

Februari 2018

Investment Outlook

Innehåll

03	Innehåll
04	Inledning Förbered dig på mer volatilitet
05	Risknyttjande och allokering Moderat övervikt mot aktier
06	Tillgångsslagsfördelning
07	Marknadssyn – makro God tillväxt, stabil inflation – den ljusa bilden består
09-10	Globala aktier Nervösa börser i en positiv vinstmiljö
11-13	Nordiska aktier Högre börskurser, men också högre volatilitet
14-15	Ränteinvesteringar Centralbanker ger stöd till högre räntor
16-17	Alternativa investeringar Nya förutsättningar när volatiliteten vaknar till liv
18-19	Valutor Åtstramning ger stärkta valutor
20-22	Tema – Hållbarhet Hållbarhetsutvecklingen allt mer i fokus
23-25	Tema – Blockkedjan Nästa generation av internet?
26	Kontaktinformation

Inledning

Förbered dig på mer volatilitet

2017 innehöll en kombination av fördelaktiga faktorer som resulterade i mycket starka tillgångsmarknader och rekordlåg volatilitet (kurssvängningar). Dessa faktorer var: en stark ekonomisk tillväxt utan besvärande inflation, stabila och ökande vinster, en fortsatt extremt låg räntenivå och centralbanker som tillförde likviditet i det ekonomiska systemet. Vi ser dock en motvind från vissa av dessa parametrar under 2018 och har redan fått uppleva en ökad volatilitet. I realiteten innebär det att vi får förvänta oss svagare perioder och vinsthemtagningar, men i en fortsatt positiv trend.

Besvärliga perioder som leder till stora börsfall och att trenden viker ner, har ofta koppling till någon av följande händelser; lågkonjunktur, finanskris eller när en värderingsbubbla brister. Av dessa går den sistnämnda inte att avfärda, då priserna på aktier, obligationer och fastigheter är tämligen höga. Dock fungerar den starka konjunkturen och företagens vinstgenerering, toppad med den amerikanska skattereformen, som tydliga riskdämpare. Trots att uppgången har varat sedan 2009, gör dessa riskdämpare och det finansiella systemets goda skick att vår syn är att uppgången inte behöver brytas ännu. I nuläget resulterar detta i en rekommendation om en fortsatt övervikt mot aktier, om än beskedlig.

Det som enligt vår bedömning kommer att skapa fortsatt volatilitet är kombinationen av höga värderingar och centralbanker som successivt lättar på gasen och närmar sig bromsen. Även om minskningen av stimulanser sker i maklig takt, är det rimligt att räntorna rör sig uppåt, och därmed tappar faktorer som tidigare har pressat ner volatiliteten sakta men säkert sin kraft. Sammantaget betyder detta att vi förväntar oss positiva, men lägre avkastningar för 2018.

I våra teman gör vi denna gång en analys av blockkedjetekniken och potentiella användningsområden och vi gör en ny utblick inom hållbarhetsområdet och den snabba utvecklingen där.

Med hopp om intressant läsning,

Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
Investment Strategy

Risknyttjande & allokering

Moderat övervikt mot aktier

I skrivande stund ligger vi kvar med en moderat övervikt mot aktier och krediter i våra balanserade portföljer, om än lägre än under hösten. Vi är fortsatt positiva till konjunkturen, den globala tillväxttakten och de positiva effekter dessa har på vinstgenereringen i företagssektorn. Även tillväxtens regionala bredd och utbredning till i stort sett alla delar av ekonomin ger en stabil grund. På den negativa sidan återfinns relativt höga värderingsnivåer, stigande räntor och centralbanker som successivt trycker på bromsen via högre styrräntor och mindre likviditetsinjektioner.

Bilden av 2018 skiljer sig en del från 2017, då det mesta bidrog till en stigande riskapitet. I år förväntar vi oss en ryckigare och mer volatil kapitalmarknad. Den genomsnittliga investeraren är mer offensivt positionerad nu än på länge. Därför kan besvikelser, även av kortsiktig karaktär, skapa mer påtaglig riskaversion och större börsrörelser än de gjort under de senaste åren. Vi bedömer att den positiva trenden håller i sig, men att avkastningarna blir lägre och riskerna högre än under 2017.

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

Tillväxt och vinster

Global BNP-tillväxttakt förväntas ligga på cirka 4 procent under både 2018 och 2019, samtidigt som inflationstakten håller sig kring 2 procent. Detta är en bra miljö för företagen att öka vinsterna ytterligare. Många företag får också extra draghjälp av den skattereform som USA har sjösatt och som ger positiv effekt i år och framåt. Global vinsttillväxt förväntas i år landa över 10 procent. Högt resursutnyttjande börjar få genomslag, vilket betyder att vi kan få se kortsiktiga inflationstendenser, men vi bedömer att en ihållande stigande inflationstakt har svårt att få fäste.

Centralbanker

Amerikanska Federal Reserve förväntas höja sin styrränta fyra gånger under 2018 och minska sin balansräkning (minska volymen räntebärande placeringar man äger), vilket minskar likviditeten i marknaden. Andra centralbanker släpar dock efter och nettoeffekten för likviditeten väntas fortsatt vara positiv, men tydligt mindre än tidigare. Brytpunkten kan

ske redan i september då Europeiska Centralbanken (ECB) eventuellt avslutar sina obligationsköp. Riksbanken fortsätter med en mycket expansiv penningpolitik. Sammantaget kan vi få stigande räntor, vilket ökar riskerna då världens skuldsättningsnivå är hög.

Värdering

De flesta finansiella tillgångar är högt värderade i förhållande till historiska nivåer. Detta utgör en risk och för att oron inte ska öka måste tillväxten förbli god.

Riskapitet och positionering

Riskapiten och positioneringen går i regel hand i hand med värderingen när världen befinner sig i den senare delen av en ekonomisk cykel, så även denna gång. Värderingen är hög och investerare med hög riskapitet har offensiva portföljer.

Förväntad avkastning

Vi förväntar oss positiva avkastningar för de flesta tillgångs- slag under de kommande 12 månaderna. De är lägre än de historiska snitten, medan risken är oförändrad. Denna prognos är beroende av att vår positiva konjunktursyn infrias.

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, vilket medför att en stor "subventionerande" kraft avtar. Den globala skuldsättningen är hög. Vi ser spridda tecken på svagare huspriser.

Tillgångsslagsfördelning

På övergripande nivå har vi valt att behålla en viss övervikt mot aktier och krediter efter det att vi justerade ner risk under november. Det innebär en övervikt mot globala aktier, en neutral position i svenska aktier och alternativa investeringar och en undervikt för räntebärande placeringar. Inom globala aktier har vi numera enbart mindre över-/undervikter mot enskilda regioner och sektorer, vilket innebär att de företagsspecifika riskerna dominerar. Företagsobligationer med kort löptid dominerar ränteportföljerna, medan alternativdelen karaktäriseras av en relativt defensiv hedgefondportfölj.

Aktier

- Starkt utfall 2017 trots negativa valutaeffekter för en svensk investerare
- Imponerande kvartalsrapporter (för fjärde kvartalet)
- Risk för bakslag efter eufori
- Gynnsam aktiemiljö består, frågan är hur länge
- Höga värderingar begränsar potentialen
- Amerikanska vinster stöds av tillväxt och skattereform
- Tillväxtmarknader gynnas av stark tillväxt; viktigt med bolagsurval för minskad bakslagsrisk
- Vi är nu mer försiktiga till de cykliska delarna av de europeiska och japanska aktiemarknaderna

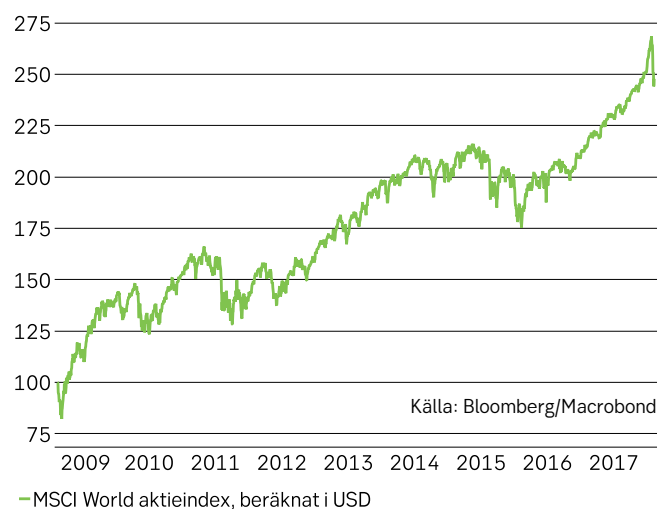
Räntebärande placeringar

- Riksbankshöjning lyfter svenska räntor under andra halvåret
- Slutet på den Europeiska Centralbankens (ECB:s) lättnader närmar sig
- Federal Reserve drar upp takten till fyra räntehöjningar under året
- Tillväxtmarknader gynnas av global konjunktur trots stigande räntor

Alternativa investeringar

- Trendföljande strategier (CTA-hedgefonder) inledde 2018 starkt, men hämmas av tilltagande volatilitet
- Förändrat penning- och finanspolitiskt landskap skapar möjligheter för makrohedgestrategier
- Event Driven-hedgefonder gynnas fortsatt av bra aktivitet och goda förutsättningar för företagsaffärer
- Equity Long/Short-hedgefonder har fått stöd av starka aktiemarknader och bör kunna hantera begränsad marknadsoro

Global aktieutveckling de senaste nio åren



Grafen visar utvecklingen för det breda globala aktieindexet MSCI World Index de senaste nio åren, beräknat i USD.

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Globala aktier	6,9 %	12,6 %
Tillväxtmarknader	9,3 %	14,3 %
Svenska aktier	9,0 %	13,0 %

Källa: SEB

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-3,0 %	1,7 %
Företagsobligationer Investment Grade	1,1 %	3,1 %
Företagsobligationer High Yield	3,0 %	5,2 %
Emerging market debt	3,5 %	11,3 %

Källa: SEB

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5 %	6,0 %
Råvaror	n.a.	1,6 %

Källa: SEB

Marknadssyn – makro

God tillväxt, stabil inflation – den ljusa bilden består

Fortsatta styrketecken på bred front bekräftar bilden av en global ekonomi i en fas som liknar mogen högkonjunktur. Vi har under en längre tid varit mer positiva till tillväxtbilden än konsensusprognosen, men har ändå gradvis behövt justera upp våra prognoser. Den senaste upprevideringen innebär att vi räknar med en global tillväxt på 4 procent i år och bara en tiondel lägre för 2019.

Bredbaserad och hög tillväxt

Den globala ekonomin etablerar sig på en hög tillväxtnivå. Tillväxten är också tydligt bredbaserad. USA-ekonomin visade styrka under senare delen av 2017 och när nu Trump-administrationen har fått igenom ett relativt stort skatte-reformpaket förbättras utsikterna ytterligare. I eurozonen förstärker ökad politisk och ekonomisk framtidstro varandra. Tillväxten är nu den högsta på ett decennium. Brexit-procesen dämpar tydligt utvecklingen i Storbritannien, men inte så mycket som befarat. Även i Japan är tillväxten relativt god med tanke på de strukturella problemen som trycker ner potentialen.

Även för tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM) har ljuspunkterna dominerat. Under 2017 växlade ekonomierna upp betydligt efter tidigare svacka. Framöver etableras en BNP-ökning runt 5 procent för EM-ekonomierna tillsammans. I Kina sker sannolikt en viss tillväxtdämpning när landets ledning, efter Kommunistpartiets kongress, utnyttjar konjunkturstyrkan till att strama åt kreditgivningen och prioritera skuldbantning, vilket innebär acceptans av lite lägre tillväxt. I övriga större EM-ekonomier, med Indien i spetsen, accelererar BNP. Störst omsvängning sker i de råvarudominerade ekonomierna Ryssland och Brasilien, som åter växer efter en djup konjunkturedgång.

Med tanke på hur länge den globala uppgången har varat och hur lång tid det tog innan den sköt fart på allvar, är det rimligt att fundera på vilka drivkrafter som ligger bakom, hur länge de verkar och vilka hot som finns – vad som kan störa bilden.

Privatkonsumtion och investeringar driver

Drivkrafterna i en mogen högkonjunktur är vanligen privatkonsumtion och investeringar. Så även denna gång. Under återhämtningsåren, från 2009-2010 fram till 2016-2017 växte den globala ekonomin långsamt och från en låg bas. Det fanns gott om lediga resurser i systemet, bland annat i form av god tillgång på arbetskraft (hög arbetslöshet). Tillväxten stöttades av expansiv centralbankspolitik, något som var nödvändigt då, men som utgör det kanske tydligaste hotet mot konjunkturen framöver, mer om det senare. Trots

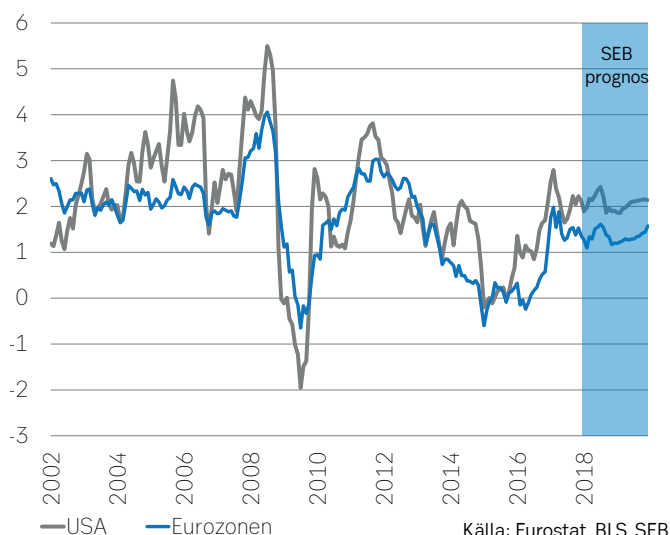
denna stöttning saknades dock framtidstron, vilket gjorde uppgången långsam. Sakta förbättrades dock läget, allt fler fick jobb och företagens resursutnyttjande kröp uppåt. Den starkare arbetsmarknaden, i kombination med låga räntor och stigande tillgångsvärden har bidragit till att privatkonsumtionen gradvis har tagit fart och vi räknar nu med ett tydligt tillväxtbidrag härifrån framöver. Samtidigt har det tidigare låga resursutnyttjandet gjort att företagens investeringsvilja varit lågt. När man nu närmar sig kapacitetstaket finns därför ett uppdämt investeringsbehov – även det en draghjälp för tillväxten. Båda dessa krafter tenderar att vara i spel relativt länge och ger ofta en styrka som överraskar.

Utbudsproblem och inflationsrisker oroar

Problemen i nuvarande fas stavas utbudsproblem och inflationsrisker. Givet det höga resursutnyttjandet och bristen på arbetskraft i flera delar av ekonomin (såväl i USA som i till exempel Sverige) finns det en uppenbar risk att produktionsresurserna inte räcker till för att möta efterfrågan, ekonomin hinner inte med att producera så att tillväxttakten hålls uppe. Detta är ett skäl till att vi räknar med marginellt lägre tillväxt nästa år. Förr eller senare kommer utbudsrestriktionerna i spel mer markant. I historien finns dock flera exempel på att ekonomin har klarat av att växa bra ändå, att utbudssidan har visat sig vara mer flexibel så att flaskhalsar inte har behövt uppstå. Det kan till exempel vara så att bristen på arbetskraft inte är så stor som den låga arbetslösheten indikerar. Många som har valt att stå utanför arbetsmarknaden kan återvända nu när efterfrågan är hög. I vilket fall tror vi inte att denna typ av resursbrist dämpar tillväxten i år och knappt ens nästa år.

Inflationsriskerna, som normalt eldas på av den resursbrist som beskrivs ovan finns absolut där, men de tycks inte heller vara något stort problem för närvarande. Som vi beskrev i förra *Investment Outlook* (utgiven i december 2017) finns det mycket som talar för att sambandet mellan resursbrist på arbetsmarknaden och stigande löner med därpå följande inflation är begränsat. Några förklaringar som vi lyfter fram är globalisering och automatisering som tillsammans med låga räntor verkar tydligt återhållande på lönekraven. Vi räknar därför inte med några dramatiska inflationsuppgångar den kommande tiden.

Inflationen fortsatt under kontroll



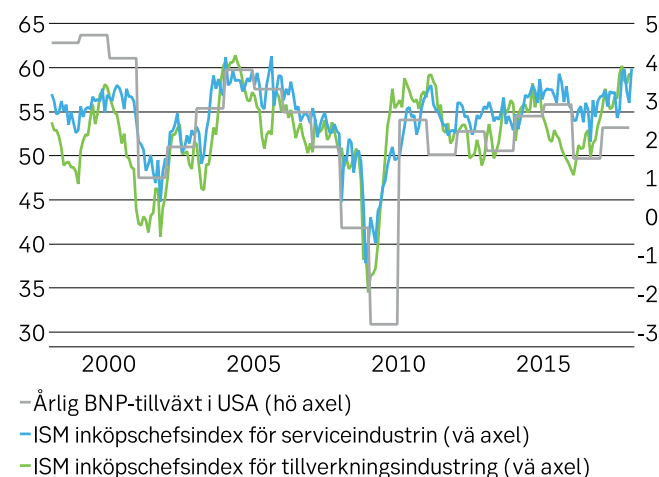
Inflationen förblir relativt stabil och på nivåer runt (i USA) eller under (i Eurozonen) centralbankernas mål. Den så kallade kärninflationen (exklusive de volatila energi- och matpriserna) är något lägre och tydligt stabilare. Detta ger centralbankerna betydande utrymme att välja takt i normaliseringen av sin penningpolitik.

Bromsande centralbanker

Fortsatt kontrollerad inflation kan ändå innebära påfrestningar för finansmarknaderna. Bakgrunden är att centralbankerna lanserade sina gigantiska stimulanser i form av extremt låga räntor och stora obligationsköp i ett läge när ekonomier knappast växte och när det fanns ett deflationsshot, eller i alla fall tydlig avsaknad av inflation. Med svaga ekonomier och inflation långt under centralbankernas mål är det rimligt med stimulanser. Men när nu tillväxten inte längre är ett problem och inflationen är i närheten av centralbankernas mål är det lika rimligt att reversera stimulanserna. Det ligger också i centralbankernas intresse att "hinna" normalisera sin politik innan nästa konjunkturedgång så att man har verktyg att tillgå när den kommer. I USA har Federal Reserve (Fed) redan kommit en god bit på väg. Centralbanken har gjort ett antal räntehöjningar och inlett en försiktig bantning av sin balansräkning. Än så länge är andra centralbankers politik fortsatt expansiv. Vi räknar dock med att Europeiska Centralbanken, ECB, avslutar sina obligationsköp under året och börjar höja sin ränta nästa år, samtidigt som Fed fortsätter att höja räntan och ökar takten i sin bantning av obligationsportföljen. Vi räknar också med att Riksbanken ansluter sig till trenden med en första räntehöjning i höst.

Under perioden med stora och ökande likviditetstillskott har volatiliteten på finansmarknaderna varit låg, ett vanligt samband. När nu bilden blir den motsatta ökar rimligen volatiliteten igen, kanske ska börsoran i inledningen av februari ses mot den bakgrunden.

Indikatorer pekar på god tillväxt



Inköpschefsindex (ISM) i USA pekar på ytterligare ökning i tillväxttakten. Tillsammans med effekter av skattesänkningen gör det att vi skruvar upp vår tillväxtprognos, vi räknar med att BNP växer med 2,8 procent i år och 2,5 procent 2019.

Fortsatt god tillväxt

Vi räknar alltså med fortsatt god tillväxt i två år till, utan att inflationen skjuter fart i någon större omfattning. Ur ett makroperspektiv är det nog en större "risk" att tillväxten skjuter fart snabbare än vi tror, vilket skulle kunna aktualisera utbuds- och inflationsproblem, än att tillväxten skulle mattas av "av sig själv". Så länge vår prognos håller utgör makrobilden en behaglig bakgrund för placerare – med gardering för oväntade chocker från till exempel geopolitiken, oväntat snabba inflationsuppgångar eller policymisstag i form av alltför snabbt agerande centralbanker.

BNP-prognoser, årlig procentuell förändring

Marknad	2016	2017	2018	2019
USA	1,5	2,3	2,8	2,5
Japan	0,9	1,5	1,2	1,0
Tyskland	1,9	2,2	2,5	2,2
Kina	6,7	6,9	6,6	6,2
Storbritannien	1,9	1,8	1,4	1,1
Eurozonen	1,8	2,3	2,5	2,2
Norden	2,2	2,4	2,4	2,3
Baltikum	2,2	4,2	3,5	3,2
OECD	1,8	2,4	2,5	2,2
EM-ekonomier	4,3	5,0	5,2	5,1
Världen, PPP*	3,2	3,9	4,0	3,9

Källa: OECD, IMF, SEB * Köpkraftskorrigerat (Purchasing Power Parities)

Globala aktier

Nervösa börser i en positiv vinstmiljö

Fjölåret präglades av optimism och framtidstro. Ökad ekonomisk tillväxt, fortsatt stöd från centralbanker och låg inflation gav stöd åt företagens vinster. Den starka svenska kronan begränsade dock uppgången för en svensk investerare. Världsindex steg med över 11 procent mätt i svenska kronor. I lokal valuta var uppgången hela 24 procent.

Under 2017 behöll tillväxtmarknader, Emerging Markets (EM) ledartröjan och var upp närmare 24 procent mätt i svenska kronor. De stora asiatiska teknologibolagen, Alibaba, Tencent, Samsung, TSMC och Naspers utgjorde draglok. Denna kvintett stod för ungefär en tredjedel av avkastningen i MSCI Emerging Markets index. Det var en jämnare utveckling inom de utvecklade marknaderna; Europa steg 13 procent, följt av Japan 11,7 procent och USA 8,6 procent. Det var stor spridning mellan sektorer, där teknologibolagen hade den i särklass bästa utvecklingen och var upp 26 procent. Näst bästa sektor var råvarurelaterade bolag med en uppgång om 14 procent. Övriga konjunkturkänsliga sektorer såsom industri och finans hade också ett bra år. Defensiva sektorer samt olje- och gasbolag återfanns i botten.

Fundamentalt bra grund för aktieplaceringar

Inledningen på detta år började i samma stil som det föregående avslutades. De konjunkturkänsliga sektorerna inledde starkast, medan de defensiva sektorerna släpade efter. Kina, Ryssland och Brasilien rivstartade året. En stor del av dessa länders index utgörs av sektorer som är beroende av en stark konjunktur såsom olje- och gruvbolag, banker samt i Kinas fall – teknikbolag. Den snabba korrektionen i februari slog brett mot börserna världen över. Inga sektorer eller regioner stack ut som särskilt utsatta. Vi tolkar nedgången som att det bedrägliga lugnet på börserna under lång tid har skapat en övertro på aktier som en stabil placering. Orosmomentet är stigande räntor och centralbanker som har börjat eller kommer att börja dra tillbaka likviditet från marknaden. Detta sammanfaller med en amerikansk ekonomi som befinner sig sent i konjunkturcykeln. Den snabba nedgången skapar nervositet och högre volatilitet och det brukar leda till en avvakande inställning från investerare under en period. I grunden är dock rekyler i en uppåtgående trend hälsosamma. Aktier är förknippat med risk och lär så förbli. Fundamentalt ser det dock bra ut för aktier som placeringsform, då vinsterna fortsätter att stiga och den globala konjunkturen är stark.

President Donald Trump fick till slut igenom den omtalade och debatterade skattereformen. Reformen är omfattande och inkluderar bland annat fullt och direkt kostnadsavdrag på vissa investeringar i anläggningar och inventarier (gynnar nyinvesteringar), begränsad avdragsrätt för räntekostnader samt modernisering av internationella skatteregler.

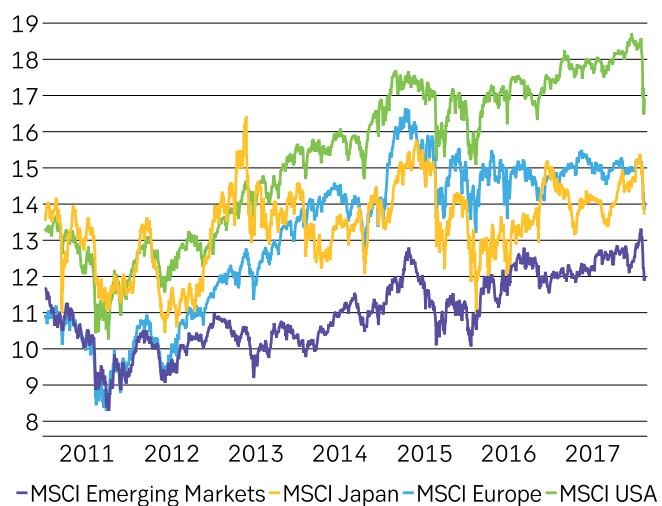
De flesta bedömare räknar med att vinsterna för amerikanska bolag på aggregerad nivå får en positiv skatteeffekt om 6-8 procent för innevarande år. Konsensusestimaten indikerar en vinstuppgång om 10 procent för amerikanska bolag utöver skatteeffekten. Med andra ord väntar ett starkt vinstår för amerikanska bolag.

Det har varit mycket skrivelser om skatten på likvida medel som amerikanska bolag förvarar i länder med lägre skattesatser ("repatriation tax"). Denna skattesats blir nu 15,5 procent oavsett om pengarna förs in i USA eller inte. Skatten betalas av under åtta år, varav 8 procent per år betalas under de första fem åren. Tidigare var skatten på införande av kapital 35 procent. Stora kassastinna bolag såsom Apple, som har lånat upp närmare 100 miljarder USD för den operativa verksamheten, kan nu använda sin kassa istället. Kassen, som uppgår till 285 miljarder USD som till största delen förvaras utomlands, kan nu börja aktiveras. Med stor sannolikhet används en del av de återförda pengarna till återköp av egna aktier. Detta stöttar aktiekurserna i framför allt indextunga teknikbolag vars situation liknar Apples.

Mindre bolag som vanligtvis har större inhemsk exponering än stora bolag och har haft sämre möjligheter att skatteplanera gynnas i ännu högre utsträckning av skattereformen. Stora bolag har dock utvecklats bättre på börsen sedan reformen presenterades, vilket kan förklaras av en stark internationell konjunktur och svagare dollar, vilket gynnat de stora exportbolagen. Allt eftersom skattesänkningen syns i vinstestimatet bör dock småbolagen premieras. Skulle det sammanfalla med en förstärkning av den hittills svaga amerikanska valutan bör småbolagen åter hamna i fokus.

Till sektorer som gynnas extra mycket av skattereformen hör banksektorn, som till stor del har inhemsk exponering och som därmed får en omedelbar effekt av den sänkta bolagsskatten. Sektorer med investeringstunga bolag, såsom industribolag och råvarubolag, drar fördel av det direkta kostnadsavdraget. Detta leder till ökade och tidigare lagda investeringar, vilket dessutom stärker ekonomin i stort. Teknikbolag och läkemedelsbolag med stora likvida medel i utlandet gynnas också ("repatriation tax" som nämndes ovan). Missgynnas gör högt belånade företag som endast får göra ränteavdrag för nettoräntekostnader upp till 30 procent av EBITDA (rörelseresultat före räntor, skatt, nedskrivningar,

P/E-talsutveckling



Källa: Bloomberg/Macrobond

Bilden visar P/E-talets utveckling för de större regionindexen. USA är fortsatt högre värderat än övriga regioner. EM har blivit dyrare, men är alltså fortfarande lågt värderat i förhållande till de utvecklade marknaderna.

avskrivningar och goodwill-avskrivningar). Skattereformen är den mest omfattande sedan 1986, och komplexiteten gör utfallet svårbedömt, men i stort är reformen tillväxtfrämjande.

För Emerging Markets (EM) var fjolåret det bästa på sju år, både i absoluta termer och i förhållande till utvecklade marknader. För en amerikansk investerare steg det breda indexet med hela 37 procent i USD. Stark global ekonomisk tillväxt, försvagad dollar, stigande råvarupriser, samt hög vinsttillväxt var alla faktorer som bidrog till uppgången. Värderingsskillnaden relativt utvecklade marknader hade också blivit alltför stor. Förvaltare med uppdrag att investera globalt är nu kraftigt överviktade EM. Sett till de senaste fem årens utveckling har dock utvecklade marknader överträffat EM med 40 procent, så utvecklingen speglar också en viss normalisering av värderingsförhållandena.

Mycket har hänt med det vi kallar tillväxtmarknader under det senaste decenniet. Vi har i tidigare nummer av *Investment Outlook* belyst det alltmer dominerande inslaget av teknologi- och internetbolag, samt konsumentrelaterade bolag. Makroekonomiskt har länderna i EM generellt stärkt sina finanser och förbättrat bytesbalansunderskotten. Inflationen har dessutom sjunkit markant i flera länder. Jämför vi EM idag med 2013 då den amerikanska centralbanken deklarerade att det fanns ett slut på obligationsköpen ("taper tantrum" som det kom att kallas), är motståndskraften högre mot stigande räntor och starkare dollar. Den positiva utvecklingen för börserna i EM trots stigande amerikanska räntor det senaste halvåret stärker det påståendet.

Historiskt har en svag USD, höga råvarupriser och stark ekonomisk tillväxt gärna parat med låga räntor varit en perfekt cocktail för att investera i EM. Fortfarande gäller dessa samband, men i mindre utsträckning än tidigare. I takt med att ekonomier och aktiemarknader utvecklas ändras också korrelationerna. Vi ser att valet av sektorer och bolag blir

Sektorjusterat P/E-tal för Emerging Markets



Källa: Bloomberg/Macrobond

Applicerar vi övriga världens sektorvikter på EM blir värderingsgapet betydligt mer beskedligt, dvs en lägre rabatt på 12 månaders framåtblickande P/E-tal.

viktigare, medan vilken region man väljer minskar i betydelse. En naturlig utveckling då bolagen i EM blir alltmer konkurrenskraftiga på den internationella marknaden.

Värderingsgapet mot utvecklade marknader, developed markets (DM) har minskat på senare tid, då även EM har blivit högre värderat. EM värderas fortsatt lägre än DM, vilket är motiverat på grund av lägre kvalitet i bolagsstyrningen samt högre politisk risk. Tillväxtkomponenten är dock mer attraktiv i EM så gapet bör minska framöver. Justerar vi för sektorvikter blir värderingsgapet betydligt mer beskedligt.

Sammanfattning

Vår syn på den globala aktiemarknaden är positiv, då vinster fortsätter att revideras uppåt i takt med att konjunkturen förbättras. Avseende EM är vi ödmjuka inför det faktum att utvecklingen har varit kraftigt positiv för EM-aktier och att den makroekonomiska utvecklingen har spelat börsen rakt i händerna. Vi föredrar därför en kvalitativ ansats med noggranna bolagsval, vilket gör investeringen mer motståndskraftig vid eventuella bakslag. Skattereformen i USA är svår att bortse ifrån, då den sannolikt ger tillväxten en extra skjuts samtidigt som bolagen får extra stimulans. Den amerikanska dollarn har också försvagats trots stark underliggande ekonomi, vilket är positivt för en utländsk investerare. Värderingen är visserligen hög, men vinsttrenden är positiv. Marknaden i stort stötts också av dynamiska effekter såsom högre investeringstakt, återköp av egna aktier och ökad förvärvsaktivitet. Vi premierar inhemskt orienterade bolag som direkt påverkas positivt av skattereformen. Exporttunga länder i Europa och Japan har valutaeffekten emot sig, varför vinstrevideringarna har gått i stå. Den goda konjunkturen är dock positiv för exportbolagen. Högre räntor bidrar positivt till banksektorn. I ett läge då de framåtblickande indikatorerna är på topp är det dock läge att inta en något mer försiktig hållning till de mest cykliska delarna av marknaden i både Europa och Japan.

Nordiska aktier

Högre börskurser, men också högre volatilitet

Det går inte att klaga på styrkan i aktiemarknaden de senaste nio åren. På flera håll i världen spreds i slutet av 2017 en närmast euforisk stämning bland aktieinvesterarna. Stigande bolagsvinster och låga räntor är en närmast perfekt miljö för aktier och förutsättningarna är goda för att vi i år ska få fira ett helt decennium av praktiskt taget oavbruten börsuppgång. Frågan är hur länge kan det pågå? Vi befärar att den ökade volatiliteten i aktiemarknaden som vi har sett i februari kommer att bestå under året, men räknar sammantaget ändå med en viss börsuppgång i år.

Imponerande rapporter, växande vinster

Det är kanske svårt att se utifrån kursreaktionerna, men den pågående rapportperioden är riktigt stark och imponerande. I skrivande stund har alla bokslut för 2017 ännu inte publicerats, men det ser ut som att vinsttillväxten för de nordiska börsbolagen, räknat i euro, blir hälsosamma 8 procent för 2017 – den bästa utvecklingen sedan 2010. Dessutom signalerar både bolagen själva och alla relevanta ledande makroindikatorer att 2018 blir ett nytt rekordår. Vi räknar dessutom med att högkonjunkturen består i år och även under 2019. Vi räknar med ytterligare drygt 10 procents vinsttillväxt för de nordiska börsbolagen både 2018 och 2019. Visserligen har analytiker en tendens att lägga väl optimistiska prognoser i början av ett nytt år, men det senaste årets nedjusteringar av vinstprognoserna för 2017 blir sannolikt bara cirka 3,5 procentenheter.

Bland de största börsbolagen är de positiva rapportövertäckningarna i klar dominans, och det är i synnerhet de stora verkstadsbolagen som ligger bakom de positiva resultatmässiga övertäckningarna, men kursreaktionerna har varit beskedliga. Förklaringen är sannolikt att verkstadssektorn, efter två år med kraftiga kursuppgångar, redan värderas till historiskt höga multiplar på de rekordhöga vinster som de förväntas leverera 2018. Investerna tvekar därmed inför att trycka upp aktiekurserna ytterligare bara baserat på resultatet för det senaste kvartalet. Kursutvecklingen har även tyngts av en försvagad dollar och högre marknadsräntor.

Tittar vi istället på kursreaktionerna bland andra stora bolag finns egentligen fyra stycken som avviker påtagligt: H&M, Ericsson, Skanska och Nokia. Tre med kraftigt negativa kursreaktioner och en med positiv reaktion på rapporten.

H&M lider svårt av den pågående förflyttningen av klädhandeln från fysiska butiker till internetbutiker, för även om H&M är verksamma över internet är det främst en klassisk butikskedja. Någon vändning för de senaste årens negativa trend, med vikande försäljning per fysisk butik kan inte skönjas ännu.

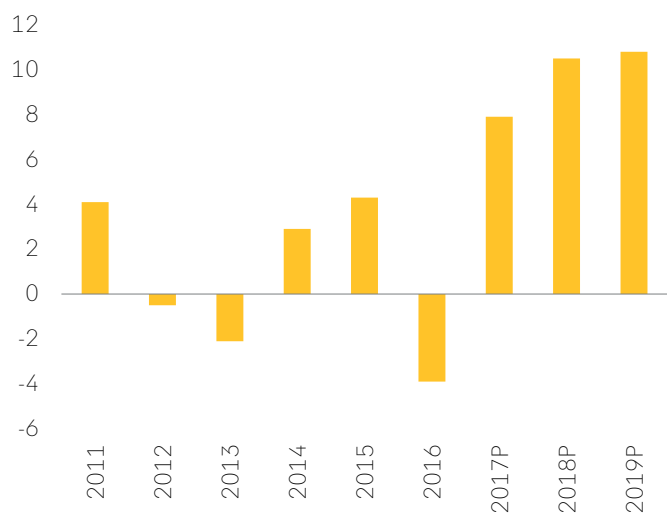
Ericssons kris består. De stora omstruktureringarkostnader och besparingar som tar tid innan de får effekt, medför krympande försäljning. Konkurrenten **Nokia** lider också av en tuff marknad för ny telekominfrastruktur, men har redan genomfört en bantning av serviceverksamheten (med fokus på lönsamma uppdrag) som bland annat Ericsson nu brottas med. Samtidigt har Nokia haft framgångar med utlicensieringen av bolagets omfattande patentportfölj till asiatiska telefонтillverkare. Intressant är även att Nokia redan vädrar ny morgonluft, även om 2018 förväntas bli ett bottenår vad gäller efterfrågan på telekominfrastruktur. Den nya generationens mobiltelefoni, kallad 5G – för femte generationen – förväntas bidra till ett signifikant uppsving i försäljningen under kommande år och bolaget räknar med en kraftigt förbättrad lönsamhet mellan 2018 och 2020.

Problemen i **Skanska** är inte primärt relaterade till en vikande bostadsmarknad, tvärtom har denna verksamhet klarat bostadsmarknadens överraskande bra. Problemen är istället relaterade till nya VD:ns missnöje med byggentreprenadverksamhetens historiska lönsamhet. Byggdivisionen har haft för låg lönsamhet och drabbas alltför frekvent av olika projektnedskrivningar. I syfte att rätta till detta genomförs nu omfattande omstruktureringar, ledningsförändringar och kostnadsbesparingar. Detta förändringsarbete kostar på kort sikt och ska förhoppningsvis få positiva effekter i framtiden, men hittills har investerna valt att fokusera på de kortsiktiga kostnaderna.

Värdering begränsar potentialen

För rutinerade läsare av denna skrift är detta inget nytt, men vi måste ändå upprepa det. Aktievärderingarna i Norden är redan höga, vilket begränsar avkastningspotentialen. Vi räknar med nya rekordvinster för bolagen på Stockholmsbörsen under 2018 och dessa värderas till 18 gånger, vilket är i nivå med amerikanska S&P 500 där en rad extremt framgångsrika teknikföretag som Alphabet/Google, Facebook och Amazon väger tungt. Värderingsnivån medför även att aktiekurserna är sårbara för besvikelser. Exempel på sådana är om vinster inte utvecklas som förväntat eller om räntorna inte förblir

Högonkonjunkturen är här och vinsterna expanderar snabbt



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar procentuell vinststillväxt för nordiska börsbolag i euro sedan 2011, samt våra prognoser för kommande år. Förra året var sannolikt det bästa året sedan 2010 och vi räknar med flera goda år framöver.

så låga som vi har vant oss vid. Om detta eller något annat för aktiemarknaden negativt inträffar, finns det ingen säkerhetsmarginal vid rådande värdering. Besvikelser kommer att ge ett tydligt negativt avtryck på aktiekurserna.

Vi ser begränsade möjligheter för ytterligare multipelexpansion att generera avkastning för aktieinvestorer på Stockholmsbörsen de närmaste åren (att man värderar varje vinstkrona högre än tidigare), vilket betyder att avkastningen måste komma från vinststillväxt och utdelningar. Det råder fortfarande brist på attraktiva avkastningsalternativ till aktier, de låga räntorna är positiva för aktiemarknaden och så kommer det att förbli under lång tid framöver.

Stigande räntor ger sämre börsstöd

På senare tid har vi dock sett en marginell förändring då marknadsräntorna har gått från rekordlåga till något mindre låga. Ur ett historiskt perspektiv är räntorna fortfarande väldigt låga, men räntan på 10-åriga statsobligationer i USA, Tyskland och Sverige har under inledningen av 2018 klättrat till de högsta nivåerna på fyra år i USA och de högsta nivåerna på två år i Tyskland och Sverige. Den amerikanska centralbanken har redan börjat banta sin balansräkning och sannolikt kommer både Europeiska Centralbanken (ECB) och Riksbanken under året att tala allt mer om hur de pågående kvantitativa penningpolitiska lättnaderna ska fasas ut samt nästa steg därefter. Vi ser inte detta som något stort problem för börsen i dagsläget, men det starka stöd för aktier som under lång tid har kommit från penningpolitiken håller nu gradvis på att avta i styrka.

Direktavkastningen på börsen som helhet är nere kring 3 procent, vilket i sig inte är tillräckligt för att ge någon särskilt imponerande totalavkastning, men i vissa sektorer som banker och teleoperatörer, återfinns många bolag som delar ut motsvarande 5-9 procent till aktieägarna. Även byggbolagen har i många fall en hög direktavkastning, men samtidigt är volatiliteten i de aktierna mycket hög på grund av oron för den svenska bostadsmarknaden.

Rekordstora vinster värderas till historiskt höga multiplar



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar framåtblickande P/E-tal för Stockholmsbörsen sedan 2011. Värderingen framstår inte som särskilt lockande, utan kräver sannolikt att bolagen fortsätter leverera god vinststillväxt samtidigt som räntorna förblir låga.

Vinstutvecklingen ett glädjeämne

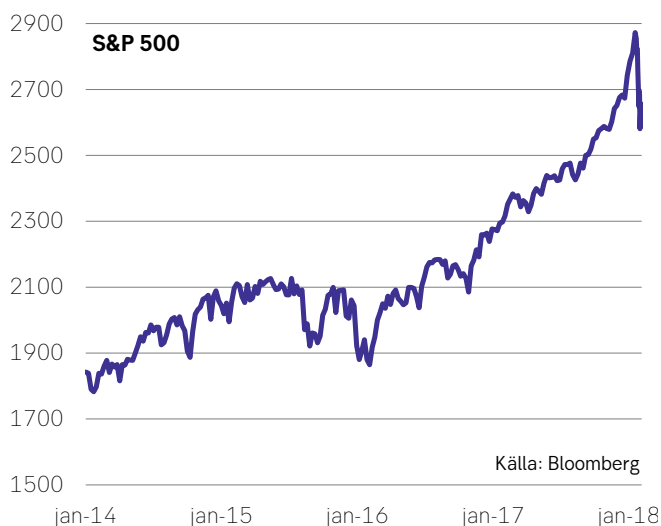
Vinstutvecklingen är det riktiga glädjeämnet för närvarande. Så länge vinsterna fortsätter att växa 8-10 procent räcker det med oförändrade värderingar och 3 procents direktavkastning för att ge 11-13 procents totalavkastning per år. Frågan är förstås hur länge vinsterna kan fortsätta växa i denna takt innan räntor och inflation gör slut på festen? Optimisten kan här påpeka att det kraftiga deflationstryck som skapas på många håll av den pågående digitaliseringen kommer att möjliggöra stark konjunktur och växande vinster under rekordlång tid innan vi får några nämnvärda problem med inflation och räntor.

Accelererande uppgång på internationella börser

Eventuellt är det just sådana antaganden, dvs fortsatt stark vinststillväxt och ultralåga räntor under lång tid framöver, som har drivit på den snabba börsuppgången i USA och flera asiatiska marknader i december och januari. Det är nämligen tydligt att efter nio år av stigande börskurser accelererade uppgången på flera av de tongivande aktiemarknaderna, inte minst börsen i New York, tydligt i slutet av 2017. Uppgången sammanföll med stora nettoinflöden i aktiefonder och en kraftigt ökad aktivitet bland småsparare; andelen av handeln på New York Stock Exchange som kommer från de största mäklarfirmorna med fokus på småsparare har på senare tid ökat till mer än en tredjedel, vilket innebär en dubblad andel på ett halvår. Nu återstår det att se om rekyl i början av februari bara var en övergående rekyl eller något mer allvarligt.

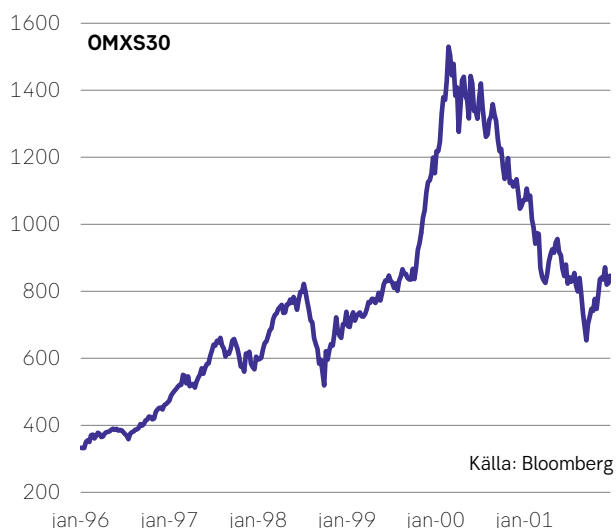
Det har under lång tid funnits många indikationer på att börsuppgången har börjat bli ålderstigen, exempelvis mängden nya börsnoteringar, strukturaffärer och uppköp, samt värderingarna i sig. Men fram tills nyligen gick det trots allt inte att se några nämnvärda tecken på en sådan eufori som många gånger historiskt har avslutat en längre period av stark börsutveckling.

Är den senaste tidens accelererande uppgång i USA ett tecken på eufori?



Diagrammet visar utvecklingen på den amerikanska aktiemarknaden enligt S&P 500-index. Efter nio år med positiv trend syns en tydlig acceleration sedan slutet av 2017. Är detta ett tecken på att haussen har gått in i en avslutande euforifas? Eller bara en funktion av en för börsen idealisk cocktail med hög tillväxt och låga räntor?

I slutet av haussen 1993-2000 syns en tydlig acceleration av uppgången i Stockholm



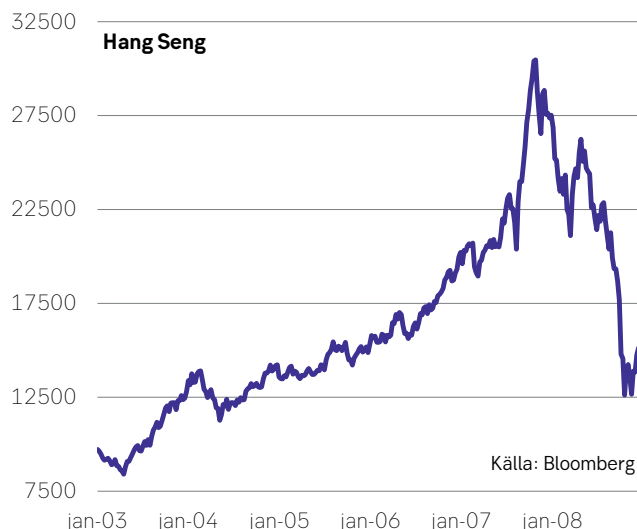
Börsuppgången 1993-2000 drevs primärt av TMT-sektorn (telekom/media/teknologi) som var tungt representerad på Stockholmsbörsen. Uppgången för OMXS30, där Ericsson vägde tungt samt även Nokia, Framfab och Icon ingick, gick under sommaren 1999 in i en (med facit i hand) tydligt euforisk avslutningsfas då index rusade 100 procent på 8 månader.

Exempelvis såg vi en mycket tydlig acceleration av börsuppgången för OMXS30 i Stockholm under sommaren och hösten 1999, då index på bara 8 månader fram till mars 2000 dubblerades. Den globala haussemarknaden i slutet av 1990-talet dominerades av IT-sektorn som på den tiden vägde mycket tungt på Stockholmsbörsen. Nästföljande haussemarknad betecknades dock främst av euforin kring BRIC-ländernas fantasieggande tillväxt med Kina i spetsen och vi kunde på motsvarande sätt se en acceleration i börsuppgången i Hongkong under 2007, under det sista halvåret rusade Hang Seng-index med 60 procent. Vad som är en euforisk avslutning på en stigande trend och vad som bara är en period av snabbare uppgång längs en stigande trend är ofta lätt att se med facit i hand, men betydligt svårare att bedöma när den faktiskt inträffar. Helhetsbilden och sambanden tenderar ofta att bli tydligare efter en tid.

Sammanfattning

Idag ser vi fortsatt försiktigt positivt på börsutsikterna för resten av året och tolkar uppgången i New York i december/januari som en rationell funktion av goda vinstutsikter parat med relativt låga räntor i perfekt harmoni för börsen, snarare än en euforifas. En verklig trendvändning i New York skulle rimligtvis även påverka den nordiska aktiemarknaden negativt framöver. Vi räknar med högre börskurser i Norden och Sverige vid kommande årsskifte och ovanpå det kommer cirka 3 procents direktavkastning, men volatiliteten kommer rimligtvis att bli högre framöver i takt med att frågorna om hållbarheten i den pågående vinstcykeln aktualiseras, samtidigt som det stöd vi fått från räntor/penningpolitik det senaste decenniet nu gradvis minskar.

I slutet av haussen 2003-2007 syns en tydlig acceleration av uppgången i Hongkong



Börsuppgången 2003-2007 drevs av BRIC-länderna med Kina i spetsen. Uppgången för Hongkongbörsen, där många stora kinesiska bolag noteras, gick under sommaren 2007 in i en (med facit i hand) tydligt euforisk avslutningsfas då index rusade 60 procent mellan april och oktober.

Ränteinvesteringar

Centralbanker ger stöd till högre räntor

Flera centralbanker ser nu ut att reagera på starka konjunktursignaler genom att påskynda den penningpolitiska normaliseringen. Vi ser flera drivkrafter för högre marknadsräntor framöver, givet stark global konjunktur och fortsatta räntehöjningar från centralbanker. Takten i uppgången bromsas dock av dämpade inflationsutsikter.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Nedgången på bostadsmarknaden ändrar inte bilden av att **Riksbanken** levererar sin första reporäntehöjning i september 2018. Den följs av ytterligare tre höjningar för att slutligen landa på en reporänta om 0,5 procent i slutet av 2019. Inflationsöverskningar kan visserligen leda till viss tveksamhet, men någon längre senareläggning av starten för normaliseringen är ändå osannolik mot bakgrund av att omvärlden allt tydligare rör sig i samma riktning (mot högre räntor och mindre likviditetsstöd). Riksbanken fortsätter att köpa en stor mängd obligationer, samtidigt som stora skatteinkomster gör att Riksgälden minskar sitt lånebehov. Detta gör att svenska räntor förväntas stiga långsamt på kortare sikt. På längre sikt är vår prognos att 10-årsräntan stiger från 0,90 procent idag, till 1,50 i slutet av 2018 och till 2,10 procent i slutet av 2019.

Det starka uppsvinget i Europa ser ut att ha stärkt hökarna (de som förespråkar åtstramningar och räntehöjningar) i **Europeiska Centralbanken** (ECB). Det ger ett ökat stöd för vår prognos om ett slut på obligationsköpen i september i år. I mars 2019 tror vi att ECB justerar upp sin inlåningsränta till -0,25 procent medan refinansräntan (styrräntan) höjs först i mitten av året. Vår sammantagna bedömning är att ECB:s styrränta ligger på 0,50 procent vid utgången av 2019. Tyska 10-åriga räntor väntas stiga till 1,0 procent i slutet av 2018 och 1,5 procent i slutet av 2019, efter att ECB påbörjar sina gradvisa räntehöjningar.

Amerikanska **Federal Reserve** (Fed) höjde som väntat räntan i december 2017. Högre BNP-tillväxt, stigande inflation och starkare inflationsförväntningar skapar förutsättningar för Fed att fortsätta den penningpolitiska normaliseringen. Vi tror att Fed ökar takten och höjer räntan fyra gånger i år (mars, juni, september och december) följt av ytterligare en höjning till 2,75 procent i slutet av 2019. Minskningen av balansräkningen inleddes i oktober och löper på enligt plan. Tillsammans med en fortsatt gradvis minskning av Feds balansräkning och ett ökat upplåningsbehov när amerikanska budgetunderskott växer, talar detta för något högre amerikanska obligationsräntor. Den 10-åriga amerikanska räntan tror vi stiger till 3,1 procent i slutet av 2018, för att sedan

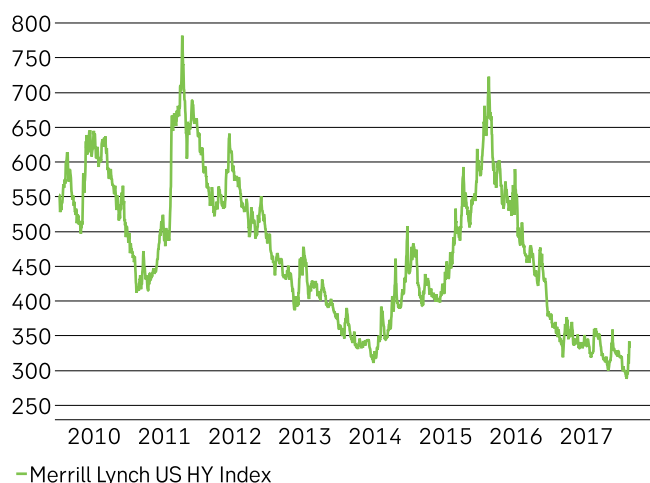
ligga något högre på 3,3 procent i slutet av 2019. Riskerna med obligationsräntorna ligger generellt i att de kan stiga mer än väntat.

Tillväxtmarknadsobligationer – EM Debt

Den globala ekonomiska tillväxten är stark och flera av tillväxtmarknaderna visar extra styrka. Positiva effekter av denna tillväxt och en relativt låg inflation gör att motståndskraften mot en successiv åtstramning av amerikansk ekonomi bör vara stor. Tillsammans med fortsatt hög riskvilja bland investerare och låga absoluta räntenivåer i andra delar av räntemarknaden har detta medfört stora kapitalinflöden till tillväxtmarknadsobligationer.

De absoluta räntenivåerna på flertalet tillväxtmarknader – exempelvis i Ryssland, Brasilien och Mexiko – är på betydligt högre nivåer jämfört med utvecklade marknader. Det gäller för såväl stats- som företagsobligationer, något som möjliggör en god löpande avkastning. Bra styrka i den underliggande ekonomin ger också i många fall starkare valutor, något vi såg flera exempel på under fjolåret. I valet mellan att köpa dessa värdepapper i en stor världsvaluta såsom USD eller i den lokala valutan ser vi i nuläget en fördel för placeringar i den lokala valutan, detta då det bör finnas potential för fortsatt förstärkning av tillväxtmarknadsvalutorna. En placering i ett räntebärande instrument i lokal valuta på en tillväxtmarknad ger upphov till två förhållandevis påtaliga risk- och avkastningskällor; ränteförändringar och valutakursförändringar. En faktor som ofta påverkar tillväxtmarknaderna är den amerikanska obligationsräntan. En anledning till detta är att många av länderna har lån upptagna i USD, vilket innebär högre eller lägre lånekostnader beroende på ränteutvecklingen i USA. Men givet förbättrade bytesbalanser bland många tillväxtländer under senare tid förväntar vi oss att den negativa effekten från stigande räntor i USA begränsas. De länder som vi bedömer påverkas mest negativt av amerikanska räntehöjningar är Egypten, Argentina, Turkiet och till viss del Sydafrika. Bland övriga riskkällor återfinns politisk risk och protektionism tillsammans med en allmänt lägre riskvilja bland investerare.

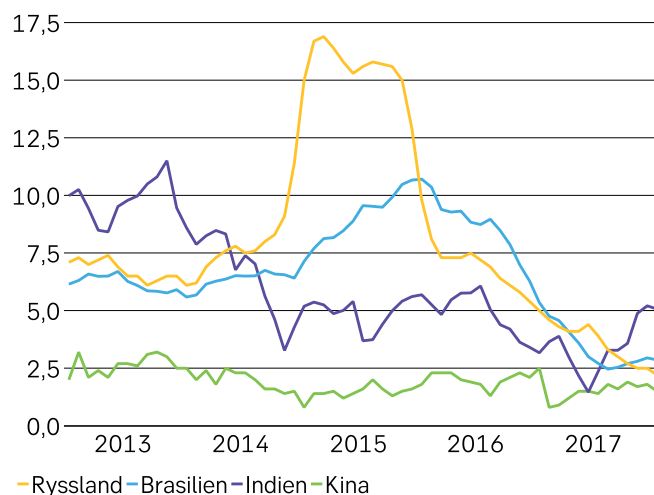
Minskad avkastning för High Yield-obligationer



Källa: Bloomberg/Macrobond

Sannolikheten för recession är låg och tillväxtutsikterna är stabila. Det är våra primära argument för att HY-företagsobligationer fortfarande har potential, även om avkastningen inom High Yield-obligationer är väsentligt lägre än de senaste tre åren.

Relativt lågt inflationstryck



Källa: Bloomberg/Macrobond

Låg inflation i tillväxtmarknader minskar sannolikheten för att de också behöver höja räntorna i takt med den amerikanska centralbanken.

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

Det låga ränteläget och de snäva ränteskillnaderna mot statsobligationsräntor begränsar avkastningspotentialen för både Investment Grade (IG)-företagsobligationer med högre kreditbetyg, och High Yield (HY) med sämre kreditkvalitet. Givet att vi ser styrka i den underliggande ekonomin följt av högre räntor, ser vi en större potential för företagsobligationer inom HY än IG, eftersom HY-obligationer inte är lika känsliga för stigande obligationsräntor som IG-obligationer. Ett stabilt oljepris, samt det faktum att antalet kredithändelser (att bolag fått betalningsproblem) har fallit markant är ytterligare faktorer som ger stöd till High Yield-marknaden. I ett historiskt perspektiv begränsas dock avkastningspotentialen även för High Yield-obligationer, givet låga absoluta räntenivåer och snäva ränteskillnader.

Alternativa investeringar

Nya förutsättningar när volatiliteten vaknar till liv

2018 har i inledningen bjudit på en del tvära kast och i en värld av volatila trender som både bryts och förstärks öppnas möjligheter för hedgefonder att bidra till en bättre riskjusterad avkastning i portföljen. De som förutspådde att det nya året skulle inledas med försiktighet och vinsthemtagningar efter ett starkt 2017 fick revidera sin analys. Marknaderna i USA fortsatte sin starka trend uppåt. För Europas del tycktes nyårsklockorna signalera ett budskap om en ljusare framtid, varpå den svaga trenden från avslutningen 2017 i regionen var som bortblåst. I skrivande stund är bilden dock något förändrad. Volatiliteten har åter vaknat till liv, vilket aktiemarknaderna bittert har fått erfara. Detta samtidigt som långa statsobligationsräntor stiger i snabbare takt.

Hedgefonder

Flertalet hedgefondstrategier har inlett året starkt. Oavsett vilket eller vilka tillgångsslag som använts i förvaltningen har förutsättningarna varit någorlunda goda under årets första månad. Med ekonomisk data i ryggen, såväl bekräftad som prognostiserad, är riskerna för recession mycket begränsade. Samtidigt erbjuder trenderna kraftfulla rörelser oavsett om vi pratar aktier, valutor eller räntor. Reaktionerna på bolagsrapporterna för sista kvartalet 2017 visar att marknaden gör tydlig åtskillnad, där bra rapporter i de flesta fall har belönats med kursuppgångar och bolag som redovisat svaga rapporter har straffats. Lägg till detta fortsatt tydlighet i centralbankernas ambitioner och förutsättningarna för att hedgefonder ska kunna fortsätta bidra med god riskjusterad avkastning i investerares portföljer under en tid framöver är gynnsamma.

Equity Long/Short

Starkt bidragande faktorer till aktiemarknadens goda utveckling under 2017 var global tillväxt, bolagsvinster och likviditet. Mycket talar för att dessa faktorer fortsätter att ge stöd till aktiemarknaden även under detta år. Att volatiliteten tilltagit den senaste tiden behöver inte vara av ondo. Så länge kursrörelserna har fundamental koppling och hedgefondförvaltarna har möjlighet att riskjustera sin exponering kan dessa ökade svängningar lika gärna vara avkastningsmöjligheter. För den som önskar begränsa risken något kan hedgefonder utan nettoexponering mot marknaden, så kallade "market neutral"-fonder vara att föredra.

Credit

Ränteskillnaden mellan statsobligationer och företagsobligationer (kreditspread) krympte succesivt under större delen av 2017 och bortsett från viss ökning under årets sista månader, är den nu på historiskt låga nivåer. Tillsammans med låga absoluta räntenivåer och begränsad volatilitet (även

om den tilltagit på sistone) är förutsättningarna för att skapa avkastning i denna strategi något begränsade i nuläget. En faktor som dock gör sig allt mer gällande är tydligare skillnader i prissättningen mellan olika obligationers kreditkvalitet, vilket kan bidra till ökade avkastningsmöjligheter för duktiga kreditförvaltare.

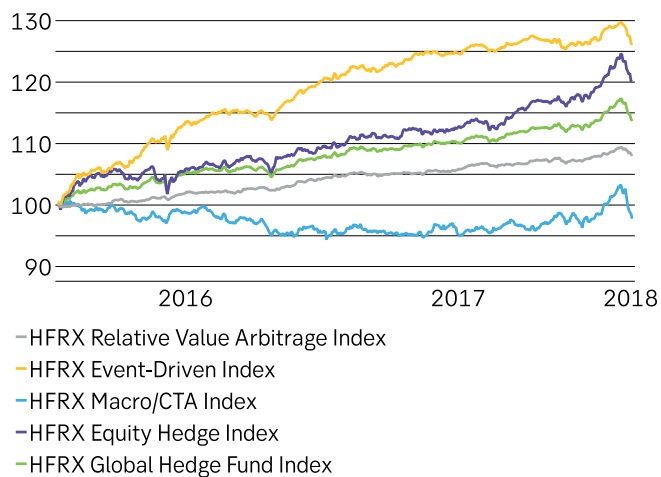
Event Driven

Strategin har haft en period med stabil avkastning och förutsättningarna för att denna ska bestå är goda. Delstrategin "Special Situations" bör gynnas av en stark underliggande marknad tillsammans med tydligare skillnader i avkastning mellan såväl sektorer som enskilda aktier. För delstrategin "Mergers & Acquisitions" finns det tecken som tyder på att aktiviteten avseende företagsaffärer framöver kommer att öka. Den nyligen genomförda skattereformen bedöms också i viss mån bidra positivt för den amerikanska marknaden. Lika så förväntas trenden med avknoppningar i syfte att fokusera på kärnverksamheter hålla i sig ytterligare en tid, vilket borde bidra till en fortsatt stabil affärsfrekvens.

CTA/Makro

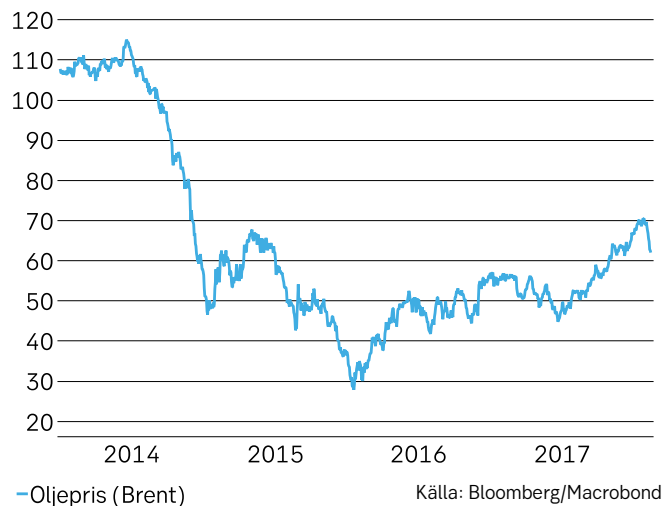
Stabila trender för såväl aktier som räntor och valutor under årets inledande månad har bidragit till en stark utveckling för trendföljande CTA-strategier. Även om volatiliteten skulle öka ytterligare och trendbrotten inom vissa tillgångsslag skulle bli tvära, kan strategin över tid bidra med goda portföljgenskaper, givet dess låga korrelation med andra tillgångsslag. Baserat på centralbankernas olika agendor bör förvaltare av makrostrategier erbjudas investeringsmöjligheter under året. Med ett USA som höjer styrräntan och bantar balansräkningen, samtidigt som Europa och Japan fortsätter stimulera, finns förutsättningar för såväl avvikelser som tydligare trender, något som duktiga makroförvaltare bör kunna dra nytta av.

Utveckling för breda hedgefondindex de senaste två åren



Event Driven var den hedgefondstrategi som utvecklades starkast under 2016 och utvecklades väl också under 2017. Under 2017 var det aktie-hedgestrategier som utvecklades starkast.

Oljeprisutvecklingen sedan 2014



Oljepriset rörde sig rejält under fjolåret. Under första halvåret föll priset med cirka 20 procent till runt 45 dollar per fat (Brent), för att mot slutet av året ha stigit till 68 dollar per fat, vilket i sin tur är 20 procent högre än vid slutet av 2016. Den enskilt viktigaste förklaringen till oljeprisutvecklingen sedan mitten av 2017 är de produktionsbegränsningar som OPEC & Co har infört.

Råvaror

OPEC & Co avgör oljeprisets utveckling

Oljepriset rörde sig rejält under fjolåret. Under första halvåret föll priset med cirka 20 procent till runt 45 dollar per fat (Brent), för att mot slutet av året ha stigit till 68 dollar per fat, vilket i sin tur är 20 procent högre än vid slutet av 2016. Det var emellertid främst priset på olja för omgående leverans (avistapris) som steg, medan priset för olja med senare leveransdatum (terminspris) bara steg cirka 5 dollar under perioden.

Både ökade geopolitiska risker och en svagare amerikansk dollar har påverkat, men den enskilt viktigaste förklaringen till oljeprisutvecklingen sedan mitten av 2017 är de produktionsbegränsningar som OPEC & Co (OPEC, Ryssland, Mexiko, Kazakstan, Oman, Azerbajjan, Brunei, Malaysia, Sudan, Sydsudan och Bahrain) har infört och som fortfarande gäller. Begränsningarna motsvarar cirka 2 procent av det globala oljeutbudet. En ökad global tillväxt och högre efterfrågan på olja i kombination med ofrivillig minskad produktion i Mexiko, Venezuela och Kina har också bidragit, men faktum kvarstår; OPEC & Co producerade i genomsnitt drygt 1,8 miljoner fat olja mindre per dag under 2017.

Utan de frivilliga utbudsbegränsningarna hade det alltså funnits ett överutbud i oljemarknaden och sannolikt betydligt lägre priser. Vi räknar med att aktuell strategi från OPEC & Co, där högre pris prioriteras framför volym kommer att gälla åtminstone under innevarande och nästa år, till dess att marknaden når ett naturligt utbudsunderskott.

Den geopolitiska situationen i Venezuela gör att risken för relativt kraftiga utbudsminskningar från landet har ökat. Industriaktiviteten står i princip stilla, inflationen ligger på hela

1 100 procent och arbetslösheten är den näst högsta i världen. Statsskulden ligger på 196 miljarder dollar samtidigt som centralbankens reserver motsvarar 10 miljarder dollar. Bland skulderna finns cirka 60 miljarder dollar till oljeserviceföretag, vilket har medfört att dessa har dragit ner på sin verksamhet och i många fall har valt att lämna landet. Landets oljeproduktion var cirka 13 procent lägre i december 2017 jämfört med i slutet av 2016. Oljeserviceföretag lämnar landet, vilket får negativa effekter på både möjligheterna för investeringar och att underhålla befintlig verksamhet. Vi räknar med att dagsproduktionen minskar med ytterligare cirka 250 000 fat närmaste året, vilket är hanterbart, även om det finns risk för snabbare produktionsminskning.

Vi väntar oss att den amerikanska oljeindustrin fortsätter att utvecklas väl närmaste åren. Jämviktskostnaden för produktionen av skifferolja i landet har fortsatt att falla och bedöms nu ligga på runt 40 dollar per fat. Produktionen väntas öka med 16 procent i år och ytterligare 11 procent under 2019. Detta är dock inte tillräckligt för ett större oljeprisfall så länge OPEC håller emot.

Vår bedömning är att global efterfrågan på olja kommer att öka med 1,8 procent under 2018 till närmare 100 miljoner fat per dag; i nivå med efterfrågetillväxten de senaste fem åren.

Vår prognos för den amerikanska dollarn fortsätter försvagas och att denna faktor kommer att bidra till att lyfta oljepriset med cirka 4 USD. Sammantaget räknar vi med att oljepriset (Brent) kommer att handlas runt 65 USD per fat under både 2018 och 2019.

Valutor

Åtstramning ger stärkta valutor

Stärkt ekonomisk och politisk framtidstro i eurozonen driver EUR/USD över 1,30 trots att den amerikanska centralbanken Federal Reserve höjer räntan i flera steg, till 2,75 i slutet av 2019.

Det saknas just nu tydliga mönster och drivkrafter på valutamarknaden. Bortsett från betydande rörelser upp och ner för den amerikanska dollarn är rörelserna generellt relativt små. Kombinationen av låg volatilitet och hög riskapitet borde vara fördelaktig för de investerare som söker avkastning via så kallade "carry-strategier" (att sälja en valuta i ett lågränteland för att köpa en valuta i ett land där räntan är högre), vilket dock inte var fallet under fjolåret.

Starkare EUR/SEK/NOK/tillväxtmarknadsvalutor

Vår bedömning är att länder vars centralbanker närmar sig monetär åtstramning fortsätter att belönas med stärkta valutor. Till dessa valutor hör bland andra euron, kronan och norska kronen. Under de senaste månaderna har många Emerging Markets-valutor stärkts. Faktorer som den starka globala konjunkturen, samt stigande råvarupriser fortsätter, enligt vår bedömning, att förstärka dessa valutor ytterligare.

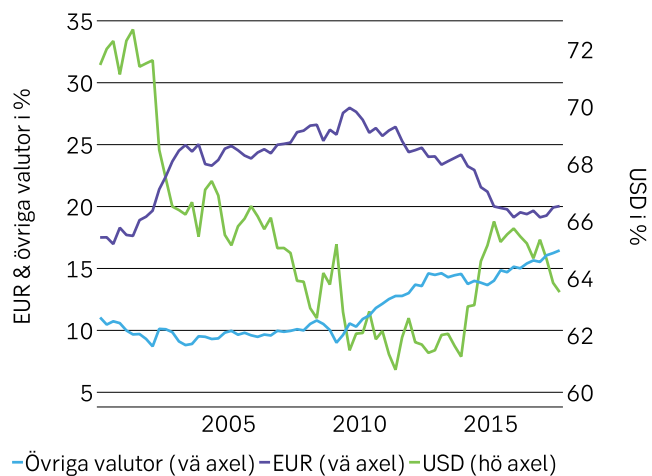
Normalt sett har räntedifferenser stor inverkan på växelkurser, men den senaste tidens dollarförsvagning bryter det mönstret. Trots att marknadens aktörer gradvis har prisat in ökande ränteskillnader mellan USA och eurozonen, har dollarn försvagats och fört EUR/USD till orimliga nivåer.

Dollarn faller när reservförvaltare föredrar euron

Stärkt ekonomisk och politisk framtidstro i eurozonen har bidragit till en starkare valuta och vi ser en tydlig trend att förvaltare av globala reserver skiftar från dollar- till eurodenominerade tillgångar. Denna trend kan mycket väl fortsätta när EU-integrationen stärks i spåren av Brexit (Storbritannien jobbade mot stärkt integration) och Macrons valseger (Frankrikes samarbete med exempelvis Tyskland förenklas och risken för "Frexit", att Frankrike skulle lämna EU, som Macrons politiska motståndare Le Pen la fram som potentiellt scenario, minskade påtagligt).

Mot detta står att de amerikanska skattesänkningarna skulle bli större än vad marknadens aktörer förutspår, något som skulle kunna tala för en starkare USD. Samtidigt bidrar sänkta skatter till att förvärma amerikanska budgetunderskott och obalanser i utrikeshandeln. USA är redan skuldsatt till motsvarande nära 50 procent av BNP, vilket inte förbättrar dollarns långsiktigt svaga fundamenta. Även om det på kort sikt troligen kommer en rekyl nedåt i EUR/USD är vår prognos att EUR/USD kommer att fortsätta uppåt och nå 1,28 i slutet av 2018, och sedan fortsätta upp till 1,32 i slutet av 2019.

IMF: Globala Valutareserver



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar att dollarns andel av valutareserver fallit, samtidigt som eurons andel har ökat.

Sidledes handel för pund och yen

Det brittiska pundets utveckling kommer på längre sikt avgöras av utfallen av Brexit-förhandlingarna. Bank of England har svårt att acceptera ett fortsatt kraftigt pundfall, men innan marknaden har mer information om framtida relation EU-UK räknar vi med sidledes handel nära 0,90 för EUR/GBP. Under hösten 2018 börjar pundet stärkas i takt med att förhandlingarna börjar visa positiva resultat och EUR/GBP rör sig sedan gradvis ned till 0,82 mot slutet av 2019. Det innebär att GBP/SEK fortsätter handlas i spannet 10,60-11,40 under kommande år.

Bank of Japan kommer inte att acceptera någon större förstärkning av yenen från dagens nivåer och därför tror vi att USD/JPY kommer att ligga kvar runt 108-113 det närmaste året. När centralbanken på lite längre sikt närmar sig en viss normalisering kan den undervärderade yenen stärkas en del och USD/JPY väntas ner mot 100-105 i slutet av 2019.

Försiktig kronförstärkning 2018

EUR/SEK har det senaste halvåret legat på långsiktigt ohållbara nivåer nära 10,00, men kronan har nu långsamt börjat förstärkas. Flödespotentialen för en starkare krona ligger främst i att svenska exportföretag kommer att utöka sina valutasäkringar och dessutom växla in sina omfattande reserver i utländska valutor. Utländska institutioner kommer sannolikt att positionera sig för en starkare SEK, men eftersom Riksbankens omsvängning mot en mindre stimulerande penningpolitik dröjer blir det även fortsättningsvis kostsamt att hålla kronor. Detta bidrar till att nedgången i EUR/SEK sker mycket gradvis till 9,50 i slutet av året. Att den Europeiska Centralbanken (ECB) minskar sina stimulanser och höjer styrräntan underlättar Riksbankens uppgift. Samtidigt innebär kronans starka koppling till euron att eurostyrkan gentemot andra världsvalutor automatiskt leder till en handelsvägd kronförstärkning som hämmar Riksbankens utrymme. Det begränsar i sin tur utrymmet för EUR/SEK-rörelsen nedåt och vi tror inte att den når längre än till 9,30 vid slutet av 2019 när Riksbanken höjer reporäntan till 0,5 procent. Detta innebär att USD/SEK hamnar på en nivå ner mot 7,00 i slutet av 2019.

Starkare NOK

Enligt vår prognos är utsikterna allra bäst för den norska kronan. I spåren av ett högre oljepris, ökade oljeinvesteringar och minskad rädsla för en djupare nedgång på bostadsmarknaden väntas NOK förstärkas mot euron. Det är troligt att den klart undervärderade kronen kommer att attrahera köpare när räntehöjningar närmar sig andra halvåret 2018. Vår prognos är att EUR/NOK rör sig ned till 9,20 vid slutet av 2018 och sedan vidare till 9,00 vid slutet av 2019. Rebalanseringen från USD till EUR väntas fortsätta kommande år.

Valutaprognoser

Valutapar	Valutakurs	Förändring							
		Nu	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
EUR/USD	1,24	1,22	1,25	1,27	1,28	-1,6 %	0,8 %	2,4 %	3,2 %
EUR/SEK	9,86	9,80	9,70	9,60	9,50	-0,7 %	-1,7 %	-2,7 %	-3,7 %
EUR/NOK	9,69	9,50	9,40	9,25	9,20	-2,0 %	-3,0 %	-4,6 %	-5,1 %
EUR/CHF	1,16	1,18	1,19	1,20	1,21	1,8 %	2,7 %	3,6 %	4,4 %
USD/JPY	109	111	111	107	103	1,8 %	1,8 %	-1,9 %	-5,6 %
EUR/GBP	0,89	0,89	0,88	0,87	0,85	0,4 %	-0,7 %	-1,9 %	-4,1 %
USD/CNY	6,28	6,40	6,30	6,20	6,10	2,0 %	0,4 %	-1,2 %	-2,8 %

Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per den 6 februari 2018.
Be gärna om en kopia på aktuella valuta prognoser.

Tema – Hållbarhet

Hållbarhetsutvecklingen allt mer i fokus

Det var inte särskilt många år sedan börsbolag pliktskyldigast visade upp sitt miljö- och hållbarhetsarbete i olika sammanhang. Attityden och medvetenheten hos såväl företag som konsumenter har dock påtagligt förändrats och ESG-frågorna, där E står för environment (miljö), S står för social (samhälle) och G står för governance (bolagsstyrning) har kommit alltmer i fokus. Under 2015 nåddes en milstolpe inom området i samband med att 193 länder antog FN:s 17 globala mål för en hållbar utveckling. Detta innebar i praktiken att regeringar, samhälle och näringsliv i dessa länder har förbundit sig att med gemensamma krafter samverka för att bekämpa fattigdom, ojämlikheter och klimatförändringar.

Miljöfrågorna har flyttat in i finrummet

För bara några år sedan hade börsbolagen visserligen alltid med en sida i sina företagspresentationer för investerare som hade fokus på ESG-frågor, men den skummades ofta förbi relativt snabbt utan större inlevelse, medan många åhörare gäspade eller tittade på klockan. Sedan dess har attityden förändrats påtagligt hos både företagsledningarna och investerarna. Givetvis har det varit en gradvis förändring, men sett i ett längre tidsperspektiv är förändringen markant. Idag visar många företagsledare upp miljörelaterade utmärkelser med en påtaglig stolthet, och allt fler lyfter fram de affärsmöjligheter som ett ökat fokus på ESG-frågor ger. Något förenklat tycks miljörelaterade hållbarhetsfrågor gradvis ha förvandlats från ett riskmoment till en affärsmöjlighet.

Vid SEB:s stora investerarseminarium i Köpenhamn i januari i år, där cirka 150 nordiska börsbolag presenterades av VD eller annan ledningsrepresentant för gräddan av institutionella investerare i Norden och ett inte obetydligt antal internationella institutioner, var det många som lyfte fram de affärsmöjligheter de såg inom områden som exempelvis elbilar och förnyelsebara förpackningsråvaror. Men även behovet av och möjligheterna med ökad återvinning uppmärksammades, liksom åtgärdsplaner för att reducera utsläpp, inte minst av koldioxid.

Elbilar – en honungsburk som alla trängs omkring

Elbilar, inklusive plugginhybrider, är på frammarsch världen över och inte minst Kinas initiativ för att på sikt fasa ut förbränningsmotorer (inget exakt årtal är ännu angivet såsom i exempelvis Storbritannien, Frankrike, Norge, Nederländerna och Indien) är en viktig drivkraft som förväntas säkerställa en fortsatt stark tillväxt i den globala elbilsmarknaden under lång tid framöver. Företagen i Norden ser och kommunicerar denna utveckling som en stor möjlighet.

Personbilstillverkaren Volvo Cars, ägt av kinesiska Geely, kommer att ha elmotorer på alla nya bilmodeller från 2019. I samband med annonseringen av detta i juli 2017 påpekade VD Håkan Samuelsson att beslutet handlar om att alltför kunder efterfrågar elbilar.

Konsultföretag som ÅF önskar också vara med på tåget och arbetar idag med flera kinesiska biltillverkare för att ta fram nya modeller av elbilar. Gruv- och smältverksbolaget Boliden påpekar att deras koppargruvor kommer att dra stor nytta av en ökande kopparkonsumtion som blir följd av elbilarnas framsteg. Dels på grund av det betydligt större kopparinnehållet i elbilar än i bilar med traditionella förbränningsmotorer, men även infrastrukturen för eldistribution måste byggas ut påtagligt om elbilar blir den framgång som branschen räknar med, vilket kräver stora mängder koppar. Boliden utvärderar även möjligheterna att utvinna kobolt ur befintlig malm, vilket sannolikt skulle bli ett eftertraktat alternativ för alla de bolag som producerar batterikrävande produkter och som inte önskar bli förknippade med koboltindustrin i Kongo.

Utsläpp av avgörande betydelse för lönsamheten i metallindustrin

Metallindustrin är sannolikt inte den första som investerare tänker på vid sökandet efter bolag som arbetar för en bättre miljö, men även om metallindustrin klassas som en utsläpp-sintensiv sektor, finns det affärsmöjligheter i att vara "bäst i klassen".

Exempelvis Boliden har investerat betydande belopp i sina smältverk för att kunna separera miljöfarliga utsläpp, något som gör det möjligt att använda billigare metallkoncentrat av relativt låg och smutsig kvalitet, eftersom de kan rena dessa utsläpp. Tyvärr är problemen inte lösta bara för att bolaget lyckas separera ut exempelvis kvicksilver när man smälter zink. Den typen av tungmetaller måste också slutförvaras på

ett säkert sätt så att de inte kommer ut i naturen. För detta har Boliden byggt ett berggrum, djupt ner i berggrunden där avfallet kan förvaras likt förbrukat kärnbränsle. Ett zinksmältverk kanske aldrig kommer att stå högst upp på listan över bolag som bidrar till ett hållbart samhälle, men det är onekligen en stor vinst för miljön om kvicksilver och andra tungmetaller kan låsas in i berggrum istället för att spridas i hav och luft. Bra för miljön och enligt VD:n en bra affär för Boliden.

Aluminiumtillverkaren Norsk Hydro är stolt över sin nya fabrik i Karmøy i Norge. Den uppges vara världens mest effektiva ur energi- och utsläppssynvinkel, ett viktigt steg i bolagets arbete mot en koldioxidneutral verksamhet 2020. Intressant är också, även om detta inte är något som bolaget själv kan påverka, att miljörelaterade frågor som Kinas miljöpolitik är bland de överlägset viktigaste för bolagets lönsamhetsutveckling. Kina har under lång tid talat om att begränsa produktionen inom energiintensiva industrier som aluminium; förra vintern verkställdes omfattande tillfälliga nedstängningar av aluminiumfabriker. Kinas politiker har i stor utsträckning branschens öde i sina händer, där det bästa för Norsk Hydro skulle vara permanenta och omfattande nedläggningar av överkapacitet (helst de smutsigaste verken).

Ökad uppmärksamhet för plastnedsmutsning

Enligt en undersökning från EU-kommissionen är 87 procent av EU-medborgarna oroad över vilken inverkan plastskräp har på miljön och 74 procent oroas även över potentiella effekter på den egna hälsan. Som en följd av denna oro har 24 procent helt undvikit att köpa varor de upplever vara överdrivet eller felaktigt paketerade, medan 72 procent försöker att minska sitt användande av plastpåsar.

Bakgrunden är inte svår att förstå, nedsmutsningen med plast är mycket synlig och hela 84 procent av allt skräp på stränder i Europa är gjort av plast. De sorgliga och skrämmande effekterna av våra omfattande utsläpp av mikroplaster har också fått allt större uppmärksamhet i media. Exempelvis menar forskare att den ungefärliga åldern på en sjöfågel kan avgöras av mängden plast de samlat i magen. Fiskarna äter mikroplaster i tron att detta är plankton, maneter eller annat ätbart och fåglarna äter sedan fisken, men plasten förbränns förstås inte och tar enormt lång tid att bryta ner biologiskt, varför den blir kvar i magen på fåglar, valar, sköldpaddor med flera livet ut. Redan som ungar matas fåglarna av sina föräldrar med plasthaltig mat och det finns exempel på fågelungar vars kroppsvikt till 10 procent består av plastskräp i magen. I ett uppmärksammat fall i Norge i början av 2017 hade en 6 meter lång strandad näbbval blivit sjuk av att den hade 30 plastpåsar i magen, inklusive en påse som var 2 meter lång.

Idag uppgår vikten av allt plastskräp i haven till motsvarande 1/5-del av vikten på all fisk och redan år 2025 kommer det att motsvara 1/3-del, för att om cirka 30 år nå paritet med fiskbeståndet, allt enligt en rapport från World Economic Forum. Cirka 8 miljoner ton plastskräp tillkommer varje år. Samtidigt är återvinningen av plast idag anmärkningsvärt låg, endast 10 procent av världens årsproduktion om 78 miljoner ton plastförpackningar återvinns. Även i Europa är andelen plastskräp som samlas in för återvinning endast 30 procent och en stor del av detta har fram tills i år exporterats till Kina

för omsmältning. Som en jämförelse återvinns mer än 70 procent av allt papper, medan 75 procent av all aluminium som producerats de senaste 100 åren bedöms vara i bruk fortfarande, i många fall efter upprepad återvinning/omsmältning. I denna jämförelse framstår Europakommissionens mål om 55 procent återvinning av all plast 2030 som föga visionärt.

Konsumenterna revolterar mot plastskräpet

Nu revolterar konsumenterna mot nedsmutsningen med plast och detta skapar stora affärsmöjligheter för många företag i Norden. McDonalds meddelade nyligen att de helt upphör att använda plastmuggar, på alla marknader, från och med 2019. För finska Huhtamäki, som levererar många av snabbmatkedjans muggar och andra förpackningar i hela världen (utanför USA), kommer beskedet knappast som en nyhet. Huhtamäki levererar förpackningar i både plast och papp/papper till sina kunder och de ser en tydlig trend till förmån för papper på bekostnad av plast i hela västvärlden (tyvärr uppges kundintresset för dessa frågor ännu begränsat i länder som exempelvis Indien). Tillverkare av förnyelsebara förpackningsmaterial som BillerudKorsnäs, Stora Enso och Metsä Board gynnas naturligtvis av denna trend; vätskekartong istället för plastflaskor, papperspåsar istället för plastpåsar, tråg av pappersfibrer istället för skumplast och så vidare. Underleverantörer till pappers- och massaindustrin, som Valmet, uppger sig inte ännu ha sett några större effekter från denna trend på den egna orderingången, men följer utvecklingen med stort intresse. Givetvis kommer det att behövas många nya kartong- och säckpappersmaskiner om en någorlunda stor del av alla plastförpackningar ska ersättas med förnyelsebara alternativ.

Finansbranschen investerar alltmer hållbart

Inom investerarkollektivet har arbetet med hållbarhet funnits med på agendan sedan en längre tid tillbaka, men liksom i samhället i stort har fokus ökat de senaste åren. Både när det gäller eget agerande och de produkter man erbjuder sina kunder.

FN (Förenta Nationerna) lanserade 2006 sina sex principer för ansvarsfulla investeringar, PRI (Principles for Responsible Investments). PRI är ett globalt initiativ som i korthet går ut på att anslutna investerare ska vara aktiva ägare i de investeringar man gör och därmed se till att arbetet med hållbarhet genomsyrar ägarstyrningen och ställa krav på bolagsledning. Anslutna investerare ska även aktivt verka för att PRI:s principer sprids inom investeringsbranschen, samt rapportera om sina åtgärder och sitt engagemang för hållbarhetsfrågor.

Hur SEB agerar

Vår hållbarhetsambition bygger på övertygelsen om att företag som strukturerat arbetar med hållbarhetsfrågor långsiktigt kommer att bli mer framgångsrika. SEB undertecknade och anslöt sig till PRI 2008 och principerna har sedan dess blivit en global standard för hållbara investeringar på de finansiella marknaderna. Fondbolaget inom SEB arbetar aktivt för att följa PRI:s intentioner och ansvarstagandet är centralt i den dagliga verksamheten. Ett bevis på detta är att vi under senare år har valt att ställa högre krav på de bolag som fonderna investerar i än vad PRI kräver.

Nivå 3 – Kriterier för Hållbara SEB-fonder, att inte investera i

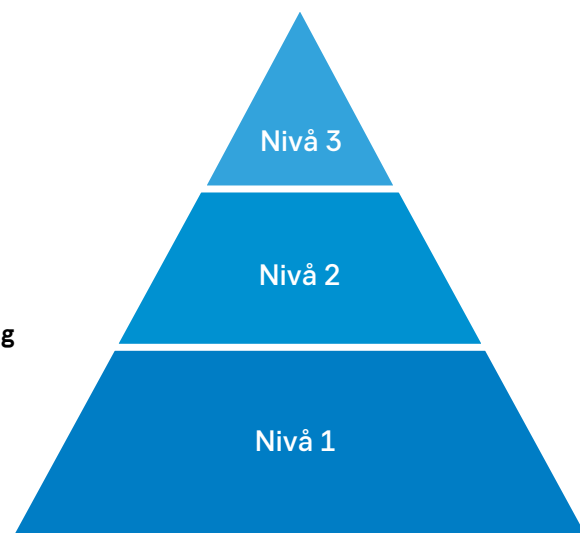
- bolag som utvinner kol, gas och olja

Nivå 2 – Kriterier för etiska SEB-fonder, att inte investera i

- företag och företagsgrupper där mer än 5 procent av omsättningen kommer från branscherna alkohol, tobak, spel, pornografi och vapen

Nivå 1 – Baskriterier för samtliga SEB-fonder, att inte investera i bolag

- som tillverkar eller säljer kontroversiella vapen
- som utvecklar eller producerar kärnvapen
- där utvinning av förbränningskol utgör mer än 20 procent av omsättningen
- som begått verifierade brott mot internationella normer utan ambition till bättring



SEB:s fondbolag jobbar med en hållbarhetspyramid i tre nivåer – baskriterier som gäller samtliga SEB-fonder, de kriterier som vi har satt upp för fonder som vi klassar som etiska och till sist kriterierna för att en SEB-fond ska klassas som hållbar.

Hållbara investeringar

Det praktiska arbetet med hållbara investeringar kan ske på en rad olika sätt, och det finns ingen branschgemensam riktlinje eller regelverk att förhålla sig till. Olika aktörer använder olika metoder i sin strävan att integrera ESG i förvaltningen. Nedan listar vi tre vanliga angreppssätt, som också är centrala för vårt sätt att jobba med ESG i vår förvaltning:

- **Inkludering** – Inom förvaltningen läggs stor vikt vid att identifiera hållbara teman och att investera i bolag som aktivt verkar för exempelvis minskad klimatpåverkan.
- **Påverkan** – Genom ett aktivt ägarskap påverkar vi företagen i deras hållbarhetsarbete och försöker även få till en förändring om vi upptäcker brister.
- **Exkludering** – Det kanske vanligaste sättet att integrera ESG i sin förvaltning är att utesluta uppenbara "bovar" inom olika områden. Många aktörer gör en mer sofistikerad exkludering, där man sätter gränsvärden för hur stor del av ett bolags omsättning eller verksamhet som undantas från ESG-kraven. Skälen till detta kan exempelvis vara att bolaget kommunicerat en trovärdig plan för avveckling av dessa delar, eller att man påtagligt jobbar med att göra delarna bättre ur ESG-perspektiv. I många fall är det dock nolltolerans.

Som nämnts finns det inget branschgemensamt regelverk för hur ESG ska integreras i förvaltning av finansiella tillgångar som man vill framföra som hållbara eller etiska. Metoderna liksom transparensen för hur arbetet sköts varierar. Vi i SEB förmedlar ett stort antal fonder som förvaltas av andra aktörer på marknaden, där den övergripande ansatsen avseende hållbarhet i stort är samma som för SEB:s egna fonder, med baskrav om undertecknande av och anslutning till PRI. Genom detta baskrav exkluderas exempelvis bolag som tillverkar massförstörelsevapen.

När det gäller övriga krav och kriterier analyseras och betygsätts samtliga fonder i SEB:s utbud som förvaltas av andra fondbolag på en 3-gradig skala ur ett hållbarhetsperspektiv. Detta arbete görs av vår specialistenhet för fondanalys, Manager Research. Den största skillnaden mellan SEB:s krav och kriterier inom ESG och den analys vi gör på de fonder vi förmedlar är exkluderingen. För externa fonder fokuseras analysen snarare på att "välja in" än att "välja bort". Analysen tar avstamp i bolagens ambitionsnivå avseende hållbarhet och hur väl detta genomsyrar investeringsprocessen. Analysen, som är kvalitativ, har sin utgångspunkt i två frågeställningar:

– *Hur väl integrerar fondförvaltaren hållbarhet i sin investeringsprocess?*

– *I vilken utsträckning implementerar fondförvaltaren de sex principerna som ingår i PRI?*

Trots att bedömningsgrunderna skiljer sig åt och i vissa fall kan leda till olika analyser är ingen väg mer rätt eller fel. Båda metoderna syftar till att identifiera förvaltare som aktivt och målmedvetet strävar efter att skapa god avkastning genom ägande av bolag vars verksamhet har en tydlig ambition vad det gäller hållbarhet och ESG.

Dessa två metoder är olika sätt att jobba med hållbara investeringar i finansbranschen, det finns många fler. Det är dock uppenbart att både företagssektorn och investerarkollektivet numera finner det helt naturligt att inkludera ESG och hållbarhet som en given del av verksamheten och att allt större resurser avsätts för detta arbete. Det borgar för en fortsatt positiv och mer ansvarstagande utveckling och en alltmer nyanserad och professionell kravspecifikation från investerare.

Tema – Blockkedjan

Nästa generation av internet?

Sedan mitten av 90-talet har internet tagit världen med storm. Till en början var nyttan inte helt tydlig för alla, men ganska snart påvisades potentialen som skapade enastående ekonomiska krafter. Vi kan mycket väl stå inför ytterligare en omvälvande utveckling där olika former av blockkedjor blir en positiv evolution för den globala ekonomin. En blockkedja är lite förenklat en digitalt distribuerad databas med information som kombinerar öppenheten av internet med säkerheten av kryptografi. Användningsområdet för blockkedjan var initialt betalningslösningar, men nyttan kan potentiellt delas av tusentals andra områden och teknologin kan potentiellt förändra företagsamheten kraftigt framöver.

Blockkedjan, eller "hyperdistribution av huvudbok", är en teknologi som mycket väl kan förändra sättet för hur vi genomför transaktioner, vare sig det handlar om monetära värden, ägandehandlingar eller produktverifiering, låt oss kalla det internet av värde. Detta internet skiljer sig fundamentalt från vårt vanliga internet av information, främst på grund av det är decentraliserat och har förmågan att omvandla digitalt kopieringsbar information till digitalt krypterad. Blockkedjan kombinerar öppenheten av traditionellt internet med säkerheten av kryptografi. Tekniken har potential att förändra sättet vi handlar på, hur vi köper, säljer, byter värden, interagerar med staten, samt hur vi verifierar allt ifrån fastighetsaffärer till ägande av boskap.

Det är ännu väldigt tidigt att sja om konkret nytta av denna potentiella infrastruktur, men det teoretiska värdet av effektivisering, säkerhetshöjning och förbättrade statliga myndighetsprocesser är gigantiskt. En blockkedja är en databas, eller huvudbok i företagsvärlden, med miljontals konton som vid varje givet tillfälle är synkroniserat med alla som ingår i databasen. Databasen utgörs av smarta kontrakt som sparas och ändras med full transparens. Databasen skiljer sig markant från de databaser vi har idag eftersom alla kontrakt som någonsin funnits i blockkedjan är tillgängligt, inte enbart nuvarande innehåll av databasen (likt en hårddisk).

Digital kryptografi uppkom på 70-talet, skapades som digital valuta 2009

Digital kryptografi, själva basen för blockkedjor, utvecklades redan på 1970-talet för att vidareutvecklas under 80-talet (matematisk kryptografi är däremot betydligt äldre och kan spåras ända till antiken). Dagens blockkedja utvecklades 2009 med avsikten att agera som en digital valuta, Bitcoin. Satoshi Nakamoto, än idag en okänd person (eller flera), ansåg att bekvämlighet, snabbhet, effektivitet och kostnader för traditionella betalningar var undermåligt.

Varför skapades blockkedjan?

Uppfinningar som bilen, telefonen, kreditkortet, internet och mobila teknologier har alla hjälpt till att minska avståndet mellan människor samt globalisera lokal företagsamhet. Nakamotos främsta anledningar till utvecklingen av Bitcoin var; alltför långa överföringstider och dyra mellanhänder (gäller fortfarande), medan bedrägeri, cyberattacker, mänskliga misstag och komplexitet utsätter kapital och företagsinformation för oönskat stora risker. Avsikten var att förändra detta (vilket ännu inte skett). Bitcoin är den första stora applikationen på en blockkedja, vilket inte automatiskt betyder att en blockkedja är en digital valuta. En digital valuta som Bitcoin bygger således på en infrastruktur som kan liknas vid ett operativsystem såsom Microsofts Windows eller Apples MacOS.

Tusentals potentiella användningsområden

Blockkedjeteknologin används redan i en rad nyttskapande applikationer såsom säkerhet inom logistik, energitransaktioner och som betalningsmedel. Enligt experter kan blockkedjor skapa samma effekt för företagsamhet, som internet gjorde för kommunikation. Många tror att själva nyttan av en blockkedja kommer att finnas inom tusentals användningsområden, inte enbart som digital valuta eller finansiell tillgång – även om vi troligtvis är i ett alltför tidigt skede för att säkert avgöra detta. Låt oss exemplifiera med några verkliga användningsområden för att bättre förklara vad en blockkedja kan göra för nytta.

Detaljhandeln – säkring av försörjningskedjan

Piratkopiering och försäljning av stulna varor är ett stort problem för många företag och konsumenter över hela världen. Att då till 100 procent kunna säkerställa att en viss produkt är tillverkad på en kvalitetssäkrad och verifierad plats, från alla parter av en blockkedja skulle vara väldigt värdefullt.

Exempel på blockkedjans användningsområden



Att kunna verifiera härkomst, certifierade komponenter och prestanda – är vitala delar i detaljhandeln och något som konsumenterna uppskattar. Med en blockkedja är det teoretiskt möjligt.

Bryts försörjningskedjan i dagens detaljhandel på ett illegalt sätt innebär det eventuellt att importskatt inte betalas samtidigt som många företagare och konsumenterna kan bli föremål för bedrägeri. En blockkedja erbjuder möjligheten att eliminera dessa säkerhetshål med transparenta transaktioner. För ett företag kan en blockkedja vara en säker och synkroniserad huvudbok av transaktioner där alla steg i värdekedjan för en produkt skrivs, oavsett antal steg i kedjan. Varje transaktion registreras i huvudboken, som i sin tur kopplas till tidigare transaktionsfil (eller block), vilken från tidigare är ihopkopplad med transaktionen före den – därav blockkedja. Varje transaktion kan endast registreras om den är verifierad av övriga parter. Alla parter kan samtidigt ta del av alla transaktioner, vilket innebär fullständig transparens och säkerhet – teoretiskt sett.

Diamantindustrin – stora monetära värden, stor nytta

Ett annat exempel är den mycket värdefulla diamantindustrin där det är mycket viktigt att varje liten diamant som hittas når den slutliga köparen, i en rak och följsam värdekedja utan att ägarskap förändras illegalt. Den nuvarande värdekedjan till slutkonsumenten vilar på mellanhänder i varje steg, från statsanställda till jurister, redovisorer, återförsäljare och banker. Detta medför både stora kostnader och långa ledtider. Blockkedjan kan leda till ett fungerande, transparent och säkert digitalt distribuerat boksystem (blockkedja), vilket skulle kunna eliminera den illegala diamanthandeln där tvivelaktiga förhållanden ännu råder (som så kallade blodsdiamanter).

Bankverksamhet – höjd effektivitet, färre mellanhänder

Om blockkedjor blir verklighet globalt är sannolikt effektivitetsvinningen teoretiskt sett störst inom den finansiella tjänstesektorn. Att flytta pengar mellan privatpersoner eller företag utan inblandning av tredje part (mellanhänder) är ett potentiellt hot mot dagens banker, samtidigt som det också kan vara en stor möjlighet. Även för centralbanker är blockkedjor mycket intressant, vad gäller internationella kapitalflöden. Aktiebranschen skulle kunna revolutioneras om uppkomsten av en global, effektiv, säker och reglerad blockkedjebörs byggdes där ägarskap av aktier från hela världen samlades. Ägarskap i aktiebolag via en sådan börs har redan skapats i Finland och det möjliggör investeringar från hela världen. Via investering i ett bolag som bygger på blockkedjor har storbolag, småföretagare, enskilda investeringsprojekt och även konsumenterna redan (i mindre utsträckning) möjligheten att finansiera sina ekonomiska ambitioner med hjälp av tusentals investerare, utan en bank som mellanhänder. En blockkedja har därför potentialen att bli nästa infrastruktur för entreprenörskap.

Att kunna skriva kontrakt med finansiella aktörer där fysiska mellanhänder exkluderas skulle sänka priset på exempelvis bolån och försäkringar – två produktgrupper som till stor del (fortfarande) består av manuella processer. Bolåneprocessen skulle kunna digitaliseras med hjälp av en blockkedja, även om banker är nödvändiga eftersom någon måste bära kapitalrisken, samt erbjuda en plattform för konsumenterna.

De flesta banker undersöker för närvarande möjligheten att implementera en effektiv och säker blockkedja i sina respektive plattformar, samtidigt som många redan har byggt allianser för att bygga överbryggande nätverk. SEB är en bank som tillsammans med cirka 40 andra investerare investerat i ett bolag (R3) som har för avsikt att bygga nästa generations infrastruktur för bankvärlden (särskilt vad gäller internationella överföringar).

Energisektorn – användningen har redan börjat

Energihandelsbranschen har redan inlett sin resa mot en mer effektiv hantering av transaktioner mellan tillverkare, mellanhänder och konsumenterna. Sedan ett par år har utvecklingen skett i rasande fart och numera används redan blockkedjor på sina håll vad gäller transaktioner av energi direkt från olika aktörer, utan att behöva göra det på en centraliserad, tillika dyr, handelsplats. Svenska Vattenfall och 40-talet andra energiaktörer i Europa utvecklar för närvarande en plattform baserad på blockkedjor som möjliggör en decentraliserad lösning som öppnar upp för mindre men fler transaktioner, högre hastigheter samt lägre kostnader. I det nya energilandskapet med både professionella och privata soltak kan denna teknologi spela en helt avgörande roll.

Nöjesindustrin – värdet kan gå tillbaks till tillverkarna

Musikindustrin har i monetära termer i princip halverats sedan millennieskiftet, då illegal musikdelning exploderade via företag som Napster och Kazaa (som var decentraliserade delningsnätverk av information). Människor delade musik med varandra istället för att köpa från tillverkarna. En blockkedja har teoretiskt möjligheten att distribuera musik till konsumenter eller företag genom en icke kopieringsbar musikfil som enbart är ämnad för köparen i kontraktet. Även filmindustrin skulle kunna transformeras, återigen, genom att erbjuda icke kopieringsbara filmer – i alla fall teoretiskt.

Ägarskap – fastigheter, boskap, identitet, rösträtt

Att byta ägarskap av fastigheter, land eller boskap via en statsutvecklad infrastruktur som drivs av ett säkert system med en blockkedja kan vara framtiden för en mer effektiv statsapparat med färre mellanhänder, men där kontrakten är lagstadgade, ägarna identifierbara, säkerheten hög och kostnaden mycket effektiv. Att kunna avgöra en fastighets historiska renoveringar och ägarskap skulle göra livet enklare för exempelvis entreprenörer i denna bransch. Vidare kan en digitalt utgiven identitet med tillhörande rösträtt, personnummer och övrig information – vara ett sätt för den offentliga sektorn att höja sin effektivitet och minska sina kostnader. För många länder runtom i världen är röstprocessen inte alltid helt säkerställd, varför en fokuserad blockkedja skulle kunna stärka legitimiteten vid nationella val.

Övriga användningsområden

Sakernas internet ("Internet of things") är ett kontinuerligt hett begrepp för att förklara uppkoppling av fysiska ting. Att varje relevant produkt, fordon eller redskap kopplas upp med hjälp av ett nätverkskort kan möjliggöra smartare transport av människor och gods, förlängd livslängd för och minskat underhåll av mätinstrument, eller helt enkelt ett enhetligt system för de aktörer som väljer att ingå. Att säkerställa att ett flygplans komponenter verkligen är certifierade är en ambition som en del affärssystemaktörer vill förverkliga, att exempelvis ett landningsställ själv kan meddela när det behöver bytas ut. En branschgemensam blockkedja för läkemedelsutveckling där varje aktör registrerar sin del i informationskedjan skulle vara klart säkerhetsgynnande. Att kunna säkerställa att en bit kött faktiskt är från platsen som livsmedelskedjans underleverantör uppger skulle kunna stärka livsmedelsbranschens kvalitetssäkring.

Finns det utvecklingspotential från blockkedjan?

För att skapa en fullt fungerande och säker blockkedja, behövs utveckling av kryptografin (verifieringen) som ligger till grund för teknologin. Om säkerheten inte är klanderfri vågar inte de största företagen investera, oavsett om den teoretiska kundnyttan verkar lukrativ. Digitala virus och ett oförutsebart övertagande av en blockkedja (behöver 51 procent av delta-

garna) är två stora risker. Även kvantdatorer, som väntas bli extremt snabba och smarta, kan bli ett hot, vilket kan medföra att de matematiska kryptonycklarna teoretiskt bryts – en ytterligare risk med blockkedjan i framtiden.

Det finns nya kryptografiska matematiska modeller som teoretiskt är tusentals gånger snabbare och även säkrare än blockkedjor, byggda på ett strukturellt sätt där verifiering genomförs betydligt mer effektivt. Hashgraph är ett exempel på en matematisk distribuerad databasmodell där skalbarheten teoretiskt sett faktiskt är högre, säkerheten bättre och hastigheten otroligt mycket snabbare. Hashgraph, och liknande förbättringar av blockkedjans struktur, har även potential att lösa energiförbrukningsproblemet som Bitcoin har. Varför vi nämner denna specifika kryptografiska modell vid namn är för att exemplifiera människans innovationskraft och att blockkedjan sannolikt behöver utvecklas.

Slutsatser

Människans förmåga till innovation är förunderligt magnifik. Under de senaste 70 åren har signaler av energi via transistorer utvecklats till trådlös kommunikation av miljontals rader med information, från Shanghai till San Francisco på ett ögonblick. Blockkedjan ser ut att vara ytterligare en utveckling i denna digitalisering och har potentialen att förändra flera branscher från kärnan och ut. Den distribuerade blockkedjeplattformen kan mycket väl vara en bidragande orsak till varför tusentals anställda måste höja sin kompetens de kommande 20 åren, för att inte vara obsoleta. Det har hittills startats hundratals företag med sin bas i blockkedjeteknologi som ämnar försöka reformera en rad branscher. Sen är blockkedjan inte den enda teknik som bygger på distribuerade huvudböcker/databaser och det går inte att utesluta att bättre distribuerade databassystem utvecklas. Utveckling av snabbhet, säkerhet och energiförbrukning är vitalt och kommer onekligen fortsätta att förbättras.

Denna tematekst har inte diskuterat huruvida blockkedjan kan bli en internationellt använd digital valuta, eller ej. Namnet till trots behöver kryptografiska valutor inte motsvaras av något underliggande värde eller klassas som en valuta rent juridiskt. Hittills har den största valutan, Bitcoin, attraherat mer investeringskapital än kapital som har för avsikt att byta ägare. Som betalningsmedel är Bitcoin både dyrt och långsamt, varför det sannolikt istället bör benämnas som en tillgång snarare än ett betalningsmedel (i dagens läge). Kan världens centralbanker övergå till flera nationella digitala valutor med bas i blockkedjetekniken? Sannolikt är svaret ja. Kommer det att finnas oberoende internationella digitala valutor? Sannolikt kan det stämma, men värdet måste vara stabilt och säkerheten hög; tekniken är känslig för olika typer av avbrott. Hittills har vi sett extrem volatilitet och kraftig spekulation. Bitcoin konsumerar titaniska summor elektricitet världen över och är tusentals gånger långsammare än kreditkortssystem, Det är varken en hållbar eller effektiv lösning. Låt oss följa de blockkedjebaserade valutorna – kan kryptovalutor lösa verkliga problem kan de ha en plats i världsordningen.

Denna rapport publicerades den 20 februari 2018.
Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 14 februari 2018.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investment Strategy fredrik.oberg@seb.se	Jonas Evaldsson Investment Strategist Investment Strategy jonas.evaldsson@seb.se	Carl Hammer Chief Currency Strategist Research carl.hammer@seb.se
Johan Hagbarth Investment Strategist Investment Strategy johan.hagbarth@seb.se	Pernilla Busch Investment Communication Mgr Investment Strategy pernilla.busch@seb.se	Louise Lundberg Investment Strategist Investment Strategy louise.lundberg@seb.se
Roger Törnkvist Investment Strategist Investment Strategy roger.tornkvist@seb.se	Esbjörn Lundevall Equity Analyst Investment Strategy esbjorn.lundevall@seb.se	Cecilia Kohonen Investment Communication Mgr Investment Strategy cecilia.kohonen@seb.se
Henrik Larsson Portfolio Manager Investment Strategy henrik.y.larsson@seb.se	Christopher Lyrhem Equity Analyst Investment Strategy christopher.lyrhem@seb.se	Kai Svensson Portfolio Manager Investment Strategy kai.svensson@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.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm