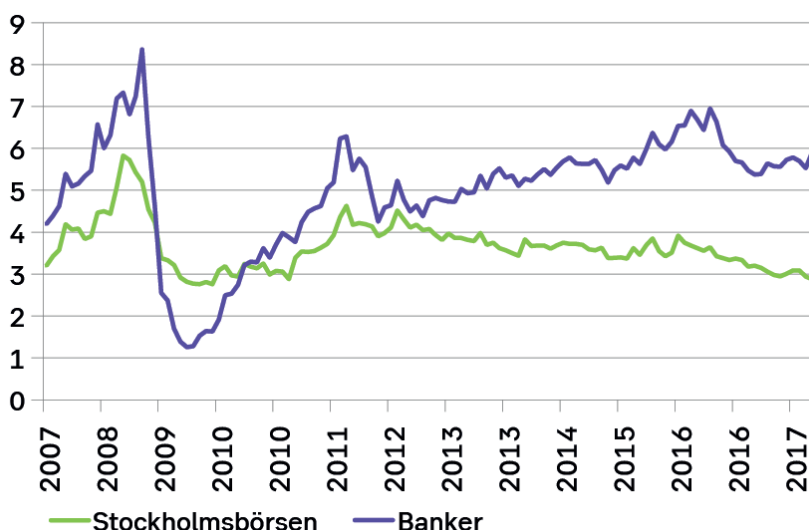
Bakom den attraktiva direktavkastningen för bankerna ligger flera faktorer, dels är värderingen av vinsterna ovanligt låg och dels är utdelningarna som

andel av vinsterna höga. De höga utdelningsandelarna återspeglar en kombination av starka balansräkningar och begränsad utlåningstillväxt. Svenska storbanker har under de senaste 15 åren vanligtvis värderats till P/E-tal som är 15-25 procent lägre än snittet för OMXS30-index, även om mer extrema nivåer har förekommit under kortare perioder. Med en rabatt på 25 procent är rabatten i botten av detta normalintervall. Danska banker värderas ännu lägre än de svenska och framstår idag som mer attraktivt positionerade än de svenska ur ett makroekonomiskt perspektiv då den danska ekonomin uppvisar accelererande tillväxt från en lägre nivå än den svenska. Svensk tillväxt mattas nu dessutom av efter en lång tids expansion. Medan bostadsmarknaden i Sverige kylvats av har uppgången i den danska bostadsmarknaden först nyligen nått utanför de större städerna och alla danska banker av betydelse har det senaste kvartalet visat större kreditåtervinningar än kreditförluster. Flera av de större danska bankerna delar, liksom de svenska, ut en mycket stor del av vinsterna. Danske Bank har den högsta totalutskiftningen (utdelning plus återköp av egna aktier som andel av börsvärdet) av de sex nordiska storbankerna.

Bostadsoron skapar attraktiva köplägen

Ett viktigt orosmoment som präglar framför allt Stockholmsbörsen är prisutvecklingen på bostadsmarknaden. En avkylning efter decennier av närmast oavbruten och kraftig prisuppgång är uppenbar just nu, men en sådan bör om något välkomnas ur ett samhällsekonomiskt perspektiv och vi ser inte grundförutsättningar för någon djupare nedgång,

SVENSKA BANKAKTIER GER REKORDHÖG RELATIV DIREKTAVKASTNING



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar konsensusprognosen för direktavkastningen det närmaste året för Stockholmsbörsen (SBX-index) samt ett oviktat snitt för de fyra storbankerna. Bankaktier har historiskt gett en bra relativ direktavkastning men skillnaden är nu rekordstor och bankerna förväntas betala mer än dubbelt så hög utdelning i relation till börskurs som snittet för Stockholmsbörsen.

utan bedömer att det blir cirka 5-10 procent för riket i snitt över en 12-månaderperiod (riksnittet inkluderar då både delmarknader med betydligt större prisfall och relativt stabila marknader). En regelrätt bostadskrasch, som den i exempelvis USA, Danmark och Spanien för tio år sedan, skulle givetvis få långtgående konsekvenser för många sektorer och bolag, men det är inte vad vi förväntar oss.

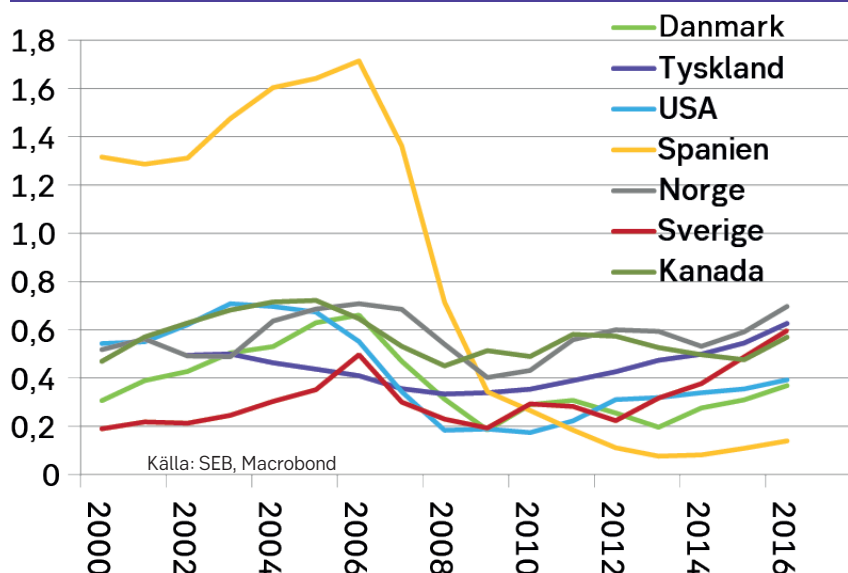
Efterfrågan och betalningsförmågan/viljan styrs primärt av räntor och arbetsmarknaden, dessa är idag mycket gynnsamma i Sverige med låga räntor och en stark arbetsmarknad. Vi förväntar oss att så förblir fallet under lång tid framöver. Samtidigt har utbudet, framför allt av nya bostadsrätter, ökat dramatiskt på senare år och bostadsbyggandet i Sverige har ökat mycket kraftigt från låga nivåer de senaste fem åren. Faktum är att byggandet av nya bostäder i år förväntas motsvara 0,69 procent av befolkningen, vilket är i nivå med byggaktiviteten i länder som USA och Danmark för cirka 10 år sedan innan bostadsbubblan i de två länderna imploderade. Jämförelser med Spanien före krisen ter sig dock löjväckande (se diagrammet nedan).

Det finns med andra ord grund för en viss oro kring bostadsmarknaden och den avkylning som vi har fått se under sensommaren och hösten till följd av det större utbudet på bostäder. Även om utbudsökningen har varit stor i procent från botten och byggaktiviteten 2017 är hög i ett internationellt perspektiv är det kumulativa byggandet över de senaste fem respektive tio åren mycket modest i en jämförelse

med ovan nämnda länder före respektive kris, men även jämfört med exempelvis Tyskland. Uppgången kommer från en mycket låg nivå och byggaktiviteten har fortfarande inte varit hög länge nog för att ha hunnit orsaka några stora obalanser. Det utbudsöverskott som nu eventuellt har uppstått på den svenska bostadsmarknaden måste därmed vara förhållandevis lättabsorberat jämfört med exempelvis USA och Danmark före Lehman-kraschen och obefintligt i jämförelse med Spanien. Det kan mycket väl visa sig att problemen är någorlunda isolerade till vissa mindre delar av bostadsmarknaden, exempelvis exklusiva lägenheter i centrala Stockholm och några av landets medelstora städer. Samma segment som tidigare tillhört de glödhet.

Givetvis betyder avkylningen av bostadsmarknaden att en rad direktexponerade bolag riskerar att få problem. Storbankerna bör knappast bli drabbade av några nämnvärda kreditförluster, men det är rimligt att räkna med långsammare utlåningstillväxt. Vissa delar av privatkonsumtionen kan också komma att påverkas negativt framöver. Vi ser dock ingen kris för Sverige framför oss och menar till och med att det redan har uppstått många intressanta köplägen i flera bolag inom byggsektorn med en i praktiken relativt begränsad exponering (<15 procent av rörelseresultatet) mot svenska bostadspriser, men som på grund av sin branschtillhörighet har noterat betydande aktiekursfall på senare tid.

SVERIGES BYGGBOOM I ETT INTERNATIONELLT PERSPEKTIV



Diagrammet visar årligt bostadsbyggande i relation till befolkningens mängd i ett urval av länder 2000-2016, samt prognos för Sverige för 2017. Bostadsbyggandet i Sverige har ökat kraftigt de senaste åren till nivåer snarlika de i USA och Danmark före kraschen, men den höga byggaktiviteten har ännu inte pågått särskilt länge i Sverige, varför det kumulativa byggandet de senaste fem åren är betydligt lägre än i USA och Danmark före krisen i dessa länder och mindre än en tredjedel så stort som i Spanien före krisen slog till där.

Ränteinvesteringar

Centralbankerna går försiktigt fram

Även om de flesta centralbanker i allt högre grad signalerar att den starka tillväxten innebär gradvis mindre stimulanser, ligger åtstramningarna relativt långt fram i tiden i flertalet regioner. Gradvis mindre stimulanser tror vi leder till högre räntor, men ränteuppgången begränsas något av svagheten i inflationstrycket.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Att Riksbanken inte skickar några signaler om att de skulle vara på väg att svänga om penningpolitiken och fokuserar på att motverka en kronförstärkning gör att vi senarelägger vår prognos om en första räntehöjning till september 2018. Under 2019 tror vi sedan att Riksbanken genomför ytterligare tre höjningar om 0,25 procentenheter vardera, vilket skulle innebära att reporäntan når en nivå om 0,5 procent vid slutet av 2019. Det kan inte uteslutas att Riksbanken väljer att förlänga sitt återköpsprogram av obligationer till att gälla även under första halvåret 2018. Även om detta skulle vara en tydlig signal till marknaden är vår huvudprognos att köpen avslutas vid årsskiftet 2017/18.

ECB annonserade för en tid sedan att den avser fortsätta att köpa obligationer fram till åtminstone september nästa år, men minskar samtidigt storleken på de månatliga köpen till 30 miljarder EUR per månad. Vår huvudprognos är att köpen verkligen avslutas i

september, även om det finns en viss sannolikhet för att de förlängs till december. Därefter väntas ECB:s inlåningsränta höjas till -0,25 procent i mars 2019, medan refinansräntan höjs i juni och december samma år och därmed hamnar på 0,50 procent i slutet av 2019. I eurozonen växer ekonomin snabbt, men så länge inflationsuppgången ter sig avlägsen och ECB fortsätter att utvidga sin balansräkning är det svårt att se någon tydlig trend uppåt för obligationsräntorna. Nedtrapade obligationsköp mot slutet av 2018 bidrar dock till att den 10-åriga tyska obligationsräntan stiger till 0,75 i slutet av 2018 och till 1,10 i slutet av 2019.

Trots lägre inflation än väntat under hösten har den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) inlett en gradvis bantning av sin balansräkning och därtill tydligt signalerat att årets tredje räntehöjning kommer i december. Den negativa effekten av Feds höjningar har delvis motverkats av stigande börser och fortsatt liten ränteskillnad mellan stats- och företagsobligationer.

MINSKAD AVKASTNING ATT VÄNTA FÖR HIGH YIELD-FÖRETAGSOBLIGATIONER



På sistone har ränteskillnaden mellan HY-obligationer och statsobligationer ökat till cirka 350 baspunkter (3,5 procentenheter). Det skulle kunna vara en varningssignal om att konjunkturen håller på att vika, men detta tror vi dock inte kommer att inträffa under 2018. 2014-2015 ökade spreaden på grund av tillväxtbesvikelser och konkurser i energisektorn. Under 2017 har stark konjunktur fått antalet kredithändelser att falla markant, vilket har gett stöd till HY-marknaden.

Vi tror att detta tillsammans med en stark BNP-tillväxt, en stramare arbetsmarknad och gradvis större löneökningar bidrar till att Fed levererar ytterligare tre räntehöjningar under 2018 och en höjning under 2019. Det skulle innebära en styrräntenivå på 2,50 procent i slutet av 2019, vilket är aningen lägre än Feds egna prognoser. Vår tro är att Feds nye ordförande Jerome Powell fortsätter att stödja nuvarande strategi om gradvisa räntehöjningar. Kommande räntehöjningar och försiktig bantning av Feds balansräkning talar för att långa räntor i USA rör sig långsamt uppåt framöver. Vår prognos är att 10-åriga USA-räntor ligger på 2,80 respektive 2,90 i slutet av 2018 och 2019.

Tillväxtmarknader – EM Debt

Stark global tillväxt, stabila råvarupriser och god riskvilja bland investerare har gynnat placeringar på tillväxtmarknaderna. Politisk osäkerhet och protektionism finns dock även fortsättningsvis med bland riskerna, vilka tillfälligt kan förmörka den allt ljusare bild vi ser bland tillväxtländer. 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

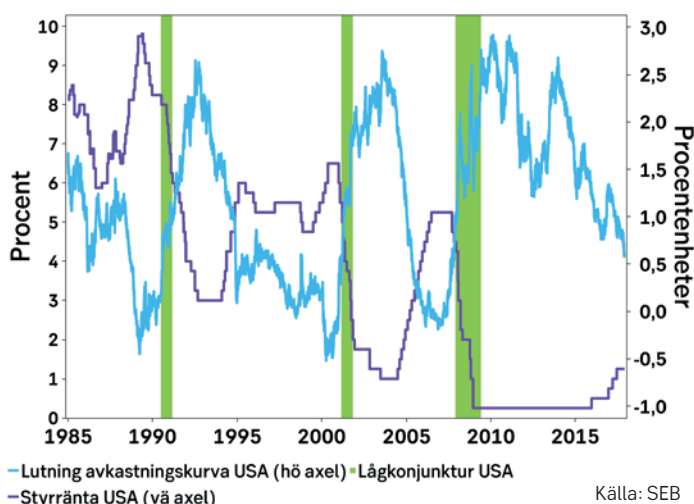
förstärkning av tillväxtvalutorna. Detta då sårbarheten hos många tillväxtländer, givet betydligt bättre bytesbalanser, har minskat, vilket i sig begränsar de negativa effekterna på tillväxtmarknadsvalutor från stigande räntor i USA och en starkare amerikansk dollar.

Företagsobligationer

– Investment Grade (IG), High Yield (HY)

Obligationer i segmentet Investment Grade har gynnats av centralbankernas obligationsköp, men i takt med att återköpen minskar avtar denna effekt. Minskade obligationsköp och stigande räntor är i viss utsträckning en osäkerhetsfaktor för Investment Grade som bär en större andel ränterisk och därför är betydligt mer känsliga för ränteuppgångar. Det låga ränteläget och de snäva ränteskillnaderna mellan statsobligationer och företagskrediter begränsar till viss del även avkastningspotentialen för företagsobligationer med högre kreditrisk, High Yield. Dock är ränterisken lägre för High Yield samtidigt som detta är en del av räntemarknaden som ger relativt god avkastning i absoluta termer, om än väsentligt lägre än de senaste tre åren.

FLACKARE RÄNTEKURVA EN RECESSIONSSIGNAL?



Ränteskillnaden mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer har minskat markant i spåren av Feds räntehöjningar. När 10-åriga statsräntan närmar sig 2-åriga räntan har det historiskt utgjort en ökad recessionsrisk. Men ännu är 10-årsräntan klart högre och vi tror också att långräntorna kommer att stiga när Fed gradvis höjer styrräntan.

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

*Avkastning i lokala valutor

Källa: SEB

Tema – Centralbankerna

Inget hot mot ekonomin eller riskaptiten

Det läggs ut en ny färdriktning för sedelpresspolitiken från centralbankerna, men ett gigantiskt likviditetsöverskott kvarstår. Det finns alltid risker med ett skuldsatt system och tämligen höga värderingar, men recessionsrisken är låg och centralbankerna agerar troligen försiktigt med ett vaksamt öga på marknaden.

Sedan finanskrisen 2008 har centralbanker haft en stödjande funktion för tillväxten via sänkta styrräntor och köp av obligationer i syfte att trycka ner räntenivån för hushåll och företag. Centralbankerna har skapat ett gigantiskt överskott på pengar på cirka 15 000 miljarder dollar, en siffra som motsvarar ungefär 20 procent av det globala börsvärdet.

De flesta centralbanker påbörjar eller förbereder nu en försiktig normalisering av penningpolitiken, även om tidpunkten varierar kraftigt beroende på var i cykeln man befinner sig. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, ligger före många andra centralbanker och får därför gå relativt ensam fram. Vår tro är att Bank of England har levererat en engångshöjning för att nu avvakta till 2019 innan nästa steg tas. Avseende Europeiska Centralbanken, ECB är vår prognos att en första räntehöjning inte blir aktuell förrän 2019, och vi har samtidigt senarelagt den första räntehöjningen i Sverige där vår prognos nu säger september 2018.

Nervösa tillgångsmarknader

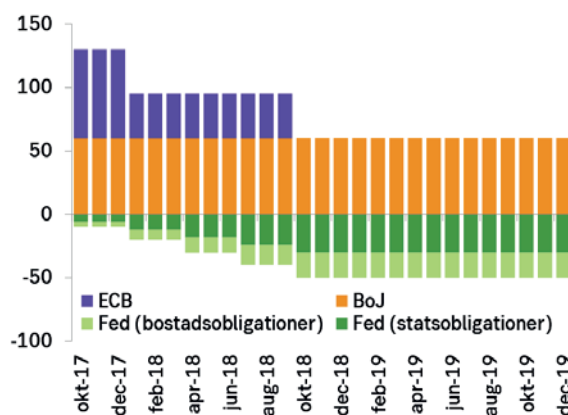
Som vid alla vändpunkter likt denna finns en risk för osäkerhet och volatilitet, men global penningpolitik förblir totalt sett expansiv under en tid framöver. Fed bantar visserligen sin balansräkning, men ECB och Bank of Japan fortsätter med kvantitativa lättnader.

Det innebär att den åtstramande effekten av Feds agerande till en början blir mycket liten. Under 2018 väntas effekten grovt sett motsvara en styrräntehöjning. Fed är noga med att räntehöjningarna kommer att ske i en långsam och förutsägbar takt för att inte störa ekonomin eller riskaptiten. Räntehöjningarna kommer ske under en ovanligt lång tidsperiod och reduceringen av dagens balansräkning om cirka 4 500 miljarder dollar förväntas pågå i cirka fyra år. Beroende på val av slutnivå och den ekonomiska utvecklingen under de kommande åren är tanken att detta ska vara genomfört någon gång kring 2020-2021.

Den negativa effekten av Feds höjningar har delvis motverkats av stigande börser och fortsatt liten ränteskillnad mellan stats- och företagsobligationer. Detta bidrar till att Fed kan fortsätta sin normaliseringspolitik och därmed skapa utrymme för framtida räntesänkningar vid nästa långkonjunktur.

När centralbankerna normaliserar räntorna kommer vi gradvis få se högre statsobligationsräntor. Så länge högre räntor drivs av tillväxt och inflationen inte stiger för kraftigt tror vi inte att högre räntor utgör något hot för börser. Centralbankernas roll är även fortsättningsvis att stötta tillväxten och kapitalmarknaden och vi kan inte anklaga penningpolitiken om sämre tillväxt eller fallande börskurser skulle realiseras under den närmaste tiden. En oväntad uppgång i inflationen som tvingar centralbankerna att höja styrräntorna snabbare än väntat kan dock vara ett hot mot börser, men detta är dock inget som vi tror kommer att inträffa under 2018.

OLIKA AGENDOR FÖR CENTRALBANKERNA



Källa: SEB, Macrobond

Fed inledde sin minskning av balansräkningen i oktober medan Bank of Japan och ECB tillskjuter ny likviditet. Netto ökar likviditeten globalt med 360 miljarder dollar under sista kvartalet i år trots att Fed har påbörjat sin bantning av balansräkningen.

Alternativa investeringar

Fortsatt återhämtning för hedgefonder och oljepris

När vi om en knapp månad ska summera 2017 är det ingen vågad gissning att tro att det kommer att handla om den globala ekonomins återhämtning. Världsekonomin växer med knappa 4 procent i årstakt och förväntas så göra även nästa år, detta med starka bidrag från såväl utvecklade ekonomier som tillväxtländer. Arbetslösheten i den utvecklade delen av världen befinner sig dessutom på rekordlåga nivåer i flera länder. Listan med underliggande faktorer till ekonomins återhämtning kan göras lång, men är detta den enda anledningen till hedgefondernas återhämtning under 2017?

Hedgefonder

Det korta svaret på frågan ovan är ja och nej. Genom att studera de mest etablerade hedgefondsstrategierna kan vi något förenklat dra slutsatsen att hedgefonder som kollektivt utvecklas bättre i en värld av stigande aktiemarknader än fallande dito. Det betyder dock inte att det nödvändigtvis går dåligt när aktiekurser faller. Förutsätter vi däremot att ekonomisk återhämtning leder till högre aktiekurser bör återhämtningen, allt annat lika, också vara skäl till de gynnsamma förutsättningar för hedgefonder som vi upplevt under året. Men indirekt framträder även andra faktorer som är minst lika avgörande för hedgefonders utveckling. Det faktum att finansmarknaderna under året har karaktäriserats av prissättningar på enskilda värdepapper med utgångspunkt i fundamental data snarare än ett "digitalt flockbeteende", där risk antingen är på eller är av, får också anses vara starkt bidragande till den mer stabila utveckling vi har sett inom aktier, räntor och valutor. Och som en följd av en mer fundamentalt orienterad finansmarknad finns bättre förutsättningar för duktiga förvaltare att skilja vinnare från förlorare, samtidigt som det mindre antalet digitala riskbeslut (beslut som tenderar att gör mer skada än nytta) begränsar både oväntade och extrema kursrörelser.

Equity Long/Short

Trots något uppskruvade prognoser på bokslutsrapporterna inför det tredje kvartalet uppnådde eller överträffade majoriteten av bolagen förväntningarna. Samtidigt upprepades mönstret från det andra kvartalet där starka rapporter premierades med högre aktiekurser och rapportbesvikelser möttes av kursfall. Som diskuterat ovan har detta inneburit goda förutsättningar för strategin då kursskillnader baserade på fundamental data uppstår. Vi ser framför oss att denna miljö kan bestå en tid varför vi bedömer att Equity Long/Short har goda möjligheter till fortsatt positiv utveckling.

Credit Long/Short

Kreditmarknaden har varit fortsatt stabil under det tredje kvartalet och trenden med en allt lägre andel

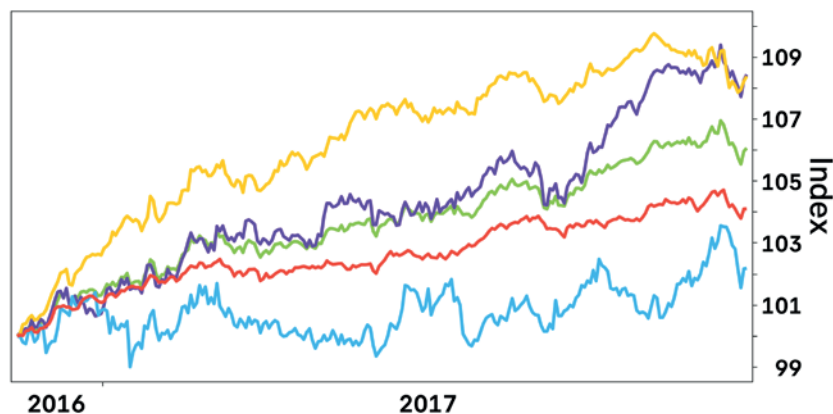
företagskonkurser består. En av utmaningarna för strategin i nuläget är det faktum att ränteskillnaden mellan riskfri ränta och krediter har krympt ihop till rekordlåga nivåer i spåren av den starka ekonomiska utvecklingen. Detta i sin tur medför ett begränsat utrymme för positiva kursrörelser i obligationspriserna jämte den kupong som obligationerna betalar.

Event Driven

Strategin Event Driven tillhör den kategori hedgefonder som gynnas av stigande aktiekurser och har således fått stöd från årets starka aktiemarknad. Men detta är långt ifrån den enda förklaringen till årets goda utveckling. Givet att strategin i många fall också gör investeringar i problemkrediter har bidrag även kommit från detta område. Denna typ av krediter har under de senaste åren varit överetablerade inom energisektorn, en sektor som med oljeprisets kraftfulla uppgång haft extra gynnsamma förhållanden. Likaledes finns det skäl att tro att den amerikanska skattereformen som nu arbetas fram kommer att framtvinga ökade affärsmöjligheter inom segmentet M&A, Mergers and Acquisitions (företagsförvärv och bolagssammanslagningar).

Makro/CTA

Till skillnad från föregående strategi är CTA- och makrostrategier relativt okänsliga för utvecklingen på aktiemarknaderna. För makrostrategiernas del har den större tydligheten bland budskapen från världens centralbanker inneburit bättre förutsättningar på såväl statsräntemarknaden som för olika valutors utveckling, förutsättningar som vi förväntar oss består en tid framöver. De trendföljande CTA-strategierna hade ett svårt första halvår med korta trender och tvära kast inom flertalet tillgångsslag. Under det andra halvåret har dock bilden förändrats, detta föranleddes av tydligare räntesignaler tillsammans med starkare trender inom valutor och råvaror. Även denna gynnsamma bild kan bestå, men den förutsätter samtidigt att de positiva prognoserna vi ser för den globala ekonomin faller in.



- Hedge Fund Research HFRX Relative Value Arbitrage Index
- Hedge Fund Research HFRX Event-Driven Index
- Hedge Fund Research HFRX Macro/CTA Index
- Hedge Fund Research HFRX Equity Hedge Index
- Hedge Fund Research HFRX Global Hedge Fund Index

Källa: Bloomberg

Med draghjälp från en stabilare ekonomisk utveckling har hedgefonder haft en bättre utveckling 2017 jämfört med föregående år. Prissättningen av värdepapper har under året drivits mer av fundamentala faktorer än av psykologiska, vilket har gett bättre förutsättningar för hedgefonder att skapa avkastning.

Råvaror

Sedan början av augusti har oljepriset (Brent) stigit med över 20 procent och ligger nu på drygt 60 dollar per fat. Det är ett flertal faktorer som ligger bakom den starka utvecklingen.

I USA har antalet aktiva oljeriggar gått från att sedan i maj 2016 kontinuerligt öka till att minska. Sedan i början av augusti har antalet riggar i landet minskat från 766 till 729. Vi ser detta som en tydlig signal. Visserligen kan enskilda skifferoljekällor vara lönsamma vid oljepriser runt 50 dollar per fat, men då flertalet oljeproducenter måste bära andra kostnader krävs därför ett högre oljepris för att bolagen ska vara lönsamma. Som en följd av detta omvärderas nu marknadens förväntningar på amerikansk skifferolja. Det är nu uppenbart att USA inte kommer att leverera ett obegränsat utbud av skifferolja vid ett oljepris runt 50 dollar per fat.

För den amerikanska kvalitén av olja, WTI, (West Texas Intermediate) ligger priserna på vissa leveranstider (terminskurvan) för närvarande på knappt 55 dollar per fat.

Sedan i somras har det blivit tydligt att de överenskomna produktionsbegränsningarna från OPEC/Ryssland-samarbetet efterlevs och har fått genomslag. Statistik visar att globala oljelager sedan början av augusti har minskat med cirka 100 miljoner fat.

Detta är en av de viktigaste förklaringarna till varför priset på brentolja med leverans kommande månad i skrivande stund är 13 dollar högre än leverans om 5 år. Tidigare var olja för leverans inom en månad 1 dollar billigare än senare leverans. Priset på brentoljan har dessutom fått bränsle av den ökade geopolitiska risken i Mellanöstern. Saudiarabiens unge tronföljare, Mohammad bin Salman, har låtit gripa mäktiga ministrar och rivaliserade prinsar för korruption. Dessutom avfyrade Yemen i början av november en missil mot Riyadh, vilket spär på osäkerheten i regionen.

Vår bedömning är att producenter av amerikansk skifferolja behöver ett oljepris (WTI) på minst 55 dollar per fat för att vara lönsamma. Vidare bör beaktas den skattebelastning som följer i spåren av begränsad exportkapacitet från Oklahoma till Mexikanska golfen, och för priset på brentolja tillkommer ovan nämnda geopolitiska risker. Sammantaget landar vår bedömning i ett oljepris omkring det aktuella, runt 55-60 dollar per fat, vilket vi bedömer är en nivå som kommer att gälla det närmaste året.

Det råder för närvarande utbudsunderkott på den globala oljemarknaden. Värt att notera är dock att underskottet är artificiellt och endast existerar så länge OPEC och Ryssland är överens om att hålla igen utbudet. Skulle överenskommelsen falla skulle vi åter få se ett överutbud och ökande globala lagernivåer med fallande priser som följd.

Valutor

Svag krona riskerar ännu mer stryk

Den globala valutamarknaden saknar just nu ett tydligt gemensamt tema. I avsaknad av varaktiga trender och tydliga felprissättningar varierar drivkrafterna för olika valutor. Penningpolitiken har länge dominerat valutarörelserna, men centralbankernas påverkan har tydligt minskat.

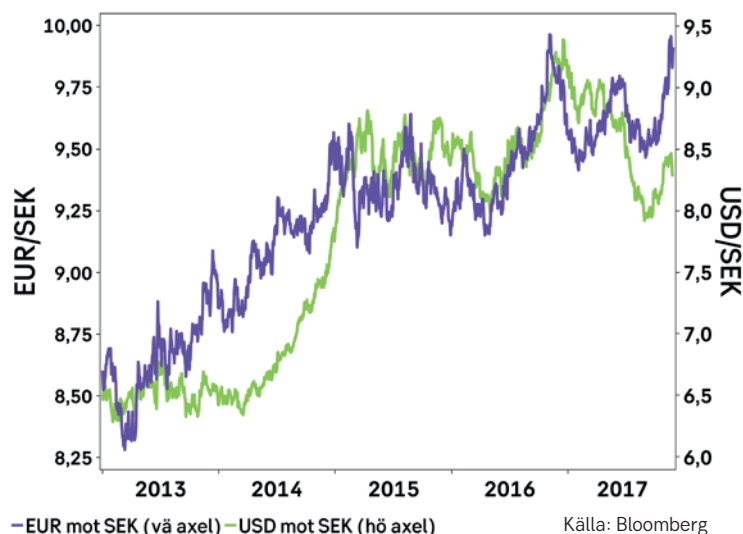
Efter en betydande euroförstärkning under våren och sommaren har EUR/USD fallit tillbaka under hösten och närmar sig nu den övre delen av den senaste tidens intervall (1,05-1,15). Att dollarn skulle förstärkas i takt med att synen på Feds penningpolitik omvärderades har varit helt i linje med vår prognos. Det finns ett visst utrymme för ytterligare USD-förstärkning, men på längre sikt är det mer troligt att dollarn återigen försvagas när andra centralbanker påbörjar en normalisering och skillnaderna i penningpolitik börjar krympa.

USD-exponeringen i centralbankers och andra globala förvaltares valutaportföljer ökade påtagligt mellan 2013 och 2016. Motsvarande nedgång i euroexponeringen har pågått sedan 2010 och har rimligen var kopplad till ökad politisk och ekonomisk osäkerhet i eurozonen och frågetecken kring valutasamarbetets framtid. Den senaste tidens utveckling med starkare tillväxt och utfall av val har dock bidragit till en omvärdering av riskbilden i positiv riktning. Det är därför troligt att euron tar tillbaka förlorad mark och att vi får se utflöden från dollarn, speciellt med tanke på USA:s egna politiska utmaningar efter förra årets

presidentval. Vår prognos är att EUR/USD på lite sikt rör sig uppåt och når 1,20 i slutet av 2018 och 1,25 i slutet av 2019.

Det brittiska pundet (GBP) ligger kvar på en historiskt svag nivå till följd av osäkerhet kring Brexit-processen. Pundet fick tillfälligt stöd när Bank of England höjde sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,50 procent i november. Vi ser dock detta som en engångshöjning med avsikten att ta tillbaka sänkningen som genomfördes direkt efter EU-omröstningen. Centralbanken befarade då en betydligt större negativ effekt för brittisk ekonomi än vad som senare visade sig bli fallet. Förhandlingsresultatet kommer att fortsätta vara den viktigaste drivkraften för pundrörelser. Även om förhandlingarna troligen blir svåra och tidsödande är huvudprognosen att man till slut kommer fram till en lösning som ger ett hyfsat ordnat utträde ur EU. Därför räknar vi med att riskpremien för GBP på sikt minskar och att EUR/GBP rör sig neråt från 0,92 vid kommande årsskifte till 0,88 i slutet av 2018 och till 0,84 i slutet av 2019.

LÄTT ATT FÖRVÄXLA STARK EURO MED SVAG KRONA



Svenska kronan handlades nyligen över 10 mot euron för första gången på länge och vi räknar med att kronan fortsätter vara svag ytterligare en tid. Samtidigt kan man vilseledas av ett ensidigt fokus på kronans utveckling mot euron. Kronan har hittills i år faktiskt stärkts mot de flesta valutor och i synnerhet mot dollarn.

Den kinesiska yuanen fortsätter att långsamt förstärkas. Vi väntar oss att USD/CNY når 6,70 till slutet av 2017, för att sedan gå vidare ned till 6,30 respektive 6,10 vid slutet av 2018 och 2019. People's Bank of Chinas politik har anpassats för att hålla valutan stabil med en mindre dragning mot förstärkning. På så sätt vill PBoC locka till sig utländskt kapital som kan stötta den inhemska aktie- och obligationsmarknaden.

Under hösten har kronan försvagats när Riksbanken åter grusade förhoppningarna om en normalisering av penningpolitiken under den första halvan av 2018. Därtill har en ökad osäkerhet kring den svenska bostadsmarknaden bidragit till en svagare krona. I vår prognos har Riksbankens första räntehöjning senarelagts till september 2018. Det gör att vi räknar med en längre period med svag krona och endast en mindre kronförstärkning under det första halvåret 2018. Det dröjer alltså till andra halvåret innan kronan stärks mer tydligt. Vi räknar med en EUR/SEK-nivå en bit över 9,00 mot slutet av 2019. Även på längre sikt får kronan svårt att ta ytterligare mark mot euron i en global miljö där eurons ställning stärks.

Samtidigt kan man vilseledas av ett ensidigt fokus på kronans utveckling mot euron. Kronan har hittills i år faktiskt stärkts mot de flesta valutor och i synnerhet mot dollarn. I ett bredare perspektiv (förutom mot euron) är kronförstärkningen ändå relativt stor. Vi räknar med att trenden håller i sig och att USD/SEK når så långt ner som till 7,35 mot slutet av 2019.

Återhämtningen av oljepriset verkar inte ha räckt för att påtagligt stärka den norska kronen. Trots att norsk ekonomi har repat sig efter avmattningen i spåren av oljeprisfallet 2014-2015, har inflationen det senaste året fallit till nivåer långt under målet. Liksom i Sverige bidrar det till en osäkerhet kring penningpolitiken och möjligheterna att väsentligt avvika från ECB som motverkar en förstärkning. Svagheten på den norska bostadsmarknaden bidrar sannolikt också negativt. Att NOK alltså är undervärderad och att den norska staten fortsätter att skapa stora nettoinflöden genom att dryga ut budgeten med omfattande oljeintäkter talar dock för en förstärkning. Vi räknar därför med en försiktig nedgång i EUR/NOK till 9,20 i slutet av 2018 och att rörelsen fortsätter ytterligare en bit till 9,00 i slutet av 2019.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q4 2017	Q1 2018
EUR/USD	1,17	1,14	1,16	1,17	-2,9	-1,2
EUR/SEK	9,99	10,00	9,80	9,70	0,1	-1,9
EUR/NOK	9,75	9,50	9,45	9,30	-2,5	-3,0
USD/SEK	8,51	8,77	8,45	8,29	3,1	-0,7
USD/NOK	8,30	8,33	8,15	7,95	0,3	-1,9
EUR/CHF	1,17	1,16	1,17	1,18	-0,5	0,4
CHF/SEK	8,57	8,62	8,38	8,22	0,6	-2,2
EUR/JPY	132,0	130,0	134,6	134,5	-1,6	1,9
GBP/USD	1,32	1,24	1,27	1,30	-6,4	-3,7
GBP/SEK	11,27	10,87	10,77	10,78	-3,5	-4,4

Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per 2017-11-21. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema – Kinas IT-bolag

Den digitala draken växer

De flesta svenskar känner väl till Facebook, Amazon och Google, men alla känner sannolikt inte till Tencent, Alibaba och Baidu. Faktum är att de sistnämnda är kinesiska motsvarigheter till de förstnämnda amerikanska bolagen. Den kinesiska trion växer kraftigt, vilket är drivet av den enastående höga anpassningsgraden till moderna produkter och tjänster i stadsområden i Kina. Anpassningsgraden är högre än i övriga världen, trots att internetanvändandet som andel av befolkningens mängden i landet är så låg som strax över 50 procent. Trots hård statlig censur vibrerar den digitala ekonomin, och det är dags att lära sig namnen på de digitala drakarna från Mittens rike.

De två överlägset största digitala drakarna på den kinesiska IT-kartan är Tencent och Alibaba, vilka kan jämföras med Facebook respektive Amazon, men med en större spelrelaterad intjäning för Tencent jämfört med Facebook. För ett år sedan motsvarade börsvärdet för dessa bolag cirka två tredjedelar av de amerikanska motsvarigheterna, men efter en dubbling av börsvärdena för kinesiska bolagen är skillnaden endast omkring en tiondel, trots att både Facebooks och Amazons börsvärden har ökat med över 50 procent under samma period. Anledningen till ökningarna är innovationskraften i dessa kinesiska drakar som fällt ut sina vingar över landet med nästan 1 miljard människor i arbetsför ålder.

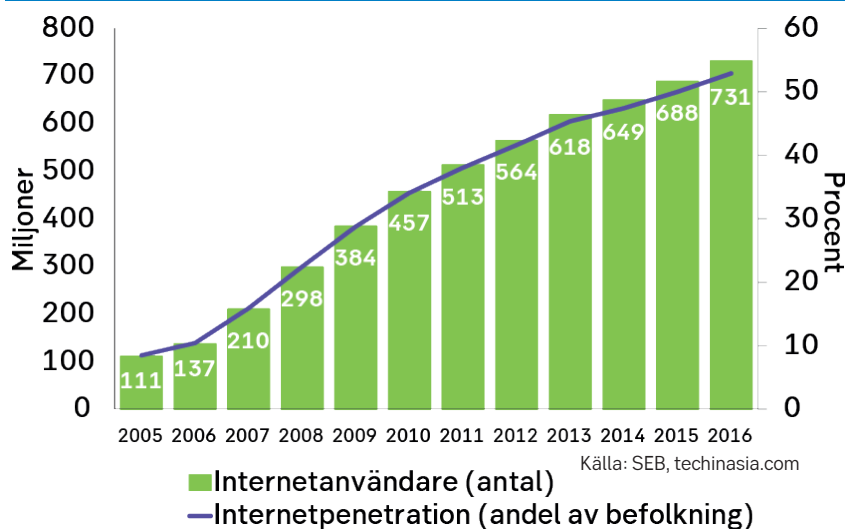
Den digitala ekonomin har möjligheten att driva hela den kinesiska ekonomin till än högre höjder under de närmaste åren. Enligt externa konsultprognoser kan upp till cirka en femtedel av BNP-tillväxten fram till 2025 potentiellt hänföras från den digitala evolutionen. Allt från tillverkningsindustrin till detaljhandeln

påverkas och kan potentiellt medföra en betydande produktivitetshöjning som gör att internetbaserade applikationer stärker landets konkurrenskraft ur ett internationellt perspektiv. För att motverka en fortsatt hög löneinflation och konsekvenser av en åldrande befolkning, behöver den digitala förmågan förbättras. Den kinesiska produktiviteten har ökat markant under de senaste 10 åren, men är fortsatt långt efter länder som USA, Japan och Tyskland. Vi är dock övertygade om att den nuvarande, tillika exceptionellt höga, investeringstakten i digital- och automationsförmåga fortsätter och till och med kommer att öka.

Vad händer för närvarande i Kina?

Det används över 1,3 miljarder mobiltelefoner i landet och cirka 100 miljoner av dessa ägs av unga (födda på 2000-talet). Att på internet köpa produkter via mobilen är betydligt mer utbrett i Kina än i Sverige. När det gäller digitala tjänster inom utbildning, hälsovård, bil- och cykeltransport, livsmedel, betalningar och

ANTAL INTERNETANVÄNDARE ÖKAR OCH ANPASSNINGSGRADEN ÄR ENASTÅENDE



Under de senaste 12 åren har internetpenetrationen ökat från 10 procent (2005) till 53 procent ifjol, en ökning om cirka 620 miljoner människor som numera har en internetanslutning. Denna explosionsartade utveckling är enastående och borrar för goda långsiktiga utsikter för kinesiska IT-bolag.

kommunikation växer den kinesiska marknaden snabbast i världen. Internetanvändarna i Kina är till antalet fler än hela Europas befolkning och över 95 procent av dessa användare har mobil täckning, vilket gör att drygt hälften av befolkningen har en mobil internetanslutning jämfört med mer utvecklade länder där motsvarande penetration uppgår till över 90 procent.

Den kinesiska andelen av detaljhandeln som är internetbaserad uppgår till omkring 12-13 procent, jämfört med Sverige och resten av världen som ligger på cirka 9 procent. Att nästan 300 miljoner människor i Kina använder sig av internetbaserad matleverans vittnar om den stora anpassningsgraden till digitala tjänster. I princip alla internetanvändare använder sig av digitala betalningslösningar, där tjänster som Alipay (Alibaba) och WeChat (Tencent) har blivit kontanthanterarnas värsta mardröm. Vidare finns det över 100 miljoner användare av digitala cykelodelningsplattformar, medan cirka 170 miljoner människor använder sig av digitala taxiplattformar som Uber och Didi. 80 procent av internetanvändarna kommunicerar via WeChat – Tencents extremt framgångsrika kommunikationsverktyg som kan liknas vid Facebook och WhatsApp på steroider. Många unga människor i urbaniserade områden använder sig i princip enbart av mobilen vid köp av konsumentprodukter.

Vad lär vi oss av statistiken?

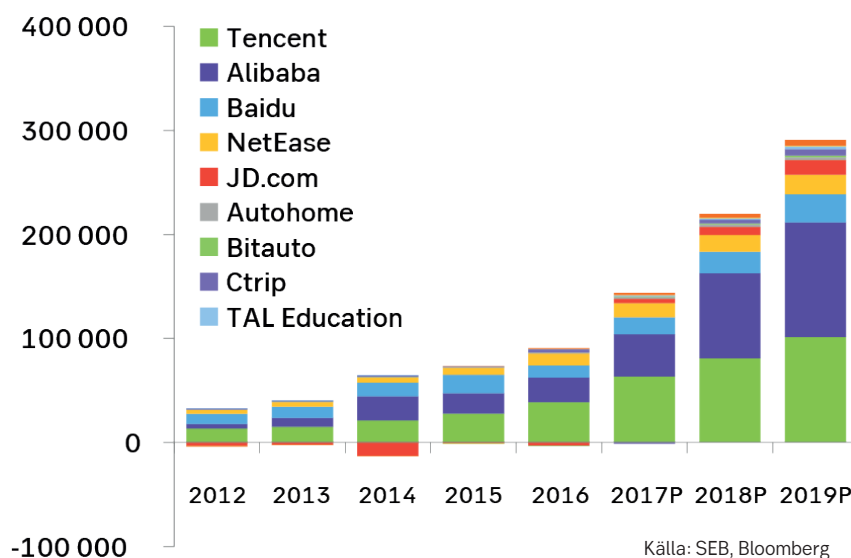
Främst att anpassningsbeteendet i Kina är betydligt starkare än i västvärlden och att utebliven konkurrens från amerikanska aktörer, vilka inte får komma in landet i någon betydande utsträckning, inte är något som hämmar innovationskraften. Företagsledare som Jack Ma (Alibaba) och Ma Huateng (Tencent) eldar på innovationen och den långsiktiga ambitionen är

att digitalisera det kinesiska samhället, samtidigt som en internationell expansion är förestående. Den kinesiska företagsvärlden är relativt ung och har konstant fått anpassa sig till betydligt mer utvecklade ekonomier världen över. Enligt prognoser kommer cirka en miljard människor i Kina (70 procent av befolkningen) att bo i städer år 2030, vilket tvingar samhället att effektivisera logistiken. Den stora nyckeln i denna utveckling blir smartare transport av produkter, tjänster och människor – för det behövs smarta digitala plattformar.

Shenzhen – Stenhård konkurrent till Silicon Valley

Kina har alla möjligheter att sätta press på amerikanska Silicon Valley och teknologiregionen och staden Shenzhen är landets ledstjärna där bolag som Tencent, Huawei, BYD, ZTE och OnePlus har sina hem. Tack vare ett för entreprenörer mycket gynnsamt frihandelssystem har staden med en större befolkning än Sverige kallats för "nya Silicon Valley". Från att ha varit en grupp små risbyar har utvecklingen sedan 1979 drivit fram en hel stad med ett komplett ekosystem med allt från fysisk tillverkning till mjukvaruproduktion. Staden har producerat flest miljardärer av alla kinesiska städer, och är hem för en majoritet av världens tillverkning av konsumentelektronik. Nokia och Motorola dödades inte enbart av Apples intåg på marknaden, det var låga kostnader och kopieringsförmåga i Shenzhen som främst sänkte dessa tidigare marknadsgiganter (även om Apple också bidrog kraftigt). Shenzhen är en snabbfotad region med enorm tillverkningskapacitet. I denna miljö sporrar människor att testa nya idéer och därmed starta nya företag. Sammantaget är Shenzhen en stenhård konkurrent till Silicon Valley.

ÅRLIGT RESULTAT FÖR STÖRRE IT-BOLAG I KINA, SAMT PROGNOSE 2017-19 (MILJONER RENMINBI)



Källa: SEB, Bloomberg

Diagrammet visar årligt resultat för ett urval av de största samt snabbast växande kinesiska IT-bolagen, mätt i renminbi. Alibaba och Tencent är giganterna, men även övriga bolag växer kraftigt.

Låt oss diskutera några av dessa digitala drakar övergripande för att skapa en bättre förståelse. Kommande två sidor innehåller ett dussin snabbväxande digitalt baserade kinesiska bolag.

Tencent – Den stora nöjes- och kommunikationsdraken

Tencents börsvärde uppgår till nästan 500 miljarder dollar och majoriteten av bolagets intjäning kommer i huvudsak från spel, främst inlicensierade, men även egenutvecklade. Andra områden för intjäning är via bolagets ledande kommunikationsplattformar WeChat och QQ. WeChat är den största aktören inom mobila betalningar i landet, en marknad som totalt sett är 30 gånger större än den amerikanska. Bolaget grundades 1998 av Ma Huateng (ordförande och VD) samt Zhang Zhidong, två män som tidigt förstod att den utveckling som skedde i USA även skulle ske i Kina. Under 1999 lanserades digitala meddelanden, under 2003 äntades spelmarknaden och året efter listades aktien i Hongkong. WeChat har för närvarande över 800 miljoner månatliga aktiva användare, vilka spenderar cirka en tredjedel av den tid som folk totalt sett spenderar på mobilt internet i Kina. Tencent är en dominerande kraft som konstant investerar i nya applikationer inom områden som maskininläring, elcyklar och cykeldelning (Didi).

Alibaba – Digitaliserar hela detaljhandelssektorn

Alibaba är en digital marknadsplats där affärsmodellen bygger på en extremt effektiv distribution av produkter. Under 2014 börsnoterades Alibaba, vilket blev världens största börsnotering någonsin - större än Google, Facebook och Twitter tillsammans. Alibaba är världens största detaljhandelsbolag och har en marknadsandel om cirka 50-60 procent i Kina,

vad gäller internetrelaterad konsumtion av fysiska produkter, samt 11 procent av den totala detaljhandeln. Alibaba är verksamt inom handel av varor över internet, men även digital media och molntjänster samt digitala betalningar, sparande, finansiering och försäkring. Alibabas intäkter har vuxit med nästan 60 procent årligen under de senaste sju åren. Vinstmarginalen har vuxit från omkring 10 procent till dagens cirka 34 procent.

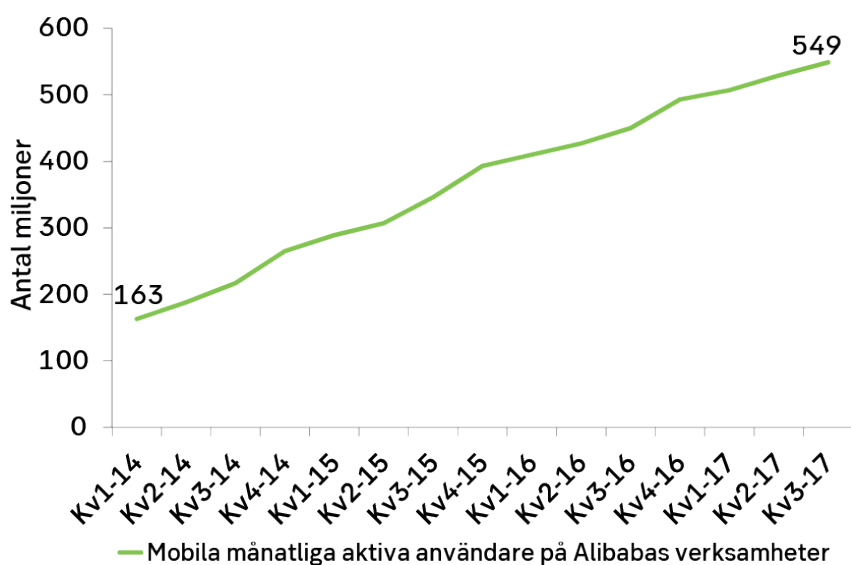
Baidu – Sökjätten utvecklas kontinuerligt

Baidu är Kinas sökgigant med en marknadsandel på cirka 75-80 procent, och dess förebild är onekligen den amerikanska motsvarigheten Google. Baidu är endast cirka en sjättedel så stort som Alibaba och Tencent, men har ökat vinsten med 43 procent i snitt under de senaste tio åren och breddar kontinuerligt sin produktportfölj. Förutom den enastående söklattformen som Baidu har skapat, innehar bolaget ett antal ytterligare tillväxt drivare som maskininläring (artificiell intelligens), självstyrande bilar och internet-baserad videosändning likt amerikanska Netflix (iQiyi, vilket ryktas särnoteras under 2018).

Andra intressanta bolag

Kinas digitala landskap innehåller många bolag, men främst och mest känt för oss svenskar är **Huawei** som vuxit kraftigt under de senaste 20 åren. Bolaget har nu gått om svenska nationalknuden Ericsson i termer av intjäning från nätverksutrustning. Huawei är dessutom minst lika starka inom konsumentelektronik där telefonerna är tuffa konkurrenter till vilket telefonbolag som helst globalt. Ett annat bolag är **JD.com**, en konkurrent till Alibaba, vars kärnprodukt är den samma; detaljhandelsdistribution. JD.com har en marknadsandel om cirka 25-30 procent i Kina och

HÖG AKTIVITET SOM FORTSÄTTER ATT ÖKA PÅ ALIBABAS PLATTFORM



Källa: Alibaba

Totalt antal mobila månatliga aktiva användare av Alibabas olika verksamheter har vuxit kraftigt under de senaste fyra åren; ett femfaldigande efter årets tredje kvartal innebär en ökning om cirka 460 miljoner användare.

sålde under Kinas högtid 11 november (alla singlars dag) för cirka 160 miljarder kronor, 80 procent av vad Hennes & Mauritz för närvarande säljer för på årsbasis. Alibaba sålde för cirka 210 miljarder kronor under denna dag, vilket är mer än Hennes & Mauritz årliga försäljning (!).

Weibo är den kinesiska motsvarigheten till Twitter, men med cirka 10 procent fler månatliga användare (cirka 365 miljoner), en enastående vinstmarginal om cirka 30 procent (2017 års prognos) och utan Donald Trumps dagliga åsikter. Weibo är en mikroblogg, vilket i sin tur är en opinionsbaserad social nätverksplattform. Vidare har vi **Ctrip**, delägt av Priceline, vilket driver Kinas motsvarighet till amerikanska Booking.com, en digital marknadsplattform för resor, hotellvistelser och upplevelsepaket etc. Det kinesiska bolaget **NetEase** är ett snabbväxande spelbolag vars underliggande drivkraft är det globalt växande spelfenomenet (både i mobil och på dator). Den finansiella historiken är minst sagt imponerande med en årlig tillväxt om 36 procent under de senaste tio åren.

Ett för många okänt bolag är **Autohome**, en ledande internetdestination för bilkonsumenter i Kina. Bolaget tillhandahåller ett digitalt gränssnitt för fysiska återförsäljare och erbjuder ett extensivt bibliotek av bilar. Bilmarknaden i Kina är världens största och digitaliseras alltmer för varje månad som går. Ett ytterligare bolag verksamt i denna bransch är **Bitauto** som också tillhandahåller en bilförsäljningsplattform över internet.

Bitautos särskiljande ambition är att även erbjuda krediter till konsumenter, en bransch som i nuläget till allra största del är kontantfinansierad.

Sist ut av de dussintal bolag vi valt att belysa ur ett digitaliseringsperspektiv i Kina är **TAL Education**, **Yirendai** och **Baozun**. Det förstnämnda är verksamt inom digitalisering av utbildning och erbjuder en bred palett av ämnen till de flesta delar av skolsystemet. Över en miljon använder sig av TAL:s tjänster. Yirendai är verksamt inom konsumentutlåning och erbjuder relativt bankutlåning en mer attraktiv avkastning, men till högre risk. Baozun erbjuder, likt amerikanska Shopify, hjälp med att bygga digitala försäljningsplattformar. Bolaget tillhandahåller en helhetslösning, inklusive design, utveckling, drift, IT-infrastruktur, kundtjänst, digital marknadsföring, lager och logistiktjänster.

Sammanfattningsvis är anpassningsförmågan hos den kinesiska befolkningen betydligt starkare än på de flesta håll runtom i världen. I takt med en fortsatt urbanisering, god tillväxt och ökande internetpenetration blir den digitala delen av ekonomin allt större. De kinesiska IT-bolagen är oerhört innovationsrika, och verkar på världens största och snabbast växande marknad – Shenzhen har alla möjligheter att konkurrera med amerikanska Silicon Valley. Det är dags att lära sig namnen på de digitala drakarna från Mittens rike. Kina är mer än kapabelt att leda denna evolution bland utvecklingsländer. Det är dags att vidga våra vyer vad gäller IT-bolag.

Tema – IT-säkerhet

Både hot och möjlighet

Brott via digitala kanaler, eller cyberbrott, är tyvärr en mycket snabbt växande kategori av brottslighet. Kostnaderna kopplade till denna brottslighet är enorma och cyberbrott utgör ett allvarligt hot mot den digitalisering som just nu upplever sker i samhället. IBM:s VD Virginia Rometty menar att "Cyberbrottslighet är det största hotet mot alla företag i världen". Det är därmed ett allvarligt hot även för investerare, men å andra sidan skapar utvecklingen också möjligheter, det finns gott om snabbväxande bolag inom IT-säkerhetssektorn.

Ingen kan undgå det snabbt tilltagande nyhetsflödet kring cyberbrottslighet. IT-säkerhetsskandalen på Transportstyrelsen i Sverige var bara en sval bris jämfört med den storm som Equifax-skandalen i USA orsakade, där över 145 miljoner människors kredituppgifter, personuppgifter och i många fall även kreditkortsnummer, blev stulna. Dessförinnan, i maj 2017, hade datorviruset WannaCry trängt sig in i 230 000 datorer (på företag och organisationer) i 150 länder i vad Europol beskrev som "en attack utan motstycke". På mindre nogräknade webbsidor kan den som önskar köpa personuppgifter och personliga lösenord för olika internetsajter för mindre än 100 kronor per person. Så kallade DDoS-attacker (Distributed Denial of Service) genom att överbelasta exempelvis en websida förhindras legitima användare från att nyttja denna) har blivit skrämmande vanliga och låg till exempel bakom trafikkaoset för SJ den 11 oktober i år och kravallerna och upploppet i Estland 2007. A.P. Möller-Maersk drabbades i somras av en virusattack som kostade omkring 300 miljoner dollar. Vissa går så långt att de menar att vi kunde haft en annan president i USA om det inte vore för det dataintrång som ryska hackers anses ha genomfört mot det demokratiska partiet i USA under valkampanjen.

Kort sagt har brottsligheten på nätet blivit ett hot mot hela samhället. I synnerhet den digitalisering som via effektivisering förväntas ge omfattande besparingar hotas att gå om intet utan bättre IT-säkerhet. Vem vågar exempelvis åka i en självkörande bil om en hacker plötsligt kan överta kontrollen?

Välorganiserade skurkar möter naiva företag och myndigheter

Gangsterligor tar kontroll över både privatpersoners och företags datorer och krypterar dessa för att därefter kunna sälja tillbaka stulen information till sina rättmätiga ägare mot betalning i bitcoin. Dessa ligor drivs idag som företag med 24 timmars "kundsupport" för de drabbade. Den som inte vet hur man köper och använder bitcoin för att betala den begärda lösensumman kan erhålla överraskande enkel, god och välorganiserad hjälp – från samma cybergangstrar som har attackerat dem.

Medan de kriminella aktörerna karaktäriseras av god organisationsförmåga och målmedvetenhet gäller ofta motsatsen för deras offer. Enligt branschexperter var det uppenbart att exempelvis Transportstyrelsen med först generaldirektören och sedan den direkt därefter tillförordnade generaldirektören i spetsen – inte alls hade förstått det potentiella värdet av den information de hade röjt. När en organisation inte ens vet om att den besitter värdefull information är risken givetvis oerhört stor att den inte heller skyddar eller förstår att den borde skydda denna information.

Situationen är dessvärre inte alls unik för den aktuella myndigheten. Enligt VD:n för F-Secure, ett finskt IT-säkerhetsbolag som vi nyligen träffade, är snarlika situationer mer regel än undantag. Bolaget menar att inte bara toppcheferna, som många gånger saknar relevant kunskap i ämnet, och underskattar hoten de blivit utsatta för, utan att även IT-avdelningarna ofta har en stor brist på kompetens i dessa frågor. Som ett exempel berättade VD:n att F-Secure upprepade gånger har blivit kontaktade av en orolig VD för en större organisation som sedan bjudit in bolaget att testa deras skydd mot intrång. F-Secure har då inte bara trängt sig in i uppdragsgivarens innersta domäner och till exempel adderat Kalle Anka och Musse Pigg till kundlistan i affärsadministrations-systemet, intrånget har vanligtvis inte ens upptäckts av bolagets egen IT-organisation. I alla fall inte förrän F-Secure efteråt har påpekat detta.

Bilden av relativt oförberedda företag bekräftas av en rapport från specialistförsäkringsbolaget Hiscox, vars undersökning tidigare i år visar att av 3000 bolag i USA, Storbritannien och Tyskland är mindre än hälften förberedda för att kunna hantera en cyberattack. Samtidigt finns det givetvis även företag som är mycket väl medvetna om att de besitter värdefull och åtråvärd information som de spenderar oerhört mycket på att skydda, exempelvis banker.

Konkurrenser misstänks anlita brottslingar

Som om det inte vore nog med att kriminella organisationer angriper företag på eget initiativ för att utpressa dem eller stjäla information visar en under-

sökning, som nyligen publicerades i den respekterade dagstidningen Financial Times, att företag i stor utsträckning misstänker sina konkurrenter för att ligga bakom diverse angrepp, i synnerhet överbelastningsattacker. Exempelvis uppges en anmärkningsvärt stor andel online-baserade blomsterhandlare ha attackerats i samband med den för branschen mycket viktiga alla hjärtans dag. Det förekommer till och med att de hackare som legat bakom sådana attacker har medgett för sina offer att de är anlitade av andra legitima (men uppenbart skrupelfria) konkurrerande företag till de angripna bolagen.

Cyberbrott orsakar svindlande kostnader

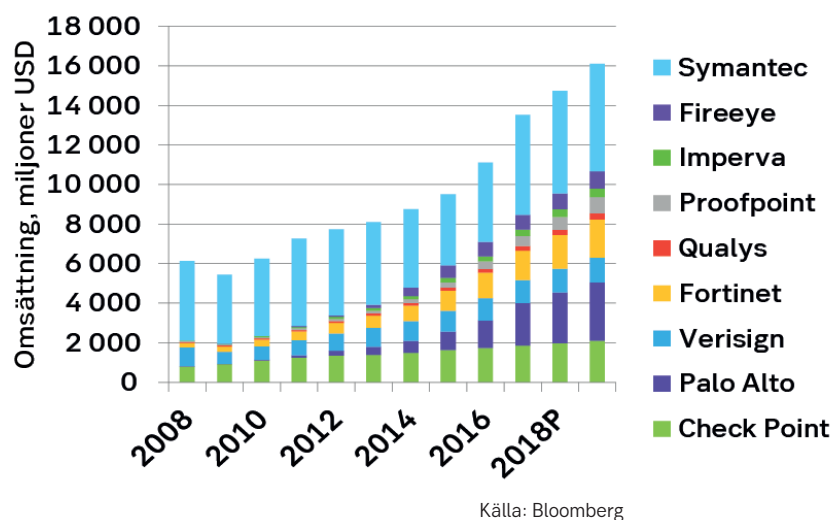
Omfattningen av kostnaderna för cyberbrott är enorm och växer starkt. Exakt hur mycket det kostar och hur snabbt kostnaderna ökar är osäkert och delvis en definitionsfråga, men enligt uppskattningar från försäkringsbolaget Hiscox och konsultfirman Hamilton Place Strategies uppgår de årliga kostnaderna redan till omkring 450 miljarder dollar och växer med cirka 15 procent per år. Även försäkringsbolaget Lloyds skattning från 2015 om totala kostnader på 400 miljarder dollar ger stöd åt snarlika belopp, medan andra skattningar som cirkulerar i media anger flera gånger större kostnader. Gemensamt för alla undersökningar och uppskattningar vi tagit del av är en hög tillväxttakt. En undersökning från Ponemon och Accenture, "2017 Cost of Cyber Crime Study", bland 254 företag, med minst 1000 användare av bolagets affärsadministrationssystem, i sju länder visar på en genomsnittlig ökning av kostnaderna det senaste året på 23 procent till 11,7 miljoner dollar per år och bolag. Antalet säkerhetsintrång ökade 27 procent till 130 stycken. Den största kostnaden för bolagen kommer från informationsstöld, följt av kostnader för avbrott

i affärsverksamheten och förlorad försäljning. En stor del av alla angrepp upptäcks dock aldrig. Nya datavirus utvecklas i en rasande takt och säkerhetsföretagen måste idag använda artificiell intelligens för att hinna upptäcka och skapa säkerhetslösningar mot de nya virusen. Även hackers använder dock artificiell intelligens för att framställa nya virus och branschexperter menar därför att det i förlängningen kommer att bli en tävling mellan kriminella hackers å ena sidan och IT-säkerhetsföretag å den andra. Vem har tillgång till den mest kraftfulla och avancerade artificiella intelligensen för att framställa respektive upptäcka och oskadliggöra nya virus?

Den enes död, den andres bröd

För investerare utgör cyberbrottslighet givetvis en risk, exempelvis förlorade det amerikanska kreditupplysningsföretaget Equifax en tredjedel av börsvärdet på en vecka i september efter att datorintrånget, som innebar att 145,5 miljoner människors kreditupplysningsdetaljer inklusive personuppgifter och många gånger även kreditkortsuppgifter blev stulna. Problemet skapar dock även investeringsmöjligheter då IT-säkerhetsbranschen är en av de snabbast växande sektorerna. Enligt Ponemon/Accentures rapport är det mycket lönsamt med investeringar i IT-säkerhet för de 254 analyserade bolagen, exempelvis beräknas investeringar i säkerhetsinformationssystem och avancerad teknik för identitetskontroll och accesstyrning generera en uppskattad årlig avkastning på cirka 20 procent. Rapporten indikerar dock även tydliga tecken på ineffektiv kapitalallokering mellan olika typer av säkerhetslösningar i bolagens IT-säkerhetsbudget.

IT-SÄKERHET ÄR EN SNABBVÄXANDE SEKTOR



Diagrammet visar omsättningen per bolag och år i miljoner dollar för ett urval av 9 börsnoterade amerikanska IT-säkerhetsbolag. Den genomsnittliga årliga tillväxten 2008-2016 var 8 procent för gruppen som helhet och 16 procent exklusive Symantec. Tillväxten väntas vara god även framöver med en konsensusprognos om 13 procent tillväxt per år för gruppen som helhet 2016-2019, 15 procent tillväxt per år exklusive Symantec. (Symantecs historiska omsättning är justerad för avyttringen av icke-säkerhetsdivisionen Veritas Software).

Ett urval av relativt välkända amerikanska, stora och börsnoterade IT-säkerhetsbolag uppvisar också en imponerande vinsttillväxt som diagrammet nedan visar. De senaste fem åren har de nio bolagen i diagrammet haft en genomsnittlig årlig försäljningstillväxt på 3-55 procent. För medianbolaget i gruppen var tillväxten 23 procent per år. Analytikernas konsensusprognoser indikerar god tillväxt även 2017-2019. Det är dock långt ifrån alla som genererar anständiga vinster då tillväxt inom högteknologiska branscher som denna kräver enorma investeringar för att kunna erbjuda kvalitetslösningar.

Många andra bolag kan också kapitalisera på hotet från cyberbrott, exempelvis är en förbättrad säkerhet ett viktigt säljargument för de mycket lönsamma och snabbväxande intäkterna från så kallade molnlösningar från bolag som Amazon, Microsoft och Google.

Vem vågar du släppa in i datasystemet?

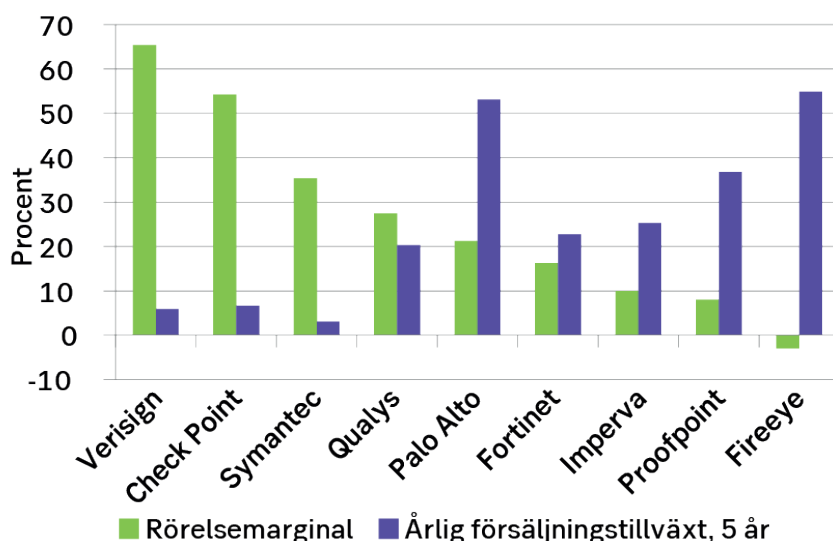
På grund av en utbredd misstro mellan företag och IT-tekniker i olika geografier, där exempelvis europeiska kunder ofta misstror amerikanska säkerhetsleverantörer och amerikanska myndigheter förbjuder exempelvis ryska säkerhetsleverantörer i kritiska sektorer, bör det inom IT-säkerhet finnas relativt goda förutsättningar för flera företag från olika geografier att bli framgångsrika. En tydlig kontrast mot många konsumentorienterade produkt- och tjänsteföretag i IT-sektorn där en samling amerikanska jättar har lyckats ta kontrollen över i princip hela världsmarknaden (utanför Kina).

Misstron är dock inte grundlös och flera av de stora amerikanska IT-säkerhetsföretagen, exempelvis Symantec och McAfee har nyligen publicerat explicita

beslut om att vägra ge ut källkoden till myndigheter i syfte att minska oron hos potentiella kunder för att amerikanska NSA (National Security Agency) ska kunna spionera på dem genom så kallade bakdörrar in i säkerhetsmjukvaran. Uppmärksammade virus som WannaCry och Petya/NotPetya påstås vara byggda på information om svagheter i Windows operativsystem som amerikanska NSA upptäckt och som sedan spridits ut av misstag. Viruset NotPetya, har kostat många hundra miljoner dollar för drabbade nordiska börsbolag i år, men har i synnerhet drabbat Ukraina och ukrainska företag och myndigheter extremt hårt. Attacken misstänks vara politiskt motiverad och orkestrerad från Ryssland. Datamasken Stuxnet har drabbat många olika företag världen över, men uppges ha varit framtagen av myndigheter i USA och Israel i syfte att skada Irans kärnteknikprogram.

En samling mindre svenska och finska IT-säkerhetsbolag som vi nyligen har träffat lyfter fram sitt europeiska ursprung som en stor konkurrensfördel gentemot amerikanska bolag vid införsäljningen till europeiska kunder. För det framgångsrika ryska IT-säkerhetsföretaget Kaspersky Lab, vars antivirusprogram tillhör de mest populära i världen med 400 miljoner användare, är rykten om kopplingar till ryska säkerhetspolisen ett uppenbart problem. Nyligen uttryckte den brittiska underrättelsetjänstens myndighet för informationsinsamling genom signalspaning, förkortat GCHQ (Government Communications Headquarters), oro över att Kasperskys virusprogram har utnyttjats av ryska spioner för att fånga känslig information från brittiska medborgares datorer. Amerikanska myndigheter har förbjudit federala tjänstemän att använda Kasperskys produkter trots att bolaget erbjudit de amerikanska myndigheterna

LÖNSAMHETEN VARIERAR KRAFTIGT I BRANSCHEN



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar konsensusprognosen för justerad rörelsemarginal under innevarande räkenskapsår samt genomsnittlig årlig försäljningstillväxt de senaste fem åren, för ett urval av 9 börsnoterade amerikanska IT-säkerhetsbolag.

tillgång till källkoden just i syfte att rädda tilltron till produkterna i USA. Oavsett hur utbrett det är med myndigheter som missbrukar säkerhetsprogram för spionage skapar misstankarna om detta affärsmöjligheter för europeiska bolag i branschen.

Digitaliseringen fortsätter i rasande fart och det är tydligt att en del av de effektiviseringsvinster som genereras kommer att behöva återinvesteras via IT-säkerhetslösningar. Det innebär att digitaliserings-tillväxten framöver kommer att gå hand i hand med tillväxten inom IT-säkerhetsbranschen.

NÅGRA NOTERVÄRDA CYBERATTACKER DET SENASTE DECENNIET		
HÄNDELSE – VAR/VEM?	NÄR?	VAD?
Estland	April 2007	Synkroniserade cyberattacker på näringsliv, myndigheter och organisationer, ledde till upplopp. Ryssland beskylls men förnekar.
Google	December 2009	Kinesiska hackare hämtade information ur Gmail om kinesiska rättsaktivister, med mera.
Stuxnet	2010-2015	Anses skapad av agenter från USA och Israel för att hindra Irans kärnteknikprogram, men har även skadat annan industri.
Yahoo!	Augusti 2013	Tre miljarder mailkonton hackades.
TV5Monde	April 2015	Hackare tog kontroll över sändningarna för Frankrikes största TV-nätverk i 3 timmar. Sändning av islamistisk propaganda, men ryska hackare misstänks.
Petya/NotPetya	2016-2017	Virus som anses bygga på data från NSA, slog ut delar av Ukrainas näringsliv, men även danska A.P. Möller-Maersks dotterbolag Maersk Line förlorade 300 miljoner dollar på attacken.
WannaCry	Maj 2017	230 000 datorer i 150 länder infekterades med virus, anses byggda på information från NSA.
Equifax	Juli 2017	Kreditupplysningsdetaljer och kreditkortsdetaljer för cirka 145 miljoner människor stals.

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



Jonas Evaldsson

Economist
jonas.evaldsson@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.