

Investment Outlook

Maj
2019

Innehåll

- 02 **Innehåll**
- 03 **Inledning**
Minskat risknyttjande till neutral risknivå
- 04 **Sammanfattning per tillgångsslag**
- 05 **Risknyttjande & allokering**
Vi har sänkt risken till neutralläge
- 06-08 **Makro och andra drivkrafter**
Centralbankerna förlänger konjunkturen
- 09-11 **Tema: Varje lågkonjunktur är annorlunda**
Hur kan nästa se ut?
- 12-15 **Globala aktier**
Stigande kurser har gett utmanande värdering
- 16-20 **Tema: Indien**
Stora utmaningar, gigantiska möjligheter
- 21-24 **Nordiska aktier**
Nordiska aktiemarknaden neutralt värderad
- 25-26 **Ränteinvesteringar**
Centralbanker slår av på takten i åtstramningarna
- 27-29 **Tema: Investera i obligationer med rörlig ränta**
Avkastning från kreditrisk, men skydd mot ränterisk
- 30 **Kontaktinformation**

Inledning

- Vår globala tillväxtprognos är 3,3 % i år och 3,5 % nästa år, vilket är över trend
- Den amerikanska centralbanken, Trump och Kina styr riskaptiten
- Vi har minskat vårt risknyttjande till neutralläge
- Indien lockar med snabb ekonomisk tillväxt och ökande vinsttillväxt
- Obligationer med rörlig ränta kan skydda mot ränterisk

Börsutvecklingen fram till maj månad var imponerande, men glöm inte att en stor del av bränslet har varit 2018 års svaghet. I maj har handelssamtalen USA-Kina skapat nya kursrörelser.

Under höstens skakighet var oron för en stundande lågkonjunktur stor bland placerare, då ekonomisk statistik och kapitalmarkaden sände signaler om en snabb försämring. I föregående utgåva av Investment Outlook (februari), uppmanade vi till fortsatt tilltro till vår då positiva tillväxtprognos och att inte sälja aktier och andra risktillgångar, vilket visade sig vara en korrekt uppmaning. Den medvind marknaden hade under 2016 och 2017 reverserades under 2018. Vi hade fortfarande en god konjunktur i kombination med amerikanska skattestimulanser. Men att den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) höjde räntan och krympte de enorma innehaven i räntebärande placeringar, samt handelskrig och Brexit, resulterade i en allt svagare marknad och kulminerade i rejäl turbulens under fjolårets sista kvartal. En svensk investerare klarade dock året bättre tack vare den positiva effekten från den svaga kronan. Turbulensen och oro för vikande konjunktur fick till slut Fed att lätta på centralbanksbromsen och Kina att öka sina tillväxtstödjande initiativ. Det agerandet vände den fallande riskaptiten och oron klingade av.

Faktum är att börser och kreditmarknader, efter de kraftiga uppgångarna i år, nu befinner sig på liknande nivåer som innan oktoberturbulensen i fjol och som vid årsskiftet 2017/18. Trenden har således blivit mer flack och volatiliteten har ökat, vilket är helt normalt i den senare delen av en konjunkturuppgång.

Vi har nu det intressanta läget att prissättningen på aktier och företagsobligationer är klart högre än för ett kvartal sedan, samtidigt som höstens/vinterns konjunkturoro har mattats av. De redan relativt höga värderingarna talar dock för att vi även framöver får se en period med mer volatilitet.

Om vi får ett scenario med uppreviderade vinster, finns det förutsättningar för en mer positiv börstrend. Sedan föregående Investment Outlook (februari) har börsuppgångarna dock gjort att vi har valt att minska risknivån i våra portföljer till **neutralläge**. Läs mer om vår marknadssyn på kommande sidor.

I tematexterna ger vi vår syn på hur **nästa lågkonjunktur** skulle kunna te sig. Blir det lika dramatiskt som vid millennieskiftet och under finanskrisen? *Läs mer på sid 9-11.*

Vi ger också vår syn på **Indien** i samband med valet. Vi har varit positivt inställda till indiska börsen en tid, gäller det även framöver? *Läs mer på sid 16-20.*

Inom ränteområdet förklarar vi hur en **obligationsinvestering med rörlig ränta (FRN)** fungerar. En typ av ränteplacering som ger möjlighet till god avkastning även om dagens låga räntor börjar stiga. *Läs mer på sid 27-29.*

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

Sammanfattning per tillgångsslag

Sencyklisk konjunkturförhållanden kombinerat med "all time high-nivåer" på en rad börser och återigen snäva "kreditspredar" (ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer) gör att vi är lite mer sparsmakade med vår riskrekommendation denna gång, jämfört med senaste Investment Outlook (februari). Då signalerade riskaptiten och värderingen stor oro bland investerare, vilket skapade potential för en positiv rekyl. Nu har konjunkturcykeln förlängts eftersom centralbankerna blivit mer restriktiva med att bromsa upp tillväxten ytterligare. De faktorer som styr våra beslut rörande risknivån har således återigen förändrats.

På den positiva sidan sticker centralbankerna och positioneringen ut. Den sistnämnda är fortsatt stukad efter förra årets börsfall. På den negativa sidan återfinns denna gång värderingen som höjts rejält under årets rally. En mer neutral signal levereras från den globala ekonomiska aktivi-

teten och vinstgenereringsförmågan bland företagen. Här ligger också både hotet och potentialen framöver. Om konjunkturen åter tar fart förbättras riskbilden och vice versa.

Med den information vi har för tillfället, samt den starka period vi redan upplevt under 2019 anser vi det dock lämpligt att ha en mer neutral portfölj. Det är också viktigt att poängtera att i den sencykliska fasen av konjunkturen är det vanligtvis lönsamt att växla mellan över- och undervikt i risknyttjandet, då trenden planar ut och volatiliteten ökar. I tidigare faser, som återhämtningsfasen och den stabila tillväxtfasen, bör man som investerare vara försiktig med att gå till undervikt.

Årets mycket starka avkastning innehåller också ett mått av kronförsvagning och i något läge kan vi behöva ge tillbaka delar av detta. Frågan är dock när, eftersom kronförsvagningen pågått längre och varit mer omfattande än vad vi räknat med.

Globala aktier

- Nervositet, riskaversion och fallande börskurser i slutet på 2018 byttes i ökad optimism och stigande börser.
- Världindex i lokal valuta inklusive utdelningar nådde de högsta nivåerna någonsin i början av maj.
- Kursuppgångarna har varit kraftigare än vinsttillväxten. Därför ser vi begränsad potential från nuvarande nivåer.
- Bolagsrapportsäsongen har varit bättre än befarad. De lågt ställda vinstförväntningarna har överträffats.
- Prognosen om låga ensiffriga tillväxttal för global vinsttillväxt kvarstår.
- Rädsla för amerikanska hälsovårdsreformer har dämpat utvecklingen för hälsovårdssektorn, men värderingarna är intressanta ur ett långsiktigt perspektiv.

Nordiska aktier

- Riskaptiten har ökat kraftigt sedan årsskiftet, risk för rekyl
- Kina har varit ledande i det globala börsrallyt i år, även nordiska bolag har dragits med
- Stor skillnad i marknadssentiment mellan olika sektorer – verkstad och dagligvaror favoriseras framför skog, bank och bygg. Vi föredrar dock skogsbolag framför verkstad.
- Bankerna pressas av oro kring penningtvätt.
- Neutral värdering av nordiska börser som helhet

Räntebärande placeringar

- Amerikanska centralbanken signalerar oförändrad styrrenta 2019 och 2020
- Riksbanken blir åter tvungen att skjuta på nästa räntehöjning till juli 2020
- Kreditmarknader gynnas av centralbankernas mjukare tonläge
- Ekonomisk tillväxt och undervärderade valutor ger stöd åt tillväxtmarknadsobligationer

Förväntad avkastning kommande 12 mån (i SEK)

Aktier	Avkastning	Risk
Aktier (utvecklade marknader)	7,3 %	14,2 %
Tillväxtmarknader (lokal valuta)	7,9 %	12,6 %
Svenska aktier	8,5 %	13,0 %
Räntebärande placeringar	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-1,3 %	1,2 %
Företagsobligationer IG Investment Grade (Europa)	0,9 %	2,7 %
Företagsobligationer HY High Yield (Europa/ USA 50/50)	3,7 %	3,9 %
Tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Market Debt) i lokal valuta	7,0 %	8,1 %
Alternativa investeringar	Avkastning	Risk
Hedgefonder	3,5 %	6,0 %

Källa: SEB, prognoser maj 2019

Alternativa investeringar

- Breda uppgångar i aktiemarknaderna ger stöd till Equity Long/Short-strategier med positiv nettoexponering
- Tydliga trender under inledningen av 2019 skapar återhämtning för trendföljande strategier
- Relativt kraftfulla rörelser i obligations- och valutamarknaden ger blandad utveckling för makrofonder
- Tilltagande volatilitet i aktiemarknaden bör ge avkastningsmöjligheter för hedgefonder

Risknyttjande & allokering

Vi har sänkt risken till neutralläge

Årets vinnare på finansmarknaderna är i de flesta fall tillgångar som under tredje och fjärde kvartalet i fjol var förlorare. I toppen hittar vi exempelvis cykliska aktier, kinesiska aktier och de stora amerikanska tillväxtbolagen inom teknologi-, konsumtions- och kommunikationssektorerna (Facebook, Amazon m.fl.) samt High Yield-företagsobligationer. De positioner som inte hängt med är av mer defensiv karaktär som läkemedelsaktier och andra över tiden mer stabila sektorer.

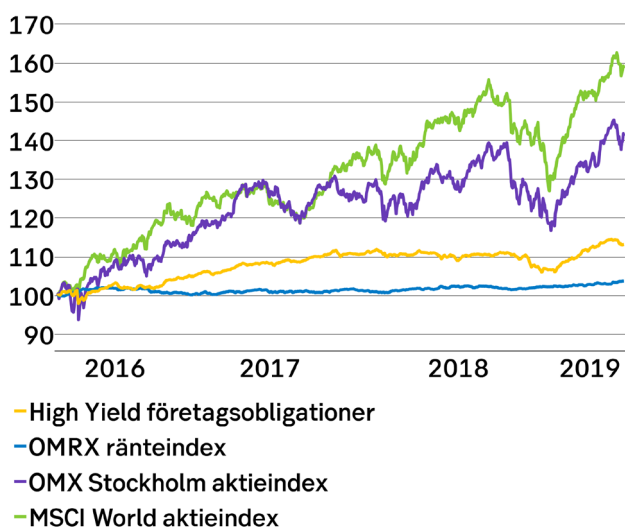
Den sencykliska fasen av konjunkturen är ofta dramatisk, så även denna gång, med ökad slagighet och flackare trend. Vi har det senaste året justerat den rekommenderade risknivån vid ett flertal tillfällen. Vi har rört oss mellan olika nivåer av övervikt mot risk och ner till neutralläge som lägst, vilket är vår nuvarande position. Risksänkningen inför det tredje kvartalets bolagsrapporter 2018 föll väl ut. Efter en nedgång om cirka 10 procent valde vi att justera upp risken igen, vilket var för tidigt. Dock valde vi att behålla denna risknivå när det var som skakigast under slutet av året och fick på så sätt igen relativavkastningen under inledningen av 2019. Den senaste justeringen var att i slutet av februari i år återigen närma oss neutralläget. Även denna gång kunde vi ha vilat något på hanen, men vi bedömer att sannolikheten för att träffa exakt rätt datum är begränsad. Över tiden har det dock visat sig att dessa riskjusteringar, inklusive förändringar inom tillgångslagen, leder till en mer robust utveckling för våra portföljer som helhet. I dagsläget är centralbankernas agerande och positionering faktorer som gynnar fortsatt risktagande medan

värderingen är en begränsande faktor. Tillväxtfaktorn och företagssektorns vinstgenereringsförmåga har förstärkts, men utgör en mer neutral signal. Riskbilden har därmed återigen förändrats och de kortsiktiga riskerna har bytts ut mot mer strukturella, som generella konjunkturrisken, även om Trump också håller igång handelskrigsrisken via nya utspel för att få slutresultatet dit han vill och inom rimlig tid.

I skrivande stund är våra diskretionära portföljer tämligen **neutralt positionerade**, med en viss **övervikt mot globala aktier framför svenska aktier**. Inom räntebärande investeringar har vi fortsatt **övervikt mot High Yield-företagsobligationer** och en **kort genomsnittlig löptid (låg ränterisk)**. **Alternativa investeringar** är brett placerade och åt det mer försiktiga hållet för att inte dubblera riskerna från aktie- och ränteportföljerna. Sammantaget ger det portföljer som bör överavkasta i stigande marknad, men även i viss mån stå emot i nedåtgående marknader.

Slutligen är det värt att poängtera att vi alltsedan 2018 befinner oss i en fas där såväl övervikt som undervikt mot aktie- och kreditmarknaden kan vara motiverade. Vår valda genomsnittliga risknivå är lägre i den sencykliska fasen, vilket är helt naturligt eftersom förväntad avkastning avtar samtidigt som volatiliteten ökar. På sidorna 9-11 går vi igenom hur nästa lågkonjunktur kan utkristallisera sig och dess effekter på kapitalmarknaden. Vi bedömer inte att detta är nära förestående, men vill ändå lyfta temat.

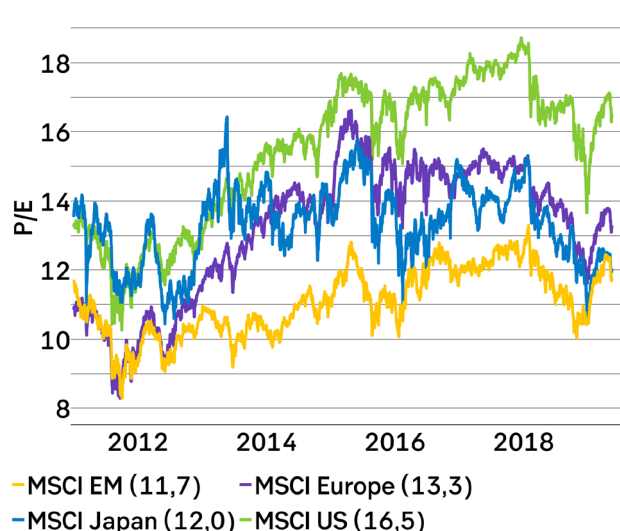
Utvecklingen för olika tillgångsslag



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar avkastningen för det breda globala aktieindexet MSCI AC World, det svenska aktieindexet OMX, det svenska ränteindexet OMRX Bond samt det europeiska High Yield (HY)-indexet de senaste tre åren, i lokal valuta. Den långa uppgången av stigande tillgångspriser sedan 2009 upprepades inte under 2018.

Relativt höga aktievärderingar



Källa: Bloomberg/Macrobond

Värderingen uttryckt som P/E-tal, dvs priset i förhållande till prognostiserade vinster för de kommande tolv månaderna, har återigen nått relativt höga nivåer eftersom börserna stigit kraftigt under 2019 samtidigt som vinstprognoserna justerats ned till en beskedlig nivå om 2-3 procent för det kommande året.

Makro och andra drivkrafter

Centralbankerna förlänger konjunkturen

Makro

De senaste kvartalens kraftiga börssvängningar visar på svårigheten att bedöma tillväxtpotentialen framöver, liksom det ekonomisk-politiska landskapet. Höstens börstras drevs av den amerikanska centralbanken Federal Reserves (Feds) tydliga åtstramningspolitik, en inbromsning i tillväxten i såväl Europa (tysk industri) som i Kina (kreditåtstramningar) och en oro för att den politiska scenen, främst handelskonflikten USA-Kina, men även Brexit, skulle dämpa tillväxten ytterligare. Dessa faktorer fick global handel att tappa fart markant mot slutet av året, samtidigt som företagens framtidssyn försvagades, vilket syns i inköpschefsindex, även om det var från höga nivåer.

På flera områden har dock bilden ljusnat. Det återspeglades i den skarpa vändningen i börshumöret runt årsskiftet, från moll till dur. Den tydliga omsvängningen i Feds penningpolitik är troligen viktigast, där man i början av året tydligt markerade att man lämnade sin åtstramningsbana och anpassade penningpolitiken efter såväl tillväxtbild som finansmarknader. Parallellt med detta verkar kinesiska kreditlättnader börja få genomslag i både global handel och kinesisk tillväxt.

Mot ljusningar i den politiska bilden får vi dock ställa en underliggande tillväxtbild som varit mer splittrad. I **USA** har styrtecknen dominerat. I Kina har inbromsningen fortsatt, även om senaste tidens data ger visst hopp, medan svaghetstendenserna har fortsatt att dominera i Västeuropa. Amerikansk ekonomi har intagit en lite annorlunda roll i världsekonomin i denna fas av konjunkturcykeln. Normalt ligger USA först i konjunkturtåget. Då vi är i en mogen fas borde amerikansk ekonomi vara först med att visa svaghetstecken. I stället blev

tillväxten överraskande stark under första kvartalet. Det förklaras av delvis tillfälliga faktorer, men det är ingen tvekan om att den underliggande tillväxten är robust. Vi räknar med en fortsatt tillväxt över trend, drivet inte minst av en stark arbetsmarknad. Men rekordlåg arbetslöshet betyder att bristen på arbetskraft dämpar tillväxten framöver. Det är en anledning till att vi har reviderat ner våra tillväxtprognoser marginellt för innevarande år. Att de positiva effekterna från finanspolitiken, främst skattereformen i fjol, väntas klinga av under nästa år bidrar också till inbromsningen. Men nedgången dämpas av att produktiviteten efter några svaga år nu stiger igen, en viktig komponent i den ändå relativt ljusa tillväxtbild vi målar upp.

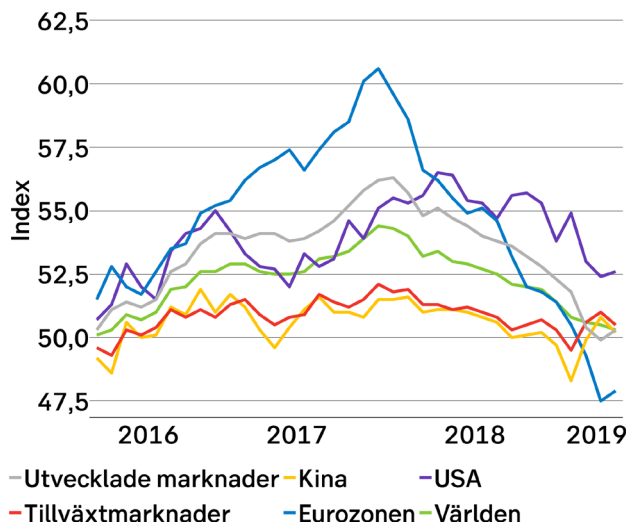
För tillväxtmarknadsländerna i **Emerging Markets (EM)** blir tillväxten något lägre i år än i fjol. Vi bedömer dock att inbromsningen i stort redan har skett, i och med att vi nu ser tecken på stabilisering i handelsflöden och industrikonjunktur. Vi räknar därför med viss acceleration i tillväxten framöver. Det gör EM till en stabil motor för världsekonomin under kommande år, med en tillväxt på 4,5-5 procent. Här spelar utvecklingen i Kina en nyckelroll. Som en av världens största ekonomier och med manöverutrymme inom både finans- och penningpolitik blir Kinas roll för global tillväxt extra viktig den kommande tiden. På många andra håll gapar de ekonomisk-politiska verktygslådorna tomma på grund av redan låga räntor och/eller ansträngda statsfinanser. Den senaste tidens kinesiska stimulanser är också den viktigaste faktorn bakom att vi räknar med en modest och kontrollerad inbromsning i Kina och att tecknen på en stabilisering i Kinas utrikeshandel bidrar till den lite mer positiva bilden kring global handel och därmed tillväxten i EM. Här bidrar också omsvängningen från penningpolitiska åtstramningar till en mer avvaktande

BNP-prognoser, i %

Marknad	2017	2018	2019	2020	Kommentar
USA	2,2	2,9	2,3	1,7	Fed och stark arbetsmarknad dämpar inbromsning
Japan	1,7	0,8	1,0	0,8	Fortsatt strukturell motvind
Tyskland	2,2	1,4	0,7	1,2	Starka finanser och bättre export stöttar
Kina	6,8	6,6	6,3	6,1	Mjuk inbromsning styrs av Beijing
Storbritannien	1,8	1,4	1,3	1,4	Fortsatta brexitturer dämpar tillväxten
Eurozonen	2,4	1,9	1,1	1,4	Tillväxten bottnar i sommar
Sverige	2,1	2,3	1,6	1,7	Tillväxten hålls uppe, räntorna nere
Baltikum	4,4	3,9	3,1	3,7	Bromsar in med världen
OECD	2,5	2,3	1,7	1,7	USA leder inbromsning, EU håller emot
EM-ekonomier	4,8	4,7	4,6	4,8	Förblir motor för global tillväxt
Världen, PPP*	3,8	3,7	3,3	3,5	Låga räntor och inflation förlänger uppgång

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

Ledande indikatorer pekar på inbromsning men aktivitetsökning i Emerging Markets



Källa: Macrobond

Grafen visar så kallade inköpschefindex från en rad regioner och länder. De visar företagens framtidsplaner och om nivån överstiger 50 indikerar det ekonomisk expansion. Historiskt har dessa index behövt vara en bra bit under 50 för att visa på recession.

hållning hos Fed, den fortsatt goda tillväxten i Indien och en viss fartökning i råvaruberoende ekonomier som Ryssland och Brasilien.

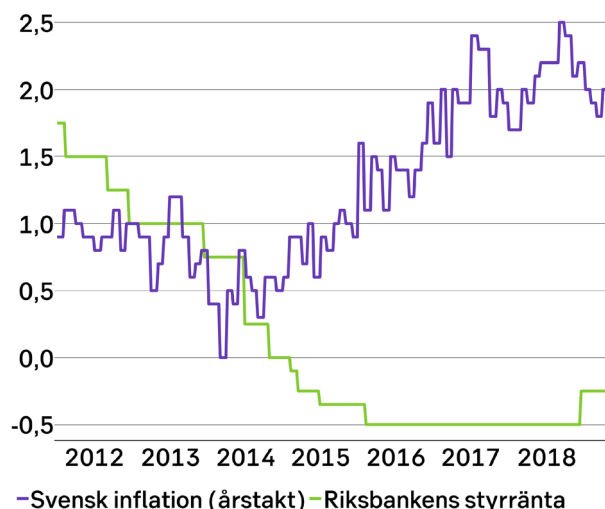
Sammantaget reviderar vi ner vår globala tillväxtprognos för 2019 något, men räknar med en tillväxt fortsatt över trend – 3,3 procent i år och en acceleration till 3,5 procent nästa år.

Inflation och centralbanker

Med den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) i förarsätet har vi i år sett en U-sväng i den globala penningpolitiken. Andra stora centralbanker som ECB (Europeiska Centralbanken) har följt Fed i att skrinlägga eller tydligt senarelägga sina planer på att normalisera penningpolitiken (höja räntor och dra tillbaka stimulanser via obligationsmarknaden). Det görs som en reaktion på såväl tillväxtrelaterade som finansiella faktorer. Inbromsningen i global ekonomi har också åtföljts av svag inflation, där den acceleration vi sett i löneökningstakten ser ut att ha dämpats på sistone, samtidigt som inflationen förblir på nivåer under centralbankernas mål. Därför minskar behovet av att normalisera politiken och handlingsutrymmet ökar.

Det framstår tydligt att centralbankerna alltjämt ser det som viktigare att hålla uppe tillväxten och finansmarknaderna, än att till varje pris normalisera politiken och få upp styrräntorna, i en miljö där inflationen inte kräver det. Vi räknar därför med att USA ligger kvar på dagens räntenivå (2,25 - 2,50 procent) såväl i år som nästa år, och med större risk/chans för sänkning med tanke på den dämpade inflationen. Vi räknar numera också med att ECB kommer att lämna sin ränta oförändrad. Här räknar vi också med nya stimulanser i form av nya billiga lån till bankerna för att stimulera ekonomin via utlåningen. För svensk del följer Riksbanken sina kollegor och senarelägger nästa räntehöjning samtidigt som man upprepar

Riksbankens styrränta och svensk inflationstakt sedan 2012



Källa: Macrobond

Den ur ett historiskt perspektiv mycket låga nivån på styrräntan är en effekt av svårigheten att nå det 2-procentiga inflationsmålet. Låg inflation är inget unikt svenskt problem, men Riksbanken tillhör de centralbanker som vidtagit mest drastiska åtgärder (minusränta) för att försöka få bukt med detta.

sitt fokus på inflationsmålet. Vi räknar med en räntehöjning till 0 procent (!) i mitten på att nästa sommar, men att man sedan avvaktar. Vår inflationsprognos ligger under Riksbankens.

Kortsiktigt innebär centralbankernas politiksvängning alltså en tillbakagång till en politik som ger stöd till såväl tillväxt som risktillgångar som aktier, i form av låga räntor längre. På sikt ökar dock sannolikt riskerna, då det finns få åtgärder kvar att sätta in om/när tillväxten behöver stimuleras framöver.

Värderingar

Stigande börser och lägre kreditspreadar (ränteskillnader mellan stats- och företagsobligationer) i kombination med rejäla nedjusteringar av bolagsvinstprognoserna gör att den positiva värderingssignal som blinkade kring årsskiftet återigen har slocknat. Vi tror inte att värderingsnivåerna ska fortsätta att stiga. Därför är det rimligt att förvänta sig att de kommande 12 månadernas avkastning ska genereras från stigande vinster och utdelningar respektive aktieåterköp. Inför bolagsrapportsäsongen för det första kvartalet hade globala vinstprognoser reviderats ner till magra 2 procent för helåret 2019. Dessa revideringar verkar väl pessimistiska och det är sannolikt att de justeras upp till cirka 3-5 procent. Å andra sidan kommer troligen estimaten för 2020 att lämnas orörda i absoluta tal, vilket skulle innebära en vinstökning om cirka 5-6 procent. Om dessa siffror blir verklighet infrias våra förväntningar om att perioden 2016-17 var en tydlig accelerationsfas, 2018 ett toppår tack vare den amerikanska skattereformen och 2019-20 blir utplanande år, vilket är normalt i en sencyklisk fas av konjunkturen. Med vinstmultiplar (P/E-tal) på runt 17 för USA (S&P 500) och 15,5 för världsbörsindex (MSCI ACWI) är vi nu på nivåer som sedan börsbubblan runt millennieskiftet endast överträffats tydligt under den robusta tillväxtfasen 2016-17.

Riskaptit och positionering

Den starka återhämtningen av riskaptiten under 2019 har inte slagit igenom lika kraftfullt i positioneringen. Det finns tydliga indikationer på att stora delar av såväl de institutionella som privata placerarna bara har ökat på risken marginellt. Det mesta pekar på att de stora köpen har gjorts av företagen själva (i t ex USA) och att vissa hedgefonder och trendföljande strategier har ökat risken rejält. Det innebär att behoven att minska risken, om exempelvis ekonomisk statistik försämrats, är mindre än vanligt efter en period med mycket starka börser. Det innebär också att det inom gruppen med mer avvaktande investerare finns potential till ökat risktagande. Således är både riskaptit och positionering mer neutrala än de brukar vara efter den stora uppgången under årets första månader.

Exempel på risker

Risken med alltför restriktiva centralbanker som stryper tillväxten har minskat betydligt. En avklingande konjunktur skulle fortsatt skapa problem, men sannolikheten i närtid har minskat. Arbetet med att få till ett handelsavtal mellan Kina och USA fortskrider och det ligger i båda länders intresse att få till en lösning (även om Trump eldar på processen på Twitter). När den lösningen är på plats är det dags för Europa och resten av världen att sluta avtal med USA. Processen med att få till dessa handelsöverenskommelser är lång och komplicerad och kommer från tid till annan att påverka börshumöret. Brexit (dvs att Storbritannien lämnar EU) har flyttats fram liksom risken, men oron bör tillta under hösten. En annan risk kopplad till den ekonomiska cykeln och kreditcykeln handlar om den skulduppbyggnad som skett i världen alltsedan finanskrisen. Stora skuldvolymerna i kombination med en avtagande genomsnittlig kreditkvalitet kan skapa problem när konjunkturen viker. Det är ett normalt samband, men frågan är om vi underskattar omfattningen genom att titta på historiska samband.

Tema: Konjunkturcykler

Varje lågkonjunktur är annorlunda

Hur kan nästa se ut?

Om vi studerar de senaste lågkonjunkturerna och deras kraftiga börsfall är det inte givet att utvecklingen behöver bli lika dramatisk nästa gång.

Att vi är inne i en långt gången högkonjunktur får ses som ett faktum. Vi ser flera tecken på att uppgången närmar sig sitt bäst-före-datum. Den globala arbetslösheten är på låga nivåer. Även andra indikatorer pekar på att resursutnyttjandet är högt och det gör tillväxtutrymmet begränsat.

Den så kallade räntekurvan är mycket flack, dvs det är ingen större skillnad på räntenivån mellan korta och långa räntor. Räntekurvan visar hur räntan skiljer sig åt mellan lån med olika löptid. Utseendet på kurvan bestäms av marknadens förväntningar för framtida ränteutveckling. Om räntorna väntas stiga är räntan på ett lån med lång löptid högre än räntan på ett med kort löptid. Räntekurvan visar alltså marknadens ränteförväntningar. En flack räntekurva är ett varningstecken att en recession kan vara i antågande under de kommande två åren.

Oron i kapitalmarknaden har också tilltagit under det senaste året. Det har fått den amerikanska centralbanken att bromsa upp sina räntehöjningar och minskningen av balansräkningen i syfte att dämpa inbromsningen och lugna marknaderna. Allt pekar således på att vi är i den senare delen av denna utdragna konjunktur. Istället för att försöka prognostisera mer exakt i tiden när nästa lågkonjunktur ska inträffa beskriver vi några av de obalanser som har byggts upp och hur de kan skapa störningar i det finansiella systemet när det blir tuffare tider.

Centralbankernas stora balansräkningar och de låga styrräntorna ökar trycket på den framtida finanspolitiken

Vi är vana vid att centralbanker både gasar på och bromsar in det ekonomiska systemet. Perioden efter 2007 framstår som extrem då den samlade "globala centralbanken" verkligen nyttjade de medel som stod till buds genom att inte bara sänka räntorna till ultralåga låga nivåer utan också låta balansräkningarna svälla. Det brukar kallas kvantitativa lättnader (Quantitative Easing, QE) och innebär att man pumpar in likviditet i ekonomin både genom direkt köp av räntebärande instrument som obligationer och att centralbanker ger bankerna likviditet i form av billiga lån.

En viss normalisering av centralbankspolitiken har skett under de senaste åren då bland annat amerikanska Federal Reserve (Fed) har höjt sin styrränta till spannet 2,25 - 2,50 procent och dessutom påbörjat en krympning av balansräkningen. Denna process mot höga räntor och mindre balansräkning pausades alltså i början av året som en direkt respons till de ekonomiska svaghetstecken som blev tydliga under andra halvåret 2018 och den oro som dessa sände in i kapitalmarknaden via betydande börsfall.

Som dagens låga räntenivå och bilden nedan till vänster visar är det vid nästa lågkonjunktur svårt att se att centralbankerna har samma vapenarsenal att ta till som tidigare. Men föregående lågkonjunktur var inte av den vanliga sorten utan en global finanskris som också krävde insatser utöver det vanliga.

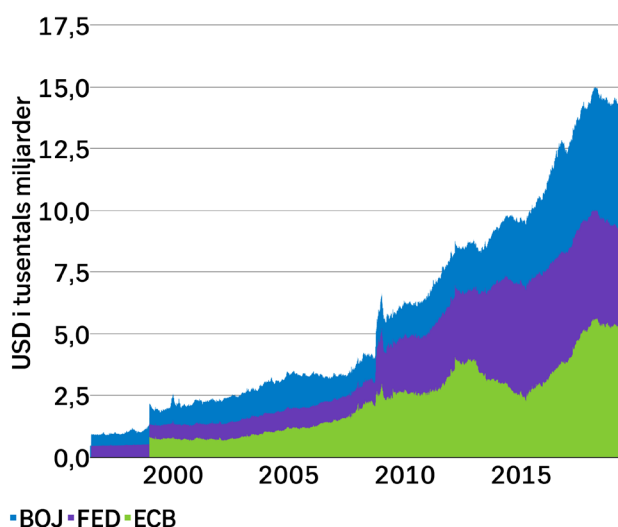
Skilda regionala förutsättningar

Förutsättningarna skiljer sig också åt i världen. I Europa har vi mycket låga räntor, men tämligen starka statsfinanser i flera av de stora länderna. Därför vore det rimligt med betydande finanspolitiska insatser för att få fart på tillväxten, det vill säga att länderna ökar sina budgetar.

I **USA** har man lyckats få upp räntenivåerna de senaste åren. Det gör att landet skulle kunna använda den vanliga metoden med räntesänkningar från centralbanken, medan svaga statsfinanser där begränsar utrymmet för aktiv finanspolitik (större budget).

I **Kina** har man möjlighet att använda både penningpolitik och finanspolitik.

Centralbankernas balansräkningar har ökat kraftigt



Källa: Bloomberg/Macrobond

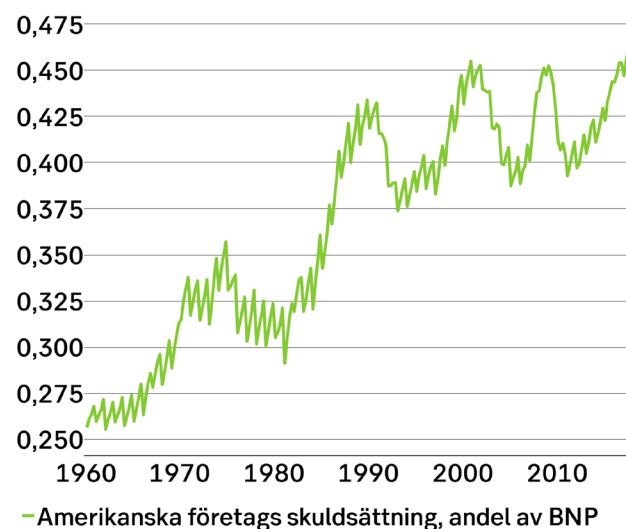
Grafen visar hur de tre stora centralbankerna i världen mångdubblat sina balansräkningar sedan finanskrisen 2008. Ökningarna är synonyma med stödköp av räntebärande instrument såsom obligationer, för att främja tillväxt och säkerställa likviditet (BOJ – Bank of Japan, Fed – Federal Reserve (USA), ECB – Europeiska Centralbanken).

Den globala skuldsättningen har stigit och ändrat skepnad

Under finanskrisen blottades svagheter inom finanssektorn (banker m fl) som därefter har reglerats, kapitaliserats och transformerats. Starkt förenklat kan man säga att finanssektorn idag har en högre andel eget kapital och tillåts bära mindre risk än tidigare. Det har gjort denna del av det finansiella systemet mer robust och risken för en ny bankkris har minskat. Men samtidigt har expansionen skett på andra håll, eftersom den totala skuldsättningen ökat. Den senaste expansionsperioden sedan krisen 2008 har gått hand i hand med en ökad statlig skuldsättning, detsamma gäller företagssektorn (exklusive finansiella företag). Denna gång har kreditexpansionen till största delen skett via obligationsmarknaden. Internationella Finansinstitutet (IIF) drar följande slutsatser:

- Den globala skulden motsvarar nu 244 biljoner USD eller 318 procent av global BNP (tredje kvartalet 2018).
- Det är stater och icke finansiella företag som står för den största skulduppbyggnaden sedan 2008.
- Bland hushållen är det främst i Emerging Markets skulderna har ökat, drivet av Kina – den största ekonomin bland dessa länder.
- Obligationsmarknaden, bolåneinstitut och specialutlånare står numera för över 50 procent av kreditexpansionen. Denna utveckling gäller de flesta länder, men Japan utgör ett undantag, där utlåning utanför bankerna har minskat.

Amerikanska företags skuldsättning har ökat



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar att skuldsättningen i den amerikanska företagsvärlden exklusive den finansiella sektorn i förhållande till BNP återigen nått höga nivåer. Räntorna är låga så räntekostnaden i förhållande till BNP är lägre. Samtidigt som företagen sedan 2010 ökat på skulderna snabbare än vad BNP växt har hushållens utveckling varit den motsatta.

Samtidigt som skulderna har stigit och den traditionella finanssektorn har sänkt sina risker och står för en allt mindre del av finansieringen, har den globala skuldstocken tappat i kvalitet, det vill säga kreditbetyget på den genomsnittliga skulden är lägre än tidigare. Det är troligen en effekt av att bankregleringar och de extremt låga räntorna har medfört att det under en lång period varit enkelt och billigt för företagssektorn att hitta finansiering.

För att få ett längre perspektiv kan vi studera den totala skuldsättningen bland amerikanska företag exklusive den finansiella sektorn jämfört med amerikansk BNP på föregående sida. Den visar tydligt hur skuldsättningen har ökat. Motsvarande bild för Europa visar däremot en sänkning av nivån under de senaste åren.

Vad kan hända när vi går in i nästa lågkonjunktur?

Den omfattande skuldbördan i världen gör det rimligt att tro att centralbanker kommer att bistå med likviditet om obligationsmarknaden börjar visa betydande problem. Under tidigare nedgångsperioder har ofta bankers balansräkningar hjälpt till under de mest stökiga perioderna. Bankernas lånestöd till företagen är tydligt minskat efter finanskrisens hårdare regleringar. Å andra sidan är skuldstocken numera spridd på en klart bredare grupp finansiärer. Det ökar förmågan att bära eventuella problem som kan uppstå. Nackdelen med den breda spridningen är att delar av denna finansiering numera sköts via t ex obligationsfonder och risken finns att andelsägare väljer att lösa in andelar när det blåser snålt.

Sammantaget är det ändå svårt att inte oroas över det faktum att kreditmarknaden visar fler tecken på sårbarhet än tidigare. Risken är att nästa orosperiod kan leda till att kreditmarknaden drabbas ovanligt hårt, vilket riskerar spridningseffekter till övriga delar av det ekonomiska systemet. En svårighet i att bedöma hur stor risken är att kreditmarknaden antingen blir den utlösande faktorn eller en faktor som förvärrar nedgången, ligger i det faktum att kreditområdet bara är

en del av det finansiella systemet och att det går att argumentera för att den totala bilden inte är lika alarmerande.

I den senaste utgåvan av konjunkturrapporten *Nordic Outlook* (maj) skriver vi att erfarenheterna från tidigare perioder med mogen högkonjunktur visar att den ekonomiska expansionen har kunnat fortsätta länge trots en ganska stram arbetsmarknad. När recessionen väl kommit har den utlösts av någon akut finansiell krisreaktion som t ex subprime-kollapsen sommaren 2007 och Lehman-kraschen 2008.

Generellt ter sig USA:s finansiella stressnivå inte särskilt hög i nuläget. Hushållens skulder har sjunkit till 105 procent av disponibel inkomst från en toppnivå på drygt 140 procent 2007. Företagens skulder ligger högre i ett historiskt perspektiv, men trenden uppåt har varit ganska långsam och utdragen. Bredare mått (från t ex Bank of International Settlements och Bank of England) på den så kallade "finansiella cykeln" stärker också bilden av att USA inte visar excess- eller stressnivåer, utan de är snarare klart under det historiska snittet. Vi drar därför slutsatsen att risken att den finansiella cykeln ska förstärka en nedgång i den traditionella ekonomiska konjunkturcykeln är begränsad.

Sammanfattning

Om vi studerar de senaste lågkonjunkturerna och deras kraftiga börsfall är det inte givet att utvecklingen behöver bli lika dramatisk nästa gång. Utfallen 2000-2002 samt 2007-2009 var mycket dramatiska, men olika till sin natur. I ett historiskt perspektiv är de också olika i sin omfattning när det gäller börsnedgångar. Nedgången i början av millenniet startade i en gigantisk värderingsbubbla på aktiemarknaden. Kombinationen av en finansiell krasch (subprime/Lehman) och en "naturligt" annalkande lågkonjunktur gjorde den förra lågkonjunkturen till den djupaste sedan depressionen under 1930-talet. Trots ökad skuldsättning i världen är det ett väl aggressivt antagande att nästa lågkonjunktur kommer att ge lika dramatiska effekter på världens kapitalmarknader.

Globala aktier

Stigande kurser har gett utmanande värdering

Nervositet, riskaversion och fallande börskurser i slutet av 2018 byttes under inledningen av 2019 mot ökad optimism och stigande börser. Världsindex i lokal valuta inklusive utdelningar nådde de högsta nivåerna någonsin i början av maj. Lägre räntor, starkare konjunktursiffror än befarat och hopp om en konstruktiv handelspolitisk lösning mellan Kina och USA låg bakom uppgången. Potentialen från nuvarande nivåer är dock begränsad.

Brant stigande börskurser brukar följas av stark optimism hos finansiella aktörer, men inte denna gång. Såväl enkäter som diverse riskindikatorer visar att riskaptiten visserligen har stigit, men den är fortfarande på beskedliga nivåer. Andelen kassa/kontanter hos förvaltare är också på ovanligt hög nivå givet börsuppgångarna. Att ha en stor kassaposition kan gradvis tvinga förvaltare in i marknaden, då bristen på avkastningsalternativ är påtaglig, något som skulle göra uppgången mer utdragen. Vi räknar dock med begränsad uppgångspotential från nuvarande nivåer, då vinsterna inte har hängt med aktiemarknaden uppåt. Det gör aktievärderingarna mer ansträngd.

Lågt ställda vinstförväntningar överträffas

Bolagsrapportsäsongen för det första kvartalet har varit starkare än väntat. De stora vinstnedrevideringarna som gjordes i slutet av 2018, inför första kvartalet 2019, visade sig vara för aggressiva. Den amerikanska rapportsäsongen

har överraskat positivt och försäljningen har kommit in i linje med förväntningarna. Teknologigiganter som Microsoft och Facebook, samt konsumentinriktade Amazon, har levererat solida rapporter med kursuppgångar som följd. Vinsterna för hälsovårdssektorn har också överraskat positivt. Halvledare och hårdvara inom IT-sektorn har det dock fortsatt tufft. Kommentarer från Intel och Texas Instruments indikerar att det dröjer ytterligare några kvartal innan efterfrågan vänder. Efterfrågan från datacenter och Kina uppges som särskilt svaga.

I Europa har rapporterna hittills kommit in i linje med förväntningarna. Tack vare hygglig industrikonjunktur och svag valuta går t ex verkstadsindustrin bra. Fordonssektorn stack dock återigen ut som den svaga länken. Den hårt sargade banksektorn i Europa visar lägre vinster än föregående år, vilket var väntat. De schweiziska bankerna UBS och Credit Suisse var särskilt svaga och drar ned branschsnittet. Resultaten har dock inte hindrat de alltför lågt värderade europeiska bankaktierna att stiga i linje med marknaden.

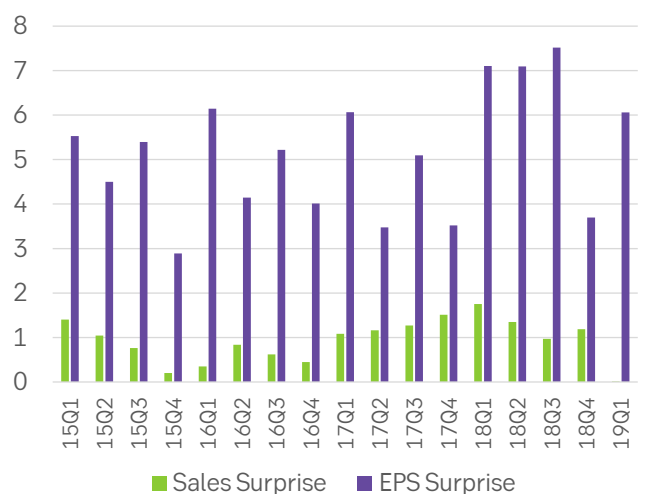
Stark utveckling för världsbörsindex de senaste fem åren



Källa: Bloomberg/Macrobond

Världsbörsindex i lokal valuta (MSCI AC World) inklusive utdelningar befinner sig nu på toppnivåer

Amerikanska bolag slår nedjusterade vinstförväntningar



Källa: Bloomberg/Macrobond

Av de bolag som hittills redovisat sina kvartalsrapporter överraskar vinsterna med ca 6 procent, medan försäljningen är i linje med förväntningarna. Extrapolerar vi utvecklingen för resterande bolagsrapporter skulle det innebära en knapp vinstökning för det första kvartalet jämfört med föregående år.

Skräl vinstökningstakt i år

Region	P/E 2019	Vinstökningstakt 2019
USA	17,6	2 %
Europa	14,1	5 %
Japan	12,6	-3 %
Emerging markets	12,7	6 %

Källa: Bloomberg

Det vinstrika 2018 följs av lägre tillväxttakt 2019. USA har särskilt svåra jämförelsetal i år efter vinstexplosionen föregående år, medan Europa och EM har det lättare. Japans börs är historiskt lågt värderad, men stark valuta och avtagande global tillväxttakt bidrar negativt till företagens förmåga att generera vinster.

I **Kina** har vinsterna överraskat positivt. Ser vi till aktierna i CSI 300 index, som representerar börserna i Shanghai och Shenzhen, har dessa hittills slagit förväntningarna, både avseende försäljning och vinster. CSI 300 har stigit mest hittills i år av de större indexen, men befinner sig ändå på ungefär samma nivåer som för ett år sedan.

Trots klang och jubelföreställning på börserna kvarstår prognosen om låga ensiffriga tillväxttal för global vinsttillväxttakt. Starkare ekonomisk tillväxt behövs för att också vinsterna ska revideras uppåt.

Det vinstrika 2018 följs av lägre tillväxttakt 2019. USA har särskilt svåra jämförelsetal i år efter vinstexplosionen föregående år, medan Europa och EM har det lättare. Japans börs är historiskt lågt värderad, men stark valuta och avtagande global tillväxttakt bidrar negativt till företagens förmåga att generera vinster.

Högt värderade aktier i halvledarsektorn



Källa: Bloomberg

Aktier i halvledarsektorn befinner sig på toppnivåer. Grafen visar P/E-tal på ett års prognos för MSCI Världsindex för halvledare och halvledarutrustning och visar att uppgången skett på grund av ökade värderingar.

Stor sektorskillnad i vinst- och aktieutveckling

Den mest slående skillnaden är den mellan teknologi- och hälsovårdssektorn. **Teknologi** har rekylerat brant efter nedgången i slutet av förra året och är den sektor som gått bäst på börserna hittills i år. Samtidigt är vinstutvecklingen tämligen skral. Vinsterna i teknologisektorn väntas till och med minska marginellt i år jämfört med föregående år. Apple, som är det största bolaget i sektorn, väntas redovisa en mindre vinstnedgång trots en stark inledande kvartalsrapport. Bolag som utvecklare och producerar halvledare och komponenter, som Intel och Texas Instruments, gav i sina rapporter en dämpad syn på utsikterna för resten av året. Svag efterfrågan från bland annat Kina angavs som skäl. Koreanska Samsung redovisade också en svag rapport och en dämpad framtidsvy. Kinesisk konkurrens, låg efterfrågan på minneschip och LCD-displayer låg bakom de svaga siffrorna. En försiktig optimism om ett bättre andra halvår kvarstår dock. Så också hos investerare, som har behandlat sektorn väl trots magra resultatrapporter.

Det är värt att notera att globala sektorer i MSCI:s världsindeks klassificerades om i slutet av 2018. Numera ingår exempelvis Facebook, Tencent och Alphabet (Google) i sektorn "communication services". Det har gjort att teknologisektorn numera är lägre värderad, men också mer volatil i sin intjäning.

Hälsovårdssektorn, å andra sidan, levererar starka rapporter överlag. Ändå är sektorn globalt den sämsta på börserna i år. Förklaringen är bland annat politisk oro kring hur det amerikanska hälsovårdssystemet ska se ut i framtiden. Republikaner och demokrater är ense om att få ner kostnaderna för bland annat läkemedel, vilket ökar sannolikheten för någon form av förändring.

Branscher i MSCI världsbörsindex



Källa: MSCI.com/gics, "Global industry classification standard"

I slutet av 2018 klassificerades t ex Facebook, Tencent och Alphabet (Google) om från sektorn "information technology" till "communication services".

Den amerikanske presidentutmanaren Bernie Sanders har relanserat tanken om "Medicare for All". Det skulle i praktiken innebära att privata sjukvårdsförsäkringar ersätts med ett statligt system som omfattar hela befolkningen. Sannolikheten för att en sådan reform genomförs är låg, men riskpremien för aktier i sektorn har ökat. President Trump har också varit högljudd för att få läkemedelsbolagen att sänka priserna. Vi har hört liknande retorik förut, men det har varit svårt att få igenom konkreta förslag som stör intjäningen för sektorn. Rapportsåsongen visar hittills på solida vinstökningar som dessutom har överraskat positivt. Branschen är intressant i ett längre perspektiv, då värderingarna är rimliga och intjäningen relativt opåverkad av konjunkturen. Vi får dock räkna med att rädslan för hälsovårdsreformer kan ligga kvar som en våt filt över aktierna en tid till.

USA agerar draglok, men övriga är inte långt efter

USA-börsen har rekylerat upp rejält efter störtstycket i slutet av 2018. S&P 500 index var faktiskt ner 20 procent i lokal valuta från toppen i september till botten i december. Samma index befinner sig nu i maj på de högsta nivåerna någonsin. Återigen är det de stora teknik-, konsument- och mediabolagen som agerar draglok. Apple, Microsoft och Amazon har nu alla tre ett börsvärde på närmare 1000 miljarder dollar.

Europa är inte långt efter USA. Här är det de stora industribolagen som dragit upp börserna tillsammans med de konsumentinriktade bolagen. IT är en relativt liten sektor i Europa, men sektorn har gått starkt i år, lett av det tyska mjukvaruföretaget SAP och det holländska halvledarbolaget ASML, som båda är upp runt 35 procent i lokal valuta.

Hälsovårdsaktier är fortfarande rimligt värderade



Källa: Bloomberg

Hälsovårdsaktier har klättrat stadigt uppåt de senaste fem åren. Grafen visar P/E-tal på ett års prognos för MSCI Världsindex för hälsovårdssektorn och att det inte skett på grund av högre värderingar, utan tack vare vinstökningar.

Emerging Markets domineras av Kina, vars inhemska börser har utvecklats starkt. Shanghai och Shenzhen-börserna föll pladask 2018, men har tvärvänt uppåt och är vinnare i år. Friare kreditgivning och skattelättnader har höjt konsumentförtroendet och kanske lyckas man genom dessa stimulanser undvika ytterligare svackor i konjunkturen. Värderingarna har normaliserats, så börserna i Kina är inte uppenbart billiga, som de var i början på året.

Japan sticker ut som en billig börs relativt sin egen historik, men har haft svårt att attrahera investerare, då de globala konjunkturprognoserna gradvis har justerats ner. Det är ofta hög korrelation (starka samband) mellan den japanska börsens utveckling och global konjunkturoptimism. Dessutom har försöken till att höja avkastningen på det egna kapitalet hos japanska börsbolag inte tydligt nog visat sig i siffrorna på aggregerad nivå – ännu.

Dags att ge värdebolagen en chans?

Tillväxtbolag har fortsatt att leverera stigande vinster och försäljning och har belönats rikligt på världens börser. De lågt värderade bolagen har däremot inte attraherat investerare i samma utsträckning. Det har delvis att göra med det låga ränteläget, som gör det billigt att vänta på vinster längre fram i tiden, vilket har gynnat tillväxtbolagen, men också att många traditionella bolag snabbt blivit obsoleta på grund av ändrade konsumtionsmönster och nya innovationer. Exempel på bolag som är i framkant i sina respektive branscher är Amazon i konsumentledet, Netflix inom media samt Tesla i bilbranschen, som i sin tur har drivit på elbilsutvecklingen. De traditionella bolagen tvingas förnya sina affärsmodeller. Den omställningen tar tid och är kostsam. Under tiden blir vinsttillväxten lidande, så också värderingen.

Tillväxtbolagen har utklassat värdebolagen under det senaste decenniet



Källa: Bloomberg

Grafen visar tillväxtbolagens aktieutveckling relativt värdebolagen. Värdebolag definieras som bolag med låga P/E-tal, hög andel eget kapital i förhållande till börsvärde samt hög direktavkastning. Värdebolag med flexibla och hållbara affärsmodeller är särskilt intressanta ur ett investeringsperspektiv.

Det gör att bolagen klassificeras som "värdebolag", dvs bolag med låga P/E-tal, hög andel eget kapital i förhållande till börsvärde samt hög direktavkastning. Skillnaden i utveckling mellan dessa två kategorier det senaste decenniet är stor. Tillväxtbolagen har utklassat värdebolagen. Om det historiska mönstret upprepar sig är det dags att ge värdebolagen en chans. Impopulära aktier kan vara rätt att investera i. Sällan har skillnaden i popularitet mellan tillväxtbolag och värdebolag varit så stor som nu. Lågt värderade bolag som har ambitionen och förmågan att anpassa sina affärsmodeller efter de nya förutsättningarna på marknaden bör utvecklas väl på börsen.

Slutsats

Börserna har utvecklats starkt i år och värderingarna har stigit snabbt. Kursuppgångarna har dock vida överträffat vinsttillväxten. Därför räknar vi med att potentialen är begränsad från nuvarande nivåer.

Teknologisektorn sticker ut som högt värderad trots ljunna resultatrapporter. I synnerhet teknologibolag med hög exponering mot halvledare och komponenter kan undvikas ett tag till. I bästa fall kan vi se en ljusning under andra halvåret, men det har aktiemarknaden redan diskonterat.

Delar av den globala aktiemarknaden ser dock långsiktigt intressant ut då värderingarna är på historiskt låga nivåer. Den japanska börsen är ett sådant exempel som för tillfället ratas av institutionella placerare. Värderingen är attraktiv och trenden mot en mer aktieägarvänlig styrning fortsätter. Hälsovårdssektorn är ett annat exempel som sticker ut som historiskt lågt värderad. Rädsla för förändringar av det amerikanska hälsovårdssystemet har skapat långsiktigt intressanta ingångsnivåer. Värdebolagen är också intressanta investeringsobjekt. I den här gruppen av bolag bör man leta efter lågt värderade bolag med ambition och förmåga att förnya sina affärsmodeller.

Tema: Indien

Stora utmaningar, gigantiska möjligheter

Trots en beryktat besvärlig byråkrati, nepotism och korruption är Indien den snabbast växande av alla större ekonomier i världen. Tydliga framsteg görs i bekämpningen av korruption och reducering av byråkratin, inte minst under Narendra Modis regering sedan 2014. I skrivande stund är det inte klart om Modi får fortsatt förtroende att leda landet efter parlamentsvalet, men det är sannolikt.

Oavsett valutfall anser vi att den indiska aktiemarknaden attraherar, med flera snabbväxande sektorer med välskötta bolag. Samtidigt är värderingen relativt hög, landets beroende av oljeimport är ett orosmoment och den politiska risken förhöjd i ett kortsiktigt perspektiv.

Stora framsteg från en låg nivå

Indien är världens tredje största ekonomi (köpkraftsjusterat) och den snabbast växande bland G20-länderna. Indien fortsätter att klättra starkt på världsbankens lista över "enkelhet att göra affärer". Den rangordnar världens alla länder baserat på 41 olika parametrar och de utmaningar som företag i respektive land utsätts för till följd av regleringar, lagefterlevnad och transparens, skatter, tillgänglig infrastruktur, krediter, med mera. I år förbättrade Indien sin position med 23 platser till plats 77. För bara två år sedan låg de på plats 122. Förutom Indien var det endast pyttelandet Djibouti (1 miljon innevånare på Afrikas horn) som lyckades avancera substantiellt på listan två år i rad. Världsbanken noterar inte mindre än 14 större reformer i Indien som har underlättat för företagen de senaste två åren.

Att hamna på plats 77 av de 190 länder i världen som Världsbanken rangordnar är kanske inte en smickrande placering i sig, särskilt inte i relation till Kina som alltså ligger långt före på plats 46. Men Indien utvecklas i rätt riktning och har nu passerat länder som Sydafrika (82) och Brasilien (109). Före Narendra Modis jordskredsseger i valet 2014 kom Indien på plats 134.

Den ekonomiska tillväxten är, trots allt, i internationell toppklass

Makroekonomiska nyckeltal, procent	2019P	2020P
BNP-tillväxt	7,3	7,5
Inflation, KPI	3,9	4,2
Offentlig sektor, % av BNP	27	27
Budgetunderskott (just), % av BNP	6,9	6,6
Bytesbalans, % av BNP	-2,5	-2,4

Källa: Internationella Valutafonden, IMF. P = Prognos.

Indien är stort men fattigt i en internationell jämförelse

	Indien	USA	Kina
Befolkning, milj	1 339	326	1 386
Yta, tkm ²	3 287	9 832	9 563
BNP, mdr USD	3 260	22 200	15 470
BNP/capita i USD (PPP)	8 480	64 770	19 520
Andel urban befolkning, %	34	82	58

Källa: Världsbanken, IMF

Reformer driver på utvecklingen

Den kanske främsta ekonomiska reformen av alla var införandet av GST ("Goods & Services Tax") 2017, en nationell moms på varor och tjänster. Det eliminerade landets extremt ineffektiva inrikestullsystem samt förbättrade transparens för både myndigheter och företag kring affärer och skattebetalningar. Den bidrog även till att tvinga fram en snabbare digitalisering av företagens administration och betalningar. En ny konkurslagstiftning återfinns bland andra signifikanta effektivitetsförbättrande reformer. Även det nationella biometriskt baserade identifikationssystemet har underlättat påtagligt för digitaliseringen av tjänster och dramatiskt reducerat korruptionen.

Även infrastrukturen förbättras i snabb takt från en internationellt undermålig nivå. Det gäller såväl traditionell fysisk infrastruktur som vägar och kraftnät som digital infrastruktur. Cirka 40 procent av befolkningen använder internet och nästan alla har tillgång till mobiltelefon och ett bankkonto.

Får Modi förnyat förtroende?

Alla är dock inte positiva till utvecklingen i Indien. Vi som västerländska investerare eller analytiker betraktar det som otvetydigt positivt med reformer som förbättrar regellevnad och tvingar stora delar av landets svarta ekonomi att antingen bli vit, börja betala skatt, eller försvinna. Men det är många väljare i landet som förlorat sin inkomst på grund av detta. Därtill har den så kallade valutareformen i slutet av 2016 har få anhängare. Då byttes alla gamla sedlar ut mot nya över en natt och större valörer togs helt bort i en illa förberedd process. Kostnaden för reformen blev allt för stor i form av försämrade affärsmöjligheter för att balanseras mot en till synes obetydlig direkt effekt på den svarta marknaden. Indirekt har den dock bidragit till att snabba på utvecklingen av landets elektroniska betalningsinfrastruktur.

BNP växer snabbt, men det gör också befolkningen

Det är inte bara före detta arbetare i den svarta sektorn som är besvikna, de "goda tider" som Modi utlovade har inte materialiserats. Indien är visserligen världens snabbast växande ekonomi av signifikant storlek, men en BNP tillväxt på drygt 7 procent är inte tillräcklig för att tillfredsställa den snabba tillväxten för befolkningen i arbetsför ålder.

Den ekonomiska tillväxten är, trots allt, i internationell toppklass

Att landets ekonomiska framgångar inte är tillräckliga för att Modi ska bli omvald enbart utifrån dem är även uppenbart i den pågående valrörelsen där Modi, som kallar sig för landets "väktare" (Chowkidar Narendra Modi), allt mer kraftfullt satsat på säkerhetspolitiska frågor och återgått till BJP-partiets (Bharatiya Janata Party) hindunationalistiska rötter. Den återupphettade konflikten med Pakistan har bidragit till detta fokus. Det spelar BJP i händerna kortsiktigt men riskerar samtidigt att bidra ytterligare till en polarisering mellan landets hinduiska majoritet (knappt 80 procent av befolkningen) och minoriteterna med muslimer som den enskilt största gruppen. Religion och kast spelar en underordnad eller obetydlig roll i det moderna affärslivet i landet men har fortfarande stor betydelse i sociala sammanhang. Spänningarna mellan olika religiösa grupper har ökat på senare år, även om Modi och BJP i andra sammanhang bedyrar sin sekulariserade ställning.

"...900 miljoner väljare ska rösta fram en ny regering..."

Indien är världens största demokrati och när 900 miljoner väljare ska rösta fram en ny federal regering görs det i sju delomgångar med olika datum för olika delstater under flera veckor i april/maj, med resultatet i slutet av maj. Opinionsundersökningarna pekar mot att Modis BJP-ledda allians NDA ("National Democratic Alliance") kommer att få bilda regering även denna gång, men med klart färre mandat än i valet 2014. Finansanalytiker och ekonomer med fokus på Indien tycks dock övertygade att nästan oavsett valresultat kommer landet att fortsätta längs vägen mot tillväxtfrämjande reformer, en trend som faktiskt varit relativt tydlig ända sedan krisen 1991 oavsett regering. Notervärt är även att Indien har en relativt stark och oberoende (om än plågsamt långsam) domstol, en självständig centralbank och mycket makt ligger hos delstatsregeringarna.

Megatrender eldar på tillväxten

Den starka ekonomiska tillväxten i Indien drivs dock långt ifrån enbart av reformer. Befolkningen är ung och växande och flyttar i rask takt mot städerna där inkomsterna i snitt är betydligt högre än på landsbygden. Trots en relativt låg utvecklingsnivå pågår även här en snabb digitalisering, med stora effektivitetsvinster som följd. En positiv ekonomisk utveckling skulle även kunna få betydande bränsle från en snabb kreditexpansion då den privata sektorns belåning är låg och viktiga förutsättningar för ett större kreditutbud nu finns på plats.

Endast 34 procent av landets befolkning bor i städerna, jämfört med 58 procent i Kina och 82 procent i USA, och skillnaden mellan stad och landsbygd är enorm. Stadsborna har i snitt 6 gånger högre inkomst än de på landsbygden i Indien. Samtidigt som urbaniseringen kommer ifrån en internationellt låg nivå finns det unika incitament för en fortsatt urbanisering i Indien på grund av kastsystemet. I städerna finns ministrar, affärsmän och universitetsrektorer som i byarna aldrig skulle få annat än de sämst betalda och smutsigaste jobben samt frysas ut socialt.

Från risfälten till cyberåldern

Den indiska befolkningen kastas närmast bokstavligt talat direkt från risfälten in i cyberåldern där biometrisk identifikation används för att både rösta och erhålla pensioner och bidrag elektroniskt till bankkonton till vilka åtkomst sker via internetanslutna mobiltelefoner. Dessutom är landet en stor och växande exportör av tjänster, allt från kundtjänsttelefoner till avancerad utveckling av artificiell intelligens återfinns i utbudet från de stora konsultbolagen. De sex största IT-konsulterna noterade på den inhemska börsen levererade ifjol ett sammanlagt röreseresultat på över 15 miljarder dollar, i nivå med det sammanlagda resultatet för alla mekaniska verkstadsbolag i Norden för att sätta det i ett hemmamarknadsperspektiv.

Den privata sektorn i Indien, såväl företag som hushåll, är lågt skuldsatt i ett internationellt perspektiv. Än mer om vi bortser från en handfull större bolag med fokus på infrastrukturinvesteringar, som tidigare fått låna stort från statliga banker, mer på grund av politiska förbindelser än sunda kreditanalyser. Som andel av BNP är utlåningen till små och medelstora bolag endast ungefär en sjättedel så stor som i Kina och den totala bolånestocken i landet motsvarar endast cirka 10 procent av BNP. Kombinationen av ny konkurslagstiftning och implementering av denna, en förbättrad transparens kring företagets kassaflöden till tack vare den nationella momsreformen och flera års arbete med att rekapitalisera statliga banker och tvinga alla affärsbanker att erkänna och rensa ut dåliga lån har lagt grunden för en snabbare kreditexpansion framöver. Flera internationella investmentbanker med verksamhet i Indien förväntar sig en ökande kredittillväxt kommande år.

Oljeberoendet, en akilleshäla

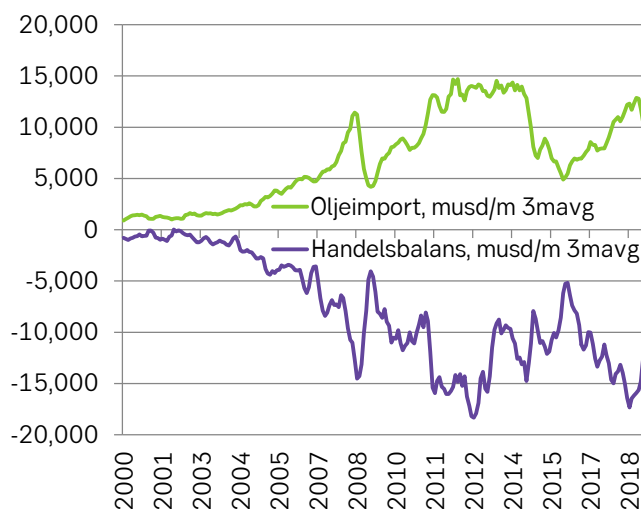
Ett stort orosmoment vid investeringar i Indien, som investerare behöver ta hänsyn till oavsett regering, är landets stora beroende av importerad olja och den sårbarhet detta innebär. Kostnaden för Indiens oljeimport motsvarar 3-4 procent av BNP på nettobasis. Utgifterna för olja förklarar i princip hela underskottet i landets handelsbalans med omvärlden och de ständiga underskotten i landets internationella handel är den kanske mest påtagliga makroekonomiska obalansen för Indien. Den kostsamma oljeimporten begränsar påtagligt statens förmåga att föra en mer stimulerande finanspolitik genom att exempelvis investera mer i produktivitetsförbättrande infrastruktur, hälsa och utbildning.

Livsmedel och oljepriser ger hög inflation

Till skillnad från västvärlden har Indien återkommande för hög inflation, istället för en för låg inflation som blivit det förhärskande problemet i exempelvis Europa och Japan. Den viktigaste källan till inflation i Indien är livsmedel, men näst effekten av skördar som slår fel kommer effekterna från fluktuationer i oljepriset. Det tvingar tidvis centralbanken till en mer restriktiv penningpolitik än vad som annars hade varit önskvärt.

Statistiska analyser av vinsttillväxten för indiska börsbolag indikerar även tydliga omvända samband med oljeprisutvecklingen, då billigare olja – allt annat lika – tenderar att ge snabbare vinsttillväxt och tvärtom. Ett föga förvånande resultat då landets inhemska oljeindustri är liten. De indiska oljebolagen är primärt verksamma inom oljeraffinering och petrokemi, medan konsumentföretag och finansinstitut med exponering mot den inhemska ekonomin och hushållens konsumtion är betydande.

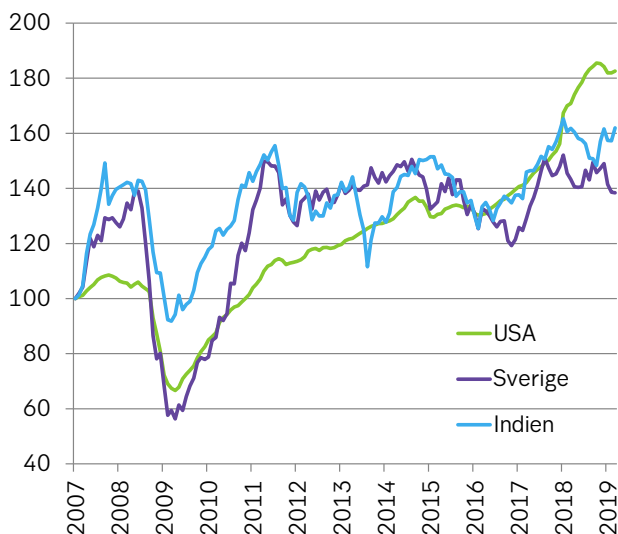
Kostsam oljeimport tynger den indiska ekonomin



Källa: Bloomberg/Macrobond

Diagrammet visar värdet på Indiens månatliga oljeimport samt underskottet i Indiens handelsbalans (3 månaders glidande medelvärden) i miljarder dollar. Exponeringen mot och beroendet av oljeimport syns tydligt.

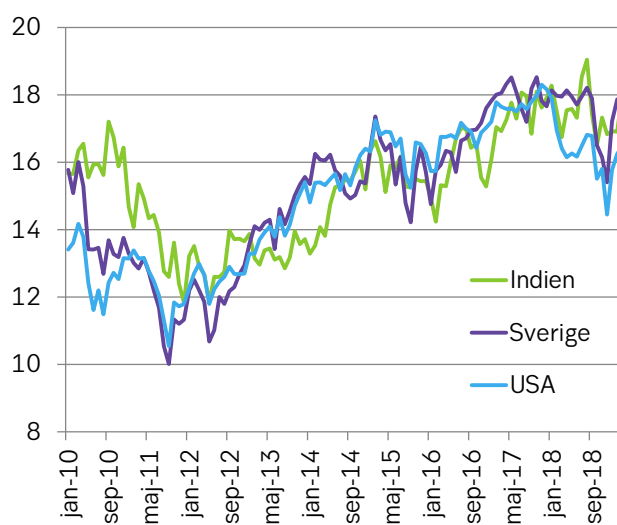
Medioker vinsttillväxt, men tecken på bättre tider finns



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar indexerad vinstutveckling i amerikanska dollar för de största börsbolagen i USA (S&P 500), Sverige (Stockholm Benchmark), och Indien (Nifty).

Hög värdering kräver bättre vinstutveckling framöver



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar 12 månaders framåtblickad konsensus P/E för de största börsbolagen i USA (S&P 500), Sverige (Stockholm Benchmark), och Indien (Nifty)

En investering i den indiska aktiemarknaden på kortare sikt än fem år bör därmed vara förenad med en neutral till negativ syn på kommande oljeprisutveckling, annars finns det sannolikt bättre investeringsalternativ.

Föroreningar, har Indien råd att inte adressera dem?

Indien toppar, föga smickrande, de flesta försök att rangordna länder efter miljöproblem. De tio städer i världen som har mest luftföroreningar ligger alla i norra Indien. Bara genom att bo i huvudstaden Delhi och andas luften utomhus utsätter sig en icke rökare för en snarlik risk för lungcancer som genom att röka. På kontoren för allt från företag till myndigheter sitter mätare som visar partikelhalten i luften, såväl inomhus som utomhus och luftkvaliteten är ett lika naturligt inslag i väderleksprognoserna som temperaturen. De som har råd evakuerar ofta sina familjer från städerna under de höst-vintermånader då föroreningarna är som värst.

Ungefär hälften av alla människor i världen som dör i förtid på grund av sjukdomar relaterade till luftföroreningar, uppskattningsvis 1,8 miljoner personer, dör i Indien. Enligt den medicinska tidskriften The Lancet utsätts 77 procent av befolkningen i världens (inom kort) folkrikaste nation för luftföroreningar som överstiger Världshälsoorganisationen WHO:s rekommenderade gränsvärden. Under de perioder då föroreningarna är som värst överstiger partikelhalten i Delhi de rekommenderade gränsvärdena 70 gånger.

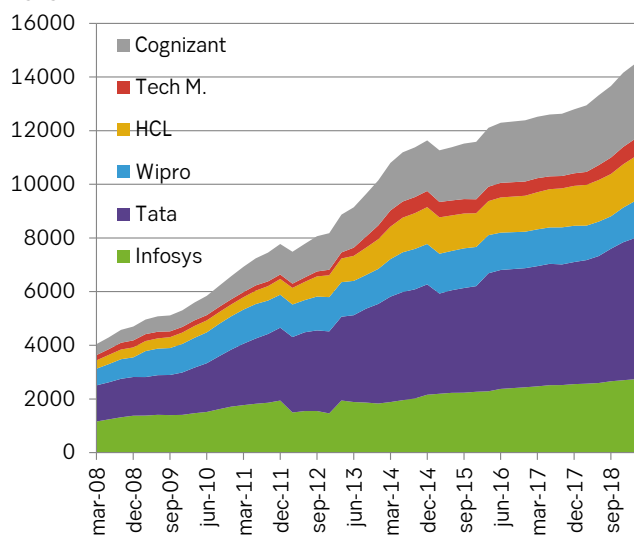
Det är inte bara luften som är smutsig, avfallshanteringen är på många ställen obefintlig och skräp i alla former kantar gator och vägar samt flyter på de förgiftade floderna, såväl

heliga floder som mer ordinära vattendrag. De uppskattningsvis 8 miljoner ton plastskräp som årligen tillförs världshaven bedöms till 90 procent komma från de tio mest nersmutsade floderna i världen, Ganges är en av dem.

Det finns dock hopp, i årets valrörelse har miljöföroreningarna tagit plats på politikernas agenda på ett helt annat sätt än 2014. För många väljare är ekonomiska frågor mer akuta, även om andelen indier i extrem fattigdom minskar stadigt och idag uppskattas till endast cirka 5 procent av befolkningen, är hela 40 procent av alla barn under 5 år kortväxta vilket kan vara en indikation på kronisk undernäring. För den växande medelklassen finns det dock en uppenbar koppling mellan föroreningarna och ohälsa.

Indien har också fantastiska möjligheter att utnyttja moderna energikällor som solkraft och biobaserade drivmedel. Fordonsförsäljningen i landet är huvudsakligen tvåhjulig och i exempelvis Kina är tvåhjulingar redan nu huvudsakligen eldrivna. Förbättrad återvinning av avfall skulle även kunna möjliggöra stor produktion av biogas, förnybar diesel eller andra generationens etanol. Kombinationen av landets stora beroende av och kostnader för oljeimport samt de goda möjligheterna att producera energi från sol och biomassa borde utgöra en oemotståndlig lockelse för landets politiker att exploatera. Problemen med både miljö, folkhälsa, inflation och handelsbalans är direkt kopplad till oljan, även om landets inhemska kolindustri är en ännu värre miljöbov. Det finns dock många problem längs vägen, inte minst landets dåliga relationer med Kina (som ligger långt framme inom både batteriteknik och solpaneler), begränsade resurser för kapitaltunga investeringar i förnybara kraftkällor och en omodern inhemsk fordonsindustri.

IT-konsulter, en framgångsrik exportbransch i Indien



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar de sammanlagda vinsterna i miljoner dollar på rullande 12-månaders basis för de sex största börsnoterade indiska IT-konsulterna.

Även den politiska viljan tycks hittills otillräcklig och svenska företag har exempelvis deltagit i satsningar på biogasfordon i Indien med begränsad framgång.

Börsen lockar trots hög värdering

Vinstutvecklingen för indiska börsbolag har varit medioker de senaste åren, i synnerhet om vi översätter till internationell hårdvaluta som dollar. Men det finns förutsättningarna för en betydande acceleration. Vinsterna har under de senaste åren hållits tillbaka av en rad övergående faktorer, såsom kreditförluster i bankerna (relaterat till såväl konkurslagstiftning som stramare redovisningsregler och en politisk vilja att rensa upp i de statskontrollerade institutionerna), valutareformen och den nationella momsen (vars långsiktiga fördelar är stora och uppenbara men inkörningsproblem slog kortsiktigt negativt mot ekonomin 2017).

Värderingen är hög, inte minst jämfört med utvecklingsekonomier generellt. Det är dock stor skillnad i värderingen av olika sektorer. Konsumentbolagen handlas till extremt höga vinstmultiplar i en internationell jämförelse. Exportbolagen i IT-sektorn är liksom råvarusektorn värderad mer i linje med respektive bransch internationellt, på god grund då de inte primärt erbjuder exponering mot den snabbväxande inhemska indiska ekonomin.

Bland banker och finansbolag är det viktigt att särskilja mellan de ineffektiva statliga bankerna och de privata, ofta snabbväxande och moderna instituten. Finanssektorn erbjuder liksom konsumentvarubolagen en direkt och signifikant exponering mot den inhemska ekonomiska utvecklingen, med större cyklisk och politisk risk men till betydligt mer modesta värderingsmultiplar.

Den indiska finansmarkanden är relativt välutvecklad och många stora börsbolag har rykte om sig att vara välskötta enligt internationell standard. Dessvärre är det svårt att investera direkt i indiska aktier på de inhemska börserna och till skillnad från exempelvis Kina finns det endast ett klart begränsat utbud av indiska aktier noterade i USA eller andra västerländska marknader. Den sektor som är lättast att investera direkt i är de stora IT-konsulterna som nästan alla är noterade i USA. Den snabbväxande och spännande privata bank- och finanssektorn har dock endast några enstaka namn noterade internationellt och bland de medelstora tillväxtbolagen är utbudet utanför börserna i Mumbai i stort sett obefintligt.

Slutsats

Den indiska aktiemarknaden lockar med snabb ekonomisk tillväxt, förutsättningar för en påtagligt accelererad vinsttillväxt, ett mindre beroende av internationell industrikonjunktur och råvarupriser än många andra utvecklingsländers börser, men samtidigt en betydande sårbarhet relaterad till beroendet av importerad olja. Aktievärderingen är relativt hög liksom den politiska risken för stunden, men den senare kan inom kort minskas påtagligt. Vi attraheras främst av den privata finanssektorn och de internationellt verksamma IT-konsulterna.

Nordiska aktier

Nordiska aktiemarknaden neutralt värderad

Efter en stark start på börsåret, drivet av minskad konjunkturoro, en mjukare penningpolitik och förhoppningar om minskade handelspolitiska konflikter ser vi en tydlig rekyrisk efter nya frihandelskritiska uttalanden från Donald Trump. Investerarna tycks ha invaggats i ett delvis falskt lugn. Under den starka indexutvecklingen syns stora skillnader mellan olika sektorer. En svag svensk krona dopar Stockholmsbörsen i år, men är det positivt i ett längre perspektiv? Värderingen är, på vinstneutrala multiplar, i mitten av de senaste fem årens intervall vilket varken lockar eller avskräcker. Finland lockar med attraktiv värdering och generös direktavkastning. Sammantaget har vi en neutral till negativ syn på den nordiska börsen för återstoden av året, där utfallet av de pågående handelsdiskussionerna mellan USA och Kina är avgörande för om vi lutar åt det mer positiva eller negativa hållet.

Kina har varit ledande i årets börsuppgång

Börsutvecklingen har varit överraskande stark hittills i år. Per mitten av maj hade Vinx-Nordenindex avkastat 12 procent sedan årsskiftet. Räknat i svenska kronor var uppgången över 17 procent och för Stockholmsbörsen som dessutom dopas av den svaga kronan summerar uppgången till cirka 18 procent. På Stockholmsbörsen väger vinnarna på en svag krona, med exportindustrin i spetsen, betydligt mer än förlorarna, främst detaljhandeln.

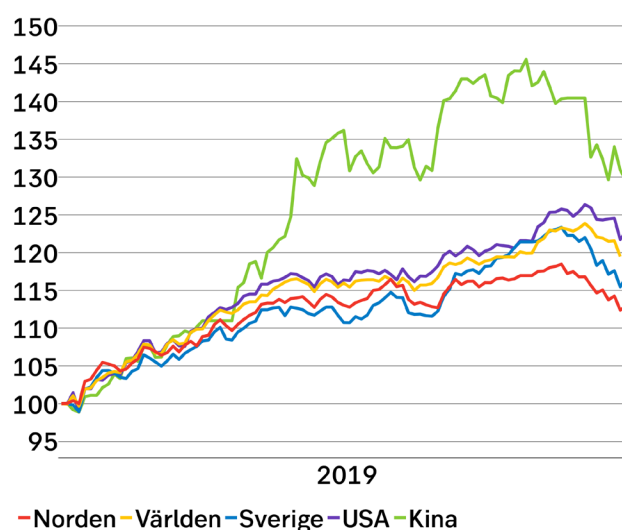
Trots extra skjuts från kronförsvagningen kan uppgången i Stockholm inte mäta sig med den kinesiska i Shanghai och Shenzhen som varit ledande bland de stora börserna internationellt i år. Som bäst summerade årets uppgång för CSI 300, med de 300 största aktierna i Shanghai och Shenzhen, till 37 procent i renminbi vilket motsvarar 46 procent i kronor (till årets topp den 19 april, sedan dess har avkastningen fallit tillbaka till fortsatt höga 21 procent i CNY och 30 procent i SEK). Uppgången i Kina har drivits av en kombination av stimulerande penning- och finanspolitik, minskad konjunkturoro och stärkta förhoppningar om ett ömsesidigt gynnsamt handelsavtal mellan USA och Kina. Så sent som i slutet av 2018 befärade många ett eskalerande handelskrig. Det bidrog starkt till det negativa börsentiment som då rådde. Utvecklingen i år är en spegelbild av nedgången i slutet av 2018 och begränsas inte till kinesiska aktier utan även nordiska bolag med stort beroende av den kinesiska marknaden, främst stora industri-företag, har påverkats kraftigt av sentimentssvängningarna.

Att döma av den implicita volatiliteten i amerikanska aktieindexoptioner eller Vix-index, som ofta används som en indikator på nervositet, tycks investerarna ha vaggats in i samma lugn som under sommaren 2018. Frågan är om det kommer att visa sig vara lika förrädiskt nu som då? Undersökningar visar visserligen att institutionella investerare fortfa-

rande är relativt försiktigt positionerade i aktiemarknaden, men samtidigt ryktas hedgefonder åter ha investerat stort i lågvolatilitetsprodukter i USA. En extrem exponering mot sådana instrument, som behövde monteras ner snabbt, anses ha bidragit signifikant till börsrekylen i februari 2018.

Den 5 maj (hacket i den gröna kurvan nedan) hotade Donald Trump med att backa ur förhandlingarna med Kina, höja tullarna på kinesiska varor till 25 procent samt kraftigt utöka

Kina har varit ledande i årets globala börsrally



Källa: Bloomberg/Macrobond.

Diagrammet visar prisindex omräknat till svenska kronor för de största börsbolagen i Kina (CSI 300), USA (S&P 500), Sverige (OMXS30), nordiska VINX samt MSCI AC världsindeks. Den kinesiska aktiemarknaden har utklassat västvärlden i år, en spegelbild av 2018. Förhoppningar om förbättrade relationer mellan USA och Kina spelar en central roll bakom det förbättrade sentimentet. Det har även påverkat nordiska bolag med stor exponering mot den kinesiska marknaden.

antalet varor där strafftullarna appliceras. Det överraskande beskedet var en stor besvikelse för investerare i västvärlden. Det är i skrivande stund osäkert vad utfallet blir, men helt klart har risken för ett sammanbrott i förhandlingarna om ett nytt handelsavtal mellan USA och Kina ökat. Vi bedömer att ett eskalerande handelskrig kommer vara något negativt för den ekonomiska tillväxten och mycket negativt för investerarrhumöret. I slutet av april hade marknaden sannolikt helt räknat in ett tillväxtgynnande avtal i börskurserna.

En svag krona gynnar Stockholmsbörsen

Den svenska kronan noterades nyligen till den lägsta nivån mot euron på 10 år. Jämfört med dollarn är vi nu på den lägsta nivån sedan 2002. För multinationella företag på Stockholmsbörsen betyder det att de vinster som genereras utanför Sverige, allt annat lika, blir mer värda räknat i svenska kronor. För exportindustrin med stora kostnader i svenska kronor och intäkter i annan valuta är effekten betydligt mer positiv. Det gäller allt från pappersbruk och gruvor till telekomindustri, fordon och mekaniska verkstäder. Förlorarna är främst detaljhandeln och då primärt sällanköpsvaruhandeln, som köper t ex kläder, elektronik eller andra varor i Asien eller Europa och säljer i Sverige. Vinnarna på en svag krona väger tungt på Stockholmsbörsen, förlorarna har obetydlig vikt. Industri, IT, material och hälsovård, som alla gynnas av en svag krona väger tillsammans nära 50 procent. Förlorarna i detaljhandel och media väger tillsammans knappt 5 procent och exklusive H&M, där andelen intäkter i Sverige endast är insignifikanta 4 procent, utgör de mindre än 2 procent av börsvärdet.

Kortsiktigt är det tveklöst positivt för börsutvecklingen med en svag krona, men sannolikt vågar inte investerarna fullt ut räkna med att den förblir så svag som idag i förlängningen. Även om den förblir svag är risken också stor att den positiva effekten över tid minskar, då kostnadsinflationen också tenderar att tillta. Vissa av landets exportindustrier menar att en stark valuta kan bidra till ett hårdare tryck på effektiviseringar, vilket i förlängningen kan vara väl så positivt för konkurrenskraften.

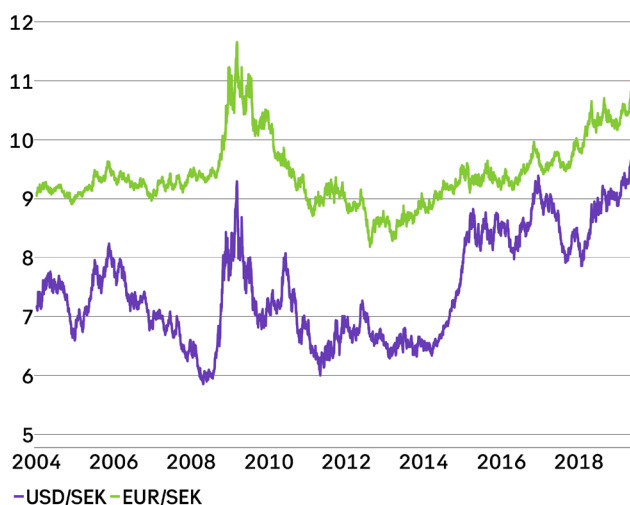
Bättre riskvägd potential i skog än verkstad

Oavsett profilen för och styrkan i den pågående konjunkturavmattningen och de i skrivande stund pågående handelsförhandlingarna mellan USA och Kina, finner vi den senaste tidens påtagliga skillnad i kursutvecklingen för olika cykliska sektorer anmärkningsvärd.

Både **verkstadsindustrin** och **skogsindustrin** är cykliska, dvs starkt beroende av den globala konjunkturutvecklingen. I bägge fallen finns det viktiga faktorer som talar för att det senaste decenniets lönsamhetsförbättring i åtminstone någon mån utgörs av uthålliga förbättringar. Det väntas bidra till en högre bottenivå på lönsamheten i nästa lågkonjunktur, oavsett om en sådan är nära förestående eller mer avlägsen.

I bägge sektorerna ligger vinsterna på eller nära historiska toppnivåer, men det finns ett antal indikationer på att en viss avmattning redan har inletts i både verkstadsindustri och skogsindustri. Det syns t ex i kraftigt fallande orderingång på lastvagnar, en krympande global personbils- och elektro-

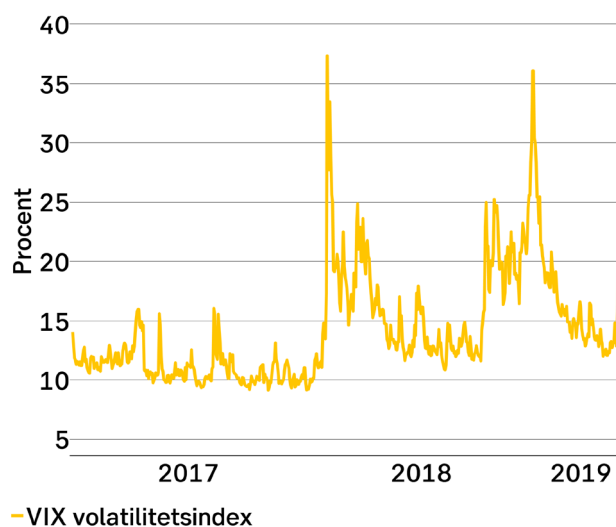
Kronan har försvagats dramatiskt sedan 2013 – det gynnar Stockholmsbörsen



Källa: Bloomberg/Macrobond

Diagrammet visar växelkursen för den svenska kronan mot euro och US dollar. En kraftig och stadig kronförsvagning sedan 2013 har inflaterat värdet av vinster genererade utomlands, samt dopat exportindustrins konkurrenskraft. Vinnarna på en svag krona väger betydligt tyngre på börsen än förlorarna, som framförallt återfinns inom detaljhandeln.

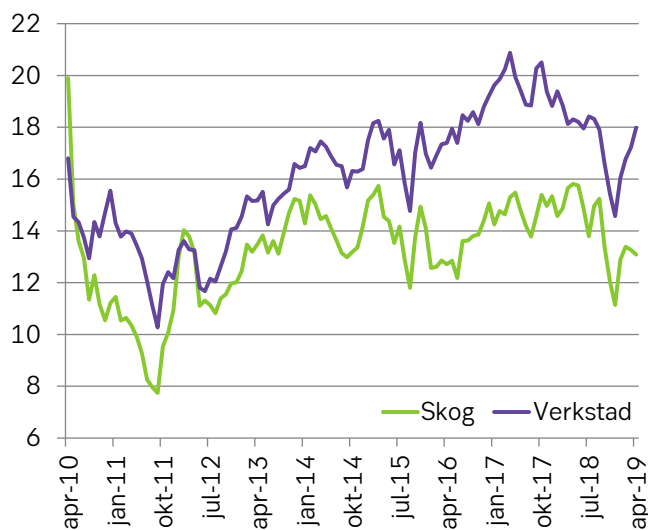
Finansmarknaden invaggad i falsk trygghet?



Källa: Bloomberg/Macrobond

Diagrammet visar VIX-index över den implicita volatiliteten i den amerikanska aktieoptionsmarknaden, ett vanligt mått över nervositeten bland aktieinvestorer. En kraftigt ökad oro driven av de sammanlänkade frågorna om konjunkturstyrka och USA:s handelskrig lyfte VIX och pressade börsen under senhösten 2018, men sedan årsskiftet har oron minskat kraftigt. Överraskningar som Trumps förnyade hot om handelshinder nu i maj riskerar att driva upp oron igen.

Stort värderingsgap visar skillnad i investerarsentiment till olika cykliska sektorer

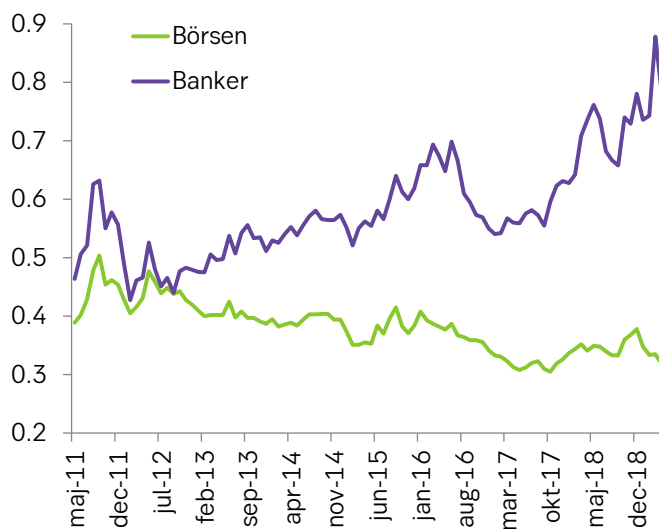


Källa: Bloomberg

Diagrammet visar 12 månaders framåtblickande P/E-tal för nordisk verkstadsindustri respektive skogsindustri (oviktade medeltal konsensus P/E för de största bolagen med minst 9 års historik i jämförbar struktur).

nikmarknad samt vikande priser på pappersmassa och vissa papperskvaliteter. Normalt är vikande inköpschefsindex, som under det senaste året, ett orosmoment för cykliska aktier även om korrelationen är långt ifrån perfekt. Ofta ligger aktiemarknaden före och är betydligt mer volatil.

Rekordhög relativ direktavkastning från pressade banker



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar förväntad direktavkastning kommande 12 månader enligt konsensusprognoserna för de fyra stora bankerna på Stockholmsbörsen (ovägt snitt), jämfört med snittet för Stockholmsbörsen (SBX). Bankerna väntas ge 2,5 gånger högre direktavkastning än börssnittet, skillnaden har aldrig varit större än i år. Det är samtidigt mycket svårt att uppskatta de potentiella kostnaderna för eventuella penningtvättsbrott.

Värderingen av nordiska verkstadsindustriaktier är nästan alltid högre än skogsindustrin, men värderingsgapet har de senaste månaderna ökat kraftigt. Skog värderas nu 5 P/E-enheter lägre än verkstad, vilket är en ovanligt stor skillnad och en dubblad rabatt på mindre än ett år. Givetvis är det rimligt att räkna med att en snabbare och djupare konjunkturavmattning än väntat kommer att pressa både verkstad och skogsaktier samt tvärtom, en mindre dramatisk avmattning än väntat kommer att gynna bägge sektorerna. Vi menar dock att den relativa chans/riskrelationen har blivit mer attraktiv i skogsbolagen på senare tid. Nersidan är mer begränsad i ett negativt scenario, samtidigt som potentialen vid ett mer positivt scenario blivit större.

Pressad värdering, svårbedömda risker

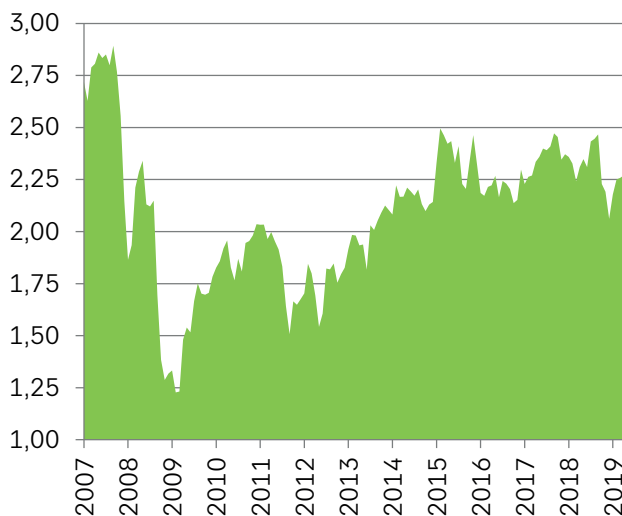
Direktavkastningen på Stockholmsbörsen som helhet är under 3,3 procent, men för storbankerna är den 7,8 procent (ovägt snitt). Kombinationen av en mycket svag relativ kursutveckling för bankerna, en sammantaget relativt stabil vinstutveckling och starka balansräkningar som möjliggör generösa utdelningar, har medfört en kraftigt ökad skillnad i direktavkastning mellan snittet för bankerna och börsen i övrigt. Bankernas direktavkastning är nu 4,5 procentenheter högre eller 2,5 gånger så stor som snittet för Stockholmsbörsen. I början av 2017 var skillnaden 2,1 procentenheter eller 1,6 gånger.

Vi finner **bankernas värdering** och direktavkastning lockande, inte minst i relativa termer, men givetvis finns det en förklaring till detta och delvis svårbedömda risker. Den viktigaste förklaringen till den svaga kursutvecklingen i år är oro för att den pågående penningtvättsutredningen i Swedbank ska avslöja missförhållanden liknande dem på Danske Bank i Estland. Det skulle i sin tur innebära att Swedbank, liksom Danske Bank, riskerar att tvingas betala dryga böter till amerikanska myndigheter. Sannolikheten för detta är dock svårbedömd.

Skillnaden på snittdirektavkastningen för bankerna inklusive/ exklusive Swedbank är dock endast 0,2 procentenheter baserat på konsensusprognosen. Använder vi istället SEB:s prognoser för de banker vi bevakar är snittdirektavkastningen 7 procent, eftersom vi räknar med att Nordea delvis övergår till att återköpa aktier istället för att betala hela utdelningen kontant.

Andra faktorer som hållit tillbaka bankaktier på senare tid är förväntningarna om att kommande styrräntehöjningar från Riksbanken skjuts ytterligare på framtiden, samt tilltagande marginalpress inom vissa produkter, exempelvis bolån.

Neutral värdering av nordiska aktiemarknaden som helhet



Källa: Bloomberg

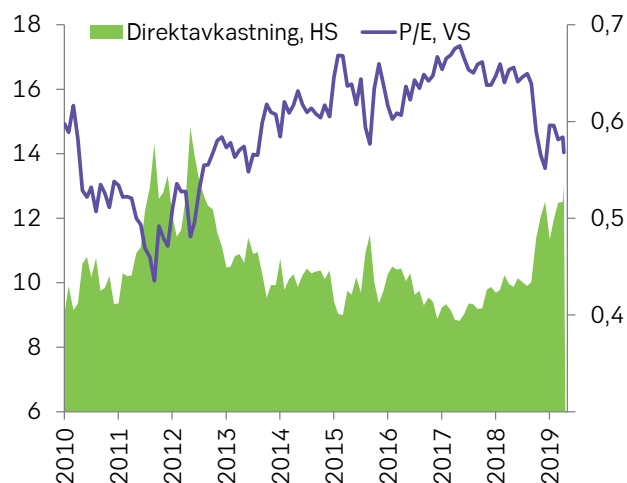
Diagrammet visar värderingen av bokfört eget kapital i de nordiska börsbolagen (Vinx-index). Vinstneutrala multiplar som värdering av eget kapital (ovan) och värdering per intäktskrona ger ofta en bättre, mer konjunktneutralt, bild av värderingen än vinstrelaterade multiplar. Rådande värdering är i mitten av det relativt snäva intervallet för de senaste fem åren, betydligt högre än efter finanskrisen och under eurokrisen men betydligt lägre än toppnoteringen 2007 i slutet av "supercykeln".

Neutral värdering i Norden, men Finland lockar

Vid årsskiftet var värderingen av den nordiska aktiemarknaden klart attraktiv i ett närhistoriskt perspektiv enligt i princip alla nyckeltal. Efter den spektakulära uppgången under de första fyra månaderna är bilden nu mer komplex. I synnerhet Finland ser fortsatt attraktivt ut med P/E 14 på konsensusprognosen för den kommande 12 månadersperioden. Nästan hela årets indexuppgång i Helsingfors motsvaras av högre framåtblickande vinstprognoser (en kombination av uppreviderade prognoser och växande vinster). P/E-talet för Norden som helhet är strax under 16, vilket är nära snittet för de senaste fem åren. I vanlig ordning värderas Köpenhamn högst (knappt 19) och Norge lägst (13). De aggregerade framåtblickande vinstförväntningarna för bolagen på Köpenhamnsbörsen har kontinuerligt filats ner i snart två års tid, medan utvecklingen varit mer volatil i Sverige och Norge. Där justerades vinstprognoserna först ner signifikant runt årsskiftet, men har nu reviderats upp, nästan tillbaka till ursprungsnivån, medan Finland sticker ut med positiva revideringar hittills i år.

Direktavkastningen för Norden på 3,9 procent är mer aptitlig än för Stockholmsbörsen. Snittet för Norden höjs av Finland och Norge där direktavkastningen förväntas uppgå till 5,3 respektive 5,1 procent. Det är de högsta nivåerna sedan 2012 och långt över snittet för de senaste 13 åren på 4,5 respektive 4,2 procent.

Helsingforsbörsen lockar med attraktiv värdering och hög direktavkastning



Källa: Bloomberg

Diagrammet visar 12-månaders framåtblickande P/E-tal och direktavkastning baserat på konsensusprognoserna för HEX25 index över de 25 största bolagen på Helsingforsbörsen. P/E-talet är nära den lägsta nivån på 6 år och direktavkastningen den högsta sedan 2012.

"...värderingen är varken avskräckande eller lockande..."

Tittar vi på vinstneutrala multiplar är den nordiska aktiemarknaden som helhet nu värderad nära mitten av de senaste fem årens intervall. Det är väsentligt högre än botten nivåerna i finanskrisen och eurokrisen, men betydligt lägre än i slutet av supercykeln 2007. Baserat på vinstneutrala multiplar är värderingen varken avskräckande eller lockande utan relativt neutral.

Sammanfattning

Sammantaget har vi en neutral till negativ syn på den nordiska börsen för återstoden av året där utfallet av de pågående handelsdiskussionerna mellan USA och Kina är avgörande för om vi lutar åt det mer positiva eller negativa hållet. Attraktiva värderingar lockar dock i Finland och vi finner en mer attraktiv chans/risk-relation i skogsindustrin relativt verkstadsindustrin i de cykliska sektorerna.

Ränteinvesteringar

Centralbanker slår av på takten i åtstramningarna

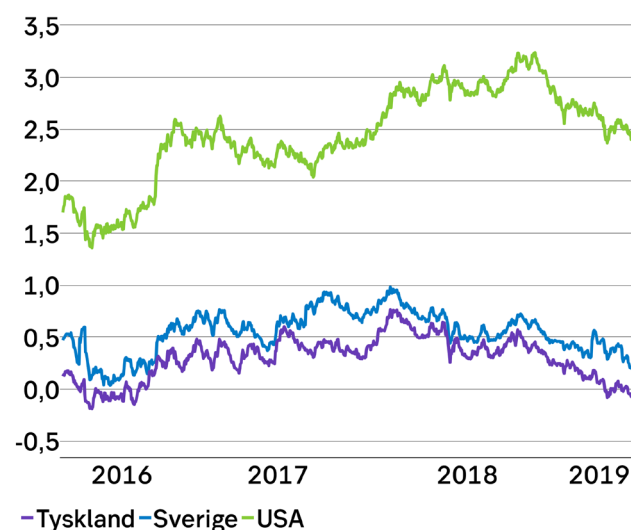
Räntemarknaden har haft en stark inledning på året i kölvattnet av den turbulens som uppstod under slutet av 2018. En tydlig omsvängning bland världens centralbanker har bidragit till att räntenedgången har fortsatt de senaste månaderna, trots en återhämtning i riskaptiten. Centralbankernas ändrade budskap om fortsatta penningpolitiska stimulanser har gynnat exponeringar med ränterisk såväl som kreditrisk. Vi fortsätter att föredra att ha en begränsad ränterisk (obligationer med kort löptid) och ser vissa fördelar med krediter (företagsobligationer), där vi bl a hoppas kunna dra nytta av det högre ränteläget i USA. Federal Reserves mjuka framtoning kombinerat med penning- och finanspolitisk stimulans i Kina möjliggör fortsatt god utveckling för tillväxtmarknadsobligationer ännu en tid.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Efter omsvängningen runt årsskiftet mot en klart mer stimulerande penningpolitik har den amerikanska centralbanken **Federal Reserve** (Fed) fortsatt kommunicera att penningpolitiken är beroende av underliggande ekonomisk data och att man inte anser sig vara under någon press att anpassa räntepolitiken åt endera hållet. Vi delar Feds syn om ett fortsatt dämpat inflationstryck och att den ekonomiska aktiviteten gradvis bromsar in. Det ger bedömningen att en oförändrad ränta under 2019 och 2020 är det mest sannolika utfallet.

Den oväntat svaga ekonomiska utvecklingen, tillsammans med återhållsamma centralbanker runt om i världen, gör att vi nu bedömer att även den **Europeiska Centralbanken** ECB:s räntor kommer att ligga kvar på dagens nivå under 2019

Nedgången i obligationsräntor har fortsatt



Källa: Bloomberg/ Macrobond.

Centralbankernas utspel har gett fallande obligationsräntor under året. Färre räntehöjningar påverkar våra prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor, som har vi har sänkt rejält sedan den senaste utgåvan av Investment Outlook.

Investment Outlook: Maj 2019

Prognoser för 10-åriga statsobligationsräntor

Marknad	May 17	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
USA	2,37	2,45	2,25	2,10
Tyskland	-0,12	0,00	0,15	0,35
Sverige	0,17	0,30	0,40	0,80

Källa: SEB, marknadsdata maj 2019

och 2020. En ännu mjukare ECB gör att en tysk 10-årsränta fortsätter att vara nära noll. En något bättre konjunkturbild i Europa under 2020 kan bidra till att den tyska 10-åriga räntan då stiger till ca 0,35 procent.

Svensk ekonomi saktar in i spåren av dämpad internationell efterfrågan och fallande bostadsbyggande. Låg inflation tvingar **Riksbanken** att åter skjuta på nästa räntehöjning. Deras bedömning är nu att den kommer mot slutet av 2019 eller i början av 2020, vilket är ungefär ett kvartal senare än vad som kommunicerades i februari. Vår prognos är att nästa höjning, från -0,25 till 0 procent dröjer till juli 2020 när inflationen är hyfsat nära målet. Att vår inflationsprognos ligger under Riksbankens gör att vi inte tror på några fler steg efter det under 2020-2021.

Vi föredrar statsobligationer med korta löptider

Statsobligationer ger idag låg avkastning samtidigt som en ränteuppgång skulle försämra totalavkastningen ytterligare, eftersom det finns ett negativt samband mellan ränterörelser och obligationspriser. Vi föredrar därför att ha en kort räntebindningstid (kort duration = låg ränterisk), eftersom de påverkas mindre av en ränteuppgång.

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

Centralbankernas budskap om fortsatta penningpolitiska stimulanser har inte bara gynnat exponeringar med ränterisk, utan även gynnat exponeringar med kreditrisk, såsom företagsobligationer. Avkastningen för obligationer i båda kategorierna Investment Grade (höga kreditbetyg) och High Yield-obligationer (låga kreditbetyg) har förbättrats, givet indirekta signaler om fortsatt låga finansieringskostnader och stabil kreditkvalitet. Krediter har fått se en välbehövlig återhämtning då "kreditspreadar" (ränteskillnader mellan stats- och företagsobligationer) i såväl Europa som USA tagit tillbaka mycket av den uppgång som uppstod under det fjärde kvartalet 2018. Det finns en stark korrelation mellan ekonomisk tillväxt och risken som tillsätts krediter, vilket syns i kreditspreadarna. Givet detta så kommer företagsobligationer vara mycket känsliga för recessionssignaler även framöver. Mot bakgrund av vårt försiktigt positiva tillväxtscenario väljer vi att behålla en relativt hög kreditrisk i våra portföljer, 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 och hoppas kunna dra nytta av det högre ränteläget inom kreditmarknaden. Den största potentialen finns rimligen inom High Yield, tack vare stabila tillväxtutsikter och dessa obligationers relativt begränsade känslighet för stigande räntor. Att centralbankerna är i vänteläge med räntehöjningar stödjer också bilden för krediter, även om effekten är något mer begränsad än i början av året.

Tillväxtmarknadsobligationer – Emerging Market Debt (EMD)

Ränteplaceringar i tillväxtmarknader, Emerging Market Debt (EMD), har utvecklats mycket starkt under året bland annat drivet av det goda riskklimatet. Förutom det högre ränteläget jämfört med mer utvecklade marknader, har flera EM-valutor tydligt stärkts under årets första månader. Den amerikanska centralbankens försiktigare framtoning med senareläggning av räntehöjningar kombinerat med penning- och finanspolitisk stimulans i Kina är positivt för många tillväxtmarknader. Sammantaget innebär detta goda förutsättningar för fortsatt positiv utveckling för tillväxtmarknadsobligationer.

Förväntad avkastning kommande 12 mån (i SEK)

Räntebärande placeringar	Avkastning	Risk
Statsobligationer	-1,3 %	1,2 %
Företagsobligationer IG Investment Grade (Europa)	0,9 %	2,7 %
Företagsobligationer HY High Yield (Europa/ USA 50/50)	3,7 %	3,9 %
Tillväxtmarknadsobligationer (Emerging Market Debt) i lokal valuta	7,0 %	8,1 %

Källa: SEB, prognoser maj 2019

Mjukare centralbanker har dragit ihop kreditspeadar



– Bloomberg Barclays US Corporate High Yield

Källa: Bloomberg/ Macrobond

Spreaden (ränteskillnaden) mellan High Yield-företagsobligationer och statsobligationer har krympt ihop under året, men givet att vi har rätt i vår prognos om att en recession undviks i närtid, finns det fortfarande potential inom High Yield.

Möjligheter i tillväxtmarknader



– Bloomberg Barclays EM Statsobligationer Yield to Worst

Källa: Bloomberg/ Macrobond

Försiktigare centralbanker och möjlighet till stärkta tillväxtmarknadsvalutor bör fortsatt gynna ränteplaceringar inom tillväxtmarknader. "Yield to worst" visar den effektivränta i procent investeringen ger om samtliga obligationer löses av emittenten på den tidigaste dag de kan lösa in, dvs nuvarande snittränta är runt 5,5 procent.

Tema: Obligationer med rörlig ränta

Få avkastning från kreditrisk, men skydd mot ränterisk

De senaste månaderna har centralbankerna signalerat långsammare räntehöjningar, vilket tyder på att den lågräntemiljö vi har haft under flera år kommer bestå ytterligare en tid.

Ett lågt ränteläge gör det svårt för många investerare att skapa avkastning i sina ränteplaceringar, samtidigt som en uppgång i marknadsräntorna kan påverka avkastningen på många ränteinvesteringar negativt. Av denna anledning sneglar investerare mot andra typer av ränteinvesteringar.

För att underlätta sökandet börjar vi med att titta närmare på två av avkastningskällorna i en ränteplacering.

Ta ränterisk – men skydda den

Ränterisk är risken för att räntan går upp när du äger en ränteplacering, eftersom det finns ett negativt samband mellan ränterörelsen och obligationspriset. Att ta ränterisk har därför fungerat väl när räntorna faller, men när marknadsräntorna rör sig uppåt ger det sämre förutsättningar för ränteplaceringar i allmänhet och i synnerhet för ränteplaceringar med längre löptid. Räntepapper med en kort räntebindningstid påverkas mindre av en långgräntepuppgång.

Ränterisken kan dock skyddas genom att hålla en del av portföljen i så kallade "Floating Rates Notes" (FRN). Det är obligationer som har en rörlig ränta (kupong). Kupongen justeras vanligen upp/ner var tredje månad i linje med ränteutvecklingen. Det begränsar ränterisken eftersom räntan kontinuerligt sätts om. Vid räntejusteringen sätts kupongen om i linje med t ex Stiborräntan plus en fast kreditpremie. En FRN påverkas därmed bara av korta marknadsräntor och kreditpremien. Effekten blir att investeraren får betalt för att ta kreditrisk, men skyddas löpande mot stigande långräntor. Skulle korta marknadsräntor gå upp är det snarare positivt för en obligation med rörlig ränta eftersom kupongräntan successivt stiger.

Kreditrisk, en bolagsrisk

Avkastningen för en företagsobligation med rörlig ränta (FRN) bygger istället till största delen på kreditrisk. Kreditrisk är risken för att företaget som ger ut obligationslånet inte ska kunna betala av det. Obligationer utgivna av företag med högre kreditrisk behöver kompensera den högre risken med att betala högre ränta på sina obligationer.

Företagsobligationer delas oftast in i två grupper, baserat på kreditvärdighet:

- Investment Grade (IG) är obligationer med lägre risk och lägre ränta, där kreditbetyget enligt kreditratinginstitutet S&P är från AAA (högst betyg) ner till BBB.
- Obligationer med betyg under BBB kallas High Yield (HY) och har högre risk och högre ränta.

Som nämndes ovan är **kreditrisk** den risk du tar att det bolag du via värdepappret lånar ut pengar till inte kan betala räntor under löptiden eller återbetala lånet på grund av obestånd, även kallat "default". Skillnaden i ränta mellan en företagsobligation och statsobligationer i samma valuta och med samma löptid kallas "kreditspread". Om risken bland bolagen väntas stiga kommer kreditspreaden att öka, eftersom investerare i företagsobligationer då kommer att kräva högre ränta i kompensation för den högre risken. Omvänt gäller att en lägre förväntad risk för bolagen gör att samma spread krymper ihop. Grundlig analys och en god riskspridning förbättrar möjligheterna att få önskad risk- och avkastningsprofil vid investeringar i kreditmarknaden.

Den nordiska företagsobligationsmarknaden

Utbudet av nordiska företagsobligationer har vuxit snabbt de senaste åren. Ökade kapitalkrav har gjort det mindre lönsamt för banker att låna ut, samtidigt som många företag ser en fördel med att kunna finansiera sig på fler sätt än bara med banklån. Utbudet har också drivits på av en ökad efterfrågan. Fler och fler investerare har tröttnat på låga statsobligationsräntor och söker sig till tillgångar med bättre avkastningspotential. Därför har inflödena till företagsobligationsfonder varit stora.

Den **svenska** företagsobligationsmarknaden kännetecknas generellt av välskötta bolag med sunda balansräkningar och god återbetalningsförmåga, ofta med kreditkvalitet Investment Grade (IG). Många bolagen på Stockholmsbörsens storbolagslista ger även ut företagsobligationer. Volvo, Tele2 och Castellum är exempel på frekventa emittenter (bolag som ställer ut obligationer) och de flesta sektorer är representerade, även om fastighet- och banksektorn har störst emissions-

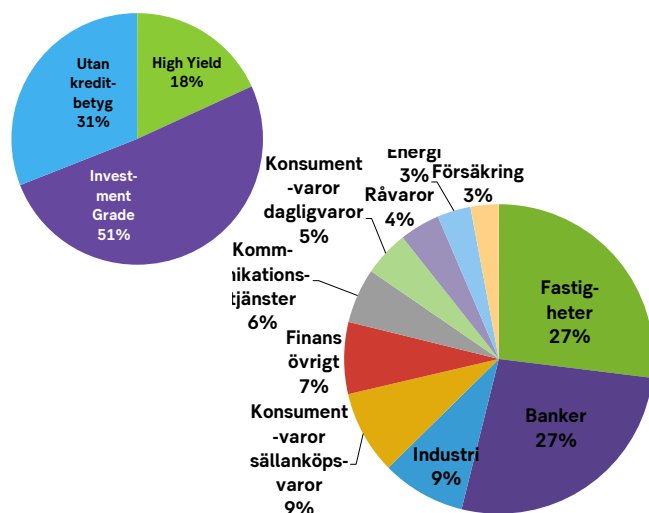
volym. Men den svenska marknaden består inte bara av stora bolag, här finns också en aktiv High Yield (HY)-marknad. High Yield-bolagen är ofta private equity-ägda, där avkastningspotentialen, men också risken är hög. Exempel på bolag i den här kategorin är larmföretaget Verisure och Cabonline (ett av Nordens största taxinätverk).

Den **norska** företagsobligationsmarknaden har funnits länge och är väletablerad. Den skiljer sig från den svenska på så sätt att storbolagen är färre och HY-bolagen fler. Olje- och rederisektorn är välrepresenterad med t ex bolag som Odjell och Stolt-Nielsen, men det finns också bolag som ägnar sig åt fiskodling samt lokala sparbanker.

Fler och fler **finska** bolag utnyttjar också obligationsmarknaden och den genomsnittliga finska obligationsemittenten är ett mellanstort industribolag. Även fler danska bolag använder sig av företagsobligationsmarknaden, även om emissioner i DKK än så länge är ganska sällsynta. Vestas (tillverkare av vindkraftverk) och DSV (global leverantör av transport- och logistik tjänster) är några exempel på danska bolag som ger ut obligationer i euro.

Ett annat kännetecken för den nordiska företagsobligationsmarknaden är att många av bolagen (både Investment Grade och High Yield) saknar kreditbetyg från ett ratinginstitut. Det är dock inte ett hinder för större fondförvaltare eftersom de gör sin egen kreditanalys och kan investera även i dessa bolag. Att en obligation saknar kreditbetyg gör den ofta mer prisvärd, då det ger en viss extra riskpremie. Om förvaltare kan identifiera att ett bolag kommer att få ett förbättrat betyg eller kommer att ansöka om kreditbetyg i framtiden, gör det ofta att bolagets obligationer stiger i värde.

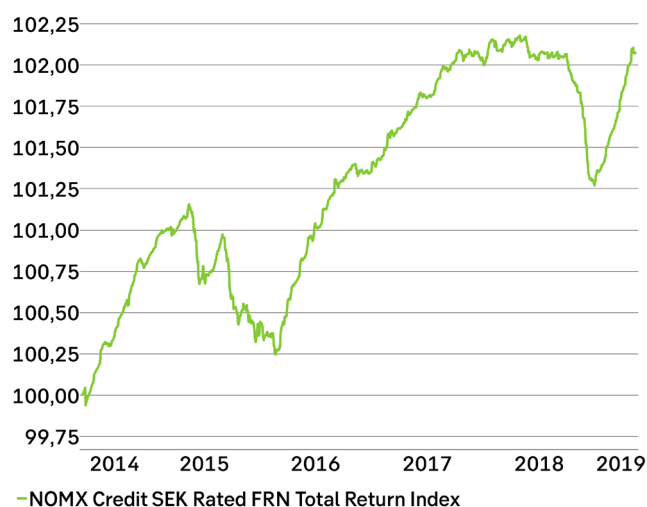
Sektorfördelning och genomsnittliga kreditbetyg i den nordiska företagsobligationsmarknaden



Källa: Bloomberg

Den nordiska företagsobligationsmarknaden består av många välskötta bolag med sunda balansräkningar. I Sverige utgörs en stor del av fastighetssektorn; i Norge är olje- och shippingsektorn utmärkande. En stor andel av bolagen på den nordiska marknaden saknar officiella kreditbetyg.

Avkastning för obligationer med rörlig ränta



Källa: Bloomberg/Macrobond

Grafen visar avkastningen de senaste fem åren för NOMX Credit SEK Rated FRN Total Return Index. Sedan 2005 har indexet (som bara består av Investment Grade-obligationer) endast haft negativ avkastning under tre enskilda kalenderår. Störst negativ avkastning var -3,3 procent 2008 i samband med finanskrisen, men det tog ett år innan marknaden var tillbaka till de nivåer som rådde innan finanskrisen.

Historiskt har företagsobligationer med rörlig ränta (FRNs) haft en förhållandevis hög avkastning i förhållande till risk (mätt med volatilitet). Sedan 2005 har NOMX Credit SEK Rated FRN Index bara haft negativ avkastning under tre enskilda kalenderår. Störst negativ avkastning var -3,3 procent 2008 i samband med finanskrisen. Men det tog bara ett år innan marknaden var tillbaka på de nivåer som rådde innan finanskrisen.

Sammanfattning

I en värld av historiskt låga räntor begränsas möjligheterna att hitta attraktiva ränteplaceringar. En räntefond som kan begränsa ränterisken, men exponera sig mot viss kreditrisk är en möjlig väg att gå för att kunna få god riskjusterad avkastning. En sådan fond har ofta låg risk, men ger ändå möjlighet till avkastning och passar därför för försiktigare investeringar och likviditetsplaceringar.

Denna rapport publicerades den 21 maj 2019.

Innehållet baseras på analys och information tillgänglig fram till den 17 maj 2019.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg Chief Investment Officer Investment Strategy fredrik.oberg@seb.se	Esbjörn Lundevall Aktiestrateg Investment Strategy esbjorn.lundevall@seb.se	Pernilla Busch Investment Communication Mgr Investment Strategy pernilla.busch@seb.se
Johan Hagbarth Placeringsstrateg Investment Strategy johan.hagbarth@seb.se	Louise Lundberg Placeringsstrateg Investment Strategy louise.lundberg@seb.se	Cecilia Kohonen Investment Communication Mgr Investment Strategy cecilia.kohonen@seb.se
Kai Svensson Portföljförvaltare Investment Strategy kai.svensson@seb.se	Henrik Larsson Portföljförvaltare Investment Strategy henrik.y.larsson@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 Private Banking-kontor i Luxemburg och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller skatterättslig hemvist beträffande bankmedel och finansiella transaktioner. Du behöver informera vederbörande myndighet om och när så erfordras.

Investment Strategy
SEB
106 40 Stockholm