

september 2018

Investment Outlook

Innehåll

03	Innehåll
04	Inledning Splittrad syn på konjunkturen
05	Tillgångsslagsfördelning
06	Risknyttjande och allokering
07-09	Tema – Konjunkturcykeln och marknadscykeln En mer defensiv strömning hittills under 2018
10-11	Marknadssyn – makro Uthållig tillväxt trotsar politiska risker
12-13	Globala aktier Fortsatt starka bolagsrapporter, men politisk oro lägger sordin på stämningen
14-16	Nordiska aktier En ny verklighet framöver?
17-18	Ränteinvesteringar Utmanande miljö för ränteinvesteringar
19-20	Alternativa investeringar Svårtolkad kristallkula hjälper och stjälper Oljepris kring nuvarande nivåer resten av 2018
21-22	Valutor Förändringar i riskapitet ger stora valutarörelser
23	Kontaktinformation

Inledning

Splittrad syn på konjunkturen

I de två senaste utgåvorna av *Investment Outlook* har vi poängterat att vi befinner oss i den senare delen av konjunkturcykeln. Vi räknade med att det skulle resultera i ökad skakighet och mindre risktolerans bland investerare. Trots detta behöll vi vår rekommendation om en övervikt mot aktier och krediter.

Under sommarperioden minskade riskaptiten under den första delen och det motsatta under den senare delen. Investerare har sedan januari i år successivt omfördelat portföljerna mot ett högre inslag av defensiva tillgångar. Denna strömning har skett gradvis och under ordnade former, till skillnad från det mer dramatiska riskaptitfallet vid årsskiftet 2015/16. Den gången fanns det en stor oro för att konjunkturen höll på att svikta och vi hade dessutom ett extremt lågt oljepris som pressade delar av företagssektorn och vissa oljeproducerande länder.

Idag har vi en helt annorlunda situation. Den globala tillväxttakten är god, inflationen har sakta tagit sig tillbaka till mer önskvärda nivåer och den senaste rapportsäsongen var mycket stark. Trots detta rör sig aktie- och räntemarknaden sidledes, beräknat i lokala valutor. Således finns det andra krafter som dämpar riskviljan. Här hittar vi störande variabler såsom allt fler tecken på att vi är i den senare fasen av konjunkturförloppet, en mer ojämn utveckling både när det gäller tillväxten i världen och utvecklingen för olika delar av kapitalmarknaden, handelskonflikter och den amerikanska centralbanken som rör sig mot en mindre stimulativ politik med bland annat högre ränta.

Vi har därför för första gången på länge valt att minska vårt risknyttjande till en neutral nivå. Vi är fortsatt strukturellt positiva, men taktiskt mer försiktiga. Ekvationen är tämligen komplicerad. Därför väljer vi att göra en särskild fördjupning i temat "*Konjunkturcykeln och marknadscykeln*", men framför allt dess påverkan på tillgångsmarknaderna och vår syn på var vi befinner oss.

En viktig ståndpunkt för att ha en optimistisk eller en försiktig syn på framtiden handlar om bedömningen om hur mycket kraft det finns kvar i konjunkturen, både vad gäller styrka och livslängd. Förlängs den starka konjunkturfasen kan den defensiva strömningen reverseras och vid det motsatta fortsätter den nuvarande utvecklingen mot en mer försiktig hållning bland investerare.

Med hopp om intressant läsning,

Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
Investment Strategy

Tillgångsslagsfördelning

Vi är numera neutralviktade i aktier i förhållande till räntebärande och alternativa placeringar. Vi har under året successivt minskat aktieandelen, som en följd av att vi är i den sencykliska fasen av konjunkturcykeln. Vi är dock fortfarande strategiskt positiva till att ha risk i portföljerna. Den senaste justeringen till en neutral position innehåller dessutom tydliga taktiska argument som mer kortsiktigt gör att vi hamnar på en neutral risknivå. Dessa strategiska och taktiska faktorer behandlas i både avsnittet "Risknyttjande och allokering" på nästa sida samt i temat "Konjunkturcykeln och marknadscykeln".

Aktier

- Trots handelskrig, fallande råvarupriser, stark dollar och tillväxtmarknadsoro är världsindex i stort sett oförändrat i lokal valuta sedan i juni och upp cirka 5 procent i svenska kronor.
- Den amerikanska rapportperioden imponerar med vinstuppgångar kring 25 procent och försäljningsuppgångar kring 10 procent. Lägre, men goda tal, i resten av världen.
- Värderingen är därmed lägre, vilket är normalt i den senare delen av konjunkturcykeln.
- Mycket stor avkastningsskillnad mellan sektorer, regioner och länder – den kommer att kvarstå.
- Företag kan höja priser för att kompensera för inflationspress i deras egna kostnader.
- Värderingen av kinesiska aktier är historiskt låg på grund av handelskrig, svagare ekonomisk data samt lite stramare kreditgivning.
- Fortsatt högre förväntad avkastning för aktier än andra tillgångsslag, drivet av goda utsikter för företagets vinstutveckling
- Vi väntar oss högre volatilitet än under de senaste två årens relativa lugn.

Räntebärande placeringar

- Försiktig normalisering av penningpolitiken har inletts.
- Den ekonomiska utvecklingen i USA ger fortsatt stöd till Federal Reserves planerade styrräntehöjningar.
- ECB bantar obligationsköpen men räntehöjningen dröjer.
- Handelskrig och USD-styrka skapar oro kring ränteplaceringar på tillväxtmarknader.

Alternativa investeringar

- Årets inledande volatilitet avtog något under sommaren.
- Handelskrig och starka kvartalsrapporter skapar utvecklingsskillnader inom och mellan tillgångsslag.
- Event Driven-strategier har fortsatt att gynnas av en rekordstark marknad för företagsaffärer.
- Fortsatt relativt trendlös och svårmanövrerad marknad för CTA-strategier.

Den svenska aktieportföljen är som vanligt dominerad av aktiespecifika risker. Den globala aktieportföljen har fortfarande en viss överexponering mot exempelvis teknologisektorn medan de regionala avvikelserna är mindre än normalt. Krediter med kort löptid dominerar ränteportföljerna om än i mindre omfattning än tidigare, medan alternativdelen karaktäriseras av en bred och relativt defensiv hedgefondportfölj.

Utvecklingen för MSCI AC World aktieindex



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar avkastningen för det breda globala aktieindexet MSCI AC World inklusive utdelningar, beräknat i SEK sedan 1995. Uppgången sedan 2009 är en av de längsta i historien.

Förväntad avkastning kommande 12 mån

Aktier	Avkastning	Risk
Globala aktier	6,7	11,8
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	9,0	13,8
Svenska aktier	8,5	11,7
Räntebärande placeringar	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-2,6	1,5
Företagsobligationer Investment Grade (Europa)	0,2	2,9
Företagsobligationer High Yield (Europa)	2,7	5,1
Emerging Market Debt (lokal valuta)	5,7	11,5
Alternativa investeringar	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5	6,0
Råvaror	2,4	10,0

Källa: SEB

Risknyttjande & allokering

I början av augusti beslutade vi att minska risken till en neutral nivå. Beslutet grundades på kombinationen av sencyklisk fas, ingen ytterligare acceleration av tillväxttakten i världen, en stark rapportperiod med god respons i aktiemarknaden samt en hel del störningsmoment såsom handelskrig och oro i flera tillväxtmarknader. Även det faktum att vi redan har fått bra utväxling tidigare under året genom att ha en offensiv riskbudget med bland annat övervikt mot aktier bidrog till beslutet. Till viss mån är det också taktiskt grundat, då vi nu går in i en period där det är relativt tyst från företagen tills rapporterna för det tredje kvartalet börjar publiceras. Vi bedömer också att det finns en viss risk för temporära besvikelser kopplade till ekonomisk statistik. Vi har alltså en neutral risknivå trots att globala investeringar fått fart samt att tillväxttakten är så pass hög att sannolikheten för recession får ses som fortsatt mycket låg.

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

Tillväxt och vinster

Ledande indikatorer fortsätter att tappa fart. Det är helt i linje med en stabil tillväxttakt strax under 4 procent realt (med avdrag för inflation) och kring 6 procent nominellt. Detta var väntat och ändrar inte vår prognos om en tillväxttakt i världen runt 4 procent för detta och nästa år. Inflationen har stigit men förväntas plana ut kring 2 procent.

Den globala vinstutvecklingen är stark, över 10 procent, och drivs av USA via god tillväxt och en skattereform som ger extra bränsle. 2019 väntas vinsterna stiga med strax under 10 procent och fördelningen mellan regionerna förväntas också bli jämnare.

Centralbanker

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) höjer styrräntan 3-4 gånger i år och ytterligare några gånger 2019. Feds balansräkning krymps också med cirka 40 mdr USD per månad. Framåt årsskiftet förväntar vi oss att ECB slutar stöd-köpa obligationer medan första räntehöjningen är planerad först till nästa sommar. I Sverige närmar vi oss en räntehöjning om majoriteten av Riksbankens direktion får bestämma, men vi ser en sannolikhet för att höjningen dröjer till april nästa år på grund av den låga underliggande inflationen. Sammantaget kommer världen fortsätta att verka i en miljö med expansiv penningpolitik, men sakta men säkert kommer denna kraft att avta och centralbankernas politik normaliseras.

Värdering

Mäter man avkastningen i annan valuta än svenska kronor har utvecklingen i år varit mager medan vinsterna är starka. Det innebär att värderingar modererats vilket är normalt i den sencykliska fasen. Detsamma gäller för räntemarknaden

där räntor sakta stiger och kreditspreadar (ränteskillnader) vidgas eller håller sig intakta. Prissättningen är fortfarande hög i förhållande till det historiska snittet och är en effekt av det låga ränteläget. Blir konjunkturen mer seglivad än vissa befarar kan dagens prissättning mycket väl bestå och börserna utvecklas vidare i linje med företagens vinster.

Riskaptit och positionering

Investerare har sakta men säkert blivit mer försiktiga, vilket har gjort att riskaptiten fallit tillbaka och positioneringssignalen förbättrats. Om konjunkturen bli mer utdragen än förväntat kan riskaptiten öka medan det motsatta kommer att gälla om konjunkturen ger vika.

Förväntad avkastning

Vi har förväntningar om fortsatt positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag de kommande 12 månaderna, undantaget traditionella ränteplaceringar. Dessa förväntade avkastningar är lägre än de historiska snitten, medan risken är oförändrad. Aktier är fortfarande i topp och statsobligationer i botten. Denna prognos är beroende av att vår positiva och utdragna konjunktursyn infrias.

Exempel på risker

En lågkonjunktur skulle i vanlig ordning slå hårt mot börser och kreditmarknader, men recessionsrisken är låg. Värderingar är höga ur ett historiskt perspektiv även om de förbättrats under året. Den positiva kraften från centralbankernas stora likviditetsinjektioner och rekordlåga styrräntor förväntas successivt normaliseras, vilket medför att en stor "subventionerande" kraft avtar. Överraskande uppgång i inflationen skulle pressa upp räntorna och öka kostnaden för de stora skulder som finns i världen. Ett fullskaligt handelskrig skulle kunna slå hårt mot såväl tillväxten som investeringscykeln och annat via indirekta effekter. Geopolitisk osäkerhet och Brexit kan skapa problem liksom tendensen att svagare kort synas, t ex Turkiets och Italiens finansieringsbehov.

Tema – Konjunkturcykeln och marknadscykeln

En mer defensiv strömning hittills under 2018

Med undantag för en mycket stark januarimånad har 2018 karaktäriserats av en avvaktande och successivt mer försiktig hållning bland investerare. Det står i stark kontrast till perioden dessförinnan, från februari 2016 till utgången av 2017. Det var en period med stigande tillväxt och vinster, samt mycket stimulerande centralbanker. Dessutom var startläget pressat, oljepriset var extremt lågt och investerare djupt oroade för den svaga tillväxten. Sammantaget blev det en bra mix för alla typer av tillgångsmarknader som hade en mycket stark utveckling, där riskaptiten och värderingen nådde höga höjder. Cykliska sektorer och tillväxtsektorer var vinnarna.

Under inledningen av 2018 förändrades sakta men säkert denna utveckling, trots att tillväxttakten i år har varit högre än på länge och vinsterna har stigit kraftigt. I princip har aktie-, kredit- och räntemarknaderna trampat vatten under året. Det gäller stora globala index mätta i lokal valuta eller i exempelvis euro eller dollar. Mätt i svenska kronor blir utvecklingen mycket bättre med anledning av den svaga kronan. Under ytan är bilden mer splittrad och om vi tar aktiemarknaden som exempel har amerikanska aktier fortsatt att stiga, medan tillväxtmarknader med Kina i spetsen tappat rejält. Europabörserna har rört sig sidledes. På sektornivå är det teknologi och defensiva sektorer, t ex läkemedelsaktier, som utvecklats bäst, medan cykliska sektorer och finanssektorn har haft det motigare.

Varför får vi denna riskaversion och flöden till mer defensiva placeringar när både tillväxten och vinsterna är så starka?

Flera klassiska ekonomiska indikatorer gör investerare försiktiga

I den sencykliska fasen är tillväxten i regel hög och inflationen tilltar, vilket får centralbanker att strama åt. Eftersom kapitalmarknaden är framåtblickande tilltar skakigheten i regel eftersom investerare redan förbereder sig för nästa fas – nedgångsfasen.

De flesta indikatorer som används för att försöka uppskatta var i konjunkturcykeln vi befinner oss fokuserar på USA. Det beror på att det är den största ekonomin och att den ofta ligger före övriga regioner i konjunkturförloppet.

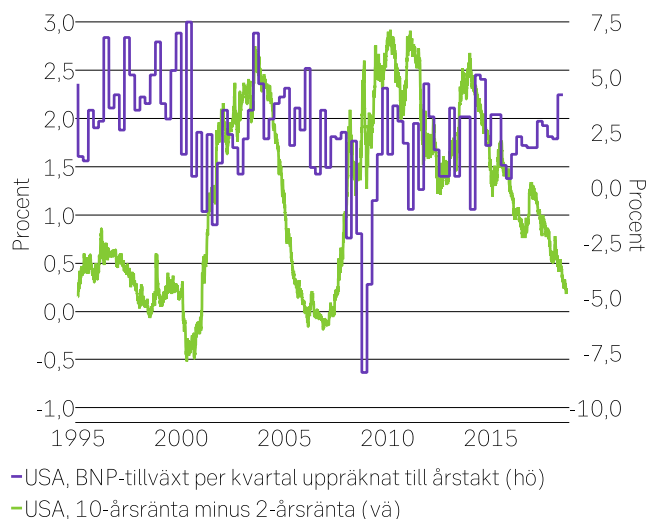
Konjunkturfas	Tillväxt	Inflation	Bästa tillgångsklass	Bästa aktiesektor
Fas I Stabilisering	↓	↓	Obligationer	Defensiv tillväxt
Fas II Återhämtning	↑	↓	Aktier	Cyklisk tillväxt
Fas III Expansion	↑	↑	Råvaror/Aktier	Cyklisk "value"
Fas IV Nedgång	↓	↑	Kassa	Defensiv "value"

Tabellen visar en konjunkturcykelmodell och anger vilka tillgångsslag som normalt hävdar sig bäst i de olika faserna. 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. Vi befinner oss nu i den senare delen av Fas III - Expansion.

Tre exempel på indikatorer som kan användas för att avläsa var vi är i konjunkturcykeln:

1. **När korta räntor blir högre än långa** (en så kallad negativ yieldkurva). Standardberäkningen är att ta den 10-åriga minus den 2-åriga statsräntan. Tanken är att metoden ska indikera när centralbanken har höjt räntan för mycket och därigenom bromsat in ekonomin i en lågkonjunktur. Detta har varit en bra indikator, men det tar i regel upp till 20 månader innan signalen följs av en recession. Idag är yieldkurvan svagt positiv och de långa räntorna nedpressade av centralbankens stödköp. Se bilden uppe till vänster på nästa sida.

Amerikansk räntekurva och BNP-tillväxttakt



Källa: Macrobond

Den gröna kurvan visar differensen mellan en 10-årig och 2-årig amerikansk statsobligationsränta. När den korta räntan blir högre än den långa räntan har i regel tillväxttakten fallit och recessionsrisken ökat, vilket den lila kurvan visar.

- Arbetslöshetsnivån** – en annan bra indikator. I USA har en historiskt kritisk nivå varit en arbetslöshet kring 4 procent, dvs dagens nivå. Man kan ändå ifrågasätta signalvärdet denna gång, eftersom andelen människor som anses stå till arbetsmarknadens förfogande, den så kallade deltagandegraden, är ovanligt låg. Det innebär att det finns en stor grupp människor i USA som skulle kunna söka arbete, men som hittills avstått från att göra det. Se bilden ovan till höger.
- Räntehöjningar.** En tredje indikator är att när den amerikanska centralbanken har börjat höja räntan har man ofta inte slutat förrän det antingen blir en konjunkturnedgång eller det har skapats stress i det finansiella systemet. Det är svårt att ange en given riktnivå för att denna typ av skeenden, men vi kan konstatera att styrräntnivån än så länge är beskedlig.

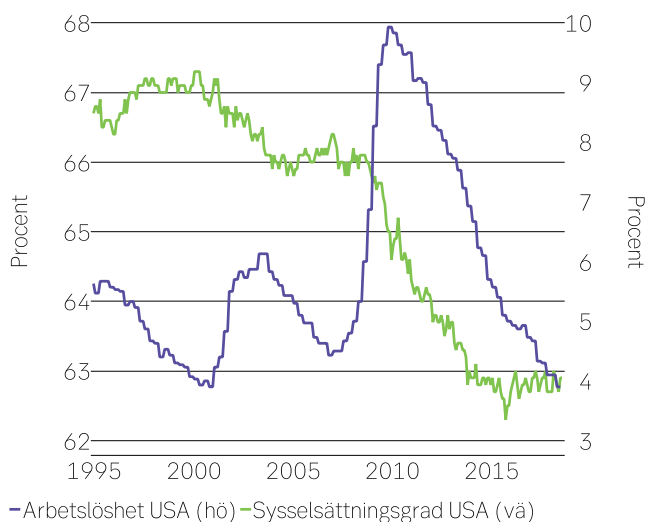
Ovanstående visar tydliga ekonomiska signaler som indikerar att vi är i den sencykliska fasen av konjunkturcykeln.

Kapitalmarknaden sänder också nervösa sencykliska signaler

Enligt skolboken ska det även gå att utläsa ur kapitalmarknaden vad som ska hända med konjunkturen, eftersom den effektivt ska prissätta nutid och trolig framtid.

Årets omallokering i marknaden mot tillgångar som är mer defensiva skulle därför kunna tolkas som att vi närmar oss nedgångsfasen. Graferna på nästa sida visar hur den amerikanska tillväxttakten har böjats fram och tillbaka sedan 2006 och hur olika tillgångsklasser har uppfört sig under dessa perioder. I enlighet med detta mönster indikerar tillgångssla-

Amerikansk arbetslöshetsnivå och sysselsättningsgrad



Källa: Macrobond

Den lila kurvan visar amerikansk arbetslöshetsnivå och när den närmar sig 4 procent ofta ökar risken för lågkonjunktur. Den gröna linjen visar andelen personer i arbetsför ålder som ställer sig till arbetsmarknadens förfogande.

gens avkastningar att BNP-tillväxttakten bör avta eftersom defensiva investeringar hävdade sig väl under 2018. I enlighet med konjunkturfas III stiger fortfarande börsen, men det drivs av teknologi/defensiva sektorer medan cykliska sektorer släpar efter. Vidare har även företagsobligationsavkastningen börjat bromsas upp.

Ett annat vanligt beteende i denna konjunkturfas är att investerare blir mer selektiva och medvetet undviker vissa risker helt och hållet. Vi ser sådana tecken idag exempelvis inom tillväxtmarknader, via att medel flödat ut från aktieinvesteringar i exempelvis Turkiet, Argentina och Kina, men även ur italienska statsobligationer.

När risktagandet minskar kräver de investerare som är kvar betydligt högre kompensation, exempelvis via högre ränta på obligationer eller lägre börsvärdering. Det kan leda till spridningseffekter och kriser.

En alternativ tolkning

Både konjunktursignalerna och kapitalmarknaden sänder alltså budskapet att vi är i den sencykliska fasen av en konjunkturcykel. Vi delar denna uppfattning. Är det då inte bara att bita i det sura äpplet och bli utpräglat defensiv i sina investeringar?

Svaret är nej, då denna fas kan ha olika profil och längd beroende på exempelvis hur länge konjunkturen redan har varat, hur aggressiva räntehöjningar centralbankerna förväntas genomföra, hur hög skuldsättning det är i systemet och hur många andra störande faktorer det finns som kan skaka om investerare och företagens beslutfattare till att bli mer försiktiga med en svagare ekonomisk utveckling som följd.

I regel blir det bara riktigt besvärligt vid tre specifika tillfällen:

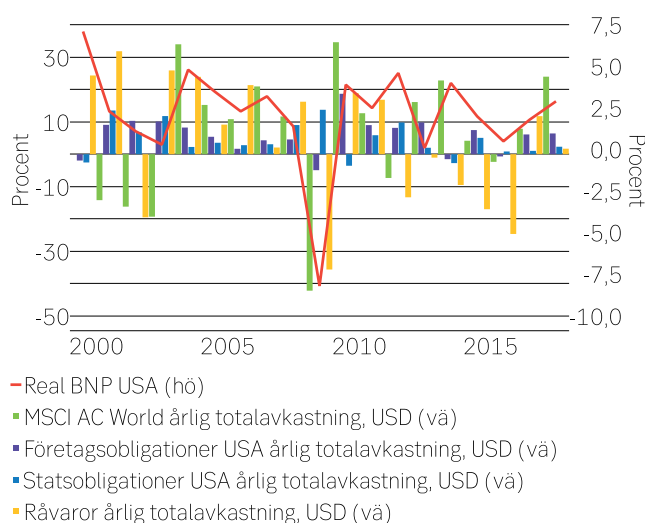
1. **Recession**, som vi fortsatt sätter en låg sannolikhet för
2. **Finanskris** – även här sätter vi en låg sannolikhet
3. När en **värderingsbubbla** punkteras. Detta är alltid ett svårbedömt alternativ då bubblor kan finnas väldigt länge innan de brister. Ofta sker det i samband med att centralbanker höjer sina styrräntor och därmed höjer priset på finansiering. Den risken ökar i den sencykliska fas som vi nu befinner oss i.

Vår tolkning av förutsättningarna och prognosen för den framtida utvecklingen är att det finns goda skäl till att konjunkturuppgången kan bli mer uthållig än många är oroliga för. Ledande ekonomiska indikatorer är på väg nedåt, men det är värt att notera att de fortsatt är på höga nivåer och att den rådande tillväxttakten i världen också är det. Därmed är styrfarten god och det gör att det med detta argument är svårt att rekommendera en utpräglat defensiv hållning annat än ur ett taktiskt perspektiv. Så trots att konjunkturuppgången pågått länge och det är rimligt att förvänta sig allt mindre stöd från centralbankerna finns det alltså kraft kvar i konjunkturen. Kom också ihåg att vi kom från en rejäl krasch för 10 år sedan och att det tog lång tid innan tillväxten tog riktig fart.

Slutsats – kraft kvar i konjunkturen

- Vi är i den senare delen av konjunkturcykeln och därför bör vår genomsnittliga risknivå i portföljerna vara lägre än tidigare. Den sencykliska fasen är besvärlig då det är under den perioden som trenderna till slut vänder.
- Det är rimligt att förvänta sig en högre volatilitet och att marknaden fortsatt är känslig för besvikelser och svårbedömda risker. Vi är beredda på att riskaptiten pendlar kraftigt.
- Vi behöver nog utvärdera signaler från kapitalmarknaden, som ofta spårar upp problem innan de syns i ekonomisk statistik. I regel börjar tecknen synas i kreditmarknaden innan de smittar till aktiemarknaden.
- Det är för tidigt att rekommendera en rent defensiv hållning med argumentet att flera historiska indikatorer har närmat sig nivåer där de tidigare signalerat att vi riskerar att stå inför en svag period.
- Det också värt att poängtera att en del av den minskade riskaptiten är en effekt av vad som hände på finansmarknaderna under den föregående perioden, som kulminerade strax efter årsskiftet 2017/2018. Kortsiktigt blev riskaptiten helt enkelt för hög.
- Läs gärna mer om våra rekommendationer under avsnittet *Risknyttjande & allokering* på sidan 6, där vi ytterligare motiverar varför vi för första gången på länge har neutraliserat risknivån, men också förklarar att detta beslut inkluderar taktiska (mer kortsiktiga) överväganden. På medellång sikt är vi fortfarande positiva till börs och kreditmarknad.

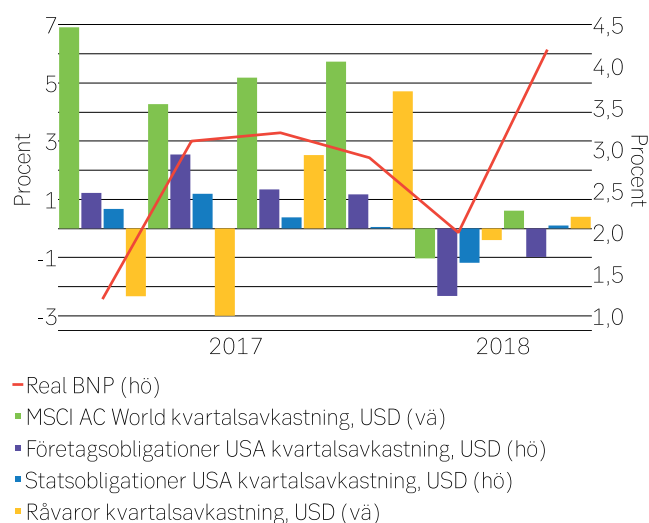
Amerikansk BNP-tillväxttakt och avkastning årsvis i USD för olika tillgångsslag



Källa: Bloomberg/Macrobond

Linjen visar amerikansk BNP-tillväxttakt i årstakt samt staplar som visar olika tillgångsslagsslags utveckling i årstakt i USD. Historiskt har defensiva exponeringar utvecklats bättre än offensiva strax innan och under en inbromsning av konjunkturen.

Amerikansk BNP tillväxt i årstakt och avkastning kvartalsvis i USD för olika tillgångsslag



Källa: Bloomberg/Macrobond

Linjen visar amerikansk BNP-tillväxttakt i årstakt samt staplar som visar olika tillgångsslagsslags utveckling kvartalsvis i USD.

Marknadssyn – makro

Uthållig tillväxt trotsar politiska risker

Den globala högkonjunkturen håller i sig ett par år till. Sencykliska krafter som privatkonsumtion och investeringar driver på, men ökande brist på resurser gör att tillväxten sakta bromsar in. USA, som kommit längst i konjunkturcykeln bromsar in tydligast, medan Emerging markets växer på i oförminskad takt. Handelskrig och andra politiska risker gör bilden osäker, inflationen bör dock inte vara ett problem för tillväxt och räntor denna gång.

I dagarna har det gått tio år sedan kraschen för den amerikanska banken Lehman Brothers. Världsekonomin är nu inne i vad som under nästa år sannolikt blir den längsta konjunkturuppgången i modern tid. Det väcker naturligtvis frågor kring hur länge den goda tillväxten kan bestå – och vad som händer sedan. Under våren har frågorna aktualiserats av lite svagare tillväxt än väntat i Eurozonen, och i viss mån i Kina. Även från politiskt håll kommer varningstecken, inte minst i form av handelskriget, som om det förvärras definitivt kan påskynda en ekonomisk inbromsning.

Men låt oss återkomma till politiken och först studera tillväxtbilden. Konjunkturuppgångar dör inte av hög ålder. Tvärtom består vår positiva syn på konjunkturen från förra numret av *Investment Outlook* (maj). Precis som då räknar vi med en global tillväxt på runt 4 procent både i år och nästa år. Nytt är att vi nu adderar 2020-prognosen, där vi räknar med endast en mild inbromsning i tillväxten. Den svaga starten på detta år i Eurozonen får oss visserligen att dra ner den prognosen något för i år, men vi räknar med att tillväxten hålls väl uppe under kommande år. I USA är bilden den omvända. Efter en stark start på året justerar vi upp prognosen för innevarande år, men här ser vi en mer markerad inbromsning de kommande åren, ner mot en mer genomsnittlig tillväxt på runt 2 procent.

Stark privatkonsumtion och investeringar driver tillväxt

Den amerikanska ekonomin är den av de större ekonomierna som tydligast är inne i en sencyklisk fas. Om vi tittar på tillväxtens beståndsdelar förblir efterfrågan sannolikt fortsatt god, medan begränsningar i utbudet leder till den milda inbromsning vi ser i korten. Efterfrågans drivkrafter är de klassiska sent i cykeln: stark privatkonsumtion och god investeringsvilja. Konsumtionen drivs på av en urstark arbetsmarknad, stigande tillgångsvärden och flera år av högt hushållssparande. Investeringarna i sin tur drivs på av en ökande knapphet på produktionsresurser, inte minst blir bristen på arbetskraft allt tydligare. Till dessa klassiska konjunkturkrafter kan vi också lägga de kraftfulla (och i denna fas ovanliga) stimulanserna från finanspolitiken, både i form av en skattereform och offentliga utgiftsökningar. Att den amerikanska tillväxten ändå bedöms bromsa in handlar alltså till stor del om svårigheten

att hitta produktionsresurser. Den pågående normaliseringen av räntepolitiken, inklusive räntehöjningar, begränsar också tillväxtkraften.

Bland övriga större ekonomier påminner bilden i Eurozonen om den amerikanska, även här drivs tillväxten av en stark arbetsmarknad och ökande investeringar. Inom Europa förändras tillväxtbilden. Tysk ekonomi är mer i fas med den amerikanska och bromsar in något framöver, medan tillväxten i exempelvis Frankrike skjuter lite fart. Den politiska osäkerheten kring Eurosamarbetet finns där, men får väl snarast beskrivas som en del av vardagen. Osäkerheten kring Brexit-processen kulminerar dock rimligen de närmaste månaderna när förhandlingarna behöver gå i mål. Utfallet är genuint svårbedömt. Vår bedömning är att britterna kommer att kunna genomföra en någorlunda ordnad reträtt ur EU-samarbetet, men risken finns definitivt för en så kallad hård Brexit och efterföljande osäkerhet.

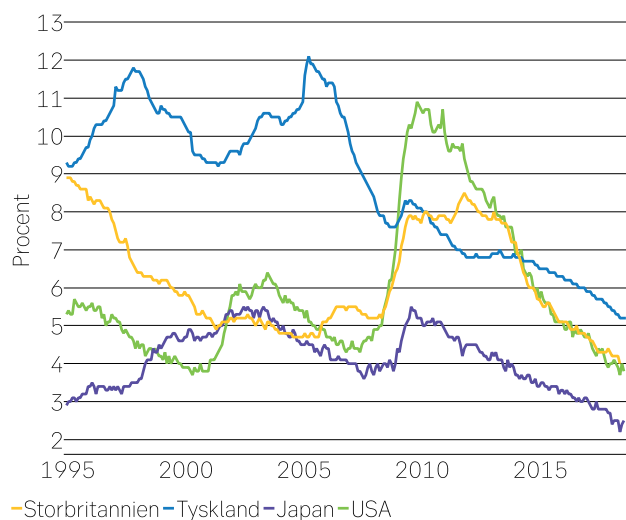
Inbromsning i Kina vägs upp av andra tillväxtmarknader

I Kina fortgår den planerade, långsamma, inbromsningen. Handelskriget med USA spär dock på osäkerheten och ökar riskerna. Från offentligt håll svarar man med en mer expansiv politik. De senaste månadernas försvagning av valutan tar också bort en del av de negativa effekterna. Vi räknar med en något accelererande, men ändå kontrollerad inbromsning. Om vi utökar bilden till tillväxtmarknader globalt kompenseras den kinesiska inbromsningen av fartökning i Brasilien och i viss mån även i Ryssland och Indonesien. Stabilare råvarupriser bidrar, liksom fortsatt relativt god global efterfrågan.

Handelsfrågan en hanterbar riskfaktor

Global efterfrågan är dock ett område där osäkerheten ökat väsentligt. Handelskriget kommer säkerligen att sätta spår, hur allvarliga återstår att se. Viktigt är dock att förstå var vi kommer ifrån. I ett globalt perspektiv har tullar minskats under flera decennier, men det finns fortfarande en hel del handelshinder. Ökande populism ger bränsle åt protektionism. USA intensifierar nu handelskriget med hänvisning till "nationell säkerhet". Kanske påverkar också de stundande

Arbetslösheten lägre än på länge



Källa: Macrobond, SEB

Arbetslösheten har fallit till besvärande låga nivåer på flera håll. Andra mått, som till exempel deltagandegraden (hur stor andel av den vuxna befolkningen som arbetar) visar ändå på att arbetsmarknaden inte behöver vara så ansträngd, att det ännu finns lediga resurser.

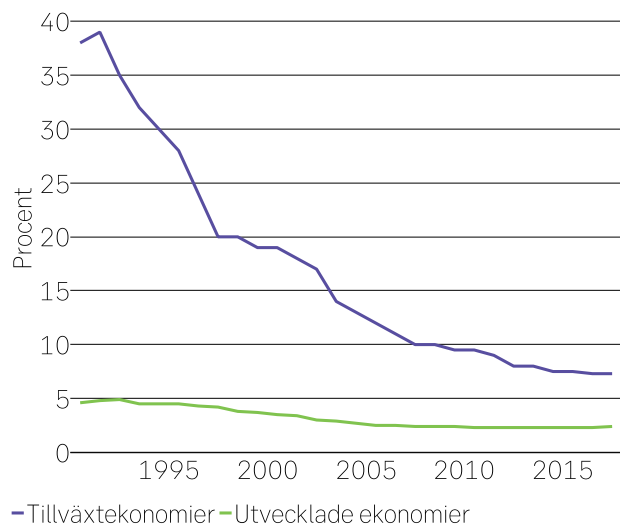
amerikanska "mellanårssvalen" ambitionen att kamma hem politiska segrar. Det framstår som sannolikt att trenden med fallande importtullar har brutits, i alla fall för stunden.

Internationella valutafonden IMF har beräknat de möjliga effekterna av ett eskalerat handelskrig, där alla nu aviserade tullar från USA genomförs och möts av lika stora motmedel. Det skulle då också få negativa effekter på konsumentförtroende, företagens investeringsplaner och världsbörserna. I en sådan, relativt dystert, prognos blir världstillväxten runt 0,4 procent svagare per år de kommande tre åren, en tydlig men inte katastrofal effekt. Notera att effekten blir störst för USA som ju är den ena parten i alla konflikter. Men det behöver inte heller bli så illa. Motkrafter finns, t ex i form av ett nyligen spikat handelsavtal mellan EU och Japan (drygt 30 procent av världsekonomin), övriga länders uttalade ambition att sinsemellan motverka effekterna samt de framsteg som i skrivande stund verkar ske i handelsdiskussionerna på den nord-amerikanska kontinenten. Vi ser handelsfrågan som en av de största riskfaktorerna i nuläget, men inte en kraft som förmår bromsa den annars starka tillväxten mer än marginellt.

Stabil inflation

I en mogen konjunktur som denna brukar stigande inflation utgöra en riskfaktor. Arbetskraftsbrist leder normalt till stigande löner och därmed inflation, ofta också påeldat av stigande råvarupriser. Vi ser att löneökningstakten stiger, främst i USA, och de breda inflationsmåten närmar sig centralbankernas inflationsmål. Men det finns motkrafter, globalisering och automatisering, som sannolikt håller tillbaka löneinflationen. Om vi rensar inflationsdata för de svängiga priserna på energi och livsmedel ser vi också att den underliggande inflationen i världen varit stabil, runt 1,5 procent i flera stora ekonomier, under en längre tid. Givet konjunktur och handelspolitik finns risken att inflationen tar mer fart, men än så länge räknar vi med att motkrafterna räcker för att bibehålla den

Fall i importtullar bryts?



Källa: Världsbanken

Efter flera decennier av frihandelssträvanden och fallande tullar ser nu trenden ut att brytas. Trumps ambition att jämna ut missförhållanden gentemot övriga världen skulle dock, i alla fall till viss del kunna lösas med lägre tullar hos USA:s handelspartners, en tanke som varit på bordet i diskussionerna med EU om biltullar.

stabila kärninflationen. Den ljusa bilden av god tillväxt och stabil inflation kvarstår således ännu ett antal kvartal.

Slutsats

Att den robusta tillväxten håller i sig ett par år till ändrar inte det faktum att vi är på väg mot slutet av konjunkturcykeln för denna uppgång. Övergången till nästa fas är alltid extra vanskelig att förutse. Vi ser den gradvisa inbromsningen som ligger i vår prognos som det mest troliga scenariot, men är beredda på ett mer dramatiskt förlopp, så som ofta skett historiskt.

BNP-prognoser, årlig procentuell förändring

Marknad	2017	2018	2019	2020
USA	2,2	3,0	2,5	1,9
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8
Tyskland	2,2	2,0	1,9	1,7
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Storbritannien	1,6	1,3	1,8	1,9
Eurozonen	2,4	2,1	2,1	1,9
Norden	2,3	2,2	2,4	2,2
Baltikum	4,3	3,6	3,3	2,8
OECD	2,5	2,5	2,3	2,1
EM-ekonomier	4,8	5,1	5,1	5,1
Världen, PPP*	3,8	4,0	3,9	3,8

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

Globala aktier

Fortsatt starka bolagsrapporter, men politisk oro lägger sordin på stämningen

Vi fick ännu ett händelserikt kvartal, med handelskrig, fallande råvarupriser, stark amerikansk valuta och tillväxtmarknadsoro som präglade nyhetsflödet. I kontrast till de negativa rubrikerna levererade bolagen starka rapporter för det andra kvartalet. Den politiska oron kan förändra förutsättningarna för den ekonomiska tillväxten, men den underliggande vinsttrenden är fortsatt stark. Världsindex för en svensk investerare är upp cirka fem procent de senaste tre månaderna på grund av fortsatt försvagad svensk krona. I lokal valuta är världsindex i stort sett oförändrat.

Stora skillnader mellan regioner och sektorer

Utan tvivel är det så att investerare tagit intryck av den politiska oron. USA, som ofta är en säker hamn i orostider, har dragit till sig kapital. Vinstsäsongen har också varit starkast i USA, vilket gett bränsle åt den amerikanska börsen som utvecklats klart bäst. Tillväxtländerna har varit den stora förloraren under perioden, vilket kan hänföras till retoriken kring handelskrig, stark amerikansk valuta och fallande råvarupriser. Något svagare ekonomisk data från Kina samt oro kring Turkiet har resulterat i en allmän flykt från Emerging Markets. Riskaversionen visas också genom att placeringar flyttat till mindre cykliska branscher. Icke-cykliska konsumentvarubolag samt läkemedel har varit vinnarsektorer medan gruv- och oljebolag, industri, finans och teknikbolag förlorat.

Positiv vinstsäsong

USA övertygade återigen. Vinsterna för bolagen i det breda indexet S&P 500 ökade med hela 25 procent och försäljningen steg med 10 procent jämfört med samma period föregående år. Marknadens förväntningar slogs därmed med råge. Stark amerikansk ekonomi som dessutom får ökad stimulans av skattesänkningar ligger bakom den kraftiga vinstökningen. Rapporterna fick dock ett blandat mottagande. Tillväxtstjärnor som Facebook och Netflix fick se sina aktier sjunka rejält på rapportdagen, då de höga förväntningarna inte infriades. Det gav återverkningar på många av de stora tillväxtbolagen som trots starka rapporter inte fick betalt för detta via stigande kurser. Istället var det konsument- och hälsovårdsbolag som attraherade investerare under kvartalet.

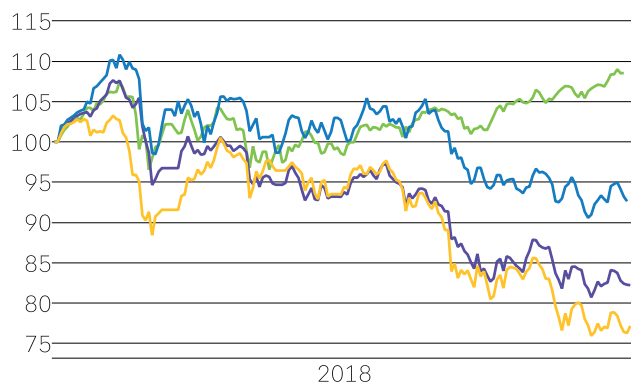
Europa hade också en relativt god rapportsäsong givet en något matt makroekonomi. Rapporterna var dock inte lika imponerande som i USA. Försäljningsökningen på aggregerad nivå om fem procent var bra, men marginalerna lite av en besvikelse på grund av högre råmaterialpriser, negativa valutaeffekter och en allmänt ökad kostnadsnivå. Det resulterade i en moderat vinstökning om drygt fem procent. Liksom i USA var det aktier i stabila konsumentbolag och hälsovårdsbolag som fick bäst gensvar på börsen under rapportperioden. Detta trots att rapporterna i dessa branscher kom in under förväntningarna.

Japanska bolag noterade nionde kvartalet i rad med förväntningar som överträffades. Vinsttillväxten var 12 procent och försäljningstillväxten 6 procent. Samtliga branscher visade bättre siffror än väntat, med viss svaghet hos industribolag.

Efter att cirka en tredjedel av bolagen som ingår i MSCI Emerging Market index kommit med sina bolagsrapporter har dessa varit i linje med förväntningarna. Det ska dock poängteras att vinstestimatet justerats ned inför rapporterna. Teknologisektorn och råvarurelaterade sektorer har kommit med särskilt starka rapporter. Teknologitunga Taiwan stack ut positivt, där 67 procent av rapporterna var bättre än väntat. Inom teknologisektorn är det halvledare som varit särskilt starkt, vilket gynnar teknologigiganter som Taiwan Semiconductors och delar av Samsung. Defensiva sektorer som dagligvaror och telekomoperatörer har levererat sämre resultat än förväntat. Korea och ett antal tongivande börser i Sydostasien hade en sämre rapportperiod. Brasilianska bolag levererade ökad försäljning och vinst för kvartalet trots utbudsschock i form av en lastbilsförrarstrejk. Den brasilianska realen fortsatte dock att falla och vi kan förvänta oss fortsatt osäkerhet då presidentvalet stundar i oktober.

Kinesiska bolag har överlag kommit med solida rapporter, men vinstrevideringstrenden är för tillfället svagt nedåtriktad. Investerare på tillväxtmarknaderna fick se den kinesiska teknologijätten Tencent komma med en överraskande dålig rapport. Aktien föll 10 procent på rapportdagen och därmed raderades 40 miljarder USD i börsvärde. Den andra kinesiska teknologijätten Alibaba kom också med en rapport som gjorde investerarna besvikna och föll tre procent på rapportdagen. Amerikanska och kinesiska IT-bolag har följts åt i uppgången, men på senare tid har den kinesiska IT-sektorn fallit, medan den amerikanska fortsatt uppåt. Man kan hitta en förklaring till fenomenet i en allmän trend nedåt för tillväxtländer samt handelskriget mellan USA och Kina som delvis är inriktat mot teknologisektorn. Analytikerkollektivet är dock fortfarande förälskat i dessa strukturella tillväxtbolag. Som exempel kan nämnas att 52 analytiker täcker Tencent, varav 51 har köprekommendation och en har behållrekommendation.

Kinesiska och amerikanska börser går åt olika håll



— Kina, Shenzhen Stock Exchange Composite Index, CNY
— Hong Kong, Hang Seng Index, HKD
— Kina, Shanghai Stock Exchange Composite Index, CNY
— USA, S&P500 Index, USD

Källa: Bloomberg

Grafen visar börsutvecklingen i Hang Seng, Shanghai och Shenzhen samt det breda amerikanska aktieindexet S&P 500, sedan årsskiftet.

Brant fall på den kinesiska börserna

Alltsedan handelsretoriken mellan USA och Kina trappats upp har Kinabörserna fallit i värde. Från toppnoteringarna i januari i år har börserna i Shanghai och Shenzhen fallit med cirka 22 procent och Hang Seng index i Hong Kong med cirka 14 procent i lokal valuta. Shanghaibörserna domineras av stora bolag i traditionella sektorer som finans, fastigheter, olja och andra råvaror. En stor andel av bolagen är statligt ägda. Shenzhenbörserna har större andel mindre och privatägda bolag som ofta återfinns inom högteknologiska branscher. Båda börserna är volatila då privatpersoner är de dominerande aktörerna. Hang Seng-börserna domineras av institutionella investerare, vilket gör den mer stabil. Trots att de olika börserna har varierande karaktär avseende branscher, bolagsstorlek samt ägarstruktur så har börsnedgångarna varit synkroniserade.

Varför Kinas börser har utvecklats så skrat

Handelskriget med USA är onekligen en av förklaringarna. Till detta skall läggas en relativt svag trend i ekonomiska data, negativa vinstrevideringar samt åtstramning av kreditgivning. Oroligheterna har spätt på av att man låtit ett stort antal strukturerade produkter och obligationer falla. Kina har svarat genom att lätta på bromsen, bland annat genom lägre kassakrav för bankerna, vilket ökar likviditeten i systemet.

Renminbin har försvagats med cirka 8 procent mot USD sedan april i år. Den amerikanska administrationen ser valutaförsvagningen som en provokation i handelskriget, då det mildrar tullarnas effekt. Kina vill dock inte ha en alltför svag valuta då man haft problem med kapitalflykt. Som ett led i att attrahera kapital har Kina öppnat upp de finansiella marknaderna både för obligationer och för aktier. I juni inkluderades en mindre andel kinesiska A-aktier i MSCI:s index för första gången, vilket är ett erkännande av Kinas kapitalmarknad. Andelen A-aktier i världsindeks kommer successivt att öka, vilket stimulerar efterfrågan på kinesiska aktier.

Värderingen på den inhemska kinesiska börserna har kommit ned rejält i år. Ett sammanslaget index för Shanghai och Shenzhenbörserna (CSI 300 Index) har ett 12 månaders framåtblickande P/E-tal om 11,2 och en avkastning på eget kapital om 12,8 procent. I början på året var P/E-cirka 16. Värdering-

en har därmed fallit till historiska bottenivåer. Den kinesiska börserna är intressant ur flera aspekter, men framförallt ger den en direkt exponering mot den inhemska utvecklingen.

Ny trend?

Vi har under det senaste kvartalet sett en flytt av kapital (sektorrotation) från snabbväxande teknik- och internetbolag samt råvarurelaterade bolag till mer traditionellt defensiva sektorer. Vi har också sett en rotation till USA från andra regioner, vilket är vanligt när riskaversionen ökar. Hård politisk retorik avseende handelstullar och oro för att vi är sent i konjunkturcykeln har bidragit till den mer defensiva hållningen på världens börser.

När den politiska retoriken mjuknar bör marknaden återgå till att premiera vinsttillväxt och strukturell tillväxt. Regioner och branscher som då blir intressanta igen är tillväxtländer och teknologi/internetsektorn samt råvarurelaterade bolag. Stark global ekonomisk tillväxt, fortsatt global penningpolitisk stimulans och bolagens vinsttrend talar för en återgång till en mer offensiv hållning. Den amerikanska valutan bör rimligtvis inte stärkas mycket mer, vilket ger tillväxtländerna andrum. Tillväxtländer är inne i en negativ vinstrevideringstrend sedan årsskiftet, men detta har redan prisats in. Blickar vi in i 2019 bör också den lågt värderade banksektorn i Europa bli intressant, då vi kan förvänta oss räntehöjningar från den europeiska centralbanken, vilket höjer lönsamheten i sektorn.

Den amerikanska centralbanken drar tillbaka likviditet, medan den europeiska och japanska fortsätter att stimulera. Nettot är positivt, men centralbanksstödet tas gradvis bort, vilket kommer att öka volatiliteten på börserna. Höga värderingar kommer då att ifrågasättas. Globala aktievärderingar har sjunkit till samma nivå som för tre år sedan. Vi ser inte att de sjunker ytterligare och förväntar oss en börsutveckling i linje med vinsttillväxten, som förväntas vara fortsatt hög.

Värderingar

Region	P/E 2018	P/E 2019	Avkastning på EK 2018	Avkastning på EK 2019
USA	17,8	16,1	18,2 %	18,5 %
Europa	14,4	13,1	10,5 %	10,7 %
Japan	12,7	12,2	9,1 %	7,6 %
EM	11,8	10,6	13,6 %	13,5 %
Bransch globalt ex EM	P/E 2018	P/E 2019	Avkastning på EK 2018	Avkastning på EK 2019
IT	19,5	17,5	31,3 %	34,0 %
Icke-cykliska konsumentvaror	19,2	17,8	18,1 %	16,2 %
Cykliska konsumentvaror	17,3	15,8	16,8 %	16,8 %
Industri	16,4	15,3	19,2 %	17,0 %
Hälsovård	17,3	15,9	27,8 %	23,8 %
Bank	11,4	10,6	9,4 %	9,7 %
Råvarurelaterat	13,9	13,4	13,2 %	12,5 %

Källa: Bloomberg, EK = eget kapital

Jämfört med föregående utgåva av *Investment Outlook* har värderingarna stigit i USA och fallit i övriga regioner. Värderingen för industribolag, bank och råvarurelaterat har fallit under perioden, medan övriga sektorer har fått högre värdering.

Nordiska aktier

En ny verklighet framöver?

Sedan finanskrisen har politiska utmaningar i Europa, digitalisering och en fortsatt globalisering av handel lett till lägre inflation och räntor. Kraftigt stimulatív penningpolitik har gynnat aktievärderingar världen över. Står vi inför en ny verklighet framöver? Ja, genom att penningpolitiken minskar i kraft och finanspolitiska agendor tar form i USA och Kina. Realekonomisk resultatutveckling bör bli ett mer utbrett tema. Nordiska bolag klagar idag över kostnadsinflation och i sinom tid bör detta påverka konsumtionen, en konsekvens av en långt gången högkonjunktur och protektionism. Sedan vår förra utgåva av Investment Outlook i maj har nordiska aktier avkastat 3-4 procent i euro. Vi upprepar vårt råd att vara något försiktig, men även att det finns spännande investeringsområden och sektorer.

Ökad protektionism, samtidigt som högre inflation

Den nordiska aktiemarknaden har avancerat med 3-4 procent i euro sedan vår förra publikation i slutet av maj och hittills i år, medan årets avkastning räknad i kronor är runt 11 procent. Det är ovanligt med uppåtgående konjunkturcykler under nio år, varför vi anser det (fortsatt) klokt att positionera sig med åtminstone en viss portion av försiktighet. Den globala konjunkturcykeln är i en tydligt mogen fas, även om det givetvis alltid finns delar där miljön är helt annorlunda, vilket i kombination med historiskt lång och stark aktieavkastning betyder att investerarna bör vara vaksamma mot risker. Nordens befolkning om 27 miljoner människor är ekonomiskt öppna för omvärlden och förändringar på den globala makroarenan kommer otvetydigt att sätta sina spår i inhemsk konsumtion och näringslivets aktivitet. Efter många år av minskande finansiella kostnader, låga löneökningar och ökad attraktion för tillgångslaget aktier – ser vi att en ny verklighet sakta bildas. En verklighet där finanspolitik och realekonomi tar större plats, jämfört med tidigare gigantiska penningpolitiska stimulanser det senaste årtiondet. Centralbanksstöd väntas minska i omfattning framöver. Det innebär att realekonomiska faktorer tar över taktpinnen från ökade värderingar (multiplexpansion) vad gäller totalavkastning. De senaste fem åren har strax över hälften av den nordiska avkastningen om ca 60 procent skapats genom högre värderingar, dvs en funktion av lägre räntor. En ny verklighet väntas framöver.

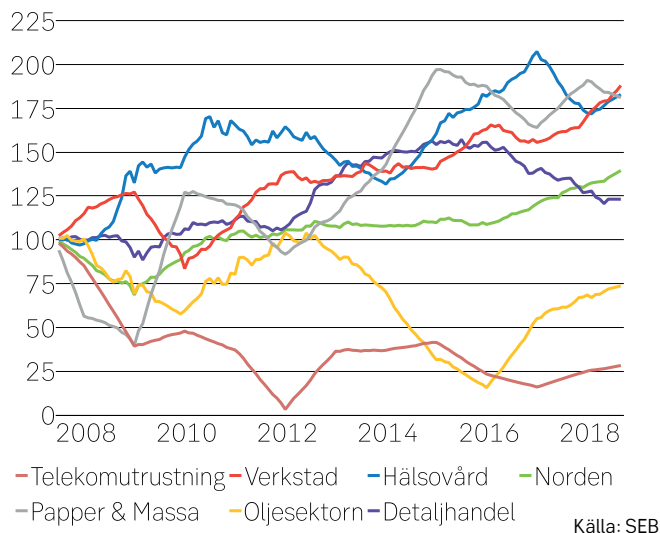
USA leder ofta världsekonomin och eventuellt är de även först denna gång när det gäller finanspolitik. Klart minskande stimulans från penningpolitiken, en övergång till kraftiga skatteminskningar för företag och högvärlöna och ökade importtullar är bland de tydligaste förändringarna sedan den förra demokratledda regeringen. På senare tid har vi också

sett finanspolitiska ambitioner från Sydeuropa och Mexiko. Det finns även positiva effekter av en mer protektionistisk agenda, då det sporrar till större realekonomiska investeringar, samtidigt som en eventuellt minskande kostnadseffektiv global handel kan leda till oförutsedda negativa konsekvenser. Ökad kostnadsinflation i producentledet lär leda till än större automatiseringsledda investeringar för att säkra företagssektorns vinstkrav. Det är däremot mer tveksamt om vi får se någon tilltagande inflation för slutkonsumenten denna gång, vilket annars har varit vanligt i den senare delen av en konjunkturuppgång, då det normala historiska mönstret är att det till slut skapas en inflationsimpuls som centralbanker försöker stävja och då får sig den ekonomiska aktiviteten sig ofta en törn av varierande magnitud. Detta slår då också igenom på investerares allokering till aktier som andel av deras totala tillgångar.

Kinesisk verktygslåda större än vad många tror

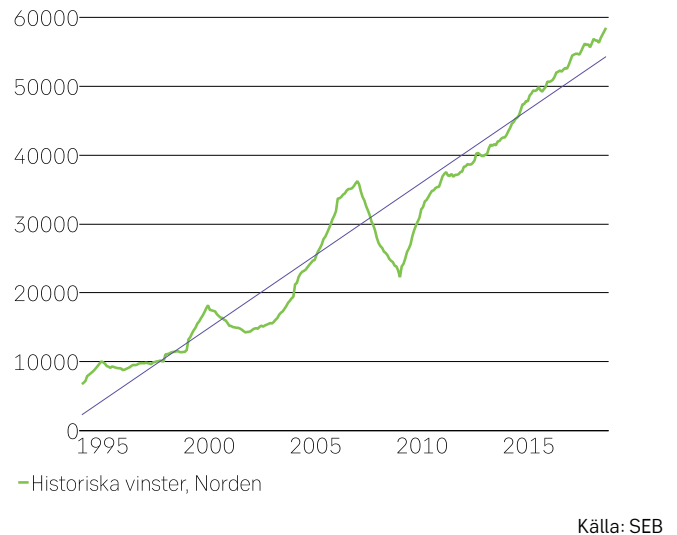
För nordiska bolag och aktier är det viktigt att följa debatten som den amerikanska regeringen leder, då det kan innebära långvarigt ökande handelskostnader mellan länder. Alternativa försörjningskedjor lär få vatten på sin kvarn, inklusive lokal produktion. Inom biltillverkning (Mexiko), detaljhandel (Kina) och elektronik (Kina) har USA sina största handelsunderskott och det är främst inom dessa sektorer som vi ser hög volatilitet på de globala aktiemarknaderna, även på de nordiska börserna. Trots att hela världen fokuserar på de nästan 400 miljarder dollar som den amerikanska regeringen belyser som sitt handelsunderskott mot Kina, är underskottet nästan obefintligt när man inkluderar de produkter och tjänster som amerikanska dotterbolag säljer i Kina, till kinesiska konsumenter och företag. Naturligtvis har USA starka handelskort i form av högteknologisk tillverkning av kritiska processorer

Stor vinstspridning bland olika sektorer (vinstindex sedan 2007)



Grafen visar vinstutvecklingen för sex olika sektorer, indexerat sedan maj 2007. Det har varit stora skillnader mellan sektorer denna konjunkturcykel. I snitt har nordiska bolag ökat sina vinster med 40 procent.

Nordiska börsvinster befinner sig ovan den historiska trendlinjen



Nordiska börsbolags historiska vinstutveckling (justerat för extrema förändringar) sedan början av 1990-talet. En stadigt positiv utveckling under de senaste åren pekar på en relativt mogen konjunkturcykel.

och även en rad vitala livsmedelssegment. Men det som ofta förbises är de amerikanska företag med verksamhet i Kina, som kan tappa efterfrågan om den kinesiska staten bestämmer sig för att gynna konkurrenterna istället. Verktygslådan för Kina är inte så knapp som många hävdar, är konklusionen. Denna konflikt lär fortsätta, men på sikt mer kopplat till teknologi och inte handel i sig.

Därför är en global diskussion viktig för nordiska aktier

Norden som helhet är en mycket öppen ekonomi och större börsnoterade bolag är ofta i hög grad internationella. Den senaste rapportperioden har de flesta större industribolag givetvis diskuterat de ökade tullarna mellan USA och resten av världen, vilket för en del lett till lägre vägledningsprognoser för året. Ökande kostnadsinflation är inget nytt men den har tilltagit under det senaste året och de nyligen implementerade importtullarna mellan USA och resten av världen, men främst Kina, är naturligtvis något som ökar inflationen. Vinstutvecklingarna i grafen ovan visar tydligt att nordiska bolag ökat sina vinster rejält sedan maj 2007, upp med 40 procent i snitt (grön linje), jämfört med totalavkastningen för den nordiska börsen om nästan 80 procent. Men det är först sedan 2015 som ökningen skett och spridningen mellan olika branscher är stor. Oljesektorns kollaps fram till 2015 medförde en välbehövligt minskad inflation inom industri och för samhället i övrigt. Nu är den energiledda inflationen däremot tillbaka.

Det är också tydligt i grafen att **detaljhandeln** haft en svår tid, vilket också syns i sektorns aktier då de varit de sämst presterande hittills under 2018. Introduktion av smart logistik och digitala försäljningsverktyg (näthandel) gynnar de mest moderna aktörerna, medan traditionella spelare tappar kraftigt. Detta stora digitala skifte leder till begränsad inflation och troligen en minskad sysselsättning för butikspersonal, medan logistikpersonal med säkerhet ökar kraftigt. Detta har vi redan sett i USA och Kina under de senaste två åren och nu

är det dags för Norden att verkligen digitaliseras. Att förstå ett bolags långsiktiga konkurrenskraft utifrån digitalisering är vitalt och behöver diskuteras objektivt.

Nordiska börsvinster klart över trendlinjen – vad väntas härnäst?

Grafen ovan visar nordiska resultat sedan mitten av 1990-talet, justerat för stora förändringar i en handfull sektorer där den underliggande konjunkturen är svår att utläsa. Decimeringen av nätverksbolagens konkurrenskraft, extrema svängningar inom fossil energi och havstransport samt läkemedelsbolags massiva förändringar, är alla exempel på exkluderade sektorer. En svårighet med trendlinjer är förstås att de kan förändras över tiden. Under dessa 25 år har vinsterna rört sig över trendlinjen med full kraft två gånger, vid högkonjunkturtoppen 2000 och 2006-2007. För närvarande är vinsterna klart över trendlinjen och har också varit det under en relativt lång tid. Betyder det att våra kommande prognoser är negativt inställda? Det gör det sannerligen inte, då vi räknar med att vinstökningen om cirka 10 procent för de drygt 250 nordiska bolag SEB analyserar upprepas under både 2019 och 2020. Samtidigt är det viktigt att inte negligera den permanenta överoptimism som finns hos prognosmakare, även på BNP-nivå. Våra vinstprognoser för de enskilda prognosåren har justerats ned under det senaste året.

Vilka sektorer vi tror mest på

När vi tar en blick runtomkring oss, oavsett om vi befinner oss i hemmet, på kontoret, i bilen, i fabriken eller utomhus, är det enkelt att konstatera 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 närvarande. För att möjliggöra en snabb och ständig internetuppkoppling behövs naturligtvis **nätverksutrustning**, en bransch

som aggregerat varit i en utmanande konjunktur under ett antal år nu, 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), vilken förenar fler aktörer som tillsammans är än mer beroende av extremt snabb och ständig uppkoppling, exempelvis inom fordon och industri. Trots att marknaden minskar för närvarande finns det en fin återhämtningspotential – vilket naturligtvis är kopplat till såväl konkurrenskraft som aktievärderingar.

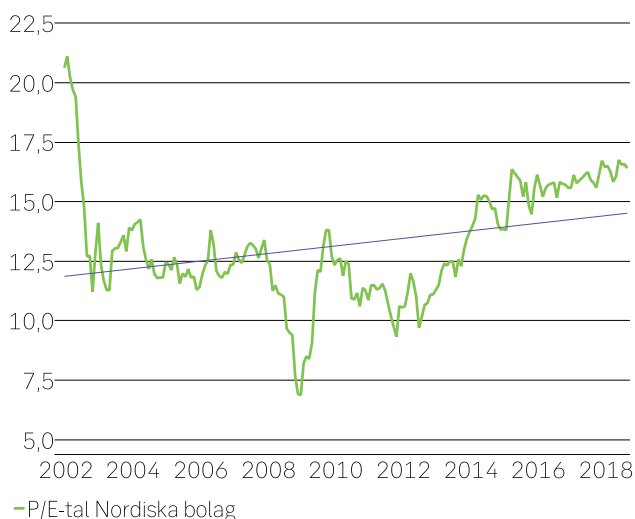
Vi är också positiva till nordiska bolag med exponering mot den stora övergången till tjänste- och konsumtionssamhälle i Asien, som vi anser är långsiktigt attraktivt. Vi är särskilt positiva till produktsegment såsom **livsmedelsförpackningar**, **hygienprodukter**, **bryggeri**, **telekomoperatörer**, **hälsovård** eller renodlade **digitala tjänster och lösningar**.

När vi rent kvantitativt tittar på utsikterna och jämför nuvarande genomsnittliga aktiekurser i varje sektor med våra riktkurser, finner vi att **bygg**, **bank** och **teleoperatörer** alla rankas inom topp 4. Den nordiska byggsektorn har varit hårt ansatt det senaste året och tillsammans med detaljhandel, försäkring och välfärd varit en av de sämsta sektorerna att vara investerad i. Även bank har påverkats av en långt gången bostadsmarknadskonjunktur, som övergått till en kraftig inbromsning. Bankerna har däremot goda möjligheter att fortsätta sin effektiviseringsresa i kombination med relativt höga direktavkastningar under de närmsta åren, en resa som gynnas av högre inflation.

Nordiska aktier rimligt värderade på P/E 16

Vid tiden för vår förra utgåva av *Investment Outlook* (maj) var den nordiska aktiemarknaden på P/E 17, vilket vi då ansåg vara något högt ur ett historiskt perspektiv. Vid denna utgåva har värderingen minskat med 6 procent till 16,1, vilket vi anser är en relativt rimlig nivå. Om en mellankonjunktur tar över från dagens mycket starka ekonomiska aktivitet blir det svårt för värderingar att fortsatt driva avkastning. Det är resultatutvecklingen som drivit aktier uppåt under de senaste två-tre åren, och troligen även framöver.

Aktievärdering (P/E) på historiskt rimlig nivå



Källa: SEB

Den nordiska börsens framåtblickande vinstvärdering (P/E), baserat på cirka 250 bolag som SEB bevakar och för analys på. Den nuvarande värderingen om 16,1 är en historiskt hög nivå, i ett läge där konjunkturen är relativt mogen – men det finns alltid intressanta tillväxtpotentialer.

Ränteinvesteringar

Utmanande miljö för ränteinvesteringar

En försiktig normalisering av penningpolitiken, dvs räntehöjningar och minskade penningpolitiska stödåtgärder, kan skönjas i takt med att inflationen i flertalet länder strävar uppåt och närmar sig centralbankernas mål. Penningpolitiken blir därför allt mindre stödjande för kreditmarknaden. Vi väljer att ha en låg ränterisk samtidigt som vi på kreditmarknaden föredrar High Yield framför Investment Grade-företagsobligationer. För tillväxtmarknadsobligationer är utsikterna fortsatt osäkra på kort sikt, långsiktigt finns det dock möjligheter till stark avkastning givet värderingsnivåer.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Den amerikanska centralbanken Federal Reserves (Feds) räntehöjningar och minskning av balansräkningen fortsätter. Den höga amerikanska tillväxten under andra kvartalet har gett ökat stöd för vår prognos om totalt fyra räntehöjningar i år följt av ytterligare två nästa år. Vår prognos efter det är att den amerikanska centralbanken höjer räntan ännu en gång 2020, vilket skulle innebära att styrräntan är 3,25 procent vid slutet av 2020, jämfört med dagens nivå om 2,00 procent.

Den europeiska centralbanken (ECB) väntas gå försiktigt fram efter att obligationsköpen avslutas i år. Vi tror att ECB justerar upp sin inlåningsränta till 0,25 procent i september nästa år. Det tror vi följs av en höjning i december 2019 och ytterligare två höjningar 2020, vilket skulle innebära att styrräntan hamnar på 0,75 procent i slutet av 2020.

I Sverige närmar vi oss en räntehöjning om majoriteten av Riksbankens direktion får bestämma. Det gör att en höjning under det fjärde kvartalet inte kan uteslutas. Vi ser dock en sannolikhet för att höjningen dröjer till april nästa år då flera av ledamöterna, inklusive Stefan Ingves, är oroliga för den låga underliggande inflationen. Kärninflationen (KPIF exkl. energi) låg i juli så pass lågt som på 1,3 procent. Under 2019 och 2020 tror vi att räntan höjs med två respektive tre steg per år, vilket ger 0,75 procent i slutet av 2020.

Gemensamt för räntehöjningarna från centralbankerna är att de inte motiverats av några stora inflationsrisker, då pristrycket är fortsatt måttligt på de flesta håll. Centralbankerna har därmed flexibilitet att slå av på räntehöjningstakten om den positiva utvecklingen i ekonomin skulle brytas, vilket ger stöd för riskapiten.

Vår prognos för den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan är att den passerar 3-procentsnivån runt årsskiftet och därefter stiger långsamt till runt 3,45 procent mot slutet av 2020. Fortsatta räntehöjningar från Fed tillsammans med skattesänkningar innebär större budgetunderskott och bidrar till högre emissionsvolym, något som talar för högre räntor,

samtidigt som det är lite svårare att värdera de krafter som håller tillbaka ränteuppgången. På kort sikt kan fortsatt oro för eskalerande handelskonflikter hålla tillbaka ränteuppgången och dessutom är löne- och inflationstrycket fortsatt måttligt.

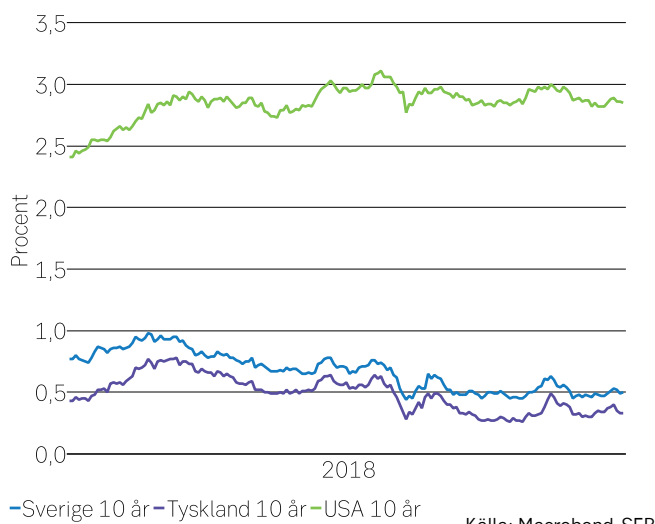
Vår prognos är att den tyska 10-årsräntan väntas stiga till 0,50 i slutet av 2018 och 1,10 i slutet av 2019. Svensk 10-årsränta tror vi stiger till 0,60 procent under 2018 för att sedan fortsätta till 1,50 procent mot slutet av 2019.

Att skydda sig från ränterisk

Den rådande miljön med extremt låga räntor gör det svårt att skapa avkastning på räntebärande tillgångar. Avkastningen för traditionella placeringar som statsobligationer ger idag låg eller rentav negativ avkastning. Detta samtidigt som en uppgång i marknadsräntorna skulle kunna försämra avkastningen ytterligare. Att ta ränterisk och äga statsobligationer har fungerat väl när räntorna har fallit, men när marknadsräntorna rör sig uppåt innebär det sämre förutsättningar för räntemarknaden och för ränteplaceringar som bär en större del ränterisk. Ränterisken är risken för att räntan går upp när du äger en ränteplacering, då det finns ett negativt samband mellan ränterörelsen och obligationspriset. Vi föredrar därför att ha en kort räntebindningstid (duration) där en långräntepågång har en begränsad påverkan.

Ränterisken kan även skyddas genom att hålla en hög del av portföljen i så kallade Floating Rates Notes (FRN). Dessa obligationer har en rörlig ränta (kupong) som vanligtvis justeras i linje med marknadsräntan var tredje månad, något som medför lägre ränterisk, eftersom räntan kontinuerligt sätts om. När en FRN-obligation ges ut sätts kupongen till en rörlig ränta, t ex Stibor, plus en fast kreditpremie. Går korta marknadsräntor upp är det snarare positivt för en FRN eftersom kupongräntan då successivt stiger. Det skiljer sig från obligationer med fast kupongränta på så sätt att den fasta kupongen inte kompenseras för stigande korträntor, samt att obligationer med fast kupong vanligtvis har en längre räntebindningstid, vilket ökar känsligheten för stigande långräntor.

Obligationsräntor slits mellan olika drivkrafter



Trots att flera faktorer talat för stigande globala långräntor har uppgången varit beskedlig. Den amerikanska 10-åriga räntan har stigit med 0,4 procentenheter sedan årsskiftet, men har rört sig mer sidledes sedan slutet av januari. För den tyska och svenska 10-årsräntan har hela uppgången i början på året raderats och nivån ligger nu lägre än vid årsskiftet.

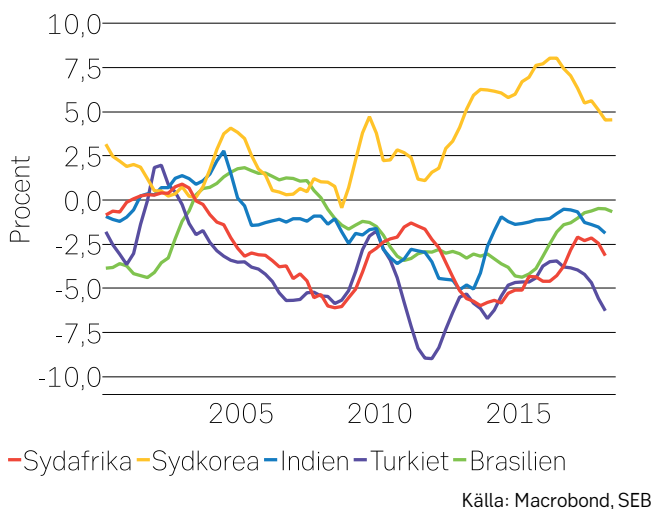
Företagsobligationer – Investment Grade (IG) och High Yield (HY)

För den som kan acceptera högre kreditrisk tror vi att High Yield-obligationer kommer ge en bättre avkastning än Investment Grade-obligationer. Givet den lägre kreditkvaliteten inom High Yield-segmentet bär dessa obligationer en större andel kreditrisk relativt ränterisk och är jämförelsevis mindre känsliga för stigande räntor. Det faktum att antalet konkurser har fallit markant är ytterligare en faktor som ger stöd till High Yield-marknaden.

I ett historiskt perspektiv begränsas ändå avkastningspotentialen även för High Yield, då vi i nuläget har låga absoluta räntenivåer och små ränteskillnader mellan High Yield-obligationer och statsobligationer.

När risken i de underliggande bolagen bedöms stiga ökar ränteskillnaden mellan High Yield-obligationer och statsobligationer, eftersom investerare då kräver högre ränta i kompensation för den högre risken. Kreditrisken är risken för att det bolag du via värdepappret lånar ut pengar till inte kan betala sina räntor under löptiden eller återbetala lånet på grund av obestånd, även kallat "default". Omvänt gäller att en lägre bedömd risk för High Yield-bolagen får samma ränteskillnad att krympa ihop.

Försämrade bytesbalansunderskott i EM-länder



Vi är oroadade över den försämring som vi ser i underskott i bytesbalansen och särskilt den senaste nedgången i Sydafrika.

Tillväxtmarknadsobligationer – EM Debt

Flertalet tillväxtmarknader har utvecklats svagt under de senaste månaderna. Geopolitiska spänningar i allmänhet och handelskriget i synnerhet har lett till osäkerhet och viss avmattning i den globala konjunkturen. Även förstärkningen av USD har påverkat utvecklingen på tillväxtmarknaderna (Emerging Markets – EM) negativt. Detta då flera tillväxtmarknader har stora lån i USD, vilket innebär högre lånekostnader med en starkare amerikansk dollar.

I ett marknadsläge med stigande tillväxt behöver det inte innebära ett problem, men då vi ser en avmattning i den globala tillväxten framöver slår det negativt. Den senaste tiden har också inneburit svag utveckling för ett antal EM-valutor. Valutaförsvagningen bland EM-valutor kan fortsätta och några av de valutor där vi ser fortsatt nedsida är den ryska rubeln på grund av ytterligare sanktioner från USA, turkiska liran, sydafrikanska randen och mexikanska peson.

Trots detta förväntar vi oss fortfarande en positiv avkastning för tillgångsslaget EM Debt på 12 månaders sikt. Vissa av tillväxtländerna har god tillväxt och räntorna är på högre nivåer än hos de mer utvecklade regionerna, men för de närmaste månaderna är osäkerheten stor och utsikterna är beroende av den politiska och monetära utvecklingen i länder som Brasilien, Turkiet och Sydafrika.

Alternativa investeringar

Svårtolkad kristallkula hjälper och stjälper

Vi har passerat halvtid för 2018 med god marginal och ur hedgefonders perspektiv har marknadsförutsättningarna varit ömsom goda, ömsom svåra. Det senaste kvartalet har präglats av två övergripande teman med motsatta effekter på sentimentet i marknaden. I den negativa vågskålen hittar vi handelskriget tillsammans med de geopolitiska spänningar som följer i spåren av detsamma. Den balanseras däremot av att bolagsrapporterna för det andra kvartalet överraskade positivt, inte bara i USA utan även i Europa, där Sverige utmärker sig i positiv bemärkelse.

Hedgefonder

Till skillnad från föregående år har volatiliteten vaknat till liv i år. Det är en avgörande faktor för många hedgefonder i sin strävan efter avkastning, tillika den faktor som grusade avkastningsmaskineriet för flertalet hedgefonder under 2017.

Det är dock inga extrema volatilitetsnivåer vi fått uppleva i år, avvikelsen från föregående år härrör sig snarare till 2017 års extrema stiltje.

Volatilitet är däremot inte alltid av godo. Huruvida effekterna av högre volatilitet leder till ett förbättrat investeringsklimat för hedgefonder är även kopplat till volatilitetsökningens ursprungliga orsak. Kraftiga kursrörelser som kommer sig av handelskrig och geopolitik är inte bara svåra att förutspå – marknadseffekterna, realekonomisk påverkan och tidslängden är om möjligt än svårare att förutsäga.

I detta fall skapas volatilitet som till största delen är grundad i osäkerhet, och i detta skede är det ingen självklarhet att avkastning kan utvinnas. Däremot är avkastningsutsikterna ljusare när felpriissättningar i ett senare skede har uppstått och förutsättningarna för en återgång till någon form av normalläge är högst sannolika.

Om volatiliteten däremot är driven av överraskande och bred styrka i företagsvärlden ser förutsättningarna betydligt bättre ut. Då stiger börser på bred front samtidigt som det skapas fundamentala prisavvikelser mellan både bolag och sektorer.

Equity Long/Short

Styrkan på aktiemarknaderna sedan början av april har inneburit en fördel för strategin Equity Long/Short. Den starka rapportsäsongen för andra kvartalet bidrog till fundamentala prisrörelser, som i sin tur skapade prisavvikelser mellan såväl bolag som sektorer.

I vissa fall har dock enskilda negativa bolagshändelser i populära företag skapat problem. Ett exempel på detta är

Facebook vars aktie föll mycket kraftigt (18 procent) i samband med publiceringen av sin kvartalsrapport för det andra kvartalet. Givet något försiktigare utsikter för aktiemarknadens utveckling bör det vara fördel för fonder inom strategin som har möjlighet att variera sin nettoexponering mot aktiemarknaden över tid.

Credit

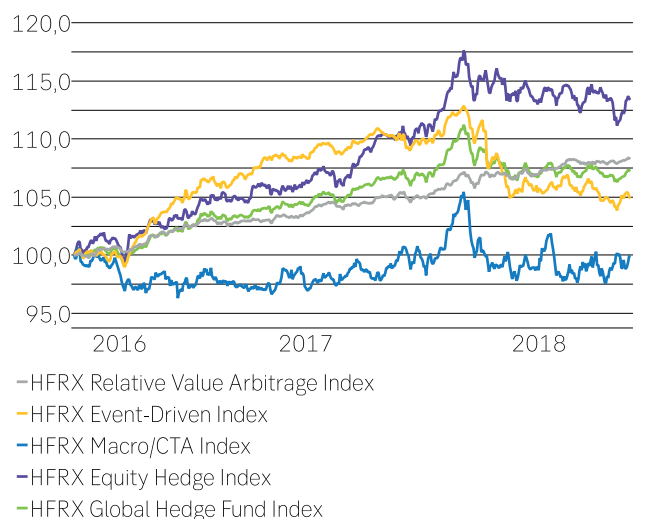
Trots att kreditspreadar, dvs ränteskillnader mellan företagsobligationer och statobligationer, har gått isär något under innevarande år är de fortfarande på låga nivåer i en historisk jämförelse. Samtidigt har förutsättningarna för-sämrats och universet indirekt begränsats, för europeiska investerare att köpa amerikanska krediter. Det kommer sig av den tilltagande skillnaden i kortränta mellan USA och Europa, vilken förenklat är den kostnad en europeisk investerare får betala för att valutasäkra sina investeringar i amerikanska krediter. Givet detta är utsikterna för strategin något beroende på vilken marknad som är hemmamarknad.

Event Driven

Volymerna för företagsaffärer globalt fortsätter att växa och befinner sig under första halvåret 2018 på "all-time high"-nivåer. Sannolikt kommer denna ljusa bild att bestå så länge den starka konjunkturen håller i sig, då företag fortsätter köpa tillväxt och realisera värden via sammanslagningar, avknoppningar, återköp och omstruktureringar.

Det som talar emot strategin är frågan om förutsättningarna kan bli så mycket bättre? På offentliggjorda bud i marknaden som helhet är skillnaden mellan marknadspris och erbjudet pris relativt liten och affärer över nationsgränser blir allt svårare givet de protektionistiska vindar som blåser. Samtidigt blir det allt vanligare med gigantiska bolagsaffärer som inflaterar den genomsnittliga affärsvolymen och ökar sårbarheten om någon av dessa affärer inte realiserar.

Utveckling för breda hedgefondindex



Källa: Bloomberg, Macrobond

Efter en påtagligt stillsam utveckling under föregående år har rörelserna för de olika hedgefundsstrategierna varit starkare och mer varierade under innevarande år.

CTA/Makro

Andra kvartalet i jämförelse med det första kvartalet erbjöd något fler uthålliga trender i marknaden vilket speglades i den svagt förbättrade utvecklingen för CTAs (hedgefondstrategier baserade på matematiska modeller). Styrkan i den amerikanska dollarn är en av de tydligare trenderna, men även den svaga trenden för tillväxtmarknader utmärker sig. Makroförvaltarna å sin sida bör ha goda förutsättningar i rådande miljö, givet att världens mer tongivande centralbanker är aktiva och har olika förutsättningar att förhålla sig till. Den allt flackare amerikanska räntekurvan tillsammans med den senaste tidens svaghet på tillväxtmarknader borde vara källor till framtida investeringsmöjligheter.

Oljeprisutvecklingen sedan 2014



Källa: Bloomberg/Macrobond

Efter den kraftiga nedgången i oljepriset 2014-2015, har det stadigt klättrat uppåt de senaste åren och det finns utrymme för lite till.

Råvaror

Oljepris kring nuvarande nivåer resten av 2018

Efterfrågan på olja har under året varit god. Oljepriset (Brent) har dock uppvisat ganska stora svängningar. Vid årsskiftet var priset 66 USD/fat, men det steg därefter kraftigt under våren och touchade 80 USD-strecket i slutet av maj, med stöd av en något ansträngd oljemarknad. Därefter tappade det kraft och föll tillbaka till 70 USD/fat. De huvudsakliga anledningarna till prisnedgången var produktionsökningar från Opec+ (Opec, Ryssland, Mexiko och ytterligare åtta länder) samt att flera investerare som spekulerat i stigande oljepris, stängde sina positioner. Oljepriset har nu åter vänt upp och håller sig kring 75 USD.

Vår bedömning är att oljepriset blir kvar kring nuvarande nivå under resten av 2018. För 2019 är vår prognos att oljepriset stiger till 85 USD/fat, vilket är något högre än vår tidigare prognos, och att priset ligger kvar där även under 2020. Vi räknar med att Opec+ gruppen fortsätter att kontrollera utbuds- och efterfrågesituationen i år och under 2019. Saudi Arabiens strategi är pris före volym. Landets produktion är nu på hög nivå och det finns gott om utrymme för att sänka den och därmed hålla uppe oljepriset.

En viktig följd av starkare USD är att råoljepriset i icke-dollar-termer blivit allt dyrare för de globala konsumenterna. Ett exempel på detta är att priset på Brentoljan idag uttryckt i NOK/fat bara är några procent under genomsnittskursen från 2011 till 2014, som då var 108 USD/fat. Så för många konsumenter är oljepriset idag på 75 USD/fat i praktiken mycket högre än vad det ser ut. Bekymren för efterfrågesidan av ekvationen är definitivt stigande på grund av högre lokala valutakostnader för olja (starkare USD) men också på grund av oro för världsekonomin hälsa och global tillväxt. En starkare USD är exempelvis inte alls positivt för tillväxtmarknader i allmänhet och det kan därför finnas en risk att efterfrågan minskar och att efterfrågeprognoser kan sänkas.

Inträffar det inte en global lågkonjunktur, vilket inte ligger i våra aktuella prognoser, ser vi dock endast liten nedsidesrisk för oljepriset från dagens nivåer. Det är också marknadens konsensusbedömning. Uppfattningen att vi får ett oljepris på dagens nivåer eller något stigande stöds av försämrad produktion i bland annat Venezuela, Mexiko och Angola på grund av en lång period av bristande investeringar, minskning av oljeproduktionen i USA på grund av brist på pipelines i viktiga områden och minskande OPEC-reservkapacitet. Lägg till det USA:s sanktioner mot Iran som träder i kraft 4 november som bland annat innebär ett förbud mot nästan all iransk oljeexport. Iran står idag för cirka 4,5 procent av världens oljeproduktion. Opec presenterade nyligen sin prognos för efterfrågan på olja för 2019 vilken landade på drygt 100 miljoner fat per dag, något över efterfrågan för 2018. Under 2020 träder också nya regler i kraft gällande högsta svavelhalt i marina bränslen, vilket kan medföra högre oljepriser.

Valutor

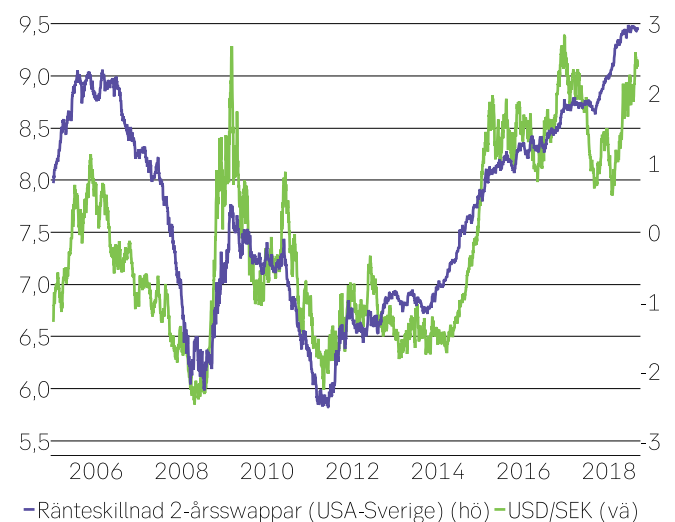
Förändringar i riskaptit ger stora valutarörelser

Valutamarknaden kännetecknades under sommaren av låg aktivitet, med sidledes rörelser för de större valutorna. Efter att Turkiets finansiella kris eskalerat har dock valutorna börjat röra på sig. Längre var den turkiska lirans försvagning ganska isolerad, men när krisen börjat påverka den globala riskaptiten har också andra tillväxtmarknadsvalutor smittats. Defensiva valutor som dollar och yen har stärkts på bekostnad av främst mindre valutor som t ex SEK. Valutamarknaden behåller troligen detta reaktionsmönster om krisen i Turkiet eller andra tillväxtmarknadsländer blossar upp igen. Det innebär också att de valutor som tappat mark under augusti har potential att stärkas om situationen stabiliseras. Kronan fortsätter att lida av svensk minusränta och i närtid även den politiska osäkerhet som det svenska riksdagsvalet innebär. Skulle Sverigedemokraterna vinna mark i valet är det möjligt att kronan tappar någon procent, men den rörelsen tror vi är högst övergående.

Dollarn på väg att toppa ur

Under våren stärktes USA-dollar rejält och efter några månaders stabilisering tog rörelsen åter fart när krisen i Turkiet eskalerade. Vi tolkar dollarns rörelser hittills i år som ett tecken på ett förändrat reaktionsmönster. Under en lång period har dollarn varit en av de valutor som har gynnats av stigande riskaptit, men under 2018 verkar de defensiva egenskaperna ha återkommit och de lär kvarstå framöver. Dollarn påverkas fortfarande negativt av att valutareservförvaltare fortsätter att dra ned sin relativa dollarexponering. Takten i nedgången i globala valutareservers USD-andel saktade dock in i början på året jämfört med 2017. Vi tror heller inte att centralbanken Federal Reserves fortsatta räntehöjningar ger USD något större stöd framöver. Att president Trump tydligt visat att han ogillar en stark dollar kan också ha viss psykologisk betydelse även om han inte har några konkreta möjligheter att påverka kursen. Med en någorlunda optimistisk syn på rådande internationella oroshärdar, t ex Turkiets kris, räknar vi med att EUR/USD på kort sikt kan fortsätta något lägre men vänder uppåt igen och når 1,15 i slutet av 2018. Under 2019 och 2020 förutser vi en ytterligare dollarförsvagning när andra centralbanker minskar räntegapet till USA genom att de också börjar höja sina styrräntor och EUR/USD når 1,28 i slutet av 2020.

Rekordstort räntestöd för dollarn



Källa: Bloomberg/Macrobond

På grund av den rådande stora ränteskillnaden mellan amerikanska och svenska korta räntor är det dyrt att valutahedga USD-exponeringar.

Pundet tar stryk men blir starkare på sikt

Brexitförhandlingarnas utveckling fortsätter att vara den dominerande drivkraften för det brittiska pundet. Den kraftigt undervärderade valutan gynnades under våren av framstegen i förhandlingarna, men under sommaren har ökade politiska motsättningar inom den brittiska regeringen lett till förnyad försvagning. Trots stora svårigheter när det gäller frågor som framtida handelsrelationer och gränsfrågan på Irland behåller vi en positiv syn på möjligheterna att nå ett avtal. Tillsammans med stöd från stramare penningpolitik resulterar det i ett starkare pund på sikt. Den närmaste tiden är det troligt att pundet tar ytterligare stryk innan ett avtal finns på plats och det lär dröja innan centralbanken följer upp räntehöjningen i augusti. Vår prognos är att EUR/GBP stiger över 0,90 i närtid för att sedan gradvis falla tillbaka till 0,80 i slutet av 2020, givet att förhandlingarna mynnar ut i ett avtal som ger ett mjukt och kontrollerat utträde. Skulle förhandlingarna stranda eller avtalet förkastas av något EU-land eller av Storbritanniens parlament och medföra att Storbritannien lämnar EU utan avtal nästa år är risken att pundet försvagas rejält, speciellt mot USD.

Yenen långsiktigt undervärderad

Den japanska yenenens defensiva egenskaper har varit tydliga hittills i år. Börsfrossa, handelspolitiska spänningar och Turkietoron har alla bidragit till starkare yen. Att dollarn betett sig på ett likartat sätt har dock begränsat rörelserna i USD/JPY. Våra modeller tyder på att yenen fortfarande är långsiktigt undervärderad, men vi har ändå svårt att se en tydlig yenförstärkning i en värld med hyfsad tillväxt och något stramare penningpolitik i omvärlden. Prognosen innebär att USD/JPY handlas i ett intervall mellan 105 och 110 i år och 2019 för att på längre sikt röra sig ned mot 100 då Bank of Japan börjar närma sig en mindre expansiv penningpolitik.

Svenska kronan mot 10,50 runt årsskiftet

Riksbankens agerande har påverkat kronan negativt under en längre tid. Sänks räntebanan innebär det fortsatt osäkerhet hos marknadsaktörer om det kommer att skapas tillräckliga

förutsättningar för att Riksbanken ska se en räntehöjning som motiverad. Minusräntan gör det oattraktivt att placera i kronor och sätter därmed press på valutan. Turerna kring riksdagsvalet, med en alarmistisk rapportering av internationella medier, kan också påverka kronan negativt även om den normalt sett är relativt okänslig för politisk osäkerhet. Tittar vi på utlandsägandet av svenska tillgångar (historiskt mycket lågt vad gäller räntebärande papper) samt hur budget och bytesbalans ser ut (dubbla överskott) är det svårt att argumentera för att kronan skulle vara sårbar från utländska portföljflöden (investorerna som säljer tillgångar) eller att det skulle vara problem för Sverige att finansiera sig.

EUR/SEK blir troligen kvar på svaga nivåer under hösten och i samband med valoro kan kursen nå en bit över 10,50. Trots att det politiska läget klarnar något under slutet av året räknar vi med att EUR/SEK ligger kvar runt 10,50 vid årsskiftet för att sedan återhämta sig något och stärkas till 10,00 i slutet av 2019.

Långsiktigt undervärderad norsk krone bör stärkas

Den norska kronen har inte reagerat speciellt mycket på den ekonomiska stabiliseringen i spåren av högre oljepris och centralbankens tydliga signaler om en räntehöjning redan vid septembermötet. Sommarens rekyl nedåt i oljepriset från knappt 80 till närmare 70 USD/fat samt lägre global riskapitet kan vara förklaringar till att köpare inte attraheras av valutan. Utsikter för ett något högre oljepris framöver och leverans av centralbanken väntas dock bidra till att den långsiktigt undervärderade kronen börjar stärkas. Rörelsen får efterhand stöd av att oljepriset rör sig mot 85 USD/fat under 2019, samt av en betydande ränteskillnad mellan Norge och eurozonen/Tyskland. Vår bedömning är att EUR/NOK faller till 9,30 under 2018 och att NOK sedan fortsätter att gradvis förstärkas till 8,90 i slutet av 2020.

Valutaprognoser

Valutapar	Valutakurs	Förändring							
		Nu	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
EUR/USD	1,17	1,12	1,15	1,16	1,18	-4,3 %	-1,7 %	-0,9 %	0,9 %
EUR/SEK	10,67	10,50	10,50	10,30	10,20	-1,6 %	-1,6 %	-3,4 %	-4,4 %
USD/SEK	9,12	9,38	9,13	8,88	8,64	2,8 %	0,2 %	-2,6 %	-5,2 %
EUR/NOK	9,73	9,50	9,30	9,20	9,10	-2,3 %	-4,4 %	-5,4 %	-6,4 %
USD/NOK	8,31	8,48	8,09	7,93	7,71	2,0 %	-2,7 %	-4,6 %	-7,2 %
EUR/CHF	1,14	1,16	1,18	1,20	1,22	1,5 %	3,2 %	5,0 %	6,7 %
USD/JPY	111,1	111	110	108	106	-0,1 %	-1,0 %	-2,8 %	-4,6 %
EUR/GBP	0,91	0,90	0,87	0,85	0,84	-0,8 %	-4,1 %	-6,3 %	-7,4 %
GBP/SEK	11,76	11,67	12,07	12,12	12,14	-0,8 %	2,7 %	3,1 %	3,3 %

Valutaprognoserna är gjorda av SEB Research & Strategy, per den 28 augusti 2018.
Be gärna om en kopia på aktuella valutaprognoser.

Denna rapport publicerades den 11 september 2018.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 4 september 2018.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

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

Detta dokument kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEB:s finansiella instrument. SEB är det globala varumärkesnamnet för Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) och dess dotterbolag och filialer. Varken materialet eller de produkter som beskrivs här är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till person bosatt i USA, s.k. US persons, och all sådan distribution kan vara otillåten. Även om innehållet är baserat på källor som SEB bedömt som tillförlitliga, ansvarar SEB inte för fel eller brister i informationen eller för förluster eller kostnader som kan uppstå med anledning därav. Om informationen hänvisar till en investeringsanalys bör du om möjligt ta del av den fullständiga analysen och information publicerad i anslutning därtill eller läsa den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investeringsprodukter ger avkastning i förhållande till risken. Deras värde kan både stiga och falla och historisk avkastning utgör ingen garanti för framtida avkastning. I vissa fall kan förlusten även överstiga det insatta kapitalet. Om du eller en fond investerar i finansiella instrument som är uttryckta i utländsk valuta, kan förändringar i valutakurserna påverka avkastningen. Du ansvarar själv fullt ut för dina investeringsbeslut och du bör därför alltid ta del av detaljerad information innan du fattar beslut om en investering. Mer information såsom faktablad för fonder, informations- och marknadsföringsbroschyrer för fonder och strukturerade produkter finns på www.seb.se. Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i SEB.

Information om beskattning: Som kund vid våra internationella bankkontor i Luxembourg och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller hemvist med hänsyn till bankkonton och finansiella transaktioner. Banken skickar ingen skatterapportering till främmande länder vilket betyder att du själv måste ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm