

Februari 2019

Investment Outlook

Innehåll

02	Innehåll
03	Inledning Avtagande tillväxttakt, men mer attraktiv värdering
04-05	Makro och andra drivkrafter Tillväxttakten bromsar in från höga nivåer
06	Sammanfattning per tillgångsslag
07	Risknyttjande & allokering Total risknivå kring eller strax över neutralläget
08-09	Frågor och svar Hur stökigt blir 2019? Vilka överraskningar kan dyka upp?
10-11	Globala aktier Negativa vinstrevideringar och fallande börser balanseras av låg värdering
12-13	Tema: Vinster Oviss vinsttillväxt under 2019
14-16	Nordiska aktier Rationell prissättning i början av 10-talets sista år
17-18	Ränteinvesteringar Centralbanker slår av på takten i normaliseringen
19-22	Tema: Energieffektivisering En lovande investering
23	Kontaktinformation

Inledning

- Konjunkturen dämpas ytterligare 2019-2020
- Mer fördelaktig värdering och positionering, men avtagande vinstökningstakt
- Vi är återigen svagt överviktade mot aktier och företagsobligationer
- Ökad energieffektivitet – ett bra verktyg för att nå miljömålen

2018 blev ett volatilt år med svag utveckling för de flesta tillgångsslag och periodvis fritt fall under det fjärde kvartalet, trots att tillväxten var stark och resultatutvecklingen imponerande. Den bästa strategin för året hade varit att satsa på defensiva aktier under den första halvan och sedan fly risk helt under årets andra halva. Ur svenska investerares perspektiv blev slutresultatet mindre dramatiskt tack vare den positiva värdeeffekten av kronförsvagningen.

I förra *Investment Outlook* (december 2018) berättade vi att vi hade minskat vårt risktagande till en neutral position inför rapportsäsongen. Detta var ett korrekt beslut. Vi ökade dock åter risken efter ett initialt börsfall om cirka 10 procent, vilket var fel då även december blev en mycket svag månad. Såhär i inledningen av det nya året är vi **något överviktade i aktier och företagsobligationer**.

Även 2019 väntas bli slagigt, då vi fortfarande är kvar i den sencykliska delen av konjunkturcykeln. Det gör att den globala tillväxten successivt mattas av och företagssektorns vinstgenereringsförmåga utmanas. I denna fas får också mer kortsiktiga störningsmoment som exempelvis politisk oro ofta större genomslag. Men vi ser även en del positiva motkrafter som kan dämpa volatiliteten under det kommande året. Exempel på dessa är en mer aptitlig värdering av finansiella tillgångar. Att investerare redan har intagit mer försiktiga positioner dämpar framtida behov av ytterligare riskminskningar. Såväl politiker som centralbanker har säkerligen påverkats av ett turbulent 2018 och kan därmed komma att fatta mer stöttande beslut framöver.

Vi redogör i denna rapport hur vi förväntar oss att 2019 kommer att utvecklas, med extra fokus på vår syn på tillgångsslagsallokering och förväntad vinstgenerering på den globala aktiemarknaden. Vi gör också en djupdykning inom det intressanta området **energieffektivisering**. De tekniska möjligheterna för att halvera energianvändningen finns redan. Vi räknar med ett starkt växande behov av investeringar i energieffektivitet framöver. Det skapar möjligheter och utmaningar för både företag och investerare.

Med hopp om intressant läsning,
Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
Investment Strategy

Makro och andra drivkrafter

Tillväxttakten bromsar in från höga nivåer

I förra *Investment Outlook* konstaterade vi att tillväxttoppen såg ut att vara passerad. Vi fokuserade därför på ett resomang kring hur länge tillväxten kan hålla i sig. De senaste månadernas fortsatta inbromsning tydliggör att vi är inne i en fas med fallande tillväxttakt.

Sammantaget räknar vi med att tillväxten globalt faller med ett par tiondelar under detta och nästa år jämfört med de två föregående åren. Vi räknar därmed inte med någon recession, även om risken för en sådan har ökat något.

USA – tydlig inbromsning, men ingen recession

Den amerikanska ekonomin ligger längst fram i konjunktur-tåget, vilket återspeglas i rekordlåg arbetslöshet och högt kapacitetsutnyttjande. Under hösten hölls tillväxten väl uppe i USA. Vid årsskiftet kom en svag notering för inköpschefsindex ISM, och särskilt orderkomponenten, vilket är ett tydligt oros-tecken för framtiden. Men vi har också sett stark arbetsmark-nadsstatistik den senaste tiden. Mycket talar för att tillgången på arbetskraft inte är så låg som arbetslöshetssiffran indikerar. Resursknappheten tillsammans med eventuellt tillfälliga negativa effekter från handelskonflikten USA-Kina, gör att vi får se en tydlig inbromsning. Vi ser dock ingen recession utan "bara" lägre tillväxttakt.

Eurozonen – politiska problem dämpar humöret

I eurozonen mattades tillväxten av under förra året. Här är det efterfrågan som viker. Inköpschefsindex är på svagaste nivån sedan 2014. Vi bedömer att tillfälliga faktorer, som ett nytt regelverk som hämmat den viktiga bilförsäljningen, har förstärkt nedgången. Tillväxten hålls uppe av investeringsbe-

hov hos företagen och goda utsikter för hushållen, men diverse politiska problem dämpar humöret samtidigt som svagare global efterfrågan slår mot den viktiga exporten. Vi räknar med att tillväxten stabiliseras på nivåer något över dagens, men att den har lägre fart än tidigare år.

Tillväxtmarknadsländer – förblir en viktig motor

För Kinas del fortskrider den planerliga omställningen och inbromsningen av ekonomin. Den har dock drivits på av en nedgång i världshandeln, accentuerad av handelskriget. Från offentligt håll vidtas nu en mängd åtgärder för att stimulera tillväxten. Vår bedömning är att dessa räcker för att göra inbromsningen mer modest. För övriga tillväxtmarknadsländer (Emerging Markets - EM) mattas tillväxten också av, här bidrar en nedgång i råvarupriserna. Global handel hålls ändå uppe på hyggliga nivåer, samtidigt som inhemsk efterfrågan är stark på de flesta håll. Vi räknar därför med att EM-ekonomierna förblir en viktig motor i världsekonomin.

Sammantaget ger detta en tillväxtbild som bromsar in från höga nivåer. Frågan för 2019 och 2020 är om vår prognos på cirka 3,5 procent real tillväxt är för positiv? Marknaden är definitivt oroad för att så kan bli fallet. Dock är sannolikheten för en lågkonjunktur redan 2019 fortsatt låg. Vi uppskattar recessionsrisken för perioden 2019-2020 till 20-25 procent, vilket trots allt visar på att riskerna har ökat.

Låg inflation och mjukare toner från centralbanker

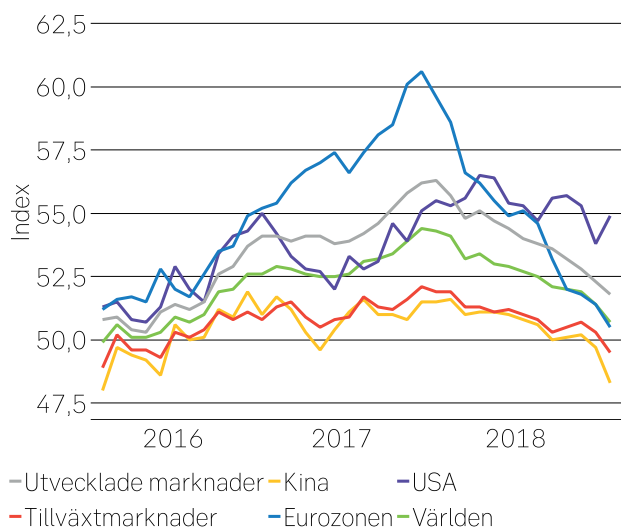
Trots stigande löneinflation, främst i den amerikanska ekonomin, har den globala inflationstakten svårt att stiga mycket mer. 2018 nådde vi en inflationstakt i OECD-området på drygt

BNP-prognoser för större marknader, i %

Marknad	2017	2018	2019	2020	Kommentar
USA	2,2	3,0	2,4	1,7	Inbromsning från hög nivå
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8	Momshöjning skapar osäkerhet
Tyskland	2,2	1,5	1,2	1,4	Bilindustrin ger frågetecken
Kina	6,9	6,6	6,3	6,1	Inbromsning med nedåtrisker
Storbritannien	1,8	1,4	1,3	1,6	Brexit klaras, men stor osäkerhet
Eurozonen	2,4	1,9	1,6	1,7	Tillväxten planar ut på lägre nivåer
Norden	2,2	1,6	2,0	2,0	Inhemsk kraft ger immunförsvar
Baltikum	4,4	3,7	3,2	2,7	Fortsatt god tillväxt – omvärldsrisker
OECD	2,5	2,5	1,9	1,8	Avmattning pågår – låg arbetslöshet
EM-ekonomier	5,0	4,9	4,7	4,8	Stabil tillväxt, men stora skillnader
Världen, PPP*	3,7	3,7	3,5	3,5	Tillväxten tappar kraft – nära trend

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

Ledande indikatorer pekar på ytterligare inbromsning



Källa: Macrobond

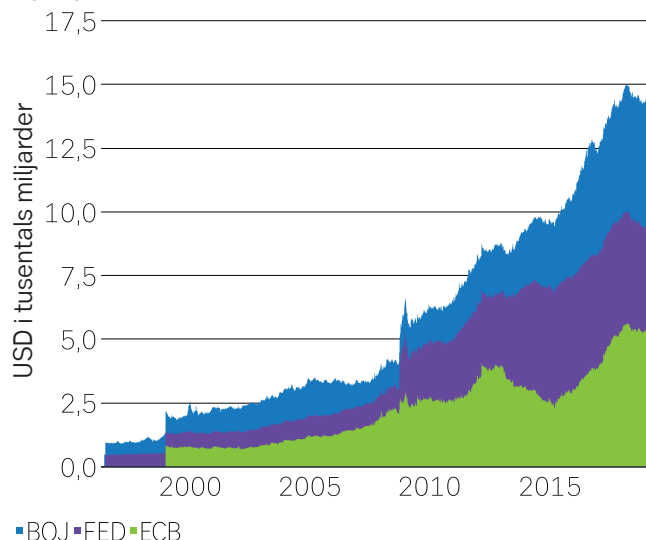
Grafen visar så kallade inköpschefindex från en rad regioner och länder. Dessa visar företagens framtidsplaner och om nivån överstiger 50 indikerar det ekonomisk expansion. Historiskt har dessa index varit en bra bit under 50 för att vara förenliga med en recession i hela ekonomin.

2,5 procent. Vi bedömer att det var en toppnotering och för de kommande två åren är vår prognos att inflationstakten faller tillbaka till 1,5 respektive 2,1 procent. Tillsammans med senaste tidens oro på finansmarknaderna gör det att såväl amerikanska Federal Reserves som flera andra centralbanker rimligen har litet utrymme för räntehöjningar. Denna slutsats är en av de faktorer som fungerar som stötdämpare i kapitalmarknaden framöver. En annan mycket viktig metod som centralbankerna har nyttjat sedan finanskrisen har varit deras kvantitativa lättnader (läs mer på sidan 8) som pågått parallellt med de kraftiga styrräntesänkningarna. Numera är dessa funktioner omvända och när det gäller planerna att montera ner centralbankernas obligationsportföljer kommer de att styras dels av den ekonomiska utvecklingen, men också av utvecklingen på kapitalmarknaderna. Det innebär att i stökiga perioder går centralbankerna rimligen långsamt fram med dessa reduktionsplaner.

Rimliga värderingar

Under hela 2018 pressades värderingarna nedåt, eftersom vinster steg och börser backade. En liknande utveckling gällde för kreditobligationer, där räntorna på dessa steg och skillnaden i förhållande till statsobligationsräntor ökade (läs mer på sidan 18). Det innebär att dagens värdering redan tar hänsyn till en mindre ljus framtid, även om 2019 i skrivande stund inneburit en viss återhämtning på börser och företagsobligationsmarknader. Skulle 2019 och 2020 resultera i en gradvis avtagande tillväxttakt och svagt stigande vinster, vilket är vårt huvudscenario, är dagens värdering rimlig. Om konjunkturen accelererar, vilket vi inte räknar med, är det direkt billigt. På motsvarande sätt skulle en lågkonjunktur i vanlig ordning signalera att det är dyrt, för då sjunker i regel vinsterna betydligt. Vårt huvudscenario är alltså att konjunkturen är mer uthållig än många fruktar och vi räknar med en lägre vinsttillväxt för 2019 i storleksordningen 2-6 procent.

Centralbankernas balansräkningar har ökat markant



Källa: Macrobond

Grafen visar hur balansräkningarna i de tre största centralbankerna (BOJ - Bank of Japan, Fed - Federal Reserve, ECB - Europeiska Centralbanken) ökat under perioden då dessa stödköpt räntebärande instrument för att stötta tillväxten och likviditeten i världen.

Till detta kommer utdelningar. Det ger en förväntad avkastning för globala aktier på runt 4-8 procent i lokal valuta, under förutsättning att värderingen är oförändrad.

Stöttande riskapitet och positionering

Vid utgången av 2018 havererade riskapiteten. Det fick stort genomslag i positioneringen då investerare återigen drog ner riskerna rejält i sina portföljer. I denna situation signalerade riskapitetindikatorer att det vore en dålig idé i ett kortare perspektiv att fatta beslutet att reducera risken ytterligare ett steg. Därefter har 2019 inletts med en positiv rekyl. Fortsatt är riskapiteten beskedlig och även positioneringen är åt det försiktiga hållet. Det innebär att så länge vi inte är på väg mot en recession är båda dessa faktorer stöttande för risktagandet.

Exempel på risker

Under det senaste kvartalet har ledande indikatorer fortsatt att signalera en inbromsning av tillväxttakten. Detta är en av huvudriskerna, då en dramatisk inbromsning inte är diskonterad i dagens prissättning. En konjunktur med lägre underliggande kraft som dessutom hämmas av eventuella politiska problem (hård Brexit – italienska finansieringsproblem – handelshinder mellan USA och Kina) har ökat riskerna för en recession som vi för tillfället bedömer till 20-25 procent för 2020. Vårt huvudscenario (75 procent) att så inte blir fallet kvarstår. Slutligen skulle det vara olyckligt om den amerikanska centralbanken skulle känna sig pressade att höja räntan ett flertal gånger under året, i kombination med krympande balansräkning, på grund av tilltagande inflation och svag tillväxt. Vi bedömer att Fed redan nu hamnat i ett läge där de behöver gå varsamt fram om inte tillväxten är stark nog.

Sammanfattning per tillgångsslag

Trots ökad osäkerhet kring konjunktur och bolagsvinster är våra prognoser ändå positiva avkastningar för de flesta tillgångsslag. Det som tydligt har förbättrats är mer försiktiga centralbanker, samt mer attraktiv värdering och positionering. Att prognostisera kortsiktiga avkastningar är alltid svårt, speciellt i den senare delen av konjunkturcykeln. Samtidigt ökar sannolikheten för positiv avkastning då vi lagt en mycket svag period bakom oss. Vi förväntar oss dock att den extraavkastning vi fått under många år som en effekt av en svagare krona är över. Redan under 2019 räknar vi med att kronan stärks cirka 5 procent mot dollarn, vilket kan minska avkastningen i globala aktieportföljer för svenska investerare.

Nordiska aktier

- Svagare tillväxttakt och flera vinstvarningar pressar historiskt höga börsvinster
- Vinstutvecklingen bestämmer aktieutvecklingen
- Värderingen mer rationell efter att börserna tappat 6-7 procent på ett halvår
- Fina möjligheter att investera i strukturell tillväxt
- Defensiva sektorer har levererat

Globala aktier

- Ljusningar i samtalen USA-Kina och försiktigare toner från Federal Reserve har bidragit till börsåterhämtningen
- Osäkerheten till trots tror vi att börserna kommer att generera normal, positiv avkastning. Denna vy baseras på låg värdering och mild avmattning i konjunkturen
- De globala vinsterna växer med låga ensiffriga tal i år givet vårt makrosenario
- Den negativa vinstrevideringstrenden planar ut under andra halvåret i år
- I väntan på klarare konjunkturutsikter och minskad volatilitet är det klokt att äga stabila bolag som har underliggande tillväxt samt hög kvalitet i intjäningen

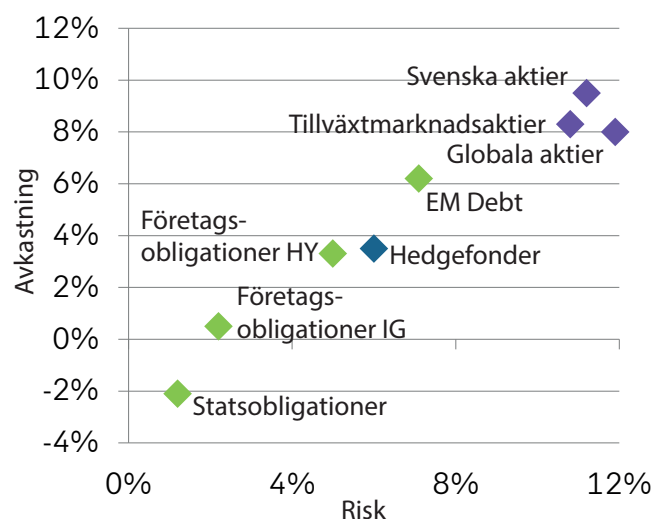
Räntebärande placeringar

- Försiktighet i den penningpolitiska normaliseringen
- Amerikansk styrränta allt närmare neutral nivå
- Volatilitet och varierande likviditet ger tvära kast i kreditmarknaden
- Ekonomisk tillväxt och undervärderade valutor ger stöd åt tillväxtmarknadsobligationer

Alternativa investeringar

- Påtagligt svåra förhållanden för hedgefonder under Q4
- Förändrad syn på amerikansk räntebana ger bekymmer för makrofonder
- Korta trender med tvära kast komplicerar bilden för CTA:s
- Svårhanterad riskminskning inom Equity Hedge

Förväntad avkastning och risk



Källa: SEB

Förväntad avkastning kommande 12 mån (i SEK)

Aktier	Avkastning	Risk
Globala aktier	8,0 %	11,9 %
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	8,3 %	10,8 %
Svenska aktier	9,5 %	11,2 %

Räntebärande placeringar	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-2,7 %	1,2 %
Företagsobligationer IG Investment Grade (Europa)	0,5 %	2,2 %
Företagsobligationer HY High Yield (Europa)	3,3 %	5,0 %
Tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Market Debt) i lokal valuta	6,2 %	7,1 %

Alternativa investeringar	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5 %	6,0 %

Källa: SEB, prognoser januari 2019

Risknyttjande & allokering

Total risknivå kring eller strax över neutralläget

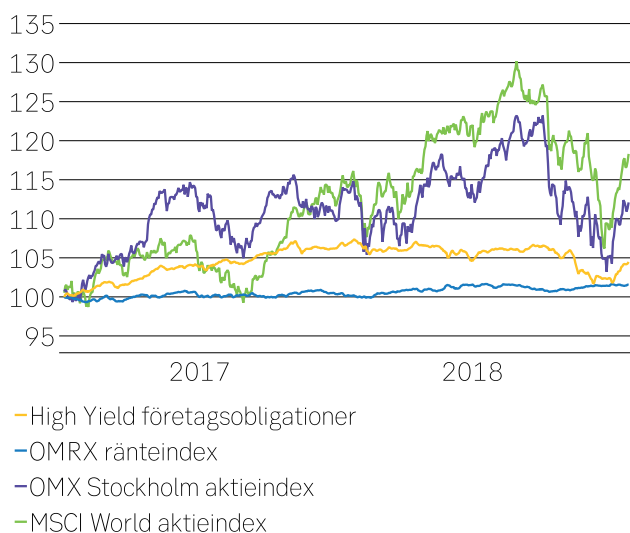
Med facit i hand såg investerare i början av 2018 en alltför ljus bild av utvecklingen för det förestående året. Vi utgånget av året var situationen den omvända. Det innebar att riskapiten gick från tydlig dur till överdriven moll under loppet av 12 månader. Inledningen av 2019 pekar på en viss normalisering och nyansering av synen på framtiden. I våra diskretionärt förvaltade portföljer ökade vi under hösten upp risken till en övervikt mot aktier, i kölvattnet av den negativa marknadsresponsen som följde efter rapportssäsongen för det tredje kvartalet. Detta visade sig vara för tidigt, då även december månad blev mycket svag, medan den positiva rekyl under inledningen 2019 varit i linje med vår förväntan och positionering i våra portföljer.

Vi har vid ett flertal tillfällen det senaste året uppmanat våra läsare och kunder att se över sin totala risknivå, då vi räknat med en klart högre slagighet eftersom vi är i den senare delen av konjunkturcykeln. Detta besannades under 2018 och bör gälla även för 2019. Dock räknar vi med att volatiliteten för helåret kommer att bli lägre än under det extrema fjärde kvartalet 2018 (se VIX volatilitet nedan).

Mellan den sista september och julafton sänktes priset på aktiemarknaden med drygt 15 procent. Även de flesta andra tillgångar tappade stort i värde. Det innebär att prissättningen gick tillbaka till nivåer som rådde för ca 1,5 år sedan.. Detta stora fall i aktiemarknaden var i det korta perspektivet överdrivet och efter det har cirka 50 procent av fallet återtagits.

Nu är prissättningen och risktagandet mer rimliga. I ett kort till medelfristigt perspektiv resulterar det i att det är lämpligt att ligga kring neutralläget i sitt risktagande. I våra modellportföljer har vi fortsatt en övervikt mot aktie- och kreditmarknaden och våra portföljer är därmed vridna mot en fortsatt positiv rekyl. Vi har en mycket bred ansats och spridning i portföljerna. Under extremt starka perioder i kapitalmarknaden kan det kännas som överflödigt, men direkt när det blir skakigt visar sig värdet av riskspridning. **Vår rådande rekommendation är därför att hålla en total risknivå kring eller strax över neutralläget**, samt se till att inte ha en alltför koncentrerad portfölj, då risken för att gå på minor är högre än vanligt.

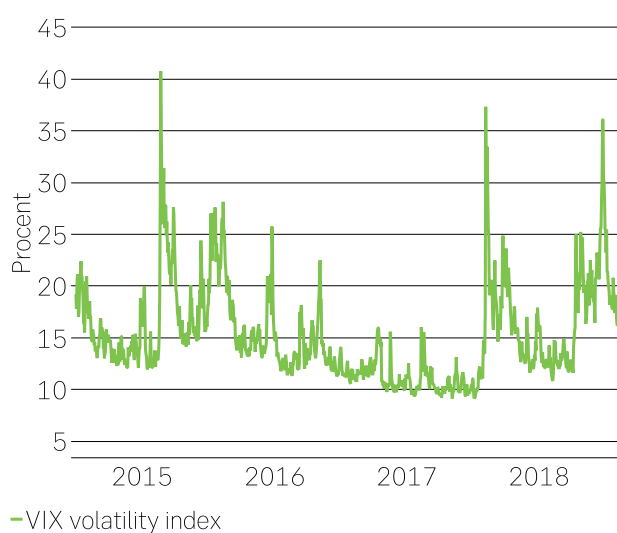
Utvecklingen för olika tillgångsslag



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar avkastningen för det breda globala aktieindexet MSCI AC World, Aktieindexet SBX, Ränteindexet OMRX Bond samt det europeiska HY indexet valutasäkrat till SEK. Den långa uppgången av stigande tillgångspriser sedan 2009 upprepades inte under 2018.

VIX utveckling sedan 2015



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar den implicita volatiliteten för det amerikanska börsindexet S&P 500. Ju högre värde desto större skakighet.

Frågor och svar

Hur stökigt blir 2019? Vilka överraskningar kan dyka upp?

I oroliga tider som dessa ökar antalet frågor till oss, vilket är både naturligt och något vi uppskattar. Här redovisar vi svar på [kundfrågor](#) som inte helt täcks in av ordinarie texter i publikationen.

Kommer börsutvecklingen 2019 att bli lika svag och stökig som 2018?

Under hösten och vintern 2018 skakades börserna om av en rad olika negativa krafter. Främst handlade det om det faktum att vi är i en sencyklisk fas av konjunkturen, där tillväxttakten bromsas upp. Det i sig medförde ett tydligt behov bland investerare att omdisponera sina portföljer, som under ett antal år varit tydligt positionerade mot accelererande cyklisk tillväxt. Det gjorde att många placerare önskade en lägre andel aktier och mer defensiva sådana. Utöver det oroade sig marknaden bland annat för konflikten mellan USA och Kina, den amerikanska centralbankens reducerade stimulanser och höjda styrränta. I princip kan man beskriva 2018 som ett år med mycket god tillväxt och starka vinster, men där placerare började diskontera en svagare framtid. Under sådana faser, när osäkerheten om framtida tillväxt och vinster ökar är det normalt att marknaden dels blir mer känslig för negativa nyheter och dels att placerarna, för att säkerställa kapitalet, tenderar att ta höjd för ett tydligt negativt scenario. Nedgångarna och svängningarna blir ofta större än vad inkommande statistik motiverar.

Blickar vi framåt är i fortfarande i samma sencykliska fas, men det som nu skiljer sig åt är att värderingarna är lägre, positioneringen mindre offensiv och att politiker och centralbanker också fått känna på volatiliteten och därför kanske är mer benägna att fatta beslut som inte utmanar placerarna i onödan. Sammantaget innebär osäkerheten kring tillväxt och vinster att vi får ännu ett år där volatiliteten varierar en hel del, såsom den gjorde under 2018, men där genomsnittet blir lägre än den vi fick uppleva under den senare delen av 2018. När det gäller avkastningen är vår prognos att vi ska kunna leverera positiv avkastning, vilket inte var fallet under föregående år.

I tidningarna står det att centralbankerna går från QE till QT. Vad menas och vad blir effekterna?

QE är en engelsk förkortning för kvantitativ expansion ("Quantitative Easing"). Under många år efter finanskrisen använde centralbankerna en strategi där de köpte upp obligationer

av olika slag för att stimulera ekonomin när det klassiska vapnet räntesänkningar inte räckte till. Metoden ökar likviditeten i det finansiella systemet, tar bort risk från till exempel bankers balansräkningar och driver ner räntorna för att få fart på konjunkturen. Detta lyckades man med, men centralbankerna kan inte fortsätta med sitt stöd hur länge som helst. Nästa steg i processen, som USA redan inlett, är att sakta avveckla dessa stora obligationsportföljer (kvantitativ åtstramning eller QT – "Quantitative Tightening") och då är risken att effekten blir den motsatta. Detta är centralbankerna mycket medvetna om och det gör att åtstramningstakten kommer att bli mycket långsammare än expansionstakten. Samma sak gäller centralbankernas styrräntor, som inte kommer att kunna höjas lika snabbt och mycket som de dessförinnan sänktes. QT är en åtstramande effekt, men den ska inte överdrivas, då tempot kommer att vara beskedligt. Det är dock rimligt att anta att minskad likviditet kommer att bidra till högre volatilitet för finansiella tillgångar, allt annat lika.

Varför diskuteras det så mycket om lågkonjunktur om tillväxten är så stark?

Orsakerna är främst två. För det första har denna konjunktur pågått längre än vanligt och för det andra har en del klassiska konjunktursignaler börjat blinka rött. Vad gäller längden på uppgången är det sant i sig, men denna återhämtning har skett i den långsammaste takten av alla återhämtningar sedan 1950-talet (i USA), så aggregerat är detta långt från den största konjunkturuppgången. De röda signalerna handlar exempelvis om en mycket låg arbetslöshetsnivå och små skillnader mellan räntor med kort respektive lång löptid. Historiskt har dessa signaler varit förenliga med en stundande lågkonjunktur. Dock sker det med viss eftersläpning, det kan ta upp till två år innan det sker. Vi bedömer sannolikheten till 20 - 25 procent för att det ska inträffa en lågkonjunktur under de kommande två åren.

Vilka risker ser ni som mest besvärande under det kommande året?

Tillväxtbilden rymmer alltid risker. Om konjunkturen bromsar in kraftigare än vad vi räknar med slår det på bolagsvinsterna. Det skulle skapa oro och fallande riskapitet. Om, å andra sidan tillväxten blir starkare ökar risken för stigande löner, inflation och räntor något som också utmanar börskurserna och riskerar att sänka konjunkturen.

En ökning av friktionen mellan Kina och USA skulle definitivt vara besvärligt, eftersom marknaden nu börjat räkna med att parterna ska kunna enas om en konstruktiv lösning.

Brexit är en tredje oroshärd. Europas tillväxt är svag och kan ytterligare undermineras om det skulle bli en hård Brexit.

Slutligen är det värt att vara uppmärksam på mer långsiktiga strukturella risker, som global skuldsättning.

Vilka positiva överraskningar skulle vi kunna få se under 2019?

När marknaden är osäker, som nu, räcker det ofta att farhågor inte infrias för att marknaden ska bli positivt överraskad. En annan skulle kunna vara en ökning av ekonomisk stimulans särskilt i Kina, samt en starkare vinstgenerering än vad marknaden nu räknar med, exempelvis drivet av att den idag låga produktivitetstillväxten ökar mer än väntat. Ytterligare en positiv möjlighet är att vi får en global tillväxt i linje med våra prognoser, men att den amerikanska centralbanken trots detta finner dagens styrränta tillräcklig i förhållande till de inflationsdata som inkommer.

En joker i detta läge är också Donald Trumps vallöften kring infrastrukturinvesteringar. Från att ha varit förstasidesstoff under valrörelsen har de helt kommit i skymundan. Bra global tillväxt och genomförda skattesänkningar har gjort att dessa investeringar inte behövs för att driva på konjunkturen. Men investeringar i infrastruktur behövs, om konjunkturen fortsätter att mattas av kan dessa planer mycket väl komma att dammas av. I så fall kan de ge positiv effekt till såväl tillväxten i sig som de branscher och bolag som arbetar inom området. Det politiska landskapet ger stöd till denna tanke, då företrädare för bägge partierna uttalat sig positivt om behovet av investeringar, men de de svaga statsfinanserna kan utgöra en försvårande faktor.

Vinstprognoserna verkar justeras ner lite, från en tillväxt på runt 10 procent till runt 5 procent.

Varför faller börserna så mycket mer än det?

Detta kan tyckas märkligt, svaret finns i ordet diskontering. De allra flesta modeller för att värdera aktier bygger på tanken att sätta ett nuvärde på aktien utifrån bolagets förväntade framtida vinster – och då inte bara nästa år utan en väsentligt längre period. När placerarna, som nu, justerar ner sina prognoser för framtida vinsttillväxt blir en liten nedjustering för varje år till ett stort tal om man summerar effekten på många år. Med även en liten nedjustering av framtida vinstökningstakt kan alltså nuvärde av bolagets vinstgenerering bli betydligt mindre.

Lägg till detta att placerarna av naturliga skäl är beredda att sätta en högre värdering på ett bolag där vinsterna växer snabbare – det bolaget kommer till exempel att kunna höja sina utdelningar till ägarna i snabbare takt. Detta illustreras väl av utvecklingen under det senaste året. I inledningen av 2018 bedömdes vinsterna växa med åtminstone 10 procent globalt för de kommande åren. Då var placerarna beredda att betala 15-18 gånger årsvinsten för snittbolaget på de större börserna (det så kallade P/E-talet). Idag räknar man med en vinstökningstakt på kanske 5 procent och börserna har (bland annat) därför fallit så att P/E-talet nu är 12-15. Så även mindre nedjusteringar av vinstprognoserna kan motivera relativt stora kursfall. Trösten i den ekvationen är att när väl vinstprognoserna justerats ner till rimliga nivåer ökar sannolikheten för positiva överraskningar.

Hur ser ni på kort- respektive långsiktiga prognoser för förväntad avkastning?

Per definition är kortsiktiga prognoser mer osäkra, vilket 2017 och 2018 är bra exempel på. De flesta bedömare underskattade 2017 och överskattade 2018 års avkastningar. Våra bedömningar avseende förväntad avkastning för innevarande år hittar du i tabellen på sidan 6. Dessa bedömningar bygger på en förväntan om att den globala tillväxttakten landar på 3,2-3,5 procent, samt att vi får en vinsttillväxt på runt 2-6 procent och att värderingarna är oförändrade.

Med ett längre perspektiv på 5 till 10 år är det svårare att göra prognoser som tar hänsyn till förväntad faktisk utveckling, men samtidigt enklare, då en längre period brukar innebära att kortsiktiga svängningar tar ut varann. Därför är det rimligt att räkna med en avkastning i linje med det långsiktiga historiska snittet, men med justering för det rådande ränteläget. Med det menas att om vi ser tillbaka på historien ser vi att en aktieportfölj gett 3 - 4 procentenheter högre avkastning än statsobligationer. Detta är en rimlig förväntan också framöver. Dock innebär det att den absoluta avkastningen förväntas bli lägre än den vi fått under de senaste decennierna, då statsobligationsräntan är tydligt lägre än det historiska snittet. Å andra sidan blir den inflationsjusterade avkastningen mer jämförbar, eftersom vi nu befinner oss i en värld med lägre inflation än tidigare.

Globala aktier

Negativa vinstrevideringar och fallande börser balanseras av låg värdering

Världens börser föll kraftigt under det sista kvartalet. Makroekonomiska data överraskade negativt, samtidigt som den amerikanska centralbanken (Fed) höll fast vid sin räntehöjningsbana. Åtstramande penningpolitik i kombination med nedreviderade vinstprognoser är en giftig cocktail för aktiemarknaden. Försiktigare centralbanker har dock bidragit till att 2019 har inletts i dur.

Efter ett brant fall i december har det nya året inletts starkt, vilket får ses som en rekyl i en oviss trend. Den amerikanska centralbanken har genom sitt agerande på inkomna data lugnat marknaden. Förhoppningar om en positiv handelsöverenskommelse mellan USA och Kina har också bidragit till stigande börser i inledningen av året. Handelskonfliktens omfattning är oviss, men har redan gett upphov till störningar i produktionskedjan. Investeringar har ställts in eller skjutits på framtiden, vilket dragit ned tillväxttakten i den globala ekonomin. Hårda makroekonomiska data och ledande indikatorer har efter lång tids uppgång börjat falla. Börsvinsterna har börjat revideras ner, vilket har bidragit till den ökade volatiliteten.

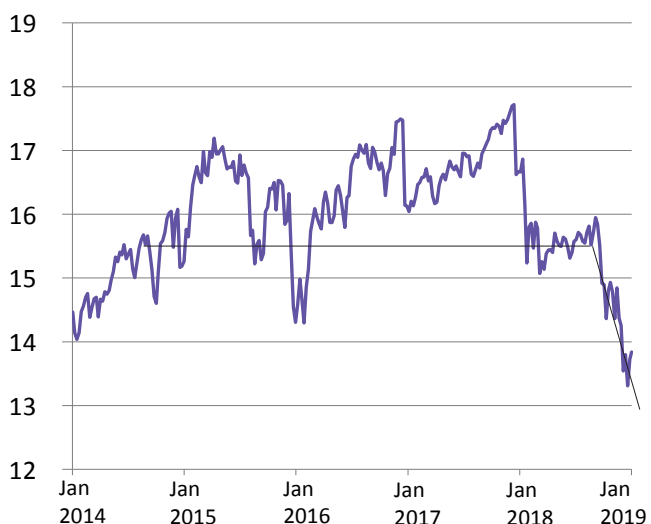
Vinstnedrevideringarna kommer att plana ut

Vinstprognoserna för 2019 har redan justerats ner ovanligt mycket på kort tid. När revideringstrenden vänder brukar den hålla i sig i en tid. Då huvudscenariot är en viss avmattnings, men ingen recession, borde vinsterna växa med 2-6 procent i

år. Vi räknar med att revideringstrenden planar ut vid halvårsskiftet, givet att vårt makroscenario håller.

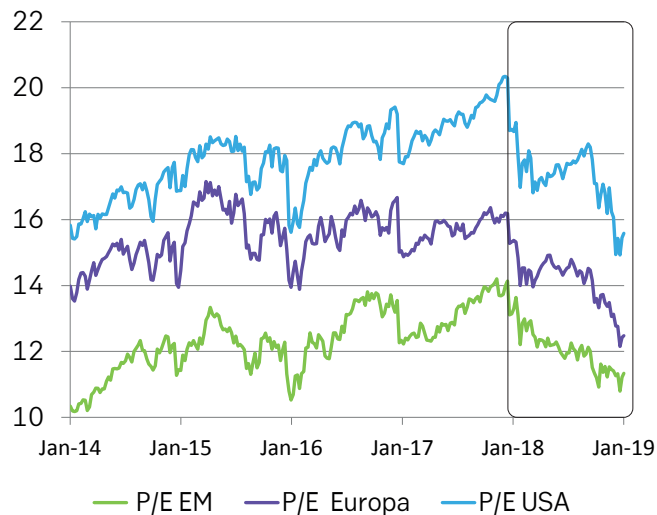
När börserna har tappat fotfästet, makrobilden är oviss och vinsttenden ifrågasätts blir värderingen en intressant måttstock för att bedöma om aktiemarknaden är köpvärd eller inte. Ser vi till det framåtblickande P/E-talet (aktiekurs/vinst per aktie) som är 13,8 för världsindex, har börserna inte varit billigare på de senaste fem åren. Ett genomsnittligt P/E-tal om 15,5 för samma period indikerar att en normal aktievärdering är ca 12 procent högre. Vi räknar dock med ytterligare några procents nedrevideringar av vinsterna och landar då på en rimlig kurspotential för börserna på cirka 6-8 procent. Det låga ränteläget är ett värderingsstöd och bidrar med flöden till börserna då den riskfria räntan i stora delar av världen inte ger någon avkastning alls. Studerar vi andra värderingsmått som direktavkastning och P/B (aktiekurs/bokfört värde) drar vi samma slutsats.

Lägre värdering på världsbörser



Det 12-månaders framåtblickande P/E-talet (aktiekurs/vinst per aktie) för världsindex är nu det lägsta på 5 år.

Unison nedvärdering av de större börserna



Världens börser har värderats ner mycket, på kort tid, i såväl Europa och USA som för tillväxtmarknader (EM).

Stora inflöden till tillväxtmarknader

I föregående nummer av *Investment Outlook* uppmärksammade vi att värderingen av börserna i Emerging Markets (EM) hade fallit till historiskt låga nivåer jämfört med utvecklade länder. Värderingsskillnaden var då 35 procent beräknat på P/B, vilket vi använde oss av då avkastningen på det egna kapitalet regionerna emellan var likvärdig. Skillnaden har nu krympt till 31 procent, då investerare uppmärksammade värderingsgapet och köpte EM-aktier på bekostnad av aktier i de mogna ekonomierna under det sista kvartalet. Tillväxtmarknader är nu de mest populära att övervika för institutionella placerare.

Vinsttrenden i EM är nedslående i närtid, särskilt för IT-sektorn. Under hösten har halvledarbolagens och övriga underleverantörers vinster i IT-sektorn justerats ner kraftigt. Samsungs och Apples vinstvarningar i januari i år har lett till ytterligare en våg av nedjusteringar. I IT-sektorn väntas vinstminskningar, medan övriga sektorer ger ett positivt vinsttillväxtbidrag. För teknologitunga Korea väntas negativ vinsttillväxt, likaså för oljetunga Ryssland, medan Taiwans vinster bara växer marginellt. Tillsammans står dessa tre länder för 35 procent av vinstbasen i EM och drar ner totalen. I den andra vågskålen har vi Brasilien och Indien där vinsterna väntas växa med tvåsiffriga tal under 2019. Den viktigaste aktiemarknaden i EM, Kina, väntas också ge ett positivt vinsttillväxtbidrag trots den ekonomiska avmattningen.

För att tillväxtmarknader ska få positiva kapitalflöden bör vi se en försvagad amerikansk valuta i kombination med en global tillväxt som inte bromsar in ytterligare. Resultat från Kinas stimulansåtgärder vore också glädjande. EM är alltså jämnt lågt värderat, men är historiskt en mer riskfylld investering, varför man bör vara selektiv när man investerar i detta sena skede av konjunkturen.

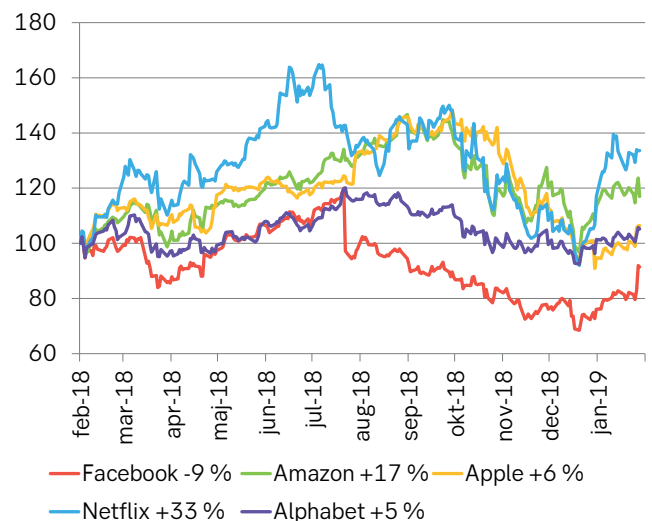
Impopulärt Europa

Europa har falnat i popularitet hos institutionella förvaltare. Senast regionen var lika impopulär var under 2012. Då var det Greklands krisen som var det stora orosmolnet. Nu är det Italien och Storbritannien. Impopulärt brukar också vara billigt. P/E-talet har sjunkit från 16 till 12,5 på ett år, vilket får anses som relativt lågt trots nedrevideringsrisken. Vi behöver dock se minskad politisk risk och bättre konjunktur för att placerare ska övervika Europa igen.

Stora värderingsskillnader för FAANG-bolagen

USA föll också i popularitet hos förvaltarna under hösten, vilket kan tillskrivas några av de stora tillväxtbolagen som lett den långa börsuppgången. Hög värdering, ökade regleringsrisker och i vissa fall exceptionellt hög lönsamhet har avskräckt. Även om FAANG-bolagen (se grafen ovan till höger) benämns som grupp är deras verksamheter väsensskilda, så också aktiekursutvecklingen under det senaste året. Netflix har stigit 33 procent, räknat i lokal valuta, medan Facebook har fallit 9 procent på ett år. Värderingen av bolagen varierar också. Apple med en nettokassa om 20 procent av börsvärdet (130 miljarder USD) har ett P/E-tal om 14, medan Netflix är värderat till P/E 74 på 2019 års förväntade vinst.

FAANG-bolagens utveckling spretar



Källa: Bloomberg/Macrobond, dec 2017 till jan 2019, i USD.

Även om de alla är digitala, har FAANG-bolagens verksamheter få likheter, vilket aktiekursutvecklingen speglar. FAANG = Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google (vars moderbolag heter Alphabet).

Störst vinstnedrevideringar i cykliska sektorer

Sedan en tid tillbaka har vi konstaterat att vi är inne i en sencyklisk del av konjunkturen. Det innebär i regel minskad efterfrågan, besvärade kostnadstryck samt fallande marginaler. Investerare söker sig då till bolag med "pricing power", vilket innebär att kunderna är mindre känsliga för priset på varan. Det finns med andra ord utrymme för bolaget att höja priserna utan att tappa någon större försäljningsvolym. Dessa bolag återfinns i princip i alla branscher och regioner, förutom möjligtvis inom råvarusektorn där förädlingsvärdet är lågt. Bolag med starka marknadspositioner, sunda finanser och unika produkter som är mindre konjunkturkänsliga gynnas, medan konjunkturkänsliga missgynnas. Den mest negativa vinstnedrevideringstrenden syns i cykliska sektorer – en trend som sannolikt fortsätter i ytterligare några kvartal. Detta reflekteras delvis i värderingen, som diskonterar en dyster framtid. Värderingsskillnaderna mellan sektorer, regioner och bolag kommer att vara fortsatt volatil. Felinvesteringar straffas hårt, vilket ökar skillnaderna mellan olika fondförvaltare.

Slutsatser

I väntan på att konjunkturutsikterna klarnar och volatiliteten minskar är det klokt att äga bolag med stabila verksamheter som har en viss tillväxt och hög kvalitet i intjäningen. Osäkerheten till trots tror vi att börsen kommer att generera en normal avkastning i år, dvs ca 6-8 procent i lokal valuta. Detta baseras på låg värdering och vår bedömning om en mild avmattning i konjunkturen, men ingen recession.

Tema: Vinster

Oviss vinsttillväxt under 2019

Vinstutsikterna har dämpats för 2019 i de flesta regioner och länder. Prognoserna har gradvis justerats ned i takt med att makroekonomiska data överraskat negativt. För tillfället ligger konsensusprognoserna på 7 procents global vinsttillväxt. Avtagande tillväxttakt i den globala ekonomin gör att vi räknar med ytterligare ett kvartal eller två med sänkta vinstprognoser. Vi tror dock inte på något fortsatt brant fall, utan snarare en nedhyvling av vinstökningarna till låga ensiffriga tal. För börserna behöver detta inte vara negativt, då börsnedgången gör att ett värre vinstscenario redan är diskonterat.

Vinstutvecklingen för USA under 2018 sticker ut beroende på stark konjunktur i kombination med kraftigt sänkta företags-skatte. Vi bör kunna teckna in runt 22 procents vinsttillväxt för det breda börsindexet S&P 500 även om rapporteringen för det sista kvartalet precis inletts. Då skattesänkningen är en engångseffekt spås tillväxttakten sjunka till mer normala 8 procent under 2019. I Europa väntas en vinsttillväxt på drygt 6 procent 2019, ned från närmare 10 procent 2018.

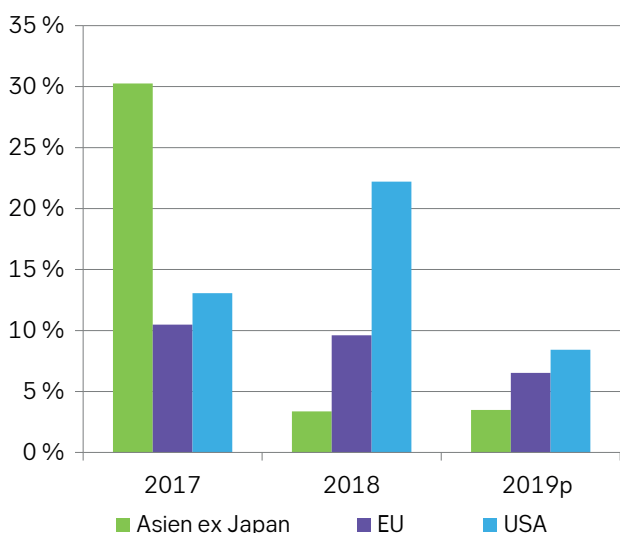
I Asien ex Japan är tillväxtutsikterna dämpade, då Kinas ekonomi saktar ned, samtidigt som IT-sektorn i form av de stora halvledarbolagen nådde en tillväxtpuckel under 2018. Det första halvåret i år förväntas till och med negativ vinsttillväxt. Därefter kan vi förmoda att vinsttillväxten återkommer då Kinas stimulansåtgärder får fäste samtidigt som IT-sektorns vinster slutar att falla. I Japan väntas en vinsttillväxt med låga ensiffriga tal. Fallande global BNP-tillväxt i kombination med starkt yen talar dock för ytterligare sänkta vinstprognoser för japanska bolag.

Europas och Japans börser har branschmässiga likheter såtillvida att industri och cyklisk industri står för en stor del av vinsterna. Korrelationen mellan vinster och den ekonomiska cykeln är hög, varför det är sannolikt att vinsterna revideras ned mer i dessa regioner än i exempelvis USA. I det extrema fallet – finanskrisen som inträffade för ett decennium sedan – genererade de japanska företagen förluster på aggregerad nivå. I Europa föll vinsterna med 85 procent och i USA halverades vinsterna. Det ger en indikation på vinsternas känslighet för svagare ekonomisk tillväxt. Vårt makroekonomiska scenario är en viss dämpning av aktivitetsnivån, men inte något brant fall.

Starka vinstökningar, men negativ prognos-revideringstrend

Amerikanska bolag är först ut i rapportsäsongen. Året inleddes bryskt av Apple som vinstvarnade. När bolaget gav en marknadsuppdatering tio veckor innan vinstvarningen

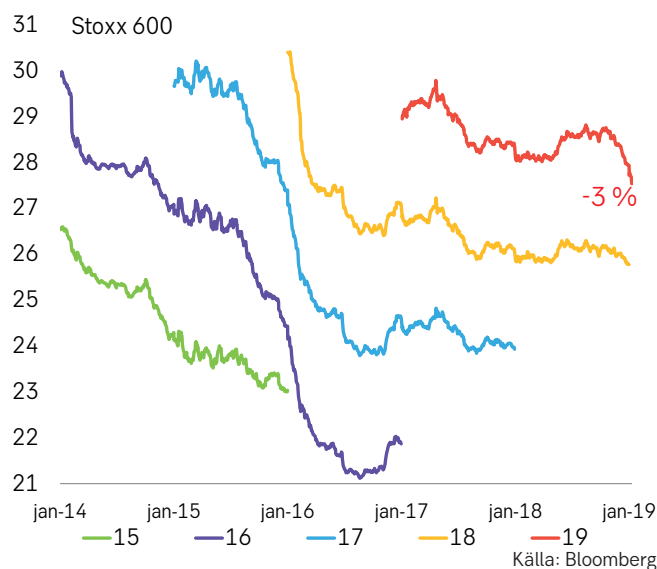
Avtagande vinsttillväxttakt



Källa: Bloomberg

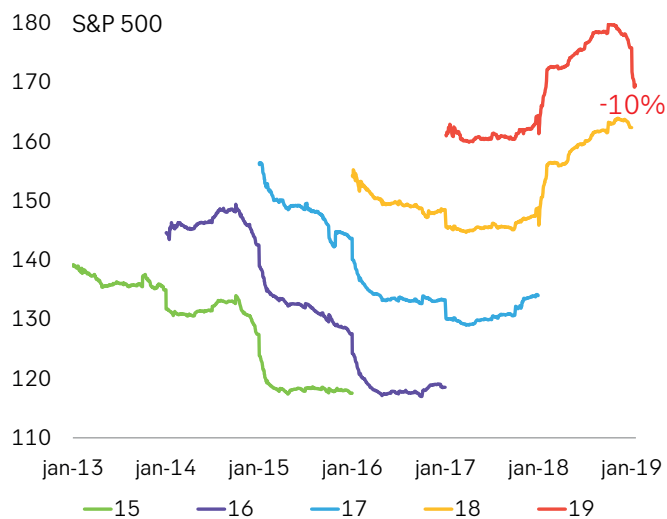
Stapeldiagrammet illustrerar ökningstakten i vinsterna för USA, EU och Asien exklusive Japan. USA och Europas vinster minskar i år jämfört med 2018, medan Asien x Japans vinster väntas öka något, dock från en låg nivå.

Fallande vinstrevideringar i Europa



Prognoserna för 2019 års vinster i Europa har börjat revideras ned under senhösten.

Fallande vinstrevideringar i USA



Källa: Bloomberg

2019 års vinster i USA har börjat revideras ned under senhösten.

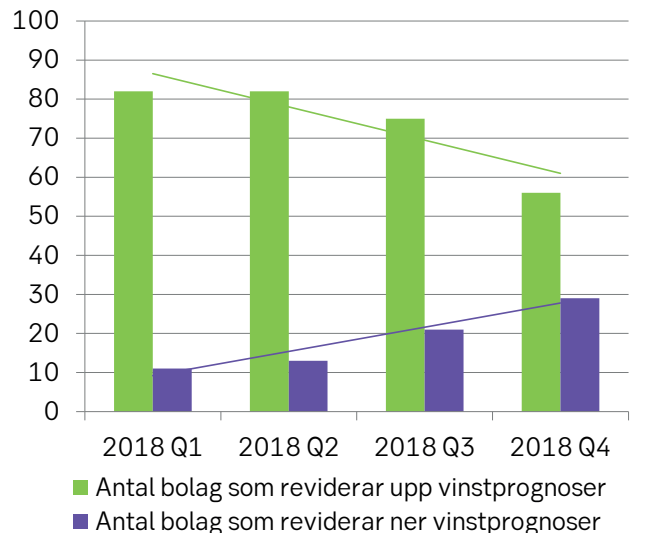
spådde det intäkter på drygt 91 miljarder dollar för det sista kvartalet 2018. En grov felkalkylering, eftersom prognosen sänktes till 84 miljader. Överraskningsmomentet var framför allt den svaga efterfrågan i Kina på de nya Iphonemodellerna. Makroekonomin har försämrats i Kina menade Apples VD Tim Cook. Vinstvarningen fick efterverkningar på stora delar av teknologisektorn som är underleverantörer till Apple, såsom Samsung, Qualcomm, ST Microelectronics, Hon Hai Precision och Micron. En vecka senare kom också Samsung ut med en kraftig vinstvarning som bekräftade branschtrenden. Försäljningen väntas minska med 11 procent och vinsten med 29 procent jämfört med fjärde kvartalet föregående år. Skälen sades vare makroekonomisk osäkerhet, ökad konkurrens inom telefoner och ljum efterfrågan på minneskretsar. FedEx är ett logistikbolag med bred internationell närvaro som vinstvarnade och angav svagare global ekonomi som ett av skälen. Den tyska industrirobottillverkaren Kuka AG, sänkte också sina prognoser baserat på en avmattning inom fordon och elektronik samt osäkerhet på automationsmarknaden i Kina.

Ovanligt många företag med internationell närvaro som är beroende av konjunkturen har vinstvarnat, vilket bekräftar den svagare makrobilden. Analytiker kåren har börjat revidera sina vinstprognoser nedåt. Fjärde kvartalets vinstprognoser i USA har justerats ned med fem procent under de senaste månaderna. De största nedrevideringarna står oljesektorn och teknologisektorn för.

Diagrammet ovan till höger visar de bolag inom S&P 500 som själva ger vinstprognoser. Brukligt är att börja lågt för att kunna överraska positivt när rapporttillfället närmar sig. En oroväckande trend inleddes redan föregående kvartal, då fler än brukligt guidade ned vinsten. I sista kvartalet är det tydligt att fler bolag än vanligt sett sig tvungna att sänka sina vinstförväntningar. Troligtvis är bolagsurvalet representativt för hur rapportperioden kommer att se ut.

Europa upplever också en negativ revideringstrend sedan några månader tillbaka. De största nedgraderingarna finner vi i cykliska sektorer såsom verkstadsindustri, kemi och personbilsindustrin. Oljebolagens vinster är naturligtvis också drabbade av oljeprisfallet.

Färre bolag reviderar upp sina vinstprognoser



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar det antal bolag som ändrat sin vinstguidning uppåt respektive nedåt. Urvalet består av de bolag som ger egna prognoser och representerar cirka en femtedel av S&P500 (95 bolag).

Det finns också exempel på företag som är bekväma med omvärldssituationen. Den amerikanska banken Citigroup, med tentakler över hela världen, var uttryckligen positiva till företagsklimatet i sin rapport och såg framför sig samma höga efterfrågan på företagslån. Kreditförlusterna hölls i schack och hushållens ekonomi sågs som solid. Bank of America bekräftar bilden av en stark konsumentsektor i USA. Ett något förvånande exempel på en omvänd vinstvarning så här sent i konjunkturcykeln kom från General Motors. Bakgrunden är att personbilsindustrin upplevt några besvärliga år med utsläppsskandaler samt kapitalkrävande produktutveckling av elbilar. Dessutom har tillväxttakten stannat av och i Kina faller bilproduktionen för första gången. GM:s situation bör därför ses som unik. Fortsatt svagt vinstmomentum väntas för fordonssektorn.

Med finanskrisen i någorlunda färskt minne har bolagsledningarna i traditionella industrier varit relativt återhållsamma med investeringar, vilket minskar risken för alltför hög negativ operationell hävstång vid en konjunkturförsvagning. Negativa vinstrevideringar går dock inte att undvika. Bankerna är numera relativt solida, så inga stora negativa överraskningar väntas från den sektorn, men ett extra vakande öga hålls på kreditförlustnivåerna. De största negativa överraskningarna har kommit från producenter av halvledare och hårdvaror i IT-sektorn. Här kan vi förvänta oss fortsatt svag vinsttrend. Oljeprisfallet minskar oljeproducenters vinster och deras investeringsvilja. Indirekt drabbas underleverantörer, vilket inkluderar en lång rad verkstadsbolag.

Slutsatser

Överlag finns det få anledningar för företagsledningarna att vara överdrivet optimistiska i kommande rapportflod. Ovissheten är fortfarande stor. Nedreviderade vinster skall dock inte likställas med fallande börser. Föregående år var det mest vinstrika någonsin och ändå slutade världensindex ned drygt 9 procent i lokal valuta. Stora negativa vinstnedrevideringar har med andra ord prisats in i aktiemarknaden. Får vi inte en regelrätt recession, vilket vi inte tror, finns det goda förutsättningar för ett bra börsår trots njugga vinstökningar.

Nordiska aktier

Rationell prissättning i början av 10-talets sista år

Under det senaste halvåret har aktiemarknaden omvärderat framtidsutsikterna från att tidigare sett en högkonjunkturcell fortsättning till än högre höjder, till att nu prissätta omvärldsfaktorer betydligt mer rationellt. En långt gången ekonomisk cykel mattas av. Aktiemarknaden har nyktrat till och insett att konjunkturcykler inte växer till himlen samt att osäkerhetsmoment kan inverka realekonomiskt. Vår strategi framöver är fortsatt försiktig, men något mer hoppfull kortsiktigt och vi föredrar strukturell tillväxt, såsom digitalisering och hållbarhet.

Konjunkturavmattning ett faktum

I de senaste utgåvorna av *Investment Outlook* har vi pekat på att den globala konjunkturcykeln är i en tydligt mogen fas och att investerare bör vara vaksamma för tillhörande risker, trots att vi har haft en positiv börssyn. Det är ovanligt med ett årtiondes lång uppgångsfas, ekonomiska cykler brukar vända runt när både sysselsättningen och resultatutvecklingen är på nuvarande, historiskt sett väldigt gynnsamma nivåer.

Det är fortsatt klokt att positionera sig med åtminstone viss portion av försiktighet i dagens läge. Penningpolitiska program väntas minska i omfattning framöver, medan resultatutvecklingen tar över som en mer drivande kraft för aktieprissättning. Aktiemarknaden har fått ett bryskt uppvaknande, av just denna anledning, under det senaste halvåret. Inga konjunkturträd växer till himlen; vid en viss höjd tappar realekonomin takt och självförtroende. Näringslivet brukar vända runt vid sådana nivåer. Även konsumenters utgiftsplåner förändras till att hålla i plånboken. Av allt att döma är vi i en sen del av konjunkturcykeln, där tillväxttakten inte är lika hög som innan.

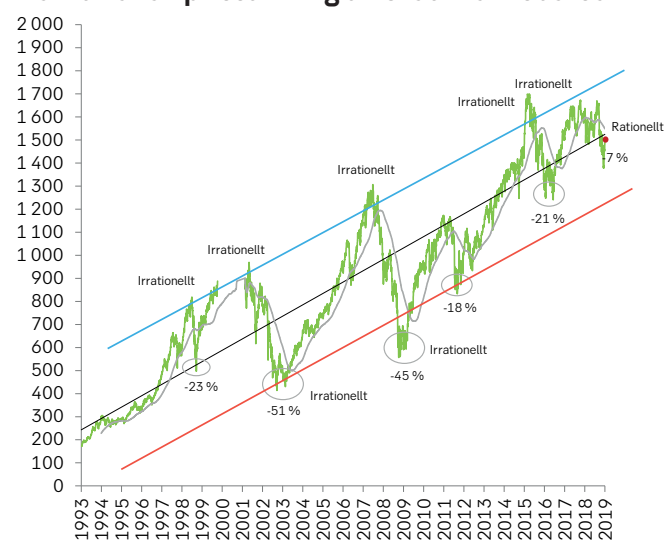
Vinstvarningarna har duggat tätt under januari

Under inledningen av det nya året har vinstvarningarna duggat tätt från internationella bolag, med tydliga försvagningssignaler. Inom fordonssektorn har både Jaguar Land Rover och Ford Motor introducerat besparingsåtgärder med anledning av konjunkturrella varningssignaler och svagare efterfrågan för dieselfordon. Även flygbolagen American Airlines, Norwegian Air Shuttle och EasyJet har diskuterat tuffare tider. Detaljhandelsbolagen Macy's och Kohl's har meddelat att den amerikanska julhögtiden inte var den succé som de hoppats på, samtidigt som smyckestillverkaren Tiffany & Co. uppgett att de sett en svagare intjäning från kinesiska turister i USA och Hongkong. Apple har vinstvarnat för svagare försäljning i Kina och inom finansbranschen kommer BlackRock att minska antalet anställda med 3 procent globalt. När arbetslösheten är på historiskt låga nivåer, företagsvinster och krediter på höga nivåer, då tenderar ekonomin att sakta ned, vilket vi nu får fler signaler på.

Prissättningen mer rationell

Grafen nedan visar Stockholmsbörsens (OMXS30) index-nivå (exklusive utdelningar) sedan början av 1990-talet. Den visar tydligt att aktiemarknadens prissättare blir såväl alltför giriga som pessimistiska när konjunkturer når sina ytterligheter, dvs. hög- och lågkonjunktur. Det genomsnittliga priset för börsen är givetvis viktigt (P/E-tal), men än viktigare är konjunkturutvecklingen. Grafen är justerad för en extrem eufori i samband med millennieskiftet, då löften prissattes som om de vore guldackor. Grafen är ett försök att peka på tidpunkter då aktiemarknaden var irrationell, oavsett om det var på toppen eller botten. Intressant är att varje topp har varit högre än tidigare topp, och varje botten högre än tidigare botten. Efter att aktiemarknaden prissatt börsen och konjunkturer på relativt höga nivåer har en mer rationell nivå nåtts.

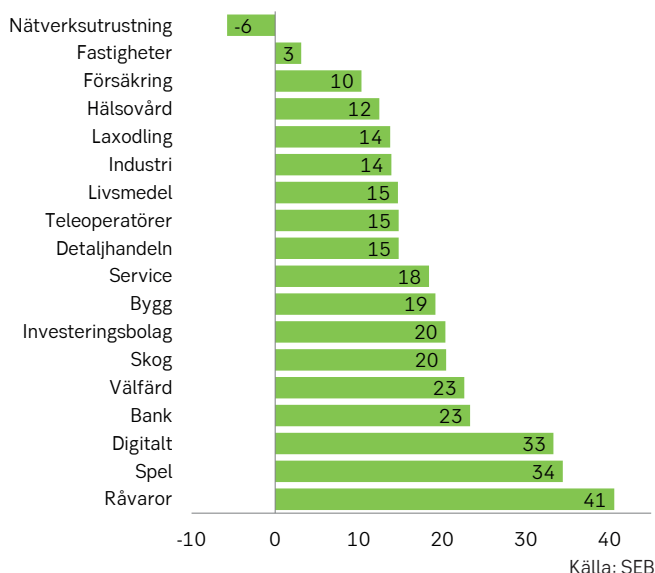
Mer rationell prissättning av Stockholmsbörsen



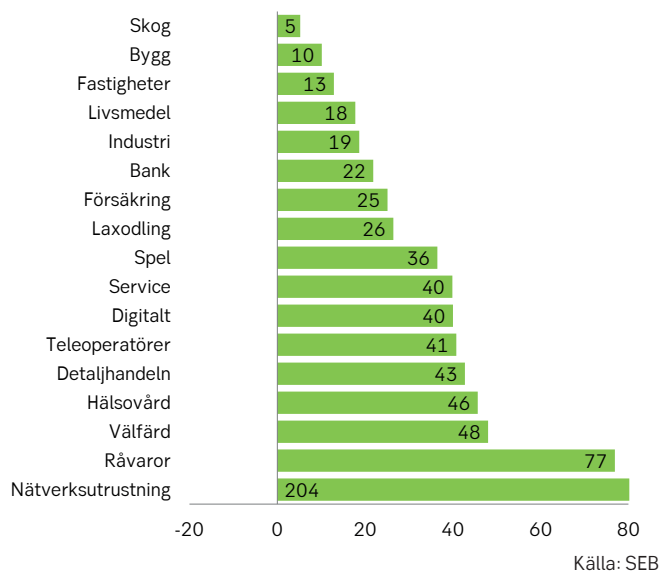
Källa: SEB

Grafen visar Stockholmsbörsen (OMXS30) sedan början av 1990-talet, justerat för extremt irrationell prissättning vid millennieskiftet. För närvarande har prissättningen av Stockholmsbörsen (baserat på historik) gått från en irrationell nivå till en rationell. Konjunkturutvecklingen bestämmer framtiden, dvs. resultatutvecklingen för bolagen.

Potential mot riktkurs (%)



Vinstökning 2019-2020 (%)



Graferna ovan visar potential mot riktkurs baserat på SEB:s prognoser och vinstökning för 18 olika sektorer. Varje sektor representeras av snittet av de inkluderade bolagen.

Hur ser utsikterna ut på sektornivå?

Potential baserat på SEB:s riktkurser och framtida vinstökning för olika sektorer, visar att utsikterna är tydligt spridda. Vi tror särskilt på aktieinvesteringar där strukturell tillväxt är en större komponent. **Digitalisering** och **hållbarhet** är två exempel där strukturell tillväxt lyser kraftigt.

I den **digitala sektorn**, med strukturell tillväxt, är potentialen mycket hög och klart konkurrenskraftig mot andra sektorer. Vinstökningsprognoserna från fjolåret till och med år 2020 (dvs två år framåt från basen 2018) är finfina 40 procent. När vi tar en blick runtomkring oss, oavsett om vi befinner oss i hemmet, på kontoret, i fabriken, i bilen, eller utomhus, är det enkelt att konstatera den omvälvande digitalisering som skett i varje del av samhället. Den digitala ekonomin erbjuder fortsatt utmärkt tillväxtförutsättningar, oavsett konjunkturläge. Produktsegment som internethandel, automation, smarta affärssystem och digitala spel för nöje växer strukturellt.

För **banker** och **valfärdsbolag** är snittuppsidorna mot underliggande riktkurser bägge ovan 20 procent för det kommande året. Jämfört med andra sektorer har dessa teoretiskt och historiskt stabilare efterfrågenivåer, även om oförutsedda förändringar kan påverka kraftigt från tid till annan. SEB analyserar 17 nordiska banker, där de mindre bolagen erbjuder högst potential enligt våra riktkurser. Men storbankerna har goda möjligheter att fortsätta sin effektiviseringsresa i kombination med relativt höga direktavkastningar under de närmsta åren.

Valfärdsbolagen har vi ansett vara attraktiva under lång tid, tack vare en konjunkturoberoende efterfrågan och en värderingsbild som enligt vårt tycke prisar in en alltför riskfylld politisk framtid. Vinstbegränsningar har inte politisk uppbäckning för närvarande och det är svårt att se hur detta kan förändras under de närmsta åren, med tanke på den breda konsensusbild som nu finns på regeringsnivå.

Vidare står **spel** (kasino & vadslagning) ut, sett till uppsidor för riktkurser. Spelsektorn digitaliseras fortsatt, men risker finns, där spelbegränsningar i Storbritannien varit en be-

tungande faktor. Svensk reglering med konsumentskydd är glädjande och viktigt, men sektorn kan vara volatil.

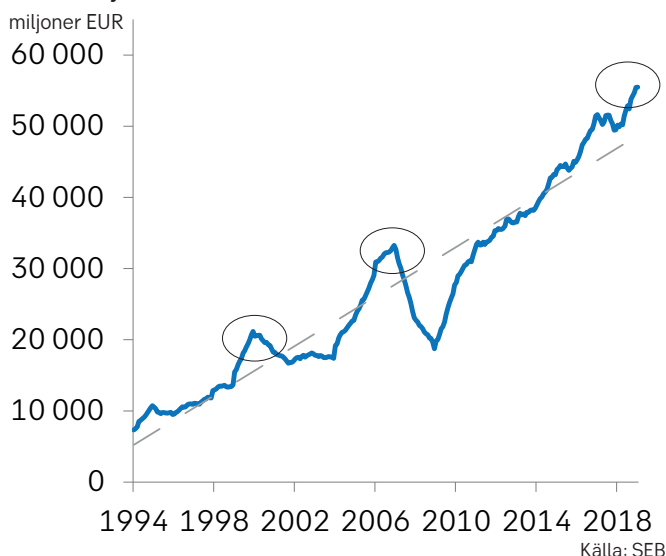
För sektorer som **nätverksutrustning**, **fastigheter** och **försäkring** är analytikernas riktkurser för de respektive sektorernas snitt (för inkluderade bolag) lägst av alla sektorer. Samtidigt är risknivåerna generellt sett lägre för dessa jämfört med exempelvis råvaror, där snittuppsidan mot riktkurs för 15 råvarubolag är omkring 40 procent. Våra vinstprognoser för råvarusektorn har på senare tid justerats ned kraftigt för flera bolag.

Fastigheter och **försäkring** har varit bland de bästa sektorerna att vara investerad i under de senaste månaderna. Anledningen är att dessa anses vara "säkra hamnar" när det stormar på börshavet. Potentialen framöver anses däremot vara signifikant lägre än de flesta andra sektorer, även om det inte bör uteslutas att överprestationen kan fortsätta ifall konjunkturen viker mer än väntat.

Två ytterligare sektorer som presterat starkt aktiemässigt de senaste månaderna är **teleoperatörer** och **laxodling**. Teleoperatörer är en sektor som vi argumenterat för att äga, medan laxodling presterat betydligt bättre än våra rekommendationer. Laxodling har varit en kontinuerligt överraskande stark sektor under de senaste åren med strukturella tillväxtkrafter i dessa norska bolag. Teleoperatörer växer stabilt, med betydligt lägre konkurrensgrad än internationellt influerade sektorer (dvs. de flesta övriga). Även strukturförändringar och hög direktavkastning har hjälpt operatörerna att prestera starkt. Men, vår optimism har nu mattats av med anledning av att värderingarna avancerat till enligt vår mening mer rimliga nivåer. Det finns andra sektorer med ljusare utsikter.

En intressant sektor är **bygg**, där aktieuppsidan inte står ut vare sig positivt eller negativt, medan vinstutvecklingen väntas vara en av de svagaste under de kommande två åren. De 12 bolag som SEB analyserar inom byggsektorn har däremot väldigt olika förutsättningar, då underliggande exponeringar skiljer sig åt. Skillnaderna är primärt geografiska, då en del endast är verksamma i Sverige eller Finland, medan andra är

Nordiska börsvinster klart över den historiska trendlinjen



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

mer internationella med en bredare exponering. För ett par år sedan var den svenska byggsektorn extremt het, alltför het, medan den idag är helt iskall. Efter det amerikanska valet var investeringar i infrastruktur något av det hetaste i aktiemarknaden. Nu är temat helt utdött, men kan komma tillbaka när de amerikanska partierna inleder sina valkampanjer inom ett år. Exempelvis Skanska har en stor position i USA medan även SSAB och Hexagon kan påverkas om temat hettas upp.

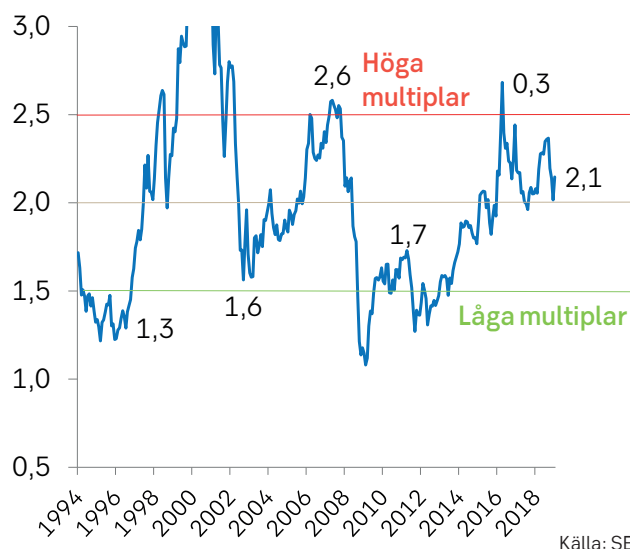
Hälsovård är en annan sektor där den amerikanska regeringen gärna vill fullfölja sina vallöften från 2016. Läkemedelspriser har skenat under lång tid i USA. Jämfört med Europa är skillnaderna ofta väldigt stora. Utveckling av läkemedel är givetvis väldigt bolagsspecifik. Samtidigt finns det breda jättar där en diskussion kring alltför höga läkemedels- och behandlingskostnader kan påverka såväl sentiment som resultat. Novo Nordisk och AstraZeneca är exempel på bolag där risken för ökad och statligt ledd prispress inte bör negligeras. Kopior av förfallna patent kan bli huvudbry för delar av dessa bolag, samtidigt som de även har enastående förmågor att finna nya områden att växa inom.

Börsvinster tydligt över historisk trendlinje

I grafen ovan visar vi nordiska bolagsresultat sedan mitten av 1990-talet, justerat för extrema förändringar i sektorer där den underliggande påverkan från konjunkturen är mycket svår att utläsa. Vi har exkluderat nätverksutrustning, läkemedel, fossil energi, shipping samt klädeskonsumtion. Dessa sektorer har påverkats av kraftiga svängningar i konkurrenskraft de senaste 20 åren där exempelvis kollapsen av Nokias telefонтillverkning inte hade något att göra med konjunkturen att göra. Det har inte heller Hennes & Mauritz 40-procentiga resultat kollaps under de senaste 3-4 åren, då digitala plattformsbolag ökat konkurrensen.

Under dessa 25 år har vinsterna befunnit sig över trendlinjen med stor avvikelse två gånger, vid högkonjunkturtoppen år 2000 och även 2006-2007. För närvarande är det tydligt att börsvinster i Norden är avsevärt högre än den historiska

Vinstneutral pris/bok-värdering för Norden sedan 1994



Den nordiska börsens framtidsbaserade bokvärdering (P/BV), baserat på över 270 bolag som SEB bevakar och för analys på. Den nuvarande värderingen om 2,1x står inte ut ur ett historiskt perspektiv. Konjunkturutvecklingen driver både vinster och optimismen/pessimismen (dvs. värdering).

trendlinjen. Väntar sig SEB:s analytiker att vinsterna börjar mattas av snart? Nej, de väntas öka med 13 procent både i år och nästa år. Samtidigt är det viktigt att inte negligera den permanenta överoptimism som i princip alltid funnit hos prognosmakare. Våra vinstprognoser för 2019 har justerats ned med cirka 10 procent under det senaste året. Genomsnittligt har de historiskt justerats ned med cirka 15 procent från initial årsprognos till faktiska slutresultat. Vi förväntar oss nedrevideringar även för 2019.

Vinstneutral värdering för nordiska aktier

Under 2018 var vår argumentation tätt kopplad till att resultatutvecklingen skulle bli den avgörande faktorn för framtida avkastning, inte värderingar. Det är resultatutvecklingen som drivit aktier under de senaste två-tre åren, och troligen även framöver. Pris/bok-värderingen (börsvärde mot eget kapital) är på ca 2,1x för närvarande, en nivå som inte signalerar vare sig särskild optimism eller rädsla. Det är en neutral nivå ur ett framtida avkastningsperspektiv. Det kan vara så att en del bolag har prissatts som om en recession vore förestående, men att hävda att aktiemarknaden gjort detta på aggregerad nivå är svårt att förstå. Historiskt sett har värderingsmultiplerna varit betydligt lägre vid tuffare tider. Om vi är i slutet av en konjunkturcykel, vilket flera ledande indikatorer och sysselsättningsstatistik antyder, är börsens snittpris på en nivå som reflekterar både risker och chanser med en sådan utveckling. Vi tror särskilt på investeringar där strukturell tillväxt är en större komponent. Digitalisering och hållbarhet är två lysande exempel på segment där strukturell tillväxt är påtaglig.

Sammanfattning

- Svagare ledande indikatorer är ett faktum, konjunkturell avmattning likaså
- Prognosjusteringarna har både varit substantiella och breda under det senaste halvåret
- Vinstvarningarna har duggat tätt i början av året
- Stora resultatskiften mellan sektorer fortsätter
- Tydligt fokus på strukturell tillväxt

Ränteinvesteringar

Centralbanker slår av på takten i normaliseringen

En mer osäker konjunkturbild ställer centralbanker inför nya utmaningar. Ett lågt inflationstryck ger dem möjligheter att slå av på takten i normaliseringen, vilket också minskar uppåttrycket på långa räntor. Vi väljer att ha en begränsad ränterisk och på kreditmarknaden ser vi möjligheter inom High Yield efter att ränteskillnader mellan stats- och företagsobligationer gått isär under hösten. Tillväxtmarknader visar tecken på återhämtning och kan i vissa fall få stöd från försvagade valutor.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Den amerikanska centralbanken **Federal Reserve** (Fed) höjde räntan till 2,25–2,5 procent i december, men signalerade samtidigt en långsammare räntehöjningstakt framöver. Under inledningen av detta år har Fed upprepat sina signaler om en paus med räntehöjningar. Vår bedömning är att Fed endast höjer räntan en gång i år, vid mötet i juni. Därmed stannar räntehöjningarna vid 2,75 procent, ungefär i linje med Feds nya bedömning av vad som är en neutral ränta. Minskningen av balansräkningen fortsätter däremot enligt plan, även om Fed-chefen Powell öppnat för en mer flexibel hållning även i denna del av penningpolitiken (läs mer på sidan 8).

Den **européiska centralbanken ECB** har avslutat obligationsköpen (kuponger och förfall återinvesteras), men med fallande inflation har sannolikheten ökat att första höjningen senareläggs ytterligare. Vi bedömer att ECB genomför sin första höjning i december i år och att man då nöjer sig med att höja inlåningsräntan till - 0,25 procent. Först mot slutet av 2020 höjs både inlåningsräntan och styrräntan till 0 respektive 0,25 procent.

Riksbanken höjde räntan i december till -0,25 procent, men drog samtidigt ned antalet planerade höjningar framöver. Vi tror att låg inflation bidrar till att Riksbanken sänker räntehöjningstakten något jämfört med decemberbanan. Vår prognos är att nästa räntehöjning genomförs i oktober 2019 och att man sedan nöjer sig med en höjning under 2020 till 0,25 procent. Därmed förväntar vi oss att styrräntan ligger på 0,25 procent i slutet av 2020.

Färre räntehöjningar får också konsekvenser för våra prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor. Vi tror inte vi kommer tillbaka till höstens nivåer utan har passerat toppen för långa amerikanska räntor. Med tanke på vår prognos om försiktiga ECB höjningar mot slutet av 2019 tror vi att tyska räntor stiger gradvis, men mindre än svenska långräntor, detta då vi tror att Riksbanken hinner höja räntan ytterligare en gång innan ECB agerar.

Vi föredrar obligationer med låg ränterisk

Statsobligationer ger idag låg avkastning samtidigt som uppgångar i statsräntorna kan försämra avkastningen ytterligare. Att äga statsobligationer fungerar väl när räntorna faller, men när statsräntorna rör sig uppåt innebär det sämre förutsättningar för ränteplaceringar med längre löptid. Vi föredrar därför att ha en kort räntebindningstid (duration) där en långränteuppgång inte har en lika stor negativ påverkan på obligationspriserna.

Prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor

Marknad	Feb 2019	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
USA	2,70	3,00	2,75	2,40
Tyskland	0,17	0,30	0,50	0,70
Sverige	0,38	0,65	0,90	1,15

Källa: SEB, marknadsdata för februari

Konjunkturoro har dragit isär kreditspreadar



Bloomberg Barclays US Corporate High Yield

Källa: Bloomberg/ Macrobond

High Yield-företagsobligationer kommer att vara känsliga för recessions-sig-naler, men har vi rätt i vår prognos om att en recession undviks i närtid ser vi utrymme för att kreditspreadar kan krympa igen, vilket de redan börjat göra under de senaste veckorna.

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

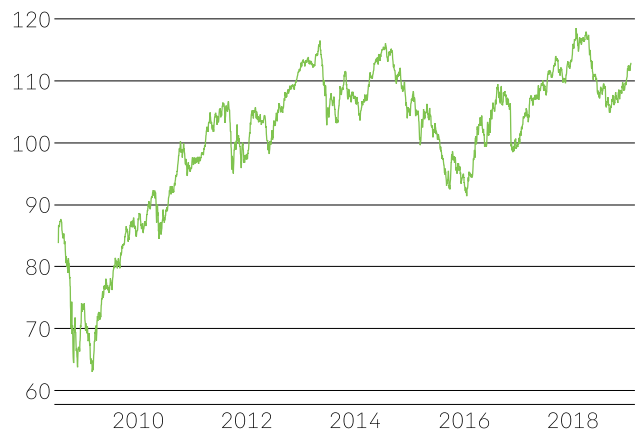
I spåren av osäkerhet kring global tillväxt och politiska risker steg ränteskillnaderna ("spreadar") på företagsobligationer (både HY och IG) mot statspapper i slutet av 2018. Efter denna kraftfulla rörelse så ligger nu kredit-spreadarna på en medelnivå sett över de senaste 15 åren.

Amerikanska företagsobligationer inom High Yield genomgick en påtagligt svår decemberrånad. Fortsatt stabila förutsättningar för bolagen hjälpte inte när recessions-sonen spred sig. Fallande oljepris bidrog också, då det skapade oro kring energibolagens framtida intjäning.

Det finns även en stark korrelation mellan ekonomisk tillväxt och risken som syns i krediter via kreditspreadarna. Svagare ekonomiska utsikter från framförallt inköpschefer avseende framtida tillväxt var därför även det ett skäl till turbulensen i december. Givet detta kommer företagsobligationer att vara mycket känsliga för recessions-sig-naler även framöver. Men har vi rätt i vår prognos om att en recession undviks det närmsta åren så ser vi utrymme för att kreditspreadar kan krympa, vilket de redan börjat göra under de senaste veckornas återhämtning av riskaptiten. Givet vårt försiktigt positiva tillväxtscenario bör tecken på en stabilisering istället kunna ge förnyad optimism och vi väljer att behålla en relativt hög kreditrisk, även om ökad osäkerhet kan leda till kraftiga rörelser på resan.

Vi räknar med att High Yield-obligationer och Investment Grade-obligationer kommer ge bättre avkastning än statsobligationer. Den största potentialen finns rimligen inom High Yield, givet stabila tillväxtutsikter och dessa obligationers relativt begränsade känslighet för stigande räntor. Den högre kreditrisken gör dock att kurserna i High Yield-obligationer drabbas hårdare i tider av recessionsoro.

Möjligheter i tillväxtmarknader



Bloomberg Barclays EM Local Currency Government Index

Källa: Bloomberg/ Macrobond

Finansiellt starka, med högre ränteläge jämfört med utvecklade marknader och möjlighet till stärkta valutor skapar potential för tillväxtmarknadsobligationer.

Att centralbankerna är i vänteläge med räntehöjningar stödjer också bilden för krediter. Centralbankernas mjukare attityd har potentialen att i viss mån stärka riskaptiten. Utbudet av obligationer har varit väldigt lågt under hösten men väntas komma tillbaka när riskaptiten växer sig starkare på marknaden.

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Market Debt (EMD)

Efter sommarens trendlösa utveckling för ränteplaceringar på tillväxtmarknaderna började kurserna sakta söka sig uppåt under senhösten, drivet av relativt höga räntor samt en stabilisering av valutorna. Inledningen av 2019 har fortsatt i samma positiva anda med stigande kurser. Den ekonomiska tillväxten för stora delar av EM är fortsatt på god nivå. Den senaste tidens signaler från handelsdiskussionerna mellan USA och Kina pekar på större vilja att nå en överenskommelse, vilket inte bara är positivt för stora delar av Asien utan bör påverka globala investerarens riskvilja i positiv riktning, något som är gynnsamt för alla tillväxtmarknader. Flera delar inom EM visar också på goda finanser vilket bland annat ger möjlighet till stimulanser om så skulle behövas, samt ger stöd för valutan. Fortfarande finns flera länder med svaga finanser som liksom under 2018 kan skapa oro kring tillgångslaget, här märks till exempel Turkiet, Argentina, Malaysia och Sydafrika. Trots den senaste tidens positiva utveckling är värderingarna fortsatt intressanta för delar inom detta område vilket vissa av valutorna visar.

Det högre ränteläget för EM jämfört med utvecklade marknader, tillsammans med en avvaktande amerikanska centralbank och en svagare dollar på sikt, bör ge möjlighet till fortsatt positiv utveckling. Förnyad finansiell oro och/eller starkare dollar utgör tydliga risker.

Tema: Energieffektivisering

En lovande investering

En mer effektiv energianvändning kan få positiva effekter på såväl ekonomin, miljön och människors hälsa. De tekniska möjligheterna för att halvera energiintensiteten i världsekonomin finns redan och den finansiella avkastningen på många av dessa investeringar är god. Trots detta är de globala investeringarna i energieffektivisering långt ifrån tillräckliga för att den teoretiska potential, som den internationella energimyndigheten IEA anser vara möjlig och eftersträfvansvärd, ska förverkligas till 2040. Det behövs regulatoriska förändringar, mer omfattande incitamentssystem och bättre tillgång till finansiering för att stimulera dessa investeringar framöver. Det finns redan regleringar och stimulansåtgärder för att främja mer energieffektiva fordon, elektriska apparater, industriprodukter, byggmaterial och byggnationslösningar i de flesta länder och vi ser goda skäl till att de ska bli fler och mer omfattande framöver.

En sådan utveckling kommer att skapa både möjligheter och risker för aktieinvestorer. Det finns många bolag på den nordiska aktiemarknaden som säljer produkter eller lösningar med energibesparing som ett viktigt säljargument och en handfull där vi menar att energieffektivisering är huvudskälet till varans existensberättigande.

Ekonomiskt och hälsosamt

Inom snart sagt alla viktiga energiförbrukande produktområden finns det redan mer energieffektiva alternativ än de billigaste eller mest vanligt förekommande. Ofta kan kostnaden över produktens livscykel vara lägre för de energisnåla alternativen, men inköspriserna är ibland väsentligt högre. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv kan det leda till betydande suboptimeringar, då konsumenten inte betalar för de indirekta kostnader som användningen av mer ineffektiva alternativ medför, såsom större investeringsbehov i energiproduktionskapacitet och för de kostnader som orsakas av onödiga utsläpp. Mer än 4 miljoner människor per år dör i förtid av att andas smutsig utomhusluft, huvudsakligen i Asien (enligt forskningsrapporten "State of Global Air 2018"). Att dålig luft ligger bakom gigantiska hälsorelaterade kostnader, såväl direkta som indirekta, är uppenbart, men det är oftast inte rationellt för en enskild konsument eller industri att väga in detta i sitt köpbeslut om inte rätt styrsystem finns på plats. Utsläpp från förbränning av fossila bränslen ligger bakom en mycket stor del av luftkvalitetsproblemen och skulle kunna reduceras med förbättrad energieffektivitet, i synnerhet i kombination med bättre energikällor.

Tekniken finns redan

Om hela världen gick över till de mest energieffektiva alternativ som redan finns i de viktiga energiförbrukande sektorerna

transporter, byggnader och industrier, så skulle energiintensiteten nästan kunna halveras till år 2040. Förändringen tar tid eftersom den existerande stocken av fordon, elektronik, byggnader, maskiner, med mera, tar tid att byta ut även om exempelvis alla nya bilar eller alla nybyggda bostäder skulle säljas med de mest effektiva nu tillgängliga lösningarna. Effektiviseringspotentialen världen över de närmaste decennierna blir ändå svindlande stor när allt läggs samman över tid och en stor del av kapitalstocken hinner bytas ut.

Större investeringar behövs

För att kunna åtnjuta de besparingar som en knapp halvering av energiintensiteten skulle medföra krävs dock att de globala investeringarna i energieffektivisering, som uppskattas till mer än 236 miljarder dollar 2017, dubblas över den kommande sexårsperioden och efter 2025 dubblas igen till år 2040. Scenariot bygger på att de investeringar som har snabbast återbetalningstid görs först och de mer krävande satsningarna kommer efter 2025. De aggregerade investeringarna väntas över sin livstid återbetala investeringen tre gånger om, bara i form av kostnadsbesparingar för energi. Samtidigt blir enorma investeringar i nya energikällor och kraftgenereringskapacitet överflödiga och kan sparas in. Investeringar i ny kraftgenereringskapacitet, motsvarande den totala i Kina och Indien idag, skulle kunna sparas in till 2040, i ett scenario där världsekonomin dubblas medan energiförbrukningen förblir nästan oförändrad och utsläpp relaterade

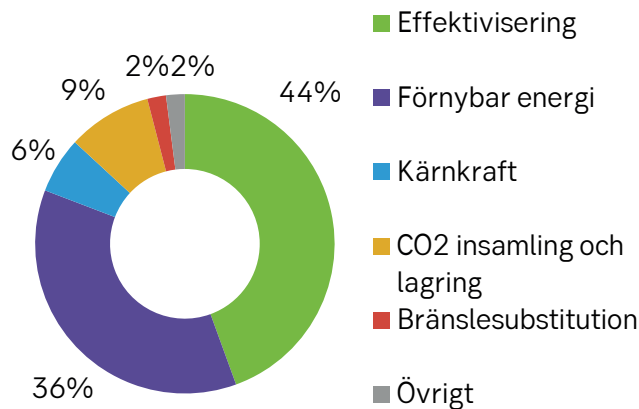
till dessa minskar, givet att energieffektiviteten samtidigt maximeras. Utöver att de löpande kostnaderna för energi minskar dramatiskt för ägaren av huset/fordonet/industrin, medför mindre luftföroreningar förbättrad livskvalitet och minskade sjukvårdskostnader för samhället som helhet. För länder med stora kostnader för importerad energi, exempelvis olja, gas och kol, är den potentiella kostnadsminskningen och det beroende av de politiskt oroliga länderna i Mellanöstern som oljeimporten innebär, också värd att fundera på. Inte minst i utvecklingsländer som Indien, som ständigt dras med handelsbalansunderskott relaterade till olja och där inflationsimpulsen från stigande oljepris frekvent skapar instabilitet.

Investeringar ger sänkta kostnader

Notervärt är att hushållen i de länder som legat i framkant vad gäller energieffektivisering under de senaste decennierna, t ex Japan och stora delar av EU, nu realiserar betydande besparingar på sina utgifter för energi för transporter, värme och kyla. Under 2017 blev de japanska hushållens totala energikostnader mer än en fjärdedel lägre än vad de hade varit om det inte hade varit för de åtgärder som vidtagits för energieffektivisering mellan 2000-2017. I Frankrike, Tyskland och Storbritannien var besparingen ungefär en femtedel medan de i USA endast var en tiondel.

Även om de totala investeringar som behövs för att uppnå IEA:s effektiva världsscenario är stora, framstår de som långt ifrån oöverkomliga i jämförelse med de investeringar som görs i energisektorn. 2017 investerades 750 miljarder dollar i elkraft och 716 miljarder dollar i olje- och gasproduktion.

Mer effektiv energianvändning kan potentiellt bidra med störst utsläppsreduktion till 2040



Källa: IEA

IEA, International Energy Agency, prognostiserar en fortsatt ökning av de globala koldioxidutsläppen till 2040, givet att nuvarande politiska ramverk består. För att Parisavtalet ska kunna uppfyllas krävs istället en kraftig utsläppsminskning. IEA har tagit fram ett tekniskt, ekonomiskt och praktiskt möjligt scenario för en sådan utveckling kallat "Ett hållbart utvecklingsscenario". Diagrammet visar utsläppsminskningen i detta scenario från olika typer av åtgärder. En ökad energieffektivitet är den enskilt viktigaste delen men långt ifrån tillräckligt utan andra parallella åtgärder såsom en ökad andel förnybar energiproduktion, utökad användning av kärnkraft, förändrad komposition av bränslekonsumtionen med mera.

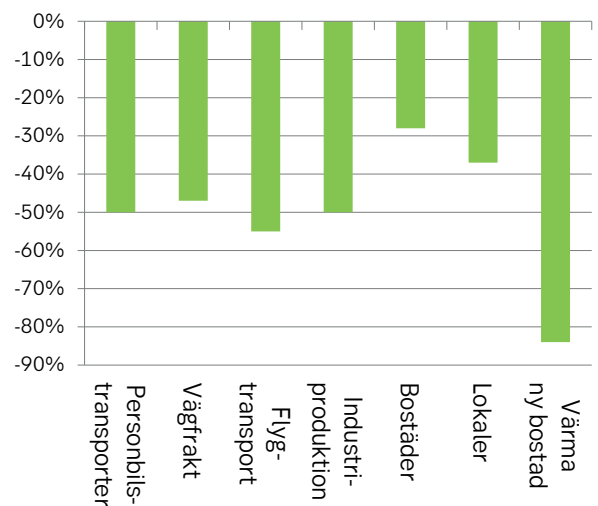
Effektivisering är kritiskt för att kunna uppnå Parisavtalet

Ett bra sätt att minska miljöbelastningen från världens stora och växande energibehov är genom en mer effektiv användning av den energi som redan produceras. IEA prognostiserar en fortsatt ökning av de globala koldioxidutsläppen till 2040, givet att nuvarande politiska ramverk består. För att Parisavtalet ska kunna uppfyllas krävs en kraftig utsläppsminskning och IEA har tagit fram ett tekniskt, ekonomiskt och praktiskt möjligt scenario för en sådan utveckling i "Ett hållbart utvecklingsscenario".

Den största utsläppsskillnaden mellan IEA:s huvudscenario och detta mer önskvärda scenario, kommer faktiskt från en mer effektiv användning av producerad energi. Effektiviseringar är inte tillräckligt för att målet ska kunna nås utan andra insatser, men av snarlik betydelse som investeringar i förnybara energikällor, och betydligt viktigare än bränslesubstitution, kärnkraft eller koldioxidlagring som också förväntas bidra i riktning mot målet. Eftersom energibehovet bara spås öka marginellt i en sådan samhällsutveckling, kan investeringarna i ny kraftgenerering användas till att ersätta befintlig, utsläppsgenererande kraft med förnybara källor, istället för den massiva kapacitetsexpansion som kommer att behövas om nuvarande utveckling består. Enligt IEA kan idag befintlig energieffektiviserande teknologi ge en utsläppsreduktion motsvarande cirka 40 procent av vad som behövs för att uppnå FN:s klimatmål år 2040.

För att det hållbara utvecklingsscenario ska bli verklighet behövs dock politik som ger hushåll och företag rätt incitamentsstrukturer.

Potential för bättre energianvändning



Källa: IEA

Grafen visar förbättringspotentialen i energiintensitet för ett antal utvalda användningsområden. Måttenheten skiljer sig mellan de olika aktiviteterna. Energiförbrukningen för personbilstransporter avser energiåtgång per fordonskilometer och motsvarar effekten om en genomsnittlig bil 2040 blir lika energieffektiv som dagens mest energieffektiva hybrider samt att andelen elbilar ökar till 40 procent. Industriproduktionen avser energiförbrukning per producerat värde. Bostäder avser energiförbrukningen per kvadratmeter för hela bostadsstocken och inkluderar effekter från att nybyggda bostäder använder 84 procent mindre energi för uppvärmning 2040.

Möjligheter och risker för investerare

Byggnader, industri och transportsektorn kan energieffektiviseras dramatiskt kommande decennier. Det gäller hela världen i olika omfattning, men de största energieffektiviseringsmöjligheterna finns i utvecklingsekonomier.

Förändrade regelverk och incitamentstrukturer medför både risker och möjligheter för företag och investerare. Många företag kan tvingas investera i energibesparingar medan andra kan se sin konkurrenskraft försämrad eller förbättrad till följd av regelverksförändringar från myndigheter. Om hushållen drivs till att investera mer i energibesparande lösningar kan det samtidigt resultera i att annan konsumtion trängs undan, i synnerhet i ett kortare perspektiv innan de besparingarna ger resultat.

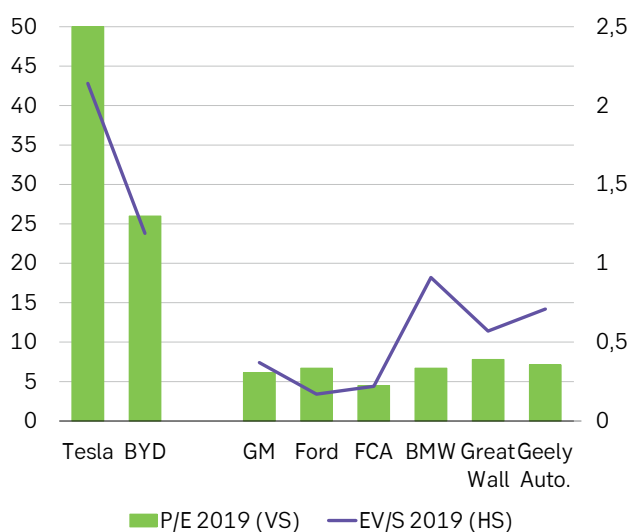
Några av de nyckelprodukter och lösningar som IEA lyfter fram i det effektiva världsscenariot för byggnader är värmepumpar, led-lampor, lågenergifönster samt isolering. För industrin lyfts istället effektiva och funktionsanpassade elmotorer av olika slag fram, samt värmepumpar för effektivare uppvärmning. Utökad metallåtervinning är också viktigt, då återvunnen metall kräver betydligt mindre energi att framställa än produktion av jungfrulig metall ur malm. För transportsektorn förespråkas el- och hybridbilar istället för förbränningsmotorer, höghastighetståg framför flygtransporter och fortsatt effektivisering av konventionell teknik inom flyg- och sjöfrakt samt tunga vägtransporter.



Elbilar, en utmaning och möjlighet

En bransch där många investerare idag tycks frukta effekterna från förestående förändringar är personbilsindustrin där värderingarna av konventionella biltillverkare pressats ner till anmärkningsvärt låga nivåer, av oro för potentiella konsekvenser från utfasning av traditionell teknik till förmån för elektrifiering. Samtidigt är optimismen till synes extrem när det gäller biltillverkare fokuserade på elfordon (se diagram).

Stor värderingsskillnad mellan biltillverkare



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar P/E och värdering per intäktskrona (EV/Sales) på konsensusprognosen för 2020 för Tesla och BYD (fokuserade på elbilar) jämfört med GM, Ford, FiatChrysler, BMW och Great Wall samt Geely (biltillverkare med ännu så länge huvudsakligen konventionell tillverkning).

Värmepumpar

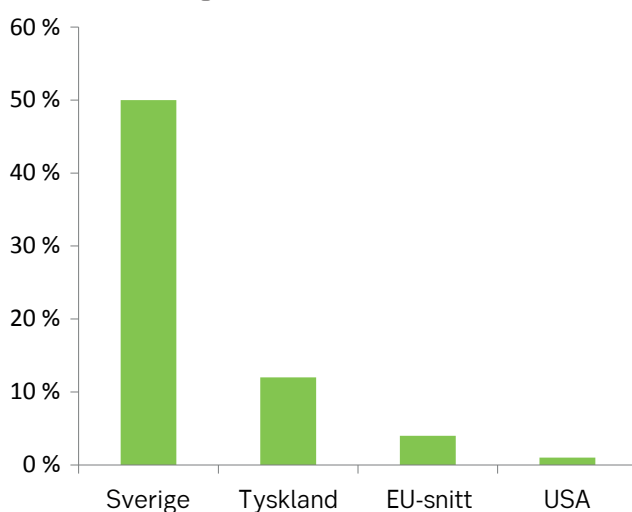
Många företag på de nordiska börserna har produkter som bidrar till energieffektivitet. Medfrämjande internationella politiska beslut kan det bli ännu viktigare konkurrensfördelar/försäljningsargument i framtiden. Norden beskrivs t ex som ett föredöme när det gäller effektiv uppvärmning av lokaler och varmvatten, tack vare den utbredda användningen av värmepumpar (se diagram). De nordiska företagen kan ha ett värdefullt försprång vid en mer omfattande internationell utrollning av värmepumpar för uppvärmning av lokaler och vatten. En än så länge mindre marknad, men med betydligt snabbare tillväxt, är nerkylning av lokaler.

Elmotorer



En av de produkter som kan få en avgörande betydelse för effektiviseringen av industrins energianvändning är nya och högeffektiva elmotorer, en nyckelprodukt för schweiziska ABB, vars aktie även tillhör de mest omsatta på Stockholmsbörsen. Mer effektiva elmotorer är ett av de områden där investeringskalkylen i snitt är allra bäst. Notervärt är att den största energibesparingspotentialen inom industrin nu återfinns inom mindre energiintensiv, lätt industri såsom textilier och monteringsverksamhet (inklusive biltillverkning som i detta sammanhang är lätt). Givetvis finns det stora energibesparingsmöjligheter även för energiintensiv industri som exempelvis stålindustrin, men inom branscher där energikostnaden är en betydande del av den totala kostnaden har fokus på denna fråga redan varit stor under relativt lång tid. Det sammanlagda värdet av effektiviseringspotentialen i branscher där energikostnaderna inte varit lika viktiga är därmed störst idag. Ett närliggande exempel är den nordiska pappersindustrin, där många bolag genomfört mycket stora investeringar för att minska energikostnaderna de senaste 10-12 åren, sedan energikostnaderna exploderade i mitten av 2000-talets första decennium.

Uppskattad värmepumpspenetration för uppvärmning av bostäder



Källa: SEB Equity Research

Diagrammet visar den uppskattade penetrationen av värmepumpar för uppvärmning av bostäder i utvalda geografier.

Grön finansiering

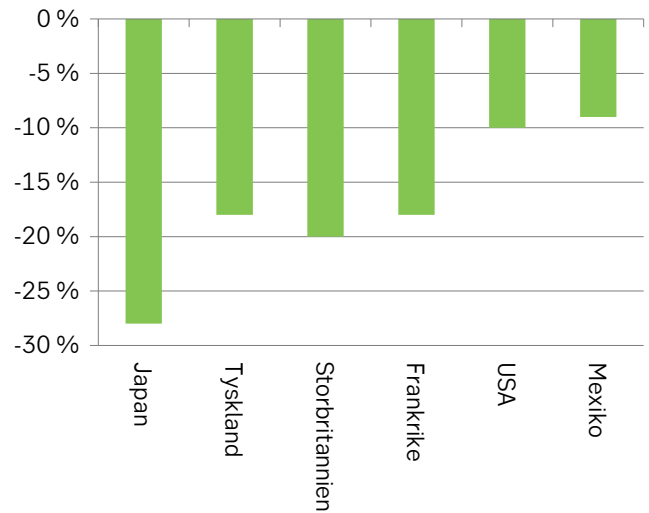


Det är inte bara för industriföretag som energieffektivisering är en affärsmöjlighet. En av utmaningarna med att få tillräckligt stora investeringar i energieffektiviseringar är bristande tillgång till finansiering. Såväl hushåll som företag investerar idag primärt eget kapital i energieffektiviserande lösningar, även om betydelsen av exempelvis "gröna obligationer" har ökat kraftigt på senare år. Företagens energieffektiviseringsinvesteringar konkurrerar idag med alla andra tillgängliga investeringsmöjligheter, vilket ofta leder till höga avkastningskrav och högre riskpremie på dessa investeringar än vad som vore samhällsekonomiskt önskvärt. Hushållens investerings- och konsumtionsbeslut baseras samtidigt ofta på en mycket kortsiktig planering. För att det ovan skisserade effektiviseringsscenariot ska bli verklighet krävs ett mer betydande inslag av finansiering för energieffektiviseringar. För att effektivt hantera riskerna som sådan finansiering medför kan finansiella innovationer behövas, en sådan som hittills främst haft framgångar i Kina och USA är så kallade energiserviceföretag (ESCO).

Sammanfattning

Vi menar att det finns goda skäl för investerare att förvänta sig och positionera sig för en framtid, där en mer effektiv användning av energi blir ännu mer nödvändig. Det finns samhällsekonomiska såväl som humanitära och miljörelaterade skäl att räkna med mer regulatoriska förändringar framöver vilket skulle driva på denna utveckling. Detta skapar såväl möjligheter som risker för investerare. Vi ser ett flertal potentiella vinnare på en sådan utveckling bland nordiska börsbolag.

Hushållen sparar pengar på mer effektiv energianvändning



Källa: IEA

Diagrammet visar den procentuella minskningen av ett genomsnittligt hushålls energibudget (el, gas, drivmedel, med mera) i utvalda länder, tack vare de energieffektiviserande åtgärder som vidtagits mellan år 2000-2017.

Denna rapport publicerades den 5 februari 2019.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 1 februari 2019.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investment Strategy fredrik.oberg@seb.se	Christopher Lyrhem Aktiestrateg Investment Strategy christopher.lyrhem@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investment Strategy esbjorn.lundevall@seb.se
Johan Hagbarth Placeringsstrateg Investment Strategy johan.hagbarth@seb.se	Louise Lundberg Placeringsstrateg Investment Strategy louise.lundberg@seb.se	Pernilla Busch Investment Communication Mgr Investment Strategy pernilla.busch@seb.se
Kai Svensson Portföljförvaltare Investment Strategy kai.svensson@seb.se	Henrik Larsson Portföljförvaltare Investment Strategy henrik.y.larsson@seb.se	Cecilia Kohonen Investment Communication Mgr Investment Strategy cecilia.kohonen@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. Du behöver ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm