

Maj/Juni 2018

Investment Outlook

Innehåll

03	Innehåll
04	Inledning Sencyklisk fas med fortsatt bärkraft
05	Risknyttjande och allokering
06	Tillgångsslagsfördelning
07-08	Marknadssyn – makro Investeringar driver tillväxt
09-10	Globala aktier Starka vinster, men oroliga investerare har präglat året
11	Tema – Kinesiska aktier Fortsatt liberalisering av den kinesiska aktiemarknaden
12-14	Nordiska aktier Högtryck för börsvinster
15-16	Ränteinvesteringar Splittrat i centralbanksvärlden
17-18	Alternativa investeringar Förändrat marknadsläge – på gott och ont för hedgefonder
19-20	Valutor Diffusa drivkrafter ger osäkra utsikter
21-26	Tema – Indien En förstark tigerekonomi
27	Kontaktinformation

Inledning

Sencyklisk fas med fortsatt bärkraft

I linje med våra förväntningar har 2018 hittills bjudit på oroliga finansmarknader. Fjolåret var osedvanligt lugnt och starkt, vilket gör rådande volatilitet logisk i den sencykliska fas vi nu befinner oss i. I detta läge är det viktigt att bilda sig en uppfattning om vad som är en rimlig återstående längd på denna konjunktur och hur andra investerare kan tänkas agera framöver utifrån den bedömningen. Börserna har sedan februari genomgått en rekyl nedåt, som följdes av en konsolideringsfas då många placerare minskade risken i sina portföljer genom att minska andelen aktier och företagsobligationer såväl som andelen cyklisk exponering. Frågan är nu om detta var ett första steg mot en successivt mer defensiv hållning eller om det var en välbehövlig vinsthemtagning i en fortsatt positiv trend?

Studerar vi globala index för aktie- och företagsobligationsmarknaderna framgår det tydligt att placerare tvekar. Utvecklingen för många tillgångsslag ligger kring nollstrecket i år. Ur ett svenskt perspektiv har dock våra portföljer fått en extra injektion via den svaga svenska kronan som både gett den svenska börsen bränsle och medfört att utländska placeringar omräknat till svenska kronor uppvisar en god utveckling.

Vi har varit moderat överviktade mot risktillgångar, såsom aktier och företagsobligationer, under hela 2018. Vi behåller för närvarande denna position, som en effekt av att vi ser en utdragen positiv konjunktur, där avtagande stimulanser från centralbankerna långsamt dämpar den ekonomiska utvecklingen. Vi räknar också med en god, men successivt utplanande vinstökningstakt för det kommande året. I vanlig ordning finns det ett antal hot och risker, vilka medför att den högre volatiliteten är här för att stanna. Den sencykliska fasen i kombination med högre volatilitet talar dessutom för att vi kommer att ha ett mer varierat risknyttjande framöver.

Ett sätt att fördela riskerna är att hitta områden med egna strukturella drivkrafter som inte följer den globala konjunkturcykeln. Den indiska ekonomin är ett sådant exempel, då den är i transformation med egna underliggande drivkrafter. Vi levererade en positiv Indienanalys i denna publikation för tre år sedan. Nu är det dags för en uppdatering. Vi ger vår syn på utsikterna för landet och dess kapitalmarknad, som fortfarande är ljusa.

Med hopp om intressant läsning,

Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
Investment Strategy

Risknyttjande & allokering

Konjunkturcykel är den period som det tar för ekonomin att genomgå både en högkonjunktur och en lågkonjunktur. Att definiera var i en konjunkturcykel vi befinner oss är viktigt, då det påverkar nivån på risknyttjandet i våra portföljer.

Konjunkturfas	Tillväxt	Inflation	Bästa tillgångsklass	Bästa aktiesektor
Fas I Stabilisering	↓	↓	Obligationer	Defensiv tillväxt
Fas II Återhämtning	↑	↓	Aktier	Cyklisk tillväxt
Fas III Expansion	↑	↑	Råvaror	Cyklisk "value"
Fas IV Nedgång	↓	↑	Kassa	Defensiv "value"

Tabellen visar en konjunkturcykelmodell och anger vilka tillgångsslag som normalt hävdar sig bäst i de olika faserna.

Nedan går vi igenom ett antal viktiga faktorer som motiverar vår fortsatt moderat positiva syn på risktillgångar och hur dessa faktorer kan påverka utvecklingen framöver.

Tillväxt och vinster

Ledande indikatorer har dämpats från höga nivåer. Detta var väntat och ändrar inte vår prognos om en tillväxttakt i världen kring 4 procent för detta och nästa år. Inflationen har stigit, men förväntas plana ut kring nuvarande nivå på 2 procent. Med extra draghjälp från den amerikanska skattereformen väntas globala vinster stiga över 10 procent i år och runt 10 procent nästa år. Utvecklingen skiljer sig ganska mycket åt mellan olika regioner, främst beroende på valutaeffekter och branschammansättning.

Centralbanker

Amerikanska Federal Reserve förväntas höja sin styrränta tre gånger till under 2018 och avser också reducera 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 stödjande obligationsköp. Riksbanken fortsätter med en mycket expansiv penningpolitik. Sammantaget kan detta bidra till fortsatt stigande räntor, vilket ökar riskerna då den globala skuldsättningsnivån är hög.

Värdering

Årets svaga marknader kombinerat med vidgade ränteskillnader mellan företags- och statsobligationer och stigande

Vi befinner oss i en fas där den ekonomiska tillväxttakten och inflationstakten har stigit, vilket tyder på att vi är i den senare delen av den ekonomiska uppgången. I denna fas (Fas III) träder i regel centralbankerna in och bromsar utvecklingen via högre styrräntor. I dagsläget handlar det dock mer om att centralbankerna på global nivå försöker normalisera styrräntorna och avsluta stimulanserna. Kombinationen av att den globala investeringscykeln är tämligen ung och att nivån på tillväxttakten är så pass god och utbredd gör att vi bedömer att både den ekonomiska cykeln och vinstcykeln är mer uthållig än vad många räknar med.

Det vore därför för försiktigt att redan nu rekommendera en tydligt defensiv portfölj. Den sencykliska fasen i kombination med högre förväntad volatilitet talar dock för att vi kommer att ha ett mer varierat risknyttjande framöver.

vinster har gett kursnedgångar. Prissättningen är fortfarande hög i förhållande till det historiska snittet och är en effekt av det låga ränteläget. Blir högkonjturen seglivad kan dagens prissättning mycket väl bestå och börserna därmed utvecklas i linje med bolagens vinstgenerering.

Riskaptit och positionering

Riskaptiten och positioneringen går i regel hand i hand med värderingen när världen befinner sig i den senare delen av en ekonomisk uppgång, så även denna gång. Värderingen är relativt hög och investerare med hög riskaptit har offensiva portföljer, men i klart mindre utsträckning än vid årsskiftet.

Förväntad avkastning

Vi har förväntningar om positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag under de kommande 12 månaderna, undantaget traditionella ränteplaceringar. Dessa förväntade avkastningar är lägre än de historiska snitten, medan risken är oförändrad. Prognoserna 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. Överraskande uppgång i inflationen kan trycka upp räntorna mer än väntat. Den globala skuldsättningen är hög. Vi ser spridda tecken på svagare huspriser. Risker för eventuella handelshinder har tillkommit.

Tillgångsslagsfördelning

Vi vidhåller vår position med en moderat övervikt mot aktier och krediter. Det innebär en övervikt mot globala aktier, en neutral position i svenska aktier och alternativa investeringar och en undervikt av räntebärande placeringar. Vi är medvetna om den sencykliska fas som råder och har beredskap för justeringar.

Inom globala aktier har vi mindre avvikelser från index än normalt mot regioner och sektorer, vilket innebär att de företagspecifika riskerna dominerar. Företagsobligationer med kort löptid utgör fortfarande huvuddelen av ränteportföljerna, medan alternativa investeringar karaktäriseras av en relativt defensiv hedgefondportfölj.

Aktier

- Stillastående internationella börser. Svag svensk krona ger stark avkastning för svenska investerare.
- De "nya" bolagen inom teknologi och konsumtion dominerar utvecklingen.
- Mycket stark rapportssäsong i USA för det första kvartalet och godkänd dito i Europa.
- Sjunkande värdering på internationella börser på grund av oro för konjunkturen och handelskrig.
- Ljus konjunkturstatistik i Sverige och höga nordiska vinster. Troligen en mer ljummen konjunktur framöver.
- Utplaning av nordisk aktieavkastning efter mer än 220 procents totalavkastning sedan 2009.
- Stor vinstspridning i Norden ger investeringsmöjligheter.

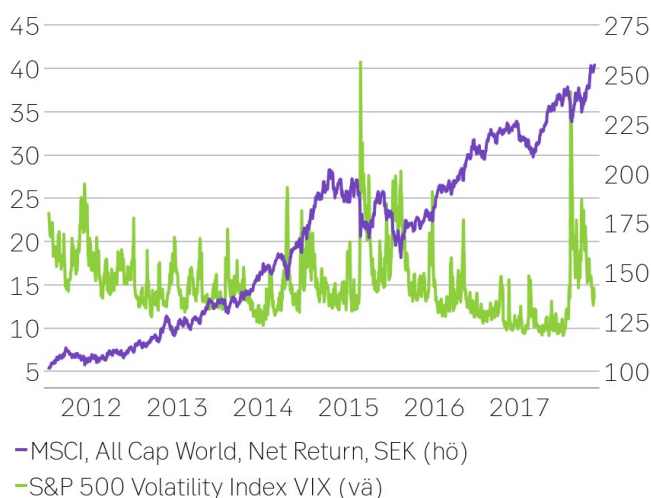
Räntebärande placeringar

- Höjning från Riksbanken verkar dröja.
- Slutet för ECB:s lättnader närmar sig.
- Federal Reserve höjer den amerikanska styrräntan till 3 procent 2019.
- Globala obligationsräntor stiger sakta.

Alternativa investeringar

- Efterlängtat volatilitet på plats, med besked.
- Mindre skillnader i utvecklingen mellan hedgefondstrategier.
- Stabil utveckling för Equity Long/Short – förutsättningarna bör kunna bestå.
- Tydliga centralbanker och variation mellan regioner är grogrund för makrostrategier.

Världsindex och aktievolatilitet



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar avkastningsutvecklingen för det breda globala aktieindexet MSCI AC World, beräknat i SEK samt volatilitetsutvecklingen i det amerikanska aktieindexet S&P 500.

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Globala aktier	7,0	12,6
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	9,5	14,3
Svenska aktier	8,1	12,6

Källa: SEB

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-1,1	1,7
Företagsobligationer Investment Grade (Europa)	0,9	3,2
Företagsobligationer High Yield (Europa)	3,0	5,2
Emerging Market Debt (lokal valuta)	4,0	11,1

Källa: SEB

Förväntad avkastning kommande 12 mån

	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5	6,0
Råvaror	3,1	11,8

Källa: SEB

Marknadssyn – makro

Investeringar driver tillväxt

Tillväxtcykeln rullar framåt om än med tillfällig svaghet i början av året. Sencykliska drivkrafter som stark arbetsmarknad och stigande investeringar talar för fortsatt god tillväxt såväl i år som nästa år. Politisk dramatik oroar, men hämmar sannolikt inte tillväxten. Inflationen stiger, men bara något. Fortsatt ljus grundbild alltså, men så här sent i den ekonomiska cykeln väcks frågan om hur länge tillväxten består. Den diskussionen kan föda oro som påverkar klimatet på finansmarknaderna, inte minst börserna

I förra utgåvan av *Investment Outlook* tecknade vi bilden av en världsekonomi i en fas som liknar en mogen högkonjunktur. Sedan dess har vi fått in ekonomisk data som har varit lite svagare än väntat, t ex BNP i USA för första kvartalet och en del europeiska konjunkturindikatorer föll tillbaka något från stabila nivåer. Vi ser dock tillbakagången i makrostyrka som tillfällig. Tillväxten fortsätter och drivs nu alltmer av traditionellt sencykliska krafter som stark arbetsmarknad och ökande investeringar.

Tydligast märks den sencykliska bilden i USA som ligger främst i konjunkturtåget. Arbetsmarknaden där försätter att utvecklas urstarkt, arbetslösheten är nu nere på 3,9 procent. Det är väl under de 4,5 procent som centralbanken Federal Reserve (Fed) ser som jämviktsarbetslöshet, dvs den nivå under vilken brist på arbetskraft driver fram löneökningar och inflation. Trots att vi har varit därunder en god tid har lönerna bara stigit marginellt. Vi räknar med att arbetslösheten fortsätter att falla, vilket accentuerar bristen på arbetskraft (något som i sig hämmar tillväxten) och gör att löneökningstakten accelererar något (vilket driver på inflationen). Stark arbetsmarknad i kombination med stigande börser och högre huspriser talar för en god utveckling för privatkonsumtionen. Ett stadigt stigande kapacitetsutnyttjande gör också att företagens investeringsbehov ökar. Det seglar nu upp som en viktig drivkraft bakom vår positiva tillväxtprognos för 2018 och 2019. Investeringar leder till stigande tillväxt när de genomförs, men också till förbättrad tillväxtpotential på sikt, då de möjliggör ökad produktion. Finanspolitisk stimulans, framför allt den genomförda skattereformen, bidrar ytterligare till en fortsatt ljus tillväxtbild i USA.

I Europa drivs tillväxten också av stigande investeringar och ökande privatkonsumtion framöver, men från relativt låga nivåer. Även exporten bidrar positivt till tillväxten, trots en starkare euro. Finanspolitisk stimulans bidrar framför allt via reformer från den nya tyska regeringskoalitionen.

För Emerging Markets-länderna (EM) är grundbilden också fortsatt ljus, även om ekonomisk statistik liksom i övriga världen har inneburit några tillfälliga besvikelser under våren. Stigande amerikanska räntor och starkare dollar har historiskt

gjort bedömare oroliga för negativa effekter på EM-länderna och deras finansmarknader, då de ofta haft stora lån i dollar. Men tittar vi på historisk utveckling har det inte alltid varit befogat. När USA höjde räntan 2004-2006 steg samtliga EM-tillgångar, enligt mönstret att god global tillväxt och hög riskapitet ger tillväxt och kapitalinflöden. För det största landet i EM-sfären, Kina, räknar vi med att den långsamma inbromsningen i tillväxten fortsätter, bland annat drivet av fokus på skuldsanering. I Indien skjuter tillväxten åter fart från redan goda nivåer, medan Ryssland växer hyggligt, med stöd från högre oljepris men dämpat av västliga sanktioner.

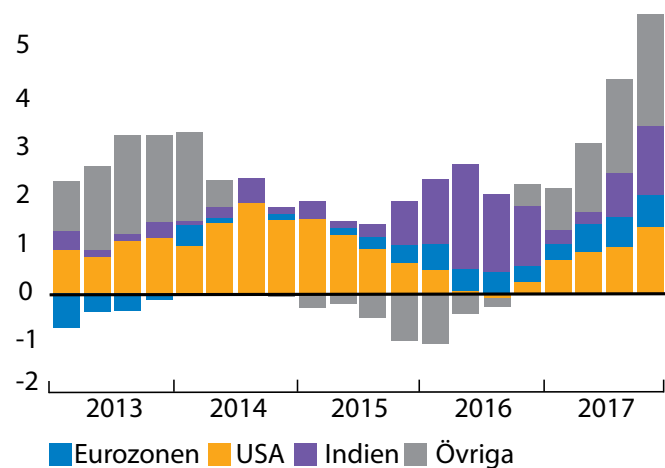
Sammantaget en mycket god tillväxtbild för världsekonomin, såväl i år som för nästa år. Tillväxtkrafterna i form av privatkonsumtion och investeringar har historiskt haft en förmåga att överraska både i styrka och längd, vilket stöttar vår prognos. Men vad händer sedan, hur länge kan uppgången pågå? Och vilka är riskerna för vårt huvudscenario?

Nuvarande konjunkturuppgång är på väg att bli den längsta i modern tid (se diagram till höger på sidan 8), givet vår prognos. Tvärt emot vad en del befarar är det i sig inget argument för att den tar slut. Jämfört med alla tidigare uppgångar under efterkrigstiden har tillväxten också varit lägre denna gång, vilket talar för uthållighet. Den höga skuldsättningen i världen är ett bekymmer, men vi ser i dagsläget inga tydliga tecken på bubblor med kraft att utlösa en global recession.

Långa uppgångsperioder brukar också göra att mer kreativa förklaringar kommer i spel. På 1990-talet talades det om "den nya ekonomin" som skulle ge högre produktivitet och därmed motivera högre börskurser. Ären före Lehman-kraschen uppstod begreppet "the great moderation", där faktorer som globalisering skulle ta bort konjunktursvängningar; det talades om en "super cycle". I bägge fallen kom prognoserna på skam rejält. Det finns uppenbarligen risker med att dra denna typ av slutsatser.

Denna gång framförs idéer om att digitalisering och robotisering gör att vi står inför ett fjärde tekniksprång (efter ångmaskinen, elektrifieringen och datoriseringen).

Ökande investeringar driver tillväxt



Källa: OECD

Bilden visar hur olika regioner bidragit till investeringstillväxten (i procentenheter). I en mogen uppgångsfas i konjunktturen skjuter normalt investeringarna fart, så även denna gång. Det är en tydlig tillväxtmotor och därmed kortsiktigt positivt. På sikt är bilden mer tuddelad. Investeringssuppgångar har historiskt ofta följts av svagare tillväxt.

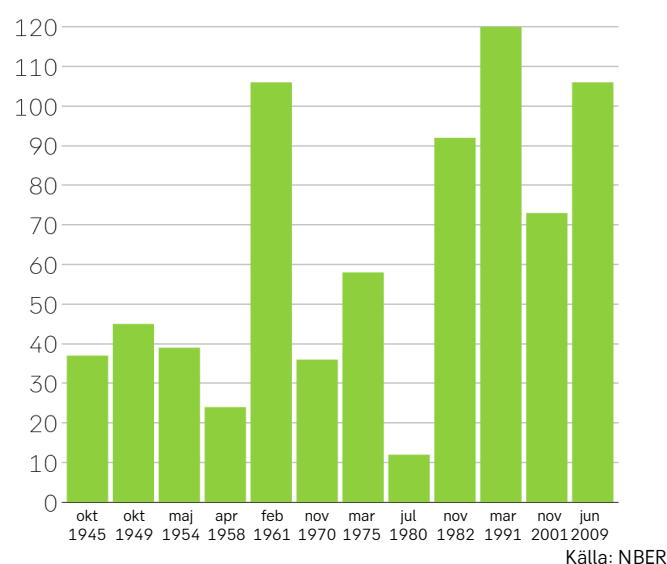
Hur stor effekten blir långsiktigt återstår att se, men teknikutvecklingen kommer säkert att påverka placerare och beslutsfattare framöver.

Tittar vi på mer traditionella faktorer finns det framför allt två områden med kraft att påverka framtida tillväxt; politiska skeenden och cykliska krafter i ekonomin.

Inom politiken finns flera krafter som kan påverka. Allt från Brexit-processen och EU:s integrationsarbete via Rysslands och Kinas nya roll i världssamfundet till Trumps påverkan på internationella relationer. Vårt huvudscenario är att såväl ett handelskrig med Kina som en allvarlig eskalering kring Iran-frågan kan undvikas, även om den sistnämnda bidrar till att oljepriset har stigit, något vi räknar med kan fortsätta en tid. Den historiska erfarenheten att politiska skeenden sällan får stor effekt på tillväxtbilden kan alltså besannas även denna gång. Det gör att de cykliska krafterna blir avgörande för tillväxten på sikt.

Cykliska krafter såsom investeringsbehov och privatkonsumtion talar för fortsatt god efterfrågan. Men finns det tillräckligt utbud för att möta efterfrågan och kan det ske utan att driva upp inflation och räntor så mycket att efterfrågan dämpas? Investeringarna i sig bidrar till att utbudet ökar och företagen har heller inte helt slagit i produktionstaket ännu. Ökande arbetskraftsbrist kan dock bli ett problem som på sikt kan dämpa tillväxten. Förutom investeringar brukar också denna fas locka fram produktivitetshöjande åtgärder. Här finns sannolikt en potential för att stimulera utbudet. Även om inflationen har stigit något ser vi inte kraftiga uppgångar i korten. Den hittills dämpade löneutvecklingen kan fortgå då globalisering och robotisering sannolikt håller tillbaka lönekraven. Centralbankernas agerande håller också räntorna låga.

Uppgången på väg mot längdrekord



Källa: NBER

Grafen visar antal månader som en konjunkturuppgång varat och dess startmånad. Den pågående konjunkturuppgången i USA (stapeln längst till höger) har nu varat i nio år. Nästa sommar slår den enligt våra prognoser längdrekord. Stimulanser från centralbanker och tydligt lägre snitttillväxt än förra rekordet är bidragande förklaringar.

I närtid ser bilden alltså robust ut, men kommande kvartal lär allt fler diskutera nedsidesriskerna. Vi lutar åt att brist på resurser så småningom pressar ner tillväxten. Det är frestande att göra en prognos där den sakta mattas av. Tyvärr är det dock ett skeende som sällan har materialiserats historiskt. Det är då troligare med en mer markerad inbromsning någonstans bortom nästa år. En risk med det scenariot är att inbromsningen kommer tidigare, exempelvis via stigande inflation. En annan risk att prognosen slår fel, men åt det positiva hållet, vore om tekniksprång och produktivitetsvinster gör att tillväxten blir kraftigare och/eller håller ännu längre. Vårt huvudscenario är dock en inbromsning efter år 2019.

BNP-prognoser, årlig procentuell förändring

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

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

Globala aktier

Starka vinster, men oroliga investerare har präglat året

En global aktieportfölj har för en svensk investerare utvecklats mycket positivt i år. I princip hela avkastningen från årsskiftet beror dock på den svaga svenska kronan, till skillnad från 2017 då valutaeffekten var den omvända. Ett globalt aktieindex i lokal valuta är så här långt i stort sett oförändrat sedan årsskiftet. Detta trots en stark rapportssäsong för det första kvartalet. Oro för handelskrig och stigande amerikanska långräntor samt för reglering av IT-sektorn är några faktorer som har dämpat börsutvecklingen.

Föregående års vinnarregion var Emerging Markets (EM) med en uppgång på 24 procent i svenska kronor. Under inledningen av 2018 såg denna trend ut att fortsätta, men högre amerikanska långräntor och stigande amerikansk dollar har ofta haft en dämpande effekt på tillgångar inom EM. Så också denna gång. Från årets början har EM-index stigit 6 procent, medan börserna i Europa, USA och Japan är upp 7-8 procent, räknat i svenska kronor.

Positiv vinstsäsong

Den nya tidens bolag fortsätter att dominera börserna. De återfinns framför allt inom sektorerna IT och sällanköpsvaror. IT fortsätter sitt segertåg och är den bästa sektorn också i år med en uppgång om 15 procent, medan sällanköpsvaror är upp 11 procent. När ca 70 procent av de amerikanska bolagen i IT-branschen har rapporterat sina kvartalsresultat är försäljningstillväxten 15 procent och vinsttillväxten 30 procent, jämfört med samma period föregående år. Facebook, som varit i medialt blåsväder på senare tid, hade trots detta en försäljningstillväxt om 49 procent och en vinsttillväxt om 62 procent. För Google (Alphabet som det heter på börserna) var motsvarande siffror 23 respektive 28 procent. Konsumentorienterade bolag med moderna affärsmodeller som Amazon och Netflix hade en försäljningstillväxt om 43 respektive 40 procent och en vinsttillväxt om 120 respektive 60 procent. Oenkligen imponerande siffror som är svåra att hitta hos mer traditionella bolag. Vinstmultiplarna avskräcker dock i vissa fall, och i andra inte. Amazon och Netflix handlas till P/E 78 respektive 98 på 12 månaders framåtblickande vinst, vilket ställer stora krav på framtida tillväxt och lönsamhet. Däremot värderas de amerikanska IT-giganterna relativt lågt. Facebook och Google värderas till 21 gånger vinsten. Apple värderas till 16 gånger vinsten. De tre sist nämnda IT-bolagen har dessutom en nettokassa om 10-15 procent av börsvärdet. De används bland annat för återköp av aktier. Apple annonserade i sin rapport ett återköpsprogram om 100 miljarder dollar, vilket naturligtvis är ett stöd för aktiepriset. Trots kursuppgångarna de senaste åren är det svårt att inte vara positiv till IT-sektorn givet värdering och strukturell tillväxt.

Av de traditionella sektorerna är oljesektorn upp 12 procent i år tack vare stigande oljepris. Den sämsta sektorn är stapelvaror (hit räknas dagligvaror och hushållsprodukter), som brottas med högre kostnader och konkurrens från nya aktörer, vilket leder till pressade vinster. Telekomoperatörer samt fastigheter är två sektorer som generellt har hög belåning och därför har dessa fallit i år på grund av stigande räntor internationellt.

Vinsterna för bolagen i det breda amerikanska aktieindexet S&P 500 är upp 24 procent för det första kvartalet, medan försäljningen ökat 8 procent. Det är det första kvartalet med den nya skattelagstiftningen och den direkta positiva effekten på vinsterna uppskattas till cirka 8 procent. Skattereformen har också lett till indirekta effekter såsom ökade investeringar, accelererade återköpsprogram av egna aktier, nyanställningar och ökade ersättningar till anställda.

Den europeiska rapportssäsongen har inte visat samma imponerande tillväxttal. Vinsterna överraskar dock positivt med 4 procent och försäljningen med 1 procent. Stark valuta under perioden gör att rapportssäsongen i Europa ändå får godkänt. För Emerging Markets har vinstsäsongen inte bjudit på några större överraskningar på aggregerad nivå. Generellt sett har Asien hittills överraskat mer positivt än Latinamerika.

Råvarubolagen går starkt tack vare prisuppgångarna och industribolagen levererar solida tal. Banksektorn brottas med kostnader och förhöjda lagkrav och har svårt med vinsttillväxten. Bankerna i Europa är förhållandevis lågt värderade, men vi kan inte förvänta oss någon större vinsttillväxt så länge räntorna ligger runt noll. Styrräntehöjningar från den Europeiska Centralbanken vore en positiv faktor som skulle få fart på lönsamheten. Dessa får vi dock vänta på ytterligare ett år som marknadens prognoser ser ut i nuläget. Europeiska bankchefer sneglar säkerligen avundsjukt mot den amerikanska kontinenten vars banksektor verkar i en betydligt bättre miljö med högre räntor, ny skattereform samt möjlighet till viss avreglering om det republikanska partiet får som de vill.

Cykliska aktier går bättre än defensiva aktier



Källa: Bloomberg/Macrobond

Bilden visar den relativa utvecklingen för cykliska bolag relativt icke-cykliska bolag i USA (grön linje) och Europa (lila linje). Den blå linjen visar den 10-åriga amerikanska räntan.

På global basis är det positiva vinstvindar som blåser, vilket är helt i linje med den starka underliggande ekonomiska tillväxten. De konjunkturkänsliga bolagen åtnjuter god volymtillväxt och har stark "pricing power", det vill säga kan höja priserna utan större påverkan på efterfrågan, vilket borgar för fortsatt god vinstutveckling. Däremot har de defensiva bolagen, vilka inte är konjunkturkänsliga, haft svårare att generera vinstökningar. Det beror på att det underliggande kostnadstrycket ökar samtidigt som efterfrågan inte ökar i samma utsträckning. Bolagen försöker så gott det går att föra över kostnaderna på kund, men utfallet blir allt som oftast att man får göra avkall på marginalerna. Mönstret på börserna är tydligt – cykliska bolag går bättre än icke-cykliska bolag.

Värderingen mer attraktiv efter börsens konsolidering

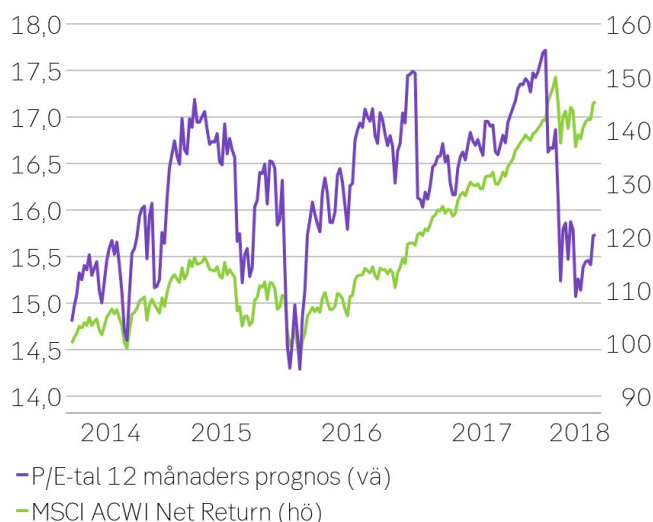
På grund av ökad oro kring eventuella handelskrig, högre räntor, konjunkturindikatorer som planar ut och ökad volatilitet, har börser inte nämnvärt rört sig uppåt trots ökade vinster. Detta har resulterat i lägre börsvärderingar, vilket har gjort att tillgångsslaget aktier ter sig mer attraktivt nu än för några månader sedan. Baserat på värderingar och framtida vinstprognoser ser tillväxtmarknader som region särskilt attraktivt ut. På samma parametrar sticker hälsovårdssektorn ut som relativt lågt värderad, trots strukturell tillväxt och defensiva egenskaper. IT-sektorn är till stora delar cyklisk, men befinner sig samtidigt i en strukturell tillväxtfas, vilket är tilltalande.

Sammanfattning

Stark vinstsäsong och fortsatt god konjunktur gör att vi är moderat positiva till aktier. IT-bolag och bolag med nya internetrelaterade affärsmodeller imponerar särskilt under rapportssäsongen. Konjunkturkänsliga bolag fortsätter att leverera starka vinster, medan defensiva bolag som utmanas av nya aktörer har det särskilt svårt.

Tillväxtmarknader bör återfå sin popularitet. Värderingen är i linje med ett långsiktigt snitt, men bolagens lönsamhet

P/E-talet för världsindex har fallit



Källa: Bloomberg/Macrobond

Värderingen på världsindex har fallit, vilket bidrar till att vi ser positivt på aktier som tillgångsslag, då aktievärderingarna nu är lägre än tidigare.

är högre. Vi anser att IT och hälsovårdssektorn är attraktivt värderade sektorer som befinner sig i strukturell tillväxtfas. Det finns naturligtvis specifika risker för dessa sektorer, men värdering och lönsamhet gör dem attraktiva.

För en svensk investerare är valutan en viktig parameter som bör beaktas vid investeringar i utländska aktiefonder som i regel har full valutaexponering. Allt annat lika får en förstärkning av kronan en negativ effekt.

Värdering av globala regioner och branscher

Region	P/E 2018	P/E 2019	Avkastning på eget kapital i %	
			2018	2019
USA	17,3	15,8	17,7	18,9
Europa	14,9	13,7	9,7	10,2
Japan	13,8	12,7	7,6	7,6
Tillväxtmarknader	12,3	11,1	12,1	12,5
Bransch	P/E 2018	P/E 2019	Avkastning på eget kapital i %	
			2018	2019
IT	18,5	16,7	23,5	24,0
Stapelvaror	18,4	16,9	16,2	21,4
Sällanköpsvaror	16,8	15,2	15,4	15,6
Industri	16,6	15,1	12,5	12,6
Hälsovård	16,1	14,8	23,4	23,8

Källa: Bloomberg. På regionnivå sticker tillväxtmarknader (EM) ut som attraktivt värderat givet låga P/E-tal och relativt hög avkastning på eget kapital. På branschnivå ter sig IT och hälsovård som mest attraktivt värderade givet P/E-talsnivå, vinsttillväxt och den höga avkastningen på det egna kapitalet.

Tema – Kinesiska aktier

Fortsatt liberalisering av den kinesiska aktiemarknaden

I sommar inkluderas kinesiska A-aktier i MSCI världsaktieindex, men i ett första steg bara till en liten andel av deras verkliga värde. Den direkta effekten lär bli liten, men det ger signaler om fortsatt liberalisering av kinesiska börser.

Den 1 juni 2018 är det dags för så kallade kinesiska A-aktier att börja inkluderas i det världsomspännande MSCI World aktieindexet (från Morgan Stanley Capital International). Enligt MSCI använder sig 99 av världens 100 största kapitalförvaltningsbolag av detta index som referens. Totalt sett väntas 234 kinesiska storbolag inkluderas, portionerat ut i två omgångar. Andra rundan blir i september 2018. Detta har varit känt sedan länge, varför en del portföljförvaltare troligen redan har köpt på sig aktier av detta slag. De flesta har dock bara en mindre Kinavikt i sina portföljer och utländska investerare kommer därmed troligen att öka sina exponeringar mot denna typ av kinesiska aktier framöver.

Sedan 2014 har liberaliseringen av Kinas finansmarknad tagit stora kliv, både vad gäller utländskt ägarskap och möjlighet att köpa aktier för utländska investerare – bland andra viktiga förbättringar. Maximalt 30 procent av A-aktier får nu ägas av utländska investerare (höjt från 20 procent 2014). Det innebär dock att 70 procent av totalt börsvärde i praktiken är uteslutet från att inkluderas i MSCI index.

Cirka 20 miljarder dollar i form av passiva investeringar väntas i sommarflöda in i den kinesiska A-aktiehandeln. Idag uppgår utländskt ägande till magra 2,7 procent av likvida aktier. Enligt marknadsprognoser kan den utländska ägandet på sikt stiga till en bit över 10 procent och addera omkring 40-50 miljarder dollar årligen i inflöden. Globala investerare är massivt underviktade kinesiska aktier, oavsett aktieslag. Variationen mellan branscher är tydlig, med viss övervikt mot konsument och hälsovård, men undervikt mot finans. För många kan sommarens diskussioner om kinesiska A-aktier bli en väckarklocka. Världens största ekonomi i köpkraftjusterade termer ställer med stormsteg om till ett tjänstesamhälle och erbjuder mycket ljusa tillväxtförutsättningar ur ett aktieperspektiv.

De flesta kinesiska H-aktier (noterade i Hongkong), samt aktier i Japan, Singapore och självfallet även i USA är redan till fullo inkluderade i MSCI:s världsindex. Aktievikten för kinesiska A-aktier kan öka kraftigt, beroende på hur snabbt liberaliseringen sker. Den kinesiska aktiemarknaden har vuxit dramatiskt sedan inledningen av 1990-talet, från 0 till över 3 500 aktier. Kina är numera världens näst största börsmarknad, när vi adderar de två stora börserna i Shanghai och Shenzhen, där A-aktierna är noterade. Det sammantagna

börsvärdet är relativt diversifierat, med stor vikt för sektorer som industri, finans och sällanköpsvaror. Statligt ägande är fortsatt utbrett inom sektorer som energi, finans och industri, men för varje år som går minskar det och effektiviteten i bolagen förbättras.

Det första steget i juni kommer att inkludera cirka 0,23 procent av börsvärdet av kinesiska A-aktier, och detta upprepas igen i september (samma bolag, men mer vikt). Detta leder till att cirka 0,45 procent av det totala börsvärdet för A-aktier om ett halvår är inkluderat i MSCI. På sikt bör dock en högre andel av börsvärdet inkluderas (hela andelen som är investeringsbar för utlänningar), liksom för Sydkorea 1991-1998 och för Taiwan 1996-2004. Efter de två inledande inkluderingarna väntas kinesiska A-aktier ändå bara utgöra 0,1 procent av MSCI World aktieindex, samt cirka 0,78 procent av MSCI Emerging Markets aktieindex. Det är uteslutande storbolag som kommer att inkluderas. Detta tillägg är naturligtvis ett litet sandkorn på den globala aktiestranden, men en viktig fortsättning av den liberalisering som skett och som nu ökar i kraft. Kinesiska bolag utgör för närvarande (innan A-aktiernas inträde) strax över 3 procent av MSCI:s världsindex, samt 30 procent av indexet för tillväxtmarknader. Under kommande årtionde har kinesiska A-aktier enligt bedömare potential att växa till över 2 procent av världsindex och omkring 18 procent av index för tillväxtmarknader, utöver de redan inkluderade kinesiska aktierna i Hongkong och på andra börser (främst Nasdaq).

Slutsats

Kina utgör cirka 13 procent av världsekonomin i nominella BNP-termer, men hela 19 procent köpkraftjusterat. Samtidigt återfinns 19 procent, eller cirka 1,4 miljarder människor, av världsbefolkningen i Kina, medan hälften av världens internethandel sker i landet. Kina är onekligen välbefolkat och det faktum att det både är världens största ekonomi och överlägset störst vad gäller internethandel tyder på att den inhemska börsen på lång sikt troligtvis blir betydligt mer relevant på den globala börskartan. Adderingen av kinesiska A-aktier till stora referensindex bör sporra till större intresse för investerare världen över trots att den monetära effekten initialt lär bli liten. Börserna i Shanghai och London bygger också en gemensam plattform för aktiehandel för att kunna köpa aktier kors och tvärs, vilket lär öka intresset än mer i framtiden.

Nordiska aktier

Högtryck för börsvinster

De nordiska börserna har avkastat cirka 220 procent sedan maj 2009, mätt med VINX index. Det motsvarar en årlig avkastning om ca 14 procent. Ur ett historiskt perspektiv är detta en både lång och stark börsuppgång. Även vinsterna har ökat kraftigt. Men under det senaste året har nordisk aktieavkastning varit betydligt lägre. Är den långa börsuppgången bruten för denna långa konjunkturcykel? Troligtvis är en mer ljummen konjunktur att vänta framöver, varför vår grundsyn är mer försiktig än tidigare – men ändå positiv.

Väntas en mer ljummen aktivitetsnivå framöver?

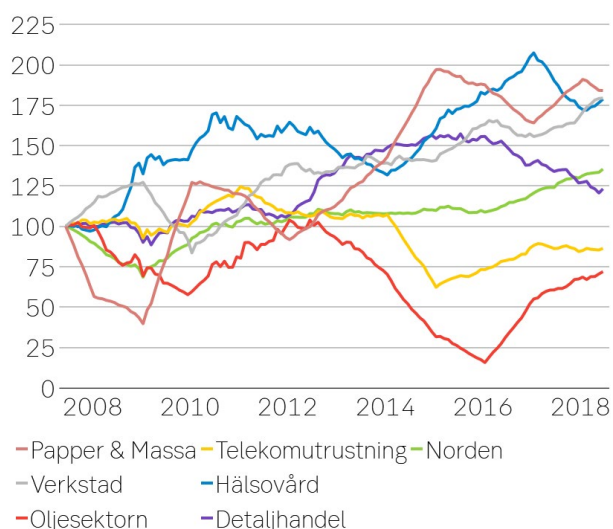
I USA har arbetslösheten nått historiskt låga 4 procent och antalet utannonserade jobb är första gången på 20 år på samma nivå som det totala antalet arbetslösa i landet. I nordliga Europa är sysselsättningsgraden hög, medan det finns fortsatt förbättringspotential i vissa sydliga delar. I Kina har övergången till ett tjänstesamhälle samlat kraft och ekonomin som helhet växer med cirka 6,5-7,0 procent, en betydligt högre takt än västvärlden. Konjunkturer är oftast i positiv riktning, men nästan varje årtionde infaller en kort ekonomisk försvagning efter att inflation tagit fart, samt efter att sysselsättningen nått en hög nivå. Det är ovanligt med uppåtgående konjunkturcykler under nio år. Vi anser att det är för tidigt att ha en tydligt defensiv portfölj, men en viss portion av försiktighet kan ändå vara bra. Inom nordiska aktier föredrar vi kvalitetsbolag och strukturellt växande bolag med relativt låg konjunktur exponering.

Mycket stora vinstskillnader mellan sektorer i Norden

Den nordiska börsen har en fin vinstspridning mellan olika sektorer. En primäranledning är att de fyra ekonomierna är relativt öppna mot den globala marknaden, vilket gör att företag i regionen tenderar att influeras av många olika produktsegment. Samtidigt har konkurrensen förändrats kraftigt i en rad industrier. Det klarast lysande exemplet är tillverkning av nätverksutrustning, där **Ericsson** och **Nokia** tidigare var spjutspetsbolag. För lite mer än ett årtionde sedan uppgick vinsterna för dessa aktörer till ca 8 miljarder euro, nu har vinsten decimerats till ca 2 miljarder. För läkemedelsbolaget **AstraZeneca** har vinsten nästan halverats sedan 2010, medan **Novo Nordisk** snart ökat sin vinst flera gånger om. Bolagets egna forskning och utveckling drev denna aktieutveckling, inte konjunkturer. Inom högcykliska sektorer som oljenäring och shipping har toppvinster bytts till förluster flera gånger sedan millennieskiftet. För telekomoperatörerna har stora strukturella förändringar signifikant påverkat sektorns totalvinst över tid.

Detaljhandeln var 2007-2013 en av de starkast växande sektorerna i Norden. Därefter planade vinsterna ut och sedan 2015 har vinsterna minskat med mer än 20 procent, trots en stark konjunktur. Högre inköpskostnader i form av en dyrare amerikansk valuta är en delförklaring, men den primära anledningen till vinsttappet är det stora digitala skiftet som inletts. Det medför en kraftigt ökad konkurrens genom internationalisering av en rad detaljhandelssegment. **Hennes & Mauritz** står för cirka 75-80 procent av den nordiska detaljhandelssektorns vinster, ett bolag som onekligen har det utmanande ur ett moderniseringsperspektiv. Denna svenska klädesklenod är inte ensam om att ha utmaningar. Vinsterna inom verkstad, papper & massa har utvecklats mycket starkt sedan den senaste högkonjunkturstoppen, vilket syns tydligt i grafen nedan.

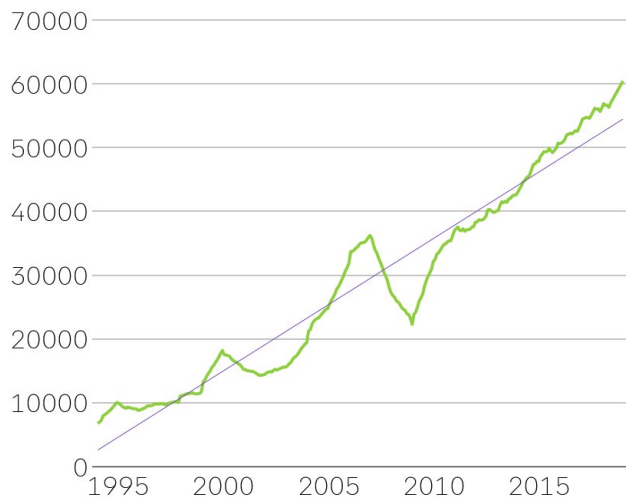
Stor vinstspridning bland olika sektorer



Källa: SEB

Grafen ovan illustrerar vinstutvecklingen för sex olika sektorer, indexerat sedan maj 2007. Det har varit stora skillnader under denna konjunkturcykel med stora förändringar i enskilda sektorer.

Nordiska börsvinster befinner sig ovan den historiska trendlinjen



— Historiska vinster, Norden

Källa: SEB

Grafen visar nordiska börsbolags historiska vinstutveckling (justerat för större bolagsspecifika förändringar) sedan början av 1990-talet. En stadig positiv utveckling under de senaste åren pekar på en relativt mogen konjunkturcykel.

Anledningen till denna diskussion kring sektorvinster är att det är viktigt för att på lång sikt överbrygga konjunkturförändringar. Det är naturligtvis svårt att veta vilka sektorer eller produkter som kommer att växa kraftigt under de kommande åren, en efterfrågeanalys kan dock vara en bra start.

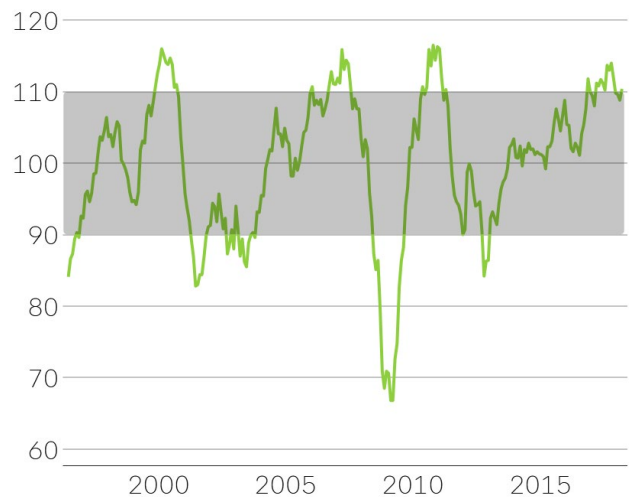
Nordiska börsvinsters rensade trendutveckling

Större bolagsspecifika förändringar påverkar den nordiska börsens aggregerade vinster kraftigt, och bör justeras för att vi ska kunna finna var i den nuvarande konjunkturcykeln vi befinner oss. I grafen ovan visas nordiska börsbolags historiska vinster, justerat för stora nyintroduktioner runt millennieskiftet, decimeringen av telekomutrustningsbolagens konkurrenskraft, de extrema svängningarna för bolag inom oljenäring och shipping, läkemedelsbolagens massiva vinstförändringar och slutligen ett antal större förvärv. Vinstberäkningen är således en relativt bra fingervisning över hur starkt nordiska börsbolag utvecklas för närvarande, samt över tiden. Vi kan konkludera att åren fram till konjunkturtopparna 2000 och 2007 var sällsynt starka vinstökningssår. I den rådande konjunkturcykeln har vinsterna utvecklats kraftigt positivt, men med en stadig riktninglinje. Under de senaste åren har tillväxten inom en rad industrisegment förbättrats. Det är en stor anledning till att vinstutvecklingen är signifikant högre än trendlinjen.

Vinsterna i toppklass – vad säger konjunkturbarometern?

Svenska Konjunkturinstitutets barometer (högtryck/lågtryck) visade på indexnivån 110 i april och pekar på ett ljust stämningsslag i Sverige. Hur kan nuvarande indikatornivå jämföras med historiska nivåer? Flertalet månader under 2000 samt 2006/07 uppnåddes en indikatornivå över 110. Hela 11 sammanhängande månader var över denna indikatornivå, för bägge konjunkturtopparna. Dessa månader sammanföll med när den amerikanska arbetslösheten bottnade på nära 4 procent, medan den svenska motsvarande siffran bottnade ett år

Konjunkturbarometer på historiska toppnivåer



Källa: Konjunkturinstitutet

Svenska Konjunkturinstitutet har sedan mitten av 1990-talet samlat statistik över företagens och hushållens syn på den ekonomiska utvecklingen. Barometerindikatorn sammanfattar konfidensindikatorerna för industri, tjänster, bygg, detaljhandel och hushåll, som baseras på företagens och hushållens svar från enkäterna i Konjunkturbarometern. Värdet över 100 motsvarar en starkare ekonomi än normalt.

efter USA. I dagens läge har indikatorn noterat 10 månader med en nivå över 110-strecket, samt tre månader marginellt under. Det innebär en sammanhängande period om 13 månader runt denna historiskt mycket intressanta nivå.

Att peka på konjunktursignaler såsom låg arbetslöshet i USA och högtryck i svensk konjunkturbarometer samt historiskt mycket fina nordiska börsvinster – kan vara parametrar att hålla i handen när investeringsutsikterna är grumliga på grund av olika faktorer. Men varje konjunktur är helt unik, vilket vi lärt oss av i princip varje konjunkturcykel det senaste seklet, trots att en rad fundamentala faktorer varit mycket bra fingervisare. Vår tes är att vi för närvarande befinner oss i en relativt mogen högkonjunktur, men att relativt låga räntor och välfärdsförbättring i stora utvecklingsekonomier som Kina och Indien (även i andra asiatiska länder) kan minska de negativa konsekvenserna när konjunkturen når en mer ljummen temperatur (med implicit högre arbetslöshet). Den historiska vinstutvecklingen bland Nordens olika branscher har dock spretat rejält, varför det är än mer viktigt att välja rätt sektor och bolag.

Vilka sektorer har bäst tillväxtförutsättningar?

Nordiska bolag med exponering mot de stora utvecklingsekonomiernas övergång till tjänste- och konsumtionssamhälle i Asien är något vi anser är långsiktigt attraktivt. Vi är särskilt positiva till produktsegment såsom **livsmedelsförpackningar, hygienprodukter, bryggeri, telekomoperatörer och hälsovård** eller renodlade **digitala tjänster och lösningar**.

När vi blickar runtomkring oss, oavsett om vi befinner oss i hemmet, på kontoret, i bilen, i fabriken eller utomhus, är det enkelt att se den omvälvande digitalisering som sker i varje del av samhället. Den digitala ekonomin erbjuder fortsatt utmärkta tillväxtförutsättningar, oavsett konjunkturläge. Produktsegment som **internethandel, automation, smarta affärssystem och digitala spel** växer strukturellt.

För att möjliggöra en snabb och ständig internetuppkoppling behövs naturligtvis nätverksutrustning, en sektor som aggregerat har varit i en utmanande konjunktur under ett antal år, efter den stora övergången till den fjärde generationens teknologi (4G). Denna sektor ser ut att kunna gynnas med hjälp av den framtida övergången till nästa generations teknologi (5G). Den förenar fler aktörer som tillsammans är än mer beroende av snabb och ständig uppkoppling, exempelvis inom fordon och industri.

Vilka sektorer har svagast tillväxtförutsättningar?

De flesta sektorer upplever en god efterfrågan för närvarande och kan notera ljusa tillväxtförutsättningar. Sedan finns det delar av den nordiska börsen där konkurrensen har ökat markant och sannolikt bara är i början av en lång tid av internationalisering. Detaljhandeln utgörs till ca 10 procent av internetkonsumtion i Sverige, ett mellanmjölsland ur ett globalt perspektiv. Det är en andel som framöver kommer att växa i rasande fart. Traditionella konsumentnära företag med en otillräcklig digital försäljningskanal riskerar att komma för långt bak i detta moderniseringslopp för att hinna ikapp tåtklungan. En trolig sektor som kan utsättas för högre konkurrens framöver är livsmedel, en bransch som i Sverige är mycket väl konsoliderad och som vi har en negativ vy för. Modernisering återfinns dock inte endast i konsumentnära bolag utan sipprar ned i nästan alla näringslivssegment.

Skulle vi få en mer ljummen konjunktur i vår del av världen är det möjligt att vi får se lägre aktievärderingar av skogstillgångar och tillhörande material. Vi anser att det finns delar av den nordiska skogsrelaterade sektorn som numera är relativt högt värderade och bör således hanteras med viss portion av försiktighet, även om det i dagsläget ser bra ut. Vidare anser vi att delar av hälsovårdssektorn värderas till historiskt höga värderingar, som inte kan backas upp av solida forskningsprojekt i relativt långt framskridna läkemedelsstudier.

Värdering – en residual

Den nordiska vinstvärderingen (P/E) på över 17 gånger är en hög nivå i ett historiskt perspektiv, samtidigt som vi har en mogen högkonjunktur. En fortsatt relativt låg ränta och en pågående världsomvälvande digitalisering som effektiviserar och kapar mellanhänder i nästan varje aspekt av våra liv är också något som kan vidhålla historiskt höga värderingar på börserna. Börserna har stigit med närmare 4 procent hittills i år, en ganska stark ökning trots en ökad volatilitet på världens finansmarknader. Samtidigt har vinsterna ökat med 8-9 procent i årstakt. Det innebär att PE-talet har justerats upp marginellt. I det långa loppet bör värdering vara en residual, styrd av den underliggande konjunkturen.

Aktievärdering på historiskt relativt hög nivå



Källa: SEB

Den nordiska börsens framåtblickande vinstvärdering (P/E), baserat på cirka 250 bolag som SEB bevakar och har analys på. Den nuvarande värderingen om ca 17 är en historiskt hög nivå, i ett läge där konjunkturen är relativt mogen – men det finns alltid intressanta tillväxtmöjligheter.

Ränteinvesteringar

Splittrat i centralbanksvärlden

De senaste centralbanksbeskeden spretar, med fortsatta höjningar från den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed), samtidigt som den Europeiska Centralbanken (ECB) och Riksbanken ännu inte visar några tecken på brådska att börja strama åt penningpolitiken. Framöver vidgas skillnaderna i styrräntor än mer, samtidigt som ett måttligt inflationstryck begränsar uppgången i långräntorna.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Vid räntebeskedet i april senarelade Riksbanken prognosen för den första räntehöjningen till slutet av 2018. Vår inflationsprognos indikerar dock att tidpunkten kan komma att senareläggas ytterligare och att det dröjer till april 2019 innan räntan höjs. Senare under året höjs räntan ytterligare en gång så att reporäntan vid slutet av 2019 ligger på 0 procent. Givet vår prognos om att Riksbanken avvaktar med att höja räntan till 2019 och fortsätter att köpa mer obligationer än vad som emitteras kommer ränteskillnaden ("spreaden") mot tyska 10-åriga räntor vara fortsatt låg. Under nästa år tror vi dock att svenska räntor stiger mer än tyska, eftersom Riksbanken troligen höjer styrräntan lite tidigare än ECB. Vår prognos är att svensk 10-årsränta stiger från 0,68 procent idag, till 0,95 i slutet av 2018 och 1,70 i slutet av 2019.

Trots god tillväxt gör den sega inflationsuppgången att ECB:s normaliseringsprocess blir utdragen och något långsammare än vi tidigare väntat oss. Vi har därför också justerat ned prognosen för tyska 10-årsräntor till 0,80 respektive 1,30 procent vid slutet av 2018 och 2019. Vår bedömning är att nästa viktiga signal avseende slutfasen av obligationsköpen kommer i juli. Vi tror att man då förlänger de stödjande obligationsköpen en sista gång med tre månader, till slutet av 2018, och att köpen från och med oktober halveras till 15 miljarder euro per månad. Vi väntar oss att ECB då även kommunicerar att obligationsköpen därefter avslutas, men att förfall och kuponger återinvesteras. Man drar alltså inte tillbaka likviditet, vilket Federal Reserve (Fed) har börjat göra. Vår prognos är att ECB i juni 2019 tar ett första räntesteg och att depositräntan (bankernas inlåningsränta) då höjs med 0,15 procentenheter till -0,25 procent. Den första höjningen av styrräntan från 0 till 0,25 procent väntas i september 2019.

Gradvis högre inflation, ett ökat emissionsbehov efter en underfinansierad skattereform, samt Federal Reserves fortsatta bantning av balansräkningen talar för att amerikanska långräntor ska stiga. Inflationen stabiliserar sig kring målet på 2 procent och tillväxten börjar bromsa in försiktigt mot slutet av 2018. Med det som grund tror vi att Fed kommer att höja räntan ytterligare tre gånger i år, men att man nöjer sig med två höjningar 2019 och att styrräntan då är 3,0 procent. Den 10-åriga amerikanska statsräntan tror vi stiger gradvis till 3,15 respektive 3,20 i slutet av 2018 och 2019. Risken är dock att de stiger ännu mer.

Historiskt låga räntor gör att många traditionella ränteplaceringar, som obligationsfonder, idag ger mycket låg eller ingen avkastning. När marknadsräntor rör sig uppåt innebär det kursförluster för obligationer i allmänhet och för ränteplaceringar med lång löptid i synnerhet, eftersom de har större ränterisk.

Tillväxtmarknadsobligationer – EM Debt

Utsikterna är fortsatt goda för flertalet tillväxtekonomier (Emerging Markets – EM). Under 2018 har tillväxtmarknadsobligationer ("EM Debt") i lokal valuta också utvecklats väl relativt flera andra ränteplaceringar. Avkastningen är en kombination av högt ränteläge i många tillväxtländer samt en period av starkare EM-valutor, som ytterligare har bidragit till uppgången. EM Debt visade också god motståndskraft under marknadsturbulensen i februari-mars. Såväl aktier som räntor tappade då i kraft, medan EM Debt var ett av få tillgångslag som fortsatte att utvecklas väl. På sistone har dock EM-valutorna fallit tillbaka med stigande oro för valuta-utvecklingen.

Vi ser fortsatt viss potential för EM Debt i lokal valuta, men osäkerheten om främst valuta-utvecklingen framöver har ökat. Vi ser därför mindre möjlighet till extraavkastning via valuta-effekter.

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)-företagsobligationer med sämre kreditkvalitet.

Vi ser en större potential för företagsobligationer inom HY än IG, då HY-obligationer inte är lika känsliga för stigande obligationsräntor som IG-obligationer och HY-bolagens kreditkvalitet fortsätter att vara god. I ett historiskt perspektiv begränsas dock avkastningspotentialen även för HY, givet låga absoluta räntenivåer och snäva ränteskillnader mot statsobligationer.

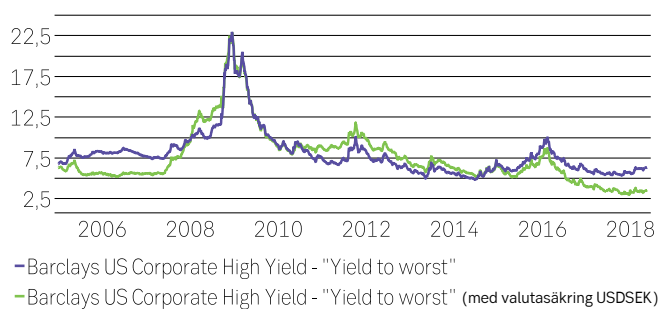
Kärninflation under Riksbankens prognos



Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

Kärninflation exklusive energi är dämpad. Nedgången i tjänsteinflationen fortsätter och även prisökningar på livsmedel dämpas i linje med utvecklingen i Europa. .

För en SEK-investerare gör kostnader för valuta-säkringar att avkastningen blir begränsad



Källa: Bloomberg/Macrobond

"Yield to worst" visar den effektivränta du som investerare får om samtliga obligationer löses på den dag de kan förtidslösas av emittenten. Efter justering för valutasäkringskostnader begränsas avkastningspotentialen tydligt. Givet dagens ränteskillnad mellan amerikanska och svenska räntor kostar hedgingen cirka 2 procent.

Alternativa investeringar

Förändrat marknadsläge – på gott och ont för hedgefonder

Om de finansiella marknaderna 2017 kom att präglas av ett osedvanligt lugn mätt i termer av volatilitet, har 2018 inledningsvis antagit en annorlunda riktning. Efter en inledande månad med påtaglig styrka exploderade formligen nyss nämnda volatilitet i samband med korrektionen runt månadsskiftet januari/februari. Marknaderna har visserligen stabiliserats under de senaste månaderna, men det är samtidigt uppenbart att vi har ett annorlunda marknadsläge idag än föregående år, något som med stor sannolikhet kommer att bestå.

Hedgefonder

Det var främst två faktorer som grusade maskineriet för hedgefonder under 2017. Först och främst det faktum att vi då hade, och i viss utsträckning fortfarande har, historiskt låga räntor. Den andra faktorn som saknades var volatiliteten på de finansiella marknaderna.

Den mest vedertagna vägen att läsa av volatilitet är via det amerikanska aktiemarknadsindexet S&P 500 som i termer av volatilitet har ett index benämnt VIX. Indexet noterades inte över 20 vid något enda tillfälle 2017, vilket i sig ger uttryck för ett osedvanligt stillsamt handelsår. Under det första kvartalet 2018 noterades VIX-index över 20 vid 27 tillfällen.

Om 2017 var ett osedvanligt stillsamt år kan vi tvivelsutan konstatera att 2018 har bjudit på ett nytt marknadsläge. Om volatiliteten var ett rekvisit som saknades för hedgefonder under föregående år, så borde väl allt nu vara frid och fröjd? Svaret är både ja och nej, eftersom alltför extrema och hastiga volatilitetsförändringar sällan är grundade i fundamentala investeringsbeslut utan snarare i rädsla. För vissa hedgefondstrategier kan detta trots allt vara hanterbart, men för andra kan denna typ av volatilitet också vara en nackdel.

Equity Long/Short

Trots att vissa av rörelserna på aktiemarknaderna under året varit extrema har Equity Long/Short-strategier lyckats hantera förutsättningarna någorlunda väl. Givet det faktum att de politiska risker vi sett tidigare under året har klingat av och att volatiliteten tycks bestå under förhållandevis kontrollerade former, ser vi fortsatt goda förutsättningar för Equity Long/Short att utvinna avkastning i aktiemarknaden. Om vår tro besannas kommer vi få se fundamentala prisavvikelser inte bara mellan enskilda bolag utan även mellan sektorer. Denna typ av rörelser brukar inte bara skapa investeringsmöjligheter utan även vara grogrund för en stabil riskjusterad avkastning.

Credit

Jakten på avkastning i lågräntevärlden har under de senaste åren drivit ner ränteskillnaderna mellan företagskrediter och statsobligationer till låga nivåer. Samtidigt är fundamentala faktorer såsom underliggande ekonomisk utveckling, belåningsnivåer och konkursfrekvens fortsatt stabila. Dock lär köpintresset från stimulerande centralbanker klinga av och sannolikheten för minskad efterfrågan på företagskrediter är relativt stor. Samtidigt kommer räntenivåer på många håll i världen att vara fortsatt låga ytterligare en tid trots att flertalet centralbanker signalerat att riktningen för styrräntor är uppåt. Givet detta är vi försiktigt positiva till förvaltare som försöker hitta avkastning i en fortsatt snäv kreditvärld.

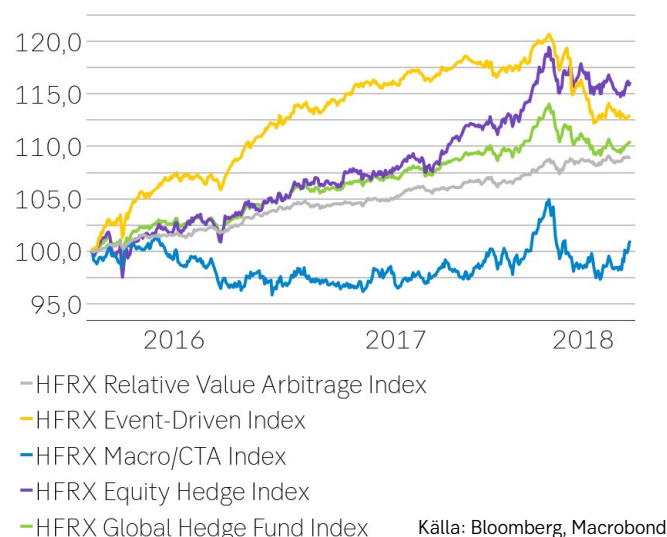
Event Driven

Den nyligen genomförda skattereformen i USA har onekligen satt sina spår på marknaden för företagsaffärer. Under det första kvartalet i år steg transaktionsvolymerna för företagsaffärer i USA med 67 procent jämfört med motsvarande period 2017. Det är självfallet goda nyheter för strategin Event Driven, då flertalet förvaltare har sitt största fokus inom denna delstrategi. Kopplat till resonemanget ovan kan dock detta vara en strategi som hämmas av hastiga volatilitetsökningar. Detta då den högre volatiliteten signalerar risk för att planerade företagsaffärer kan blåsas av, vilket oftast leder till sämre prisbild i de positioner som förvaltarna har tagit. Under förutsättning att volatiliteten förblir någorlunda kontrollerad så ser vi fortsatt goda möjligheter för strategin.

CTA/Makro

Efter en rekordstark utveckling för CTA-strategier under januari har tillvaron varit allt annat än lätthanterad de tre efterföljande månaderna. Slagigheten på aktiemarknaderna tillsammans kraftfulla och snabba valuta- och ränterörelser har pressat utvecklingen. Strategin är beroende av viss ut hållighet i rörelserna, något som inte varit fallet under våren.

Utveckling för breda hedgefondindex de senaste två åren



Hedgefondernas inledning av 2018 har präglats av den tilltagande volatiliteten i marknaden. Efter en stark inledning på året för samtliga strategier är utvecklingen mer splittrad under efterföljande månader.

Makroförvaltare har å andra sidan fått se något förbättrade förutsättningar. Förhållandevis tydliga och kommunikativa centralbanker tillsammans med avvikelser mellan regioner bör vara goda attribut för avkastning.

Råvaror

Högre oljepris, men OPEC+ i förarsätet

Sedan förra utgåvan av *Investment Outlook* har oljepriset stigit relativt mycket och handlas i dagsläget till cirka 75-80 USD per fat (Brentolja). Det är flera faktorer som ligger bakom uppgången och vår bedömning är att nivåer mellan 75 och 80 kommer att gälla under resten av året. För 2019 räknar vi med cirka 10 USD högre oljepris.

Vår prognos är en stabil global ekonomisk tillväxt även under 2019 med en stark ökning i oljeefterfrågan som följd. Produktion av amerikansk skifferolja kommer att växa kraftigt, men det kommer även efterfrågan att göra. Global efterfrågan på olja har varit ovanligt stark under inledningen av året. Under första kvartalet uppskattas efterfrågan ha ökat med 2,5 procent jämfört med motsvarande period 2017. Historisk tillväxt har legat på 1,3 procent. Både i Indien och Kina har efterfrågetillväxten legat mellan 6-9 procent under årets första månader. Vidare bidrog en ovanligt kall vinter i USA till att efterfrågan i landet steg till över 5 procent under kvartalet.

Oljepriset har sedan början av 2017 stöttats av OPEC+ samarbetet om utbudsbegränsningar (OPEC, Ryssland, Mexiko, Kazakstan, Oman, Azerbajjan, Brunei, Malaysia, Sudan, Sydsudan och Bahrain). Gruppen kontrollerar ca 56 procent av globalt utbud, så givet att de är överens och behov uppstår skulle ytterligare begränsningar kunna införas. Under mars i år låg produktionsbegränsningarna på cirka 1,9 miljoner fat

Oljeprisutvecklingen sedan 2014



Som framgår i grafen ovan har oljepriset stigit kraftigt sedan OPEC+ kom överens om produktionsbegränsningar i början av 2017. Vi räknar med att samarbetet kvarstår under resten av 2018 och 2019, även om begränsningarna sannolikt kommer att minska.

olja per dag, av vilka Saudiarabien, Ryssland, Kuwait UAE och Irak stod för 1,7 miljoner. Vi räknar med att OPEC+ gruppen kommer att kontrollera utbud- efterfrågesituationen under resten av innevarande år samt under 2019. Detta då helt slo-pade produktionsbegränsningar skulle leda till ökade globala oljelager och fallande pris, en situation gruppen vill undvika. OPEC+ har varit tydliga i sin kommunikation med att aktuella produktionsbegränsningar ska kvarstå till dess att OECD:s oljelager minskat till den femåriga genomsnittsnivån, vilken potentiellt nås under innevarande månad (maj 2018). De har samtidigt kommunicerat att de kommer ändå fortsätta att kontrollera marknaden och inte tillåta stigande oljelager.

Återinförda sanktioner av USA mot Iran har potential att mot slutet av innevarande år ha lett till en minskad oljeexport från landet med 0,5 miljoner fat per dag. Venezuela å sin sida producerar i dagsläget cirka 1,5 miljoner fat per dag, att jämföra med 2,4 miljoner fat under 2015. Om utbudet faller snabbare och mer än väntat i Venezuela och Iran är vår bedömning att OPEC+ anpassar utbudet för att nå en balanserad oljemarknad.

Den potentiellt största utmaningen för oljemarknaden vore om vi får en global recession under 2019, vilket inte ligger i våra aktuella prognoser. Vi skulle i ett sådant scenario få fallande efterfrågan i kombination med en kraftigt ökande skifferoljeproduktion i USA och ett OPEC+ som redan i utgångsläget har dragit ner på produktionen.

Det finns tyvärr också gott om geopolitiska risker med potential att förändra marknadsbalansen. Den politiska och ekonomiska situationen i Venezuela blir allt sämre och oljeproduktionen faller betydligt snabbare än vi tidigare räknat med. Återinförda amerikanska sanktioner mot Iran, Saudiarabiens konflikt med Yemen, oro för att USA:s införda sanktioner mot Ryssland ska påverka landets oljeexport och Libyens ökade politiska instabilitet har alla potential att påverka marknadsbalansen i oljemarknaden.

Valutor

Diffusa drivkrafter ger osäkra utsikter

Drivkrafterna på valutamarknaden skiljer sig åt mellan olika valutor. Traditionella krafter som ränteskillnader och förväntningar på penningpolitik gör sig ibland gällande, men är i flera fall satta ur spel. Oro för handelskrig eller annalkande recession tar ibland överhanden om än inte varaktigt. Räntehöjningar väntas bidra till att USD stärks i närtid men på lite sikt rör sig EUR/USD åter mot 1,25. Kronan har troligen bottnat ur efter en omotiverat stor försvagning. Apprecieringen härifrån går dock relativt långsamt eftersom Riksbanken fortsätter föra en extremt stimulerande penningpolitik.

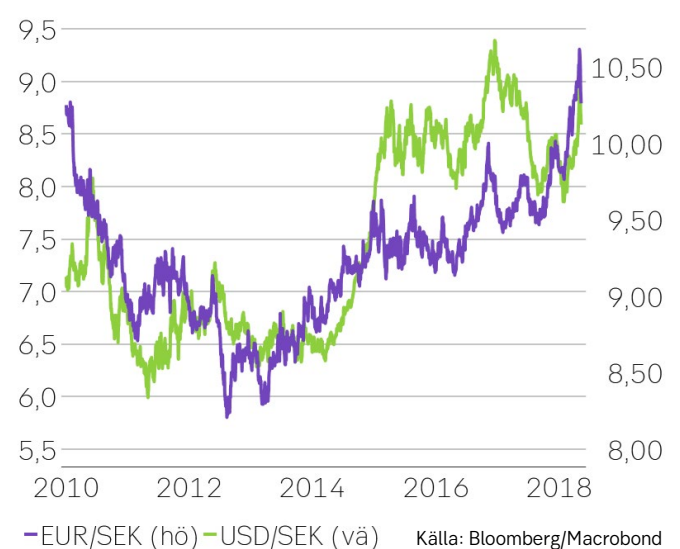
Stark USD endast temporärt fenomen

Trots fortsatt högre räntor i USA har dollarn haft svårt att ta igen nedgången mot euron under 2017. Först i april blev en återhämtning mer tydlig. Dollarn påverkas negativt när investerare minskar sin USD exponering i takt med att en mer stabil ekonomisk och politisk situation i eurozonen gör euron mer attraktiv som reservvaluta. Den senaste statistiken visar också en tydlig diversifiering till andra valutor som yen och pund. Även den kinesiska yuanen verkar locka till sig ökade kapitalinflöden. Men ränteskillnaderna mellan USD och EUR väntas bestå och det gör valutasäkringar av USD-intäkter dyra. I samklang med fortsatta amerikanska räntehöjningar fortsätter dollarn att handlas starkt och EUR/USD väntas nå 1,16 i sommar. När andra centralbanker inklusive ECB på lite sikt också påbörjar en normalisering av penningpolitiken, dvs räntehöjningar och/eller minskade stödköp av obligationer, tror vi att dessa krafter tillsammans med dollar negativa re-balanseringflöden åter gör sig gällande. Men EUR/USD rör sig inom intervallet 1,15-1,25 under lång tid framöver.

Brexit styr pundet

Bank of England (BOE) vill inte ha ett för svagt pund. Att Brexitparterna lyckats enas om villkoren för skilsmässan och om en nästan tvåårig övergångsperiod till den 31 december 2020 minskar risken för att Storbritannien ska lämna EU utan ett handelsavtal. Även om kniviga frågor som framtida handelsavtal och gränsförhållanden på Irland återstår, är det tydligt att framstegen har gynnat det undervärderade pundet. Trots fortsatta risker innebär vårt positiva grundscenari för utgången av förhandlingarna att vi räknar med ett starkare pund på sikt och EUR/GBP når 0,86 i slutet av 2018. Den närmaste tiden tror vi dock att pundet kan tyngas av att svag tillväxt och sjunkande inflation kommer att leda till att Bank of England inte levererar den räntehöjning man flaggat för.

Försiktig återhämtning väntas för kronan



Den svenska kronan handlas på krisnivåer trots en mycket stark konjunktur. Även om Riksbanken inte levererar en räntehöjning innan årsskiftet bör kronan av rena värderingsskäl vara mogen för en förstärkning i förhållande till dollarn och euron.

EM-valutor i både med- och motvind

Den senaste tidens prisrally för råvaror är positivt för många EM-länders valutor. Samtidigt har både Trumps handelsfientliga utspel och hot samt stigande amerikanska räntor satt käppar i hjulen för de flesta av dessa valutor. I en kontext av fortsatt stark global ekonomisk tillväxt och högre råvarupriser bör den höga räntan i flertalet EM-valutor locka investerare så länge som USA inte går alltför fort fram med räntehöjningar och USD stärks markant framöver.

Försiktig återhämtning för kronan

Den senaste tidens dramatiska försvagning av den svenska kronan har delvis drivits av säsongsmässiga SEK-negativa flöden kopplade till vårens börsutdelningar. Det beror på att utländska investerare inte nödvändigtvis återinvesterar hela utdelningen i kronor. Men kronkollapsen beror främst på att Riksbanken fortsätter med sin exceptionellt stimulerande penningpolitik och vid aprilmötet senarelades den första räntehöjningen ytterligare. Även om Riksbankens agerande inte talar för någon snabb återhämtning av kronan är nuvarande nivåer attraktiva och har historiskt endast förekommit i kris-tider. Trots risker i ekonomin är en isolerad svensk recession osannolik. Vi räknar därför med en försiktig återhämtning för kronan, även om SEK kan komma att ligga kvar på svaga nivåer länge. Vi tror att EUR/SEK når 9,95 vid slutet av 2018 för att sedan stärkas till 9,70 i slutet av 2019.

NOK omotiverat svag

Den norska kronan är undervärderad och vi ser flera underliggande motiv till en rörelse mot mer fundamentalt motiverade nivåer. Ekonomin har återhämtat sig påtagligt sedan oljeprisraset för några år sedan och trots låg inflation signalerar centralbanken en räntehöjning senare i år. Därmed förstärks den redan stora ränteskillnaden gentemot eurozonen och Sverige. Ett högre oljepris gör därtill att den norska staten inte behövde ta avkastningen på oljefonden i anspråk under inledningen av 2018, varför oljeintäkter återigen kan ge ett nettoinflöde till oljefonden som stärker kronen. Vår bedömning är att EUR/NOK faller till 9,30 mot andra halvan av 2018 och sedan vidare till 9,00 under 2019.

Valutaprognoser

Valutapar	Valutakurs	Förändring							
		Nu	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
EUR/USD	1,18	1,17	1,16	1,18	1,20	-1,2 %	-2,0 %	-0,3 %	1,4 %
EUR/SEK	10,29	10,20	10,15	9,95	9,90	-0,9 %	-1,3 %	-3,1 %	-3,8 %
USD/SEK	8,69	8,72	8,75	8,43	8,25	0,3 %	0,7 %	-3,0 %	-5,1 %
EUR/NOK	9,60	9,45	9,25	9,20	9,15	-1,6 %	-3,7 %	-4,2 %	-4,7 %
EUR/CHF	1,18	1,20	1,20	1,21	1,22	1,5 %	1,5 %	2,3 %	3,2 %
USD/JPY	110,2	110	111	110	108	-0,1 %	0,8 %	-0,1 %	-2,0 %
EUR/GBP	0,87	0,90	0,89	0,86	0,84	2,6 %	1,5 %	-2,0 %	-4,2 %
GBP/SEK	11,73	11,33	11,40	11,57	11,79	-3,4 %	-2,8 %	-1,4 %	0,5 %
USD/CNY	6,37	6,30	6,20	6,10	6,00	-1,1 %	-2,7 %	-4,2 %	-5,8 %

Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per den 16 maj 2018.

Be gärna om en kopia på aktuella valutaprognoser.

Tema – Indien

En färgstark tigerekonomi

Indien är ett fattigt land med en omfattande byråkrati och utbredd korruption, men sedan 1991 har trenden mot mindre ekonomiska regleringar och en mer tillväxtorienterad politik varit tydlig, det gäller inte minst under den sittande regeringen med premiärminister Narendra Modi i ledningen. Det finns alltid bedömare som menar att reformarbetet i Indien går för långsamt eller inte är omfattande nog, men trots allt är Indien nu världens snabbast växande ekonomi av signifikant storlek. Fascinerande nog pågår digitaliseringen i rasande takt med enorma effektivitetsförbättringar som följd, även i detta fattiga land. Aktiemarknaden är utvecklad – de 50 största börsbolagen har ett samlat börsvärde på motsvarande mer än 10 000 miljarder kronor. Internationella bolag investerar stort i Indien och landets egna sparare tror på den inhemska börsen. Vi ser också en lockelse i den indiska aktiemarknaden som erbjuder exponering både mot en hög inhemsk tillväxt och, via de internationellt framgångsrika konsultbolagen, den globala digitaliseringstrenden.

Är Indien "det nya Kina"?

Vid en investerarpresentation med VD för ett av Sveriges största verkstadsbolag kommenterade denna en fråga rörande Indien med att "givetvis finns vi i Indien även om det ännu är en relativt liten marknad, men vi växer och vi satsar. Det måste vi eftersom Indien är nästa Kina". Beskrivningen kan både avfärdas som fullständigt felaktig, då listan på avgörande skillnader kan göras lång och samtidigt visa sig vara mycket träffsäker ur det aktuella bolagets perspektiv.

Efter en djup ekonomisk kris stod Indien vid ett vägskäl 1991 och har sedan dess genomfört en rad omfattande ekonomiska reformer. Kina började 13 år tidigare, men bägge länderna har förändrat sin ekonomiska politik dramatiskt och de skördar idag stora framgångar tack vare detta. De två länderna håller också, som en direkt följd av tidigare reformer, den överlägset snabbaste tillväxten bland världens större ekonomier. Indien

ligger dock långt efter, med en köpkraftsjusterad BNP per capita på mindre än hälften av Kinas och en åttondel av USA:s (se tabell).

Utvecklingen kommer även framöver att skilja sig mycket från Kinas eftersom Indien är en demokrati och samhällsstrukturen även i övrigt är dramatiskt annorlunda. Ur ett företagsperspektiv ska det dock absolut inte uteslutas att de tillväxtmöjligheter som kommer att finnas under kommande decennium endast kan jämföras med de som funnits i Kina under de senaste 10-20 åren. Föga förvånande har utländska företags direktinvesteringar i Indien vuxit starkt de senaste decennierna och uppgick ifjol till drygt 60 miljarder dollar, en ökning med 75 procent på 5 år. Indien är inte "det nya Kina", men vi har full förståelse för att många företag resonerar i sådana termer och är inte förvånade över att de därav drar slutsatsen att detta är en intressant destination för sina investeringar.

Nationella nyckeltal

	Indien	USA	Kina
Befolkning, miljoner	1 330	328	1 400
Yta, t km ²	3 287	9 832	9 563
BNP, miljard USD	2 850	20 410	14 090
BNP/capita USD (PPP)	7 780	62 150	18 070
Andel urban befolkning	33	82	57

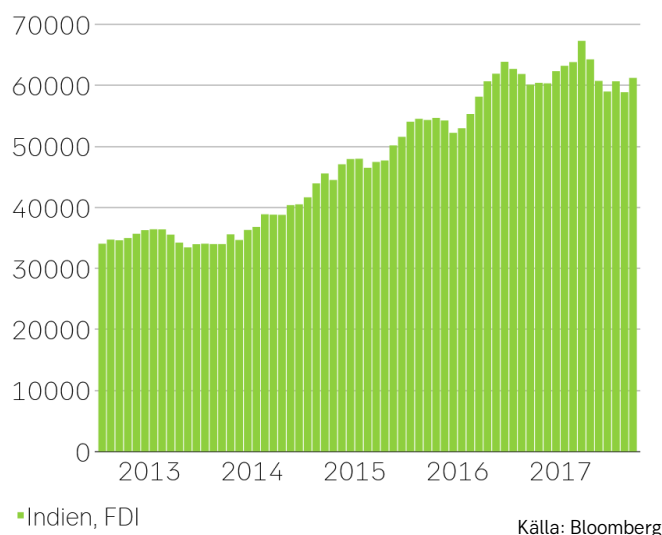
Källa: Världsbanken, IMF. PPP = köpkraftsjusterat.

Indien, makroekonomiska nyckeltal

	2018 P	2019 P
BNP-tillväxt	7,4 %	7,8 %
Inflation, KPI	5,0 %	5,0 %
Offentlig sektor, % av BNP	28	28
Budgetunderskott (just), % av BNP	6,5	6,5
Bytesbalans, % av BNP	-2,3	-2,1

Källa: IMF. P = prognos.

Internationella företag satsar stort i Indien



Diagrammet visar utländska direktinvesteringar i Indien i miljoner dollar på rullande 12-månadersbasis. FDI = Foreign Direct Investments. Internationella företag har ökat satsningarna i Indien stadigt och kraftigt de senaste decennierna. Bara de senaste 5 åren har de ökat med cirka 75 procent, trots en synbar avmattning efter valutareformen i slutet av 2016. Flera företag och tidiga indikatorer vittnar nu om en konjunkturrell ljusning generellt. Kommer detta även att sätta ytterligare fart på utländska direktinvesteringar i landet?

Tillväxten är hög och utvecklingen sker i rätt riktning från låg nivå

När ett land förbättras ifrån en så låg nivå kommer utvecklingen sannolikt alltid att kunna beskrivas som otillräcklig, men trenden är tydlig: Indien klättrade i år 22 platser till 100 i Världsbankens årliga undersökning av företagsklimatet i olika länder och BNP förväntas enligt IMF:s prognoser expandera med 7,4 procent i år för att därefter accelerera ytterligare till 7,8 procent 2019.

Fjölårets införande av en enhetlig nationell moms på varor och tjänster, Goods and Services Tax (GST) förväntas medföra dramatiska effektiviseringar för hela samhället. I kombination med valutareformen (läs mer på sidan 23) och ett flertal digitaliseringsinitiativ kan moms även förväntas bidra till omfattande förskjutning av ekonomisk aktivitet från den informella svarta sektorn till den formella. Förändringen ökar även transparensen i företagens kassaflöden för potentiella kreditgivare, vilket i kombination med att landet till slut nu även har fått en konkurslagstiftning påtagligt förbättrar möjligheterna för extern finansiering av små- och medelstora företag.

Samtidigt har nästan hela befolkningen fått personnummer sammankopplade med biometrisk identifikation. Statliga initiativ har även medfört att mer än 300 miljoner nya bankkonton för landets fattigaste har öppnats sedan 2014, och de flesta hushåll har idag ett bankkonto. Det har möjliggjort elektroniska utbetalningar av bidrag och subventioner direkt till de tilltänkta mottagarna, vilket medför enorma effektivitetsvinster. Besparingarna uppges hittills till cirka 20 procent av det totala värdet på utbetalningarna, och har sannolikt även minskat svinn och korruption längs vägen.

Trots detta kritiserar regeringen Modi för att inte ha levererat ekonomiska reformer i den takt som tidigare utlovats. Flera av reformerna är dessutom av sådan karaktär att de har haft negativa effekter på tillväxten initialt, även om de bör vara mycket positiva i ett mer långsiktigt perspektiv.

GST – den viktigaste reformen hittills?

Trump och Brexit till trots har den internationella trenden i många decennier varit att öppna upp för frihandel, exempelvis genom att skapa en "inre marknad" i Europa. De flesta nationalekonomer är överens om att frihandel är positivt för den ekonomiska tillväxten i såväl rika som fattiga länder. I det perspektivet stod Indien länge ut som en extrem avvika-re genom att inte ens bedriva frihandel inom nationen, med tullstationer mellan varje delstat. En nationell distribution av varor var i praktiken otänkbar för företag i landet då tidsåtgången och administrationen för handelsflöden mellan delstater var enorm. En genomsnittlig lastbil i Indien uppgavs endast spendera 40 procent av tiden med att köra, en stor del av arbetstiden försvann tidigare i köer vid inrikestillar. Under 2017 infördes istället en nationell moms, GST, som ersatte ett 30-tal gamla skatter och avgifter från delstatsregering och federal nivå.

Reformen framstår långsiktigt som en närmast given succé. Att skatter och återbäring ska betalas elektroniskt bör medföra effektivitetsvinster, förbättra transparensen och minska utrymmet för svinn och korruption. I praktiken innebär momssystemet även att det blir kostsamt och svårt för bolag i den formella ekonomin att handla med företag inom den informella ekonomin. Dessa tvingas bli vita eller sluta sälja till kunder i den vita sektorn. Skattereformen ska vara neutral gällande skattetrycket i landet, men förväntas ändå medföra ökade intäkter totalt som en följd av ökad följsamhet.

Reformen har inte varit smärtfri. Den har karaktäriserats av omfattande inkörningsproblem. Skattesatser har ändrats upprepade gånger, företag har haft svårt att hantera de digitala processerna och myndigheter har fått klagomål över sena återbetalningar.

Förenklade distributionsmöjligheter innebär att företag kan koncentrera lagerhållningen till färre platser i landet. Det kan få en negativ effekt på efterfrågan i ett mer kortsiktigt perspektiv när mängder av företag samtidigt minskar sina lager. En ännu mer kortsiktig effekt var också omvittnad från exempelvis finska Huhtamäki, det nordiska storbolag som har störst exponering mot den indiska marknaden. När GST infördes och skattesatserna upprepade gånger förändrades valde många av Huhtamäkis viktigaste kunder, exempelvis Hindustan Unilever och Nestle India, att tömma sina lager med förpackningar i väntan på klarhet vad gäller de nya priserna. Myndigheterna kräver nämligen att priserna ska vara förtryckta på förpackningarna. Detta i syfte att säkerställa att förtjänsterna från skattereformen ska komma befolkningen i alla delstater till del. I den senaste kvartalsrapporten uppgav Huhtamäki dock att tillväxten i Indien är tillbaka i god takt, 15 procent organiskt, och utsikterna för året beskrevs som mycket goda.

Infrastrukturen förbättras

Givetvis är det en stor fördel ur transport och logistikkostnadshänseende med elimineringen av inrikestullar, men detta är inte den enda förklaringen till undermåliga transporter i landet.

Mer än hälften av all konsumtion på landsbyggden och en tredjedel i städerna i Indien utgörs av livsmedel. Mat och dryck väger 46 procent i konsumentprisindex i landet och är ofta en avgörande faktor bakom inflationssvängningar. Prisförändringar på mat skapar tidvis stort missnöje bland allmänheten, såväl konsumenter som bönder. Exempelvis utbröt massiva protester bland konsumenterna mot höga lökpriser 2010. Missnöjet pyrde igen 2015, men krisen kunde då undvikas genom storskalig import. Ifjol och även i år är det istället bönderna som protesterar, nu mot låga lökpriser.

Enligt Raghuram Rajan, tidigare centralbankschef i Indien, ligger en viktig förklaring till Indiens återkommande matproblem i undermålig logistik, där en stor del av landets livsmedelsproduktion förfärs.

Infrastruktur är ett prioriterat område i Indien. Inom kort sätts spaden i marken för landets första snabbtågprojekt, den 51 mil långa sträckan mellan Mumbai och Ahmedabad. Det är symboliskt viktigt och förväntas korta ner restiden mellan de båda städerna från 8 till 2 timmar. Viktigare ur ett nationalekonomiskt perspektiv är att myndigheterna delar ut nya motorvägsprojekt motsvarande 20 kilometer per dag och takten ska ökas. Projekten finansieras med såväl privata, avgiftsbelagda vägar, som offentliga medel.

Även elektrifiering är prioriterat och i april i år proklamerade Narendra Modi att alla byar i Indien blivit elektrifierade. 2014 var 18 452 byar eller drygt 3 procent av det totala antalet fortfarande inte anslutna till elnätet. För att en by ska betraktas som elektrifierad räcker det dock med att 10 procent av hushållen samt alla viktiga offentliga lokaler som skolor och sjukhus är anslutna. Det finns fortfarande enormt stora förbättringsbehov.

Konkurser möjliggör kreditexpansion

Under den nuvarande regeringen har landet för första gången fått en konkurslagstiftning på plats. Det möjliggör för banker och andra kreditgivare att utkräva en finansiell rekonstruktion eller likvidering av misslyckade bolag. Vi ser det som en viktig förutsättning för en modernisering och framtida tillväxt för finanssektorn, men kortsiktigt har det även bidragit till ett ökat erkännande av kreditförluster bland bankerna.

De statskontrollerade bankerna lider av stora kreditförluster och problemlån, vilket gjort sektorn till årets förlorare på börsen. Utvecklingen är en fortsättning på de senaste årens svaga trend. På fem år har index för statsägda banker avkastat -5 procent samtidigt som börsen klättrat 95 procent. I tydlig kontrast har aktierna i de privata bankerna utvecklats starkt. De två största har utklassat börsen med uppgångar på ca 140 procent respektive 240 procent.

Kombinationen av den nya konkurslagstiftningen, extrem förbättring av transparens gällande kassaflöden till följd av GST

och ökande andel elektroniska betalningar samt användande av bankkonton kan förväntas förbättra risk- och kostnadskontrollen påtagligt för landets kreditinstitut. Det bör underlätta långivning till stora samhällsgrupper som hittills inte haft nämnvärd tillgång till krediter, exempelvis små- och medelstora företag samt hushåll. Samtidigt betyder förbättrad effektivitet och riskkontroll ökad marginalpress, vilket givet normala samband mellan pris och efterfrågan talar för en ökad efterfrågan på krediter. Det är upplagt för kreditexpansion i Indien, från en internationellt mycket låg nivå idag.

De statliga banker som historiskt har dominerat i Indien har fortfarande en sammanlagd marknadsandel på 55 procent vad gäller utlåningen. Den är i praktiken fokuserad mot en mindre grupp stora bolag. Total utlåning till små- och medelstora bolag i Indien motsvarar endast 10 procent av BNP och 15 procent av den totala utlåningen i landet, jämfört med 57 procent av BNP och 39 procent av den totala utlåningen i Kina. Totala bolån i Indien motsvarar endast 10 procent av BNP, jämfört med 26 procent i Kina och 68 procent i Storbritannien.

Stora kreditförluster och ineffektivitet talar för att statliga banker kommer att fortsätta tappa marknadsandelar framöver och att privata finansinstitut kommer att ta lejonparten av marknadstillväxten i tigerns förlovade land.

Biometrisk ID, digitala betalningar och valutareform

Mer än 1,2 miljarder indier har idag ett personnummer sammankopplat med fingeravtryck eller iris. Mobiltelefonpenetrationen är långt över 100 procent i städerna och 56 procent på landsbyggden. Nästan alla hushåll bedöms ha tillgång till ett bankkonto. Dessutom har ett flertal elektroniska betalningslösningar lanserats vilket stöds av myndigheterna. Grunden är lagd för ett enastående steg från fattigt jordbrukssamhälle till den moderna elektronikåldern vad gäller betalningar.

Den överraskande och kosta samma valutareformen i november 2016, där gamla sedlar över en natt ogiltigförklarades som betalningsmedel, framstår som misslyckad ur det initialt kommunicerade perspektivet. Eftersom 99 procent av alla stora sedlar (värda motsvarande 65 kronor respektive 130 kronor) växladades in till nya pengar är det svårt att se att värdeförstöringen för den svarta sektorn, vilket angavs som ett motiv för reformen, står i proportion till kostnaderna för ekonomin i form av BNP-tappet under de närmast efterföljande månaderna. En positiv bieffekt som myndigheterna också önskade stimulera genom åtgärden var dock att sätta fart på användandet av elektroniska betalningsalternativ, vilket också har blivit fallet.

Digitala betalningar har gott om utrymme att fortsätta öka. Endast 8 procent av privatkonsumtionen i Indien betalas idag elektroniskt, huvudsakligen med kort, jämfört med 92 procent i Sydkorea tack vare myndighetsinitiativ och 12 procent i Tyskland.

Walmart och Amazon ser framtiden i Indien

Även i e-handeln ligger Indien fortfarande långt bak. Endast 2 procent av detaljhandeln sker över internet och 10 procent av befolkningen handlar online, men hög mobiltelefonpe-

netration i kombination med god infrastruktur för elektroniska betalningar och en undermålig fysisk infrastruktur av butiker, om än kompletterad med utbredd gatuhandel, utgör en god grogrund för e-handel framöver.

Den slutsatsen är vi uppenbart inte ensamma om. De amerikanska detaljhandelsjättarna Walmart och Amazon har under en tid stridit om att köpa en kontrollpost i Indiens ledande e-handlare Flipkart. Nu ser Walmart ut att vinna budstriden och betalar 16 miljarder dollar för 77 procents ägarandel i bolaget.

En ung och växande befolkning

De flesta rika länder står inför betydande utmaningar att hantera en åldrande befolkning med en allt mindre andel i arbetsför ålder, som måste försörja allt fler pensionärer. Indien sitter i en helt annan sits med en ung befolkning med en medianålder på 28 år, jämfört med Kinas 37 år, EU:s 43 och Japans 47 år. Faktum är att av hela världens beräknade arbetskraftstillväxt (befolkning i arbetsför ålder) de kommande 10 åren förväntas 27 procent komma från Indien. Utmaningen blir istället att skapa tillräckligt många nya arbetsplatser och att utbilda denna framtida arbetskraft i tillräcklig omfattning.

Även när det gäller utbildning finns det fortsatt stora brister i Indien samtidigt som utvecklingen går i rätt riktning. Idag går i princip alla barn i skolan på låg- och mellanstadienivå, samt 75 procent i motsvarande högstadium- och gymnasienivå. Andelen analfabeter i åldersgruppen 15-24 har klart minskat de senaste decennierna.

Urbaniseringen har bara börjat

Endast en tredjedel av landets befolkning bor i städerna, jämfört med 57 procent i Kina och 82 procent i USA och skillnaden mellan stad och landsbygd är enorm. Stadsborna har i snitt 6 gånger högre inkomst än de på landsbygden i Indien. De spenderar endast 33 procent av hushållsbudgeten på mat jämfört med 58 procent för hushållen på landet, trots att de lägger en många gånger större andel av denna matbudget på paketerade varumärken. 74 procent av stadsborna använder internet, jämfört med 15 procent på landet, men den höga mobilpenetrationen i kombination med en starkt växande andel smarta telefoner talar för att detta gap kan minska framöver.

Samtidigt som urbaniseringen kommer från en internationellt låg nivå så finns det unika incitament för fortsatt urbanisering i Indien tack vare kastsystemet. I städerna finns ministrar, affärsmän och universitetsrektorer som i byarna aldrig skulle få annat än de sämsta jobben.

Politisk stabilitet, väljare med nya ekonomiska aspirationer

Indien är en extremt heterogen federation av vitt skilda delstater, folkslag, religioner och språkgrupper. Under nationens första decennier som självständig stat var hoten mot dess existens omfattande och slitningarna mellan olika grupperingar ofta nära inbördeskrig. Idag finns en stabiliserande kombination av omfattande regional självständighet och en gemensam

”indisk” identitet. Denna grundläggande stabilitet underlättar för politiker och väljare att fokusera på annat.

Ungdomar i städerna har idag helt andra aspirationer än tidigare generationer på landsbygden som suttit fast i kastsamhällets seder och bruk. Statsvetare har de senaste 5-10 åren sett ett tydligt mönster där städernas utbildade medelklass har börjat ställa betydligt högre krav på lag och ordning än vad väljarna gjort historiskt. En annan parallell utveckling som borgar för ett fortsatt tryck på politikerna att leverera tillväxtorienterade reformer är konkurrens mellan delstaterna och dess regeringar.

Regeringsval 2019

Nästa år är det regeringsval och det återstår att se om den sittande regeringen får förnyat förtroende. Flera viktiga reformer som genomförts de senaste åren har tyvärr haft karaktären av beska mediciner, kortsiktigt otrevliga men långsiktigt gynnsamma.

Undersökningar (baserad på federala och delstatliga val) pekar mot att väljarna, som till två tredjedelar fortfarande bor på landsbygden, är känsliga för kortsiktiga effekter på det egna välståndet och viktiga indikatorer att följa det närmaste året ur detta perspektiv blir därmed sådant som försäljningen av traktorer och tvåhjuliga fordon. En faktor utanför myndigheternas kontroll men som alltid har stor effekt på ekonomin är vädret, då fler än hälften av väljarna är jordbrukare. Den sittande regeringens bekämpning av den svarta marknaden, där en stor andel lågavlönade arbetar, är inte enbart positiv när folket går till val. De som förlorar sina jobb på grund av GST och digitalisering ser sannolikt inte utvecklingen som önskvärd.

Ur ett aktiemarknadsperspektiv utgör regeringsvalet nästa år en risk. Den sittande regeringens majoritet i underhuset har underlättat väsentligt för Modi att kunna genomföra svåra reformer som GST. Det är svårt att se hur situationen ska kunna förbättras ytterligare och alla förändringar innebär ett osäkerhetsmoment.

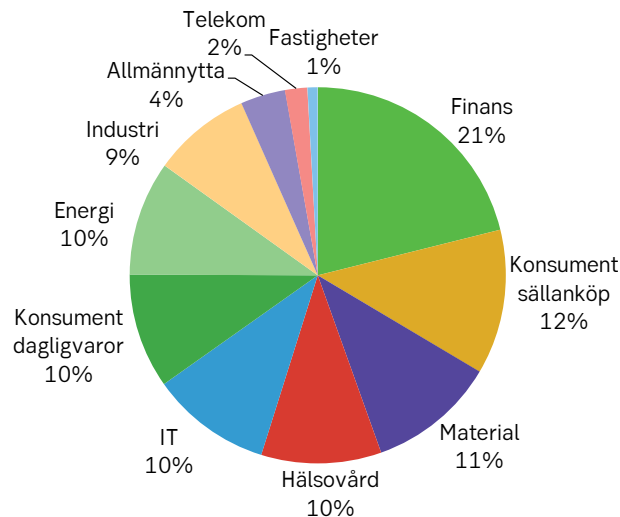
Kortsiktiga makroekonomiska utmaningar

En utmaning som inte går att bortse från för den indiska ekonomin är landets stora oljeberoende. Indiens kostnad för oljeimport tillhör de högsta i världen och ekonomin är därmed en stor förlorare på det senaste årets kraftiga oljeprisuppgång. Situationen blir särskilt besvärlig av att ekonomin redan karaktäriseras av underskott i både handeln med omvärlden och statsbudgeten.

Västerländsk börsstruktur och optimistiska småsparare

Den indiska börsen är stor och branschmässigt väldigt diversifierad. Det totala börsvärdet uppgår till motsvarande cirka 19 000 miljarder kronor, varav drygt hälften utgörs av de 50 största bolagen. Andelen råvaror, 10 procent energi och knappt 3 procent metaller och gruvor, är relativt låg för ett land på Indiens utvecklingsnivå, samtidigt som andelen IT och hälsovård påminner om mer utvecklade ekonomier.

Västerländsk börsstruktur med begränsad råvaru-exponering



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar börsvärdets fördelning per bransch för BSE 500, indexet över de 500 största indiska börsbolagen. Andelen råvaror, 10 procent energi (inklusive en stor andel raffinaderi- och petrokemirelaterad verksamhet) och knappt 3 procent metaller och gruvor (ingår i Material), är relativt låg för ett land på Indiens utvecklingsnivå, samtidigt som andelen IT och hälsovård påminner om mer utvecklade ekonomier.

För globala investerare är Indien dock fortsatt en lillputteekonomi. I det sannolikt mest använda globala börsindexet, MSCI All Country World Index, väger indiska aktier endast 1 procent, snarlikt Sverige och Brasilien, trots en mångdubbel större ekonomi och 18 procent av världsbefolkningen.

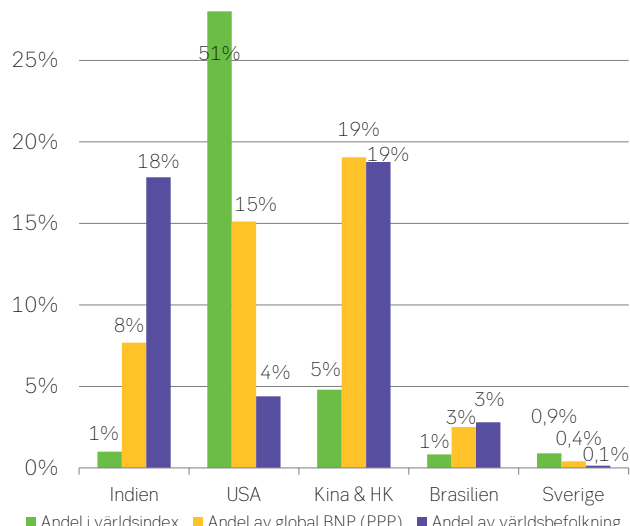
Indiska aktier har historiskt genererat en god avkastning, drivet av såväl vinsttillväxt som multipelexpansion. Värderingarna sticker inte ut i jämförelse med marknader som Sverige och USA även om multiplarna har expanderat de senaste fem åren. Vi finner inte värderingarna avskräckande, men inte heller lockande. Ett intressant inslag på den indiska aktiemarkanden är de internationellt framgångsrika IT-konsulterna, exempelvis Tata Consulting, Infosys, Wipro och HCL Technologies. Alla utom Tata värderas idag till lägre multiplar än index eftersom investerare numera föredrar bolag med exponering mot inhemsk privatkonsumtion, inte minst dagligvarubolag. De stora dagligvarubolagen värderas till P/E-tal på 50-70, vilket innebär att de redan intecknar en hel del framtida vinsttillväxt.

Utländska investerare har varit relativt njugga till indiska aktier och det viktigaste kapitalinflödet till landets aktiemarknad de senaste åren kommer istället från inhemska sparare via aktiefonder. Beror det ökade aktieintresset från den indiska allmänheten och förändrat sparbeteende – den traditionella sparformen guld tycks onekligen ha tappat i relativ attraktion – eller på att de tar ett mer långsiktigt perspektiv på de senaste årens ekonomiska reformer?

Högre vinsttillväxt väntar runt hörnet

Vinstutvecklingen för indiska börsbolag utklassade svenska och amerikanska 2007-2014, men har därefter tappat tempo i relativa termer och översatt till gemensam valuta har

Stor befolkning, medelstor ekonomi, liten del av börsvärlden

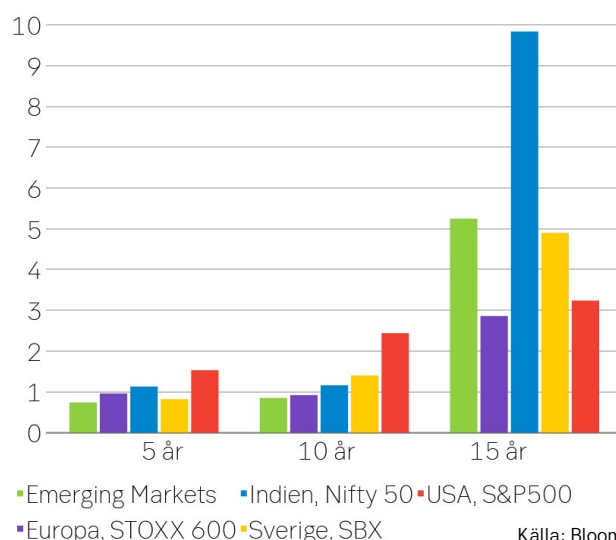


Källa: Bloomberg, IMF

Diagrammet visar Indiens andel av världens samlade befolkning och BNP, samt indiska aktiers samlade vikt i världsindex, MSCI All Country World Index och motsvarande siffror för USA, Sverige, Brasilien och Kina inklusive Hongkong per maj 2018. Notervärt är dock att Kinas börsvikt inom kort kommer att öka när kinesiska A-aktier börjar inkluderas i MSCI världsindex, läs mer på sidan 11.

amerikanska bolag haft en bättre vinstutveckling de senaste 11 åren, medan de indiska är marginellt bättre än de svenska över samma period. Intressant är dock att medan vinsterna som andel av BNP är på historiskt höga nivåer i USA, så är de relativt pressade i Indien. En real indisk BNP-tillväxt runt 7 procent med en inflation på 5 procent innebär en nominell BNP-tillväxt på 12 procent. Analytiker räknar i snitt med en aggregerad vinsttillväxt 2019 på cirka 20 procent och ytterligare 12 procent 2020 för de indiska börsbolagen. Några av världens mest välrenommerade investmentbanker ser klart högre vinsttillväxt än så 2020.

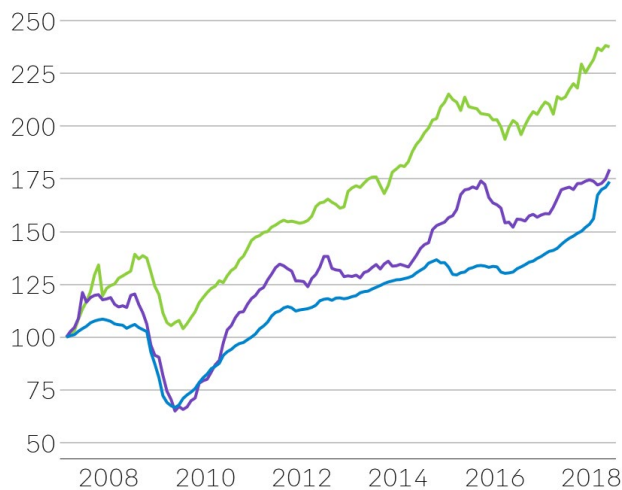
Indiska aktier har historiskt varit en god investering



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar totalavkastningen i svenska kronor till maj 2018, räknat på en investering över 5 år, 10 år respektive 15 år i aktier i Indien (Nifty 50 index), Sverige (SBX index), USA (S&P 500 index), och utvecklingsekonomier generellt (MSCI Emerging Markets index).

Dämpad vinsttillväxt sedan 2015, är det dags för en acceleration nu?



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar indexerade vinstprognoser för Indien (Nifty 50 index), USA (S&P 500 index) och Sverige (SBX index) i lokala valutor sedan 2007. Indiska bolag klarade finanskrisen relativt väl och har behållit ett visst försprång sedan dess, men på senare år har avståndet krympt och räknat i dollar har de amerikanska bolagens vinstutveckling nu gått om de indiska över den aktuella perioden. Vinsterna som andel av BNP är nu på den lägsta nivån på 14 år. Analytiker av den indiska aktiemarknaden tror dock på stora vinstlyft 2019 och 2020.

En rad ledande indikatorer liksom kommentarer från börsbolag pekar mot tydligt förbättrad ekonomisk aktivitet i Indien just nu, när de initiala negativa effekterna från GST och valutareformen klingar av.

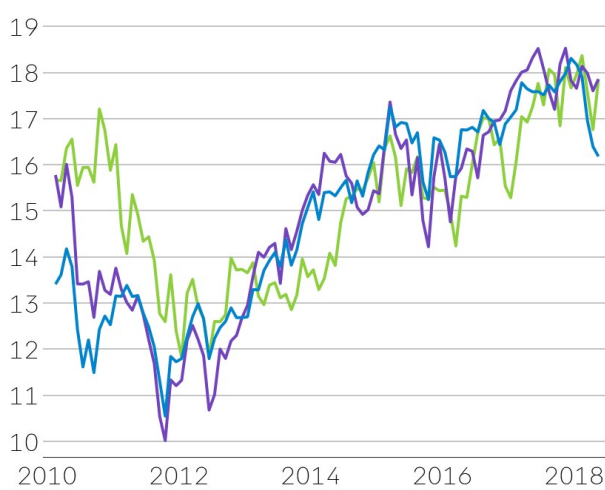
Det negativa i sammanhanget är att när förväntningarna redan är högt ställda för det närmaste året blir utrymmet för positiva överraskningar mer begränsat. På kort sikt tenderar överraskningar att vara en viktig drivkraft för aktiemarknaden.

Sammanfattning och slutsats

För många nordiska börsbolag bör Indien framstå som en sällsynt lovande och lockande geografi. Indien är den snabbast växande större ekonomin i världen och från en låg nivå utvecklas landet på många fronter åt rätt håll. Det finns en enorm förbättringspotential kvar, men redan vidtagna reformer kan förväntas hjälpa ekonomin att fortsätta växa starkt under lång tid framöver.

Den indiska aktiemarknaden framstår därmed som långsiktigt attraktiv, trots att värderingen redan intecknar en relativt god vinstutveckling det närmaste året. Tydliga riskmoment är landets negativa exponering mot det högre oljepriset samt det förestående regeringsvalet 2019. Potentialen på lång sikt är svindlande, men utmaningarna betydande och risken är relativt hög.

Något högre värdering än historiskt, men den är inte extrem jämfört med andra marknader



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar P/E-talet för den indiska aktiemarknaden (Nifty 50 index) jämfört med Stockholmsbörsen (SBX index) och USA (S&P 500 Index). Värderingen är relativt hög i ett närhistoriskt perspektiv, men inte extrem i en internationell jämförelse. Indiska aktier tenderar att värderas högre än många andra utvecklingsekonomier.

Denna rapport publicerades den 28 maj 2018.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 21 maj 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