



Investment Outlook

december 2015



S|E|B

I denna utgåva:

Inledning	3
Marknadssyn – sammanfattning 4-5 Konjunkturen hankar sig fram	
Marknadssyn – makro Framskjuten fartökning	6-8
Globala aktier Det svänger på världens börser	9-10
Nordiska aktier Glada konsumenter, deppig industri	11-15
Räntor Aktiva centralbanker med olika mål	16-17
Alternativa investeringar I väntan på lägre volatilitet	18-19
Valutor Centralbankerna fortsätter styra	20-21
Tema – Innovation Innovationsförmåga en viktig del i investeringsbeslutet	22-25

Denna rapport publicerades den 1 december 2015. Innehållet baseras på information och analys tillgänglig före den 24 november 2015.

Stora skillnader och hög volatilitet

FÖRETAGSSEKTORN **LEVERANS FÖR** det tredje kvartalet visar med all tydlighet att den globala ekonomin fortsatt går i otakt. Konsument- och servicenäringen är i tämligen god form. Låga räntor, låga råvarupriser och låg inflation resulterar i stigande reallöner och ökat konsumtionsutrymme. Detta gynnar service- och konsumentbolagen som fortsätter att leverera försäljningsökningar och stigande vinster. Även strukturella krafter som en ökande global medelklass bidrar på ett positivt sätt.

Klart besvärligare förutsättningar har industri- och råvarusektorn, som är mer beroende av investeringar och stödjande finanspolitik. I stora delar av världen har strategin varit att stötta tillväxten via aktiva centralbanker snarare än via statliga investeringsprojekt. Detta i kombination med att Kina ställer om sin samhällsmodell från ett fokus på investeringar till en mer konsumtions- och serviceinriktad variant. Sammantaget har dessa krafter skapat kapacitetsöverskott under en längre period, vilket kombinerats med en tämligen svag efterfrågan. För företag som verkar inom investeringstung industri har det inneburit dålig volymefterfrågan och fallande priser. Mest påtaglig har denna negativa mekanism varit inom råvarusegment som oljeindustrin. Under avsnittet *Nordiska aktier* gör vi en djupdykning i de konsekvenser som följer av den splittrade utvecklingen ovan.

Ett annat tema som presenteras i denna utgåva är innovationer som vi bedömer kommer att få mycket stort genomslag under den kommande 10-årsperioden.

Även på regional basis går världen i otakt. I USA förväntas centralbanken höja styrräntan, medan den europeiska dito förväntas leverera ännu mer stödåtgärder. Under det tredje kvartalet tilltog oron för en ny ekonomisk nedgång. Är vi på väg mot en ny svacka eller är det äntligen dags för en vändning för den icke konsumtionsdrivna delen av vår ekonomi? Det senare skulle i så fall leda till ökad produktion och bättre tillväxt. Hur den totala bilden utkristalliseras samt hur vår prognos avseende global och regional tillväxt och inflation ser ut presenteras i makroavsnittet.

Vi ger också vår syn på framtida vinster, värderingar och förutsättningar för olika tillgångar. Är det efter flera år av underavkastning exempelvis dags att öka upp andelen cykliska tillgångar? Vi presenterar vad vi anser vara en lämplig tillgångsfördelning med ambitionen att skapa en robust portfölj i en komplex och alltmer volatil miljö.

Med hopp om intressant läsning,

FREDRIK ÖBERG
Chief Investment Officer, Private Banking



Marknadssyn

Sammanfattning

- Svaga tillväxtsignaler, men ingen tydlig inbromsning
- Den högre volatiliteten är här för att stanna
- Normaliserad värdering och lägre förväntad avkastning
- Stimulativ centralbanksmiljö även om USA höjer
- 2016 kan bli året då räntorna stiger

SENSOMMARENS BETYDANDE BÖRSFALL signalerade omfattande stress bland investerare och indikerade en tydligt ökad oro för vikande tillväxt och i förlängningen en eventuell recession. I realiteten handlar oron för en recession i huvudsak om tillverkande industri med inriktning mot investeringsvaror och råvaror. Konsumtions- och serviceorienterade företag upplever en ganska gynnsam situation. Risken finns förstås att den svaga delen sakta men säkert drar ner även den starka delen. Detta är dock inte vårt huvudscenario, som istället är mer av det vi redan upplevt, det vill säga tämligen svaga tillväxtsignaler, men ingen tydlig inbromsning. Vi kan inte heller utesluta att prisbilden inom råvarusegmentet kan komma att förbättras. Vi tror inte heller på något ekonomiskt tvärstopp i Kina.

Osäkerhet och den beskedliga tillväxttakten medför dock att volatiliteten består. Översatt till företagets förmåga att

generera vinster innebär denna miljö att prognosen hamnar kring 5-7 procents vinstökning och en direktavkastning på 2-3 procent, dock med stora variationer mellan regioner och sektorer. Detta borde då också vara den avkastningspotential som aktier erbjuder på 12 månaders sikt, då värderingskomponenten är neutral.

Räntemarknaden erbjuder förväntade avkastningar på mellan 0-6 procent, med statsobligationer i botten och företagskrediter i topp. Innevarande år har varit en besvikelse när det gäller avkastningen på kreditsidan, men å andra sidan är nu prissättningen mer intressant än tidigare. Trots att "den globala centralbanken" fortfarande håller rekordlåga räntor och pumpar ut pengar i systemet kan 2016 bli ett år då räntenivåerna påbörjar en normalisering och börjar stiga. Utlösande mekanismer skulle exempelvis kunna vara den amerikanska centralbankens successiva höjning av styrräntan, i kombination med avtagande deflationspress, då råvarupriserna inte bör falla i samma takt som tidigare.

Alternativa investeringar med hedgefonder i spetsen har inte heller levererat förväntad avkastning. Dock ser vi tydligt att när skakigheten tilltar utgör denna del av portföljen en stabiliserande faktor i enlighet med dess syfte.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR FÖRVALTNING

KAPITALMARKNADEN OCH VÄRLDSEKONOMIN är turbulent och slagig, men synar man utfallet speglar börsrörelserna under 2015 företagets förmåga att generera vinster. Europa och Japan överträffar USA, som i sin tur överträffar tillväxtmarknaderna (Emerging Markets, EM). På sektorbasis belönas defensiva sektorer och cykliska straffas, men mönstret följer också deras vinstleverans. Med hänsyn tagen till aktuella värderingar förblir aktier vårt premierade tillgångsslag, följt av företagskrediter.

Inom aktier överviktar vi Europa och Asien. Undervikten återfinns i råvarusegmentet och USA, medan vi har en tämligen neutral position mot den svenska aktiemarknaden. Inom räntesegmentet överviktar vi företagsobligationer samt håller nere den genomsnittliga löptiden, då vi inte vill vara exponerade mot eventuellt stigande räntor. I delportföljen alternativa investeringar undviker vi råvaror och har en hedgefundsportfölj med ganska låg risk.

Vi föreslår således fortsatt en viss övervikt mot risk, men har under året justerat ner risken främst via en lägre andel ak-

tier och företagsobligationer. I skrivande stund har samtliga tillgångar idag en lägre förväntad avkastning än tidigare och det, i kombination med högre volatilitet, gör att vi har sänkt vår totala risk i portföljerna.

Vad kan utmana vår valda strategi?

Risker kopplade till ekonomisk aktivitet kan få stort genomslag. Det skulle kunna handla om den kinesiska tillväxten, ytterligare svagheter inom tillverkande industri, en tydligt högre andel konkurser inom råvarusegmentet eller liknande.

Likviditeten i kreditmarknaden har varit problematisk under året och påverkat avkastningen negativt. Detta kan fortsätta att skapa problem. Vidare skulle stigande räntor i kombination med en medioker tillväxt kunna sänka riskkapiten.

En positiv överraskning som skulle kunna slå igenom är om den långa perioden med låg aktivitet inom det cykliska segmentet går mot sitt slut. Skulle så vara fallet tilltar tillväxten och en positiv volym- och prismekanism inom industrivaror och råvaror påbörjas.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAN (ÅRSSIFFROR)		KOMMENTAR
		AVKASTNING	RISK	
AKTIER				
Globala	1 2 3 4 5 6 7	7,5 %	10,1 %	Med aktuell tillväxtnivå bör det globala företagskollektivet kunna leverera en vinsttillväxt på 12 månaders sikt i storleksordningen 7 % och en direktavkastning på 2-3 %. Tillgångsslagets breda exponering ger stabilitet i en miljö med stigande volatilitet. De stora skillnaderna mellan olika sektorer består även om de knappast förblir på 2015 års nivå.
Tillväxtmarknader	1 2 3 4 5 6 7	7,4 %	13,5 %	Svagare regional utveckling och dålig fart i handeln påverkar negativt, medan värdering i förhållande till resten av världen är en positiv faktor. Stort beroende av råvaror, en negativ koppling till en stark amerikansk dollar och stigande amerikanska räntor talar till dess nackdel. Råvaruländerna blir attraktiva först när vi ser en stabilisering av prisbilderna på råvaror.
Svenska	1 2 3 4 5 6 7	11,0 %	12,1 %	Kombinationen av välskötta bolag samt en balanserad fördelning mellan cykliska, defensiva och tillväxtbolag gör att svenska börsen med nuvarande värdering är intressant så länge tillväxten förblir duglig. Den svaga kronan har varit ett stöd, men är en faktor som kan förändras under den närmaste tiden. På längre sikt finns det tydliga risker kopplade till fastighetsmarknaden och ett framtida högre ränteläge.
RÄNTEBÄRANDE				
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,6 %	4,9 %	Låga statsobligationsräntor gör delar av obligationsmarknaden oattraktiv och en förstärkning av konjunkturen eller en något högre inflations-takt kan medföra successivt stigande räntor under det kommande året, med risk för negativ avkastning.
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	2,0 %	2,9 %	Låga räntor ger låg potential, men tillgångsslaget kan fungera väl i en portfölj med andra tillgångar med högre risk.
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	4,9 %	3,6 %	Direktavkastningar kring 3-5 procent sticker ut i räntevärlden, men som en följd av detta ökar också risken tydligt i förhållande till exempelvis IG. Hög skuldsättning och exponering mot råvaror är ett problem för tillgångsklassen, något som reflekteras i prissättningen.
Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt)	1 2 3 4 5 6 7	6,9%	10,2 %	Direktavkastningar kring 6 procent är högt, men riskerna har ökat på grund av utvecklingen inom Emerging Markets.
ALTERNATIVA INVESTERINGAR				
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Lägre volatilitet i kombination med möjligheten att skapa avkastning även på negativa trender och inom tillgångar som inte har stark korrelation med aktier och krediter gör tillgångsklassen intressant som ett komplement i en portfölj.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	N/A	N/A	Successivt lägre efterfrågan från bland andra Kina i kombination med kapacitetsökningar har resulterat i kraftiga prisfall. I ett längre perspektiv är tillgångsklassen attraktiv om inflationen stiger i samklang med råvarupriserna.
VALUTOR				
VALUTAPAR	2015-11-17	Q4 2015	Q1 2016	KOMMENTAR
EUR/USD	1,06	1,05	1,02	Kommande räntehöjning från Federal Reserve kan försvaga dollarn kortsiktigt, men ECB motverkar sannolikt starkare euro via expansiv penningpolitik. Vi räknar med något starkare dollar under 2016.
EUR/SEK	9,30	9,20	8,85	Starka fundamenta gör att Riksbanken tvingas acceptera en starkare krona, och ECB jobbar aktivt för att motverka en förstärkning av euron.
USD/SEK	8,73	8,76	8,68	Vår bedömning är att kronan kommer utvecklas något starkare än USD.

Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn. Taktisk förväntad avkastning bygger på SEB:s HouseView från 2015-11-11. Valutaprognoser per den 2015-11-17. Index/underlag för estimat: Globala aktier - MSCI World All Countries index i lokala valutor, Tillväxtmarknader - MSCI EM TR i lokala valutor, Svenska aktier - SIX Portfolio Return Index i SEK, Statsobligationer - OMRX T-bonds i SEK, Företagsobligationer (IG och HY) IBOXX Investment Grade Index i USD och IBOXX High Yield Index i USD, Tillväxtmarknadsobligationer (EM debt) - JP Morgan Emerging Markets Bond Index i lokal valuta. Hedgefonder - HFRX Global Hedgefund Index i USD.



Marknadssyn

Makro - Framskjuten fartökning

Den förväntade fartökningen i global ekonomi fortsätter att gäcka ekonomer. Kinesisk inbromsning och (delvis därför) svagare industrikonjunktur håller tillbaka såväl humöret som tillväxten. Hushållen gynnas dock av bättre arbetsmarknader, låg inflation och stigande tillgångspriser – tillväxten i tjänstesektorn är fortsatt stark. Vi räknar därför ändå med att tillväxten skjuter fart under kommande år. Oron för recession som luftats under hösten framstår som överdriven. Dels utgör den svaga industrisektorn en mindre del av den totala ekonomin och dels bedömer vi att svackan där är av tillfällig natur. Vi räknar också med att nedgången i oljepriset dämpas och att låga räntenivåer stimulerar konsumtionen framöver. Trots att Kina fortsätter att bromsa in stiger tillväxten i Emerging Markets-sfären. Fartökning i Indien och bromsat fall i Ryssland och Brasilien ger ökad stabilitet. Flyktningkrisens effekter på Europa är mer av politisk och humanitär karaktär, ekonomin påverkas endast marginellt.

USA – Konsumenter och tjänstesektor drar

Amerikansk ekonomi är tudelad, en trend som förstärks allt mer. Skillnaden mellan inköpschefsindex för industrin respektive tjänstesektorn är den största på över tio år, till tjänstesektorns fördel. Styrkan där förklaras framför allt av god efterfrågan från hushållen, stark arbetsmarknad, låga räntor, stigande tillgångspriser och lägre bensinpriser. Stark privatsektor i kombination med hög tillväxt av nya hushåll gör byggnadsinvesteringar till den allra starkaste tillväxtkomponenten.

I amerikansk industri går det fortsatt trögt. Inköpschefsindex, ISM, pendlar runt neutralvärdet där starkare dollar i kombination med svagare efterfrågan från stora utvecklingsekonomier som Kina och Brasilien dämpar exporten. Samtidigt slår nedgången i oljepriset mot energisektorn. Att ISM halkar under neutralpunkten 50 innebär dock inte att hela ekonomin hamnar i recession. Den starka efterfrågan från hushållen gör att risken för recession är låg och oron enligt vår mening därför överdriven – i synnerhet då vi räknar med att svackan i industrin är tillfällig.

Europa – Tillväxten ökar – strukturproblemen tydliggörs

Flyktningkris och strukturutmaningar i skuldskrisens spår sätter press på Europas politiker och tydliggör såväl samarbetsproblem som stora långsiktiga utmaningar. Konjunkturrellt går dock utvecklingen åt rätt håll. Ekonomin stimuleras av lägre energipriser och ECB:s expansiva politik. Tillväxten ökar ytterligare något under kommande år, drivet framför allt av export och privatkonsumtion. De strukturella problemen begränsar dock potentialen, även om de låga räntorna gör att skulderna inte utgör något akut problem. De direkta ekonomiska effekterna från flyktningkrisen blir sannolikt marginella. Vi räknar med att såväl

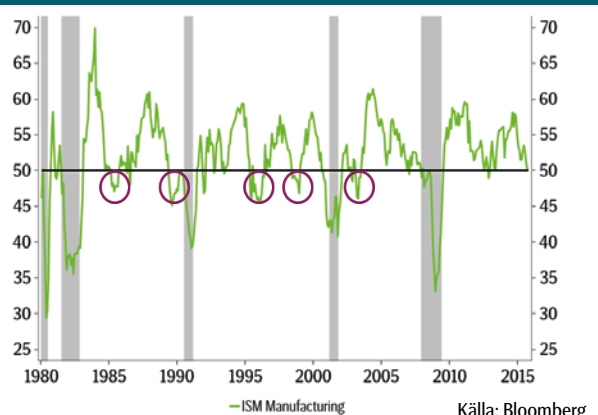
budgetunderskott som BNP kortsiktigt ökar med några tiondelar (något mer i Tyskland). Tillväxten är relativt jämnt fördelad mellan länderna med stabilitet i Tyskland, hygglig tillväxt i Frankrike och Italien och god fart i Spanien.

Brittisk ekonomi fortsätter att växa stabilt. Låg inflation och löneökningar ger god privatkonsumtion, samtidigt som produktivitetsökningar driver företagssektorn. Finanspolitiken utgör broms för tillväxten framöver, liksom förstärkningen av pundet.

Asien/Kina – Bibehållen tillväxt

Asien förblir regionen med den snabbaste tillväxten, men bilden är inte entydig. Exporten är pressad, inte minst för råvaruexportörer som Malaysia och Indonesien, samtidigt som inhemsk efterfrågan är fortsatt god. Kommande rän-

TILLFÄLLIG INDUSTRI SVACKA



Industrin i USA pressas av starkare dollar, svag investeringskonjunktur och fallande oljepris som slår mot energisektorn. Med inköpschefsindex nära 50 väcks recessionsoron. Vi ser den dock som överdriven, industrin står idag endast för 12 procent av totala produktionen. Det är inte ovanligt att industrin backar (ISM <50) utan att hela ekonomin gör det, nivån 43 brukar anges som kritisk.

tehöjningar från Federal Reserve utgör ett orosmoln, men vi räknar inte med någon större turbulens.

Sommarens finansiella oro drevs av ökad osäkerhet kring Kinas tillväxt. Oro för att ekonomin ska fortsätta bromsa in har kompletterats med ett ifrågasättande av officiell statistik. BNP-tillväxten är sannolikt lägre än officiella siffror och takten lär fortsätta avta, om än i mindre omfattning än tidigare. I Kina, liksom globalt, är det tjänstesektorn och privatkonsumtionen som driver på, medan industrin är svagare. Vi räknar också med fortsatta stimulanser som stöttar tillväxten.

I Indien ökar tillväxten något mindre än vår prognos, främst beroende på att reformarbetet går långsammare än väntat. Starkare industriproduktion, vikande inflation och stabilare statsfinanser (som möjliggör stimulanser) gör ändå att Indien blir global tillväxtvinnare de kommande åren.

Japan – Fortsatt motvind

Regeringen Abes försök att stimulera den japanska tillväxten möter motvind. Förutom stora stimulanser har hoppet satts till att yen-försvagningen skulle stimulera ekonomin via stigande export och därpå följande vinst- och investeringslyft i företagsvärlden. Exporten hämmas dock av lägre efterfrågan från Kina, en av de huvudsakliga marknaderna för Japans export. Även om vinstnivån i företagen har förbättrats tar heller inte de inhemska investeringarna fart. Företagen investerar i högre utsträckning i utlandet, vilket gör att inhemska efterfrågan inte stimuleras och även att exporten hämmas på sikt. Ekonomin stötts dock av god fart i tjänstesektorn och vi räknar med nya stimulanser. Vi reviderar ner våra redan dämpade prognoser för japansk BNP med ytterligare några tiondelar – till nivåer runt 1 procent för kommande år.

Latinamerika – pressat av råvarupriserna

De fortsatt nedpressade råvarupriserna tynger ekonomierna i Latinamerika samtidigt som flera länder brottas med strukturella problem. Regionens största ekonomi, Brasilien, illustrerar detta väl – tillväxten har fallit sedan 2014 och väntas fortsätta göra det en god bit in på 2016. Fallande råvarupriser i kombination med haltande inhemska ekonomi, med bland annat hög inflation och stigande arbetslöshet, pressar tillväxten. Viss draghjälp från industriexporten tack vare billigare valuta ger bara delvis lindring, korruptionsproblem och politiska spänningar ger inte mycket hopp om förbättring av egen kraft. I Mexiko, den näst största ekonomin, pressas också tillväxten av de lägre råvarupriserna (läs olja), men här utgör den stora exporten till USA en positiv faktor som gör att tillväxten ändå blir hygglig.

Östeuropa – Ryska problem och centraleuropeisk stabilitet

Ryssland brottas alltjämt med stora problem i form av fortsatta sanktioner, lågt oljepris och konflikten med Ukraina som vi räknar med blir långvarig. BNP fortsätter därmed sannolikt att falla nästa år, även om raset dämpas tack vare mildrade sanktioner och viss återhämtning i oljepriset. I Ukraina fortsätter också kräftgången, men vi räknar med viss stabilisering via skuld hjälp från bland andra IMF (Internationella Valutafonden).

I övriga Östeuropa är bilden ljusare. Det är framför allt växande inhemska efterfrågan som utgör motor tack vare goda förutsättningar för hushållen. Även exporten stärks gradvis, där ökad tysk efterfrågan gynnar de centraleuropeiska länderna, medan Norden stöttar exporten från Baltikum. Bäst tillväxt ser vi framöver i Centraleuropa, främst Polen och Tjeckien, medan de baltiska länderna tyngs av de ryska problemen.

BNP – ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING	2014	2015	2016	2017
USA	2,4	2,5	2,9	2,6
Japan	-0,1	0,6	1,1	0,8
Tyskland	1,6	1,5	2,1	2,1
Kina	7,3	6,9	6,5	6,3
Storbritannien	2,9	2,4	2,5	2,6
Eurozonen	0,9	1,6	2,0	2,1
Norden	1,6	1,9	2,2	2,3
Sverige	2,3	3,2	3,6	2,8
Baltikum	2,8	2,0	2,7	3,3
OECD	1,9	2,1	2,4	2,4
Tillväxtekonomier	4,7	4,0	4,5	5,0
Världen (PPP)*	3,4	3,1	3,6	4,0

Källa: SEB Ekonomisk Analys, analys daterad november 2015.

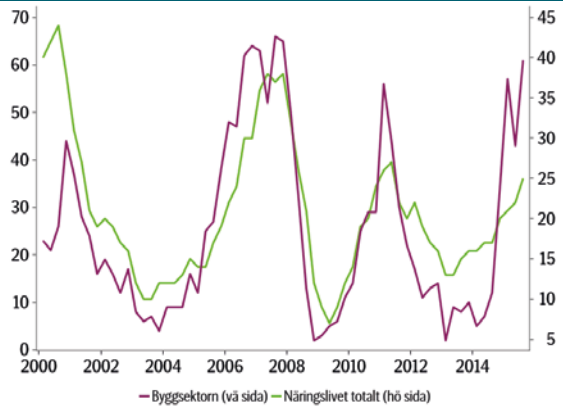
* PPP= Purchasing Power Parity, köpkraftsparitet; ekonomierna har viktats med hänsyn till prisskillnader mellan dessa.

Norden – Spretig bild med Sverige i tillväxttopp

I Norden är den ekonomiska bilden fortsatt blandad. I Finland är läget bekymmersamt, med finanspolitiska åtstramningar och vikande rysk efterfrågan. Ljustecken finns dock i form av bottnade förtroendeindikatorer och bättre exportutsikter. Dansk ekonomi växer däremot i hygglig takt. Signaler om stramare finanspolitik och svagare investeringar än väntat balanseras av stabilt konsumentförtroende och bättre europeisk efterfrågan. Norge pressas av fortsatt lågt oljepris med en tillväxt nära noll i tredje kvartalet.

I Sverige fortsätter konjunkturen att stärkas. Bättre efterfrågan från omvärlden och till följd av ökningen av immigranter är drivkrafter, tillsammans med byggnadsinvesteringar och fortsatt god privatkonsumtion. Kostnaderna för flyktingmottagningen påverkar de offentliga finanserna, dock delvis finansierat av minskad U-hjälp och mildrat av ökade skatteintäkter då konsumtionen stiger. Kortsiktigt räknar vi med att stimulans effekten på BNP blir runt 1 procentenhet. De långsiktiga effekterna är mer osäkra och beror på hur väl integrationspolitiken lyckas.

BRIST PÅ ARBETSKRAFT ATT VÄNTA



Källa: Konjunkturinstitutet

Arbetskraftsbristen, mätt som andelen företag som säger sig ha svårt att hitta arbetskraft, stiger. Generellt är det en bit kvar till tidigare toppar, men vissa sektorer som byggindustrin känner redan av problemen. Kortsiktigt kan bilden förvärras inom offentlig sektor, på grund av flyktingkrisen. På längre sikt bör en ökning av arbetskraften gynna tillväxten.

Slutsatser från makroanalysen som vi tar hänsyn till i förvaltningen

- Tillväxtprognoserna justeras ner, men fartökning ligger fortfarande i korten
- Fortsatt robust tillväxt i tjänstesektorn, drivet av starka hushåll
- Svackan i industrikonjunkturen är både strukturell och av tillfällig natur – dock ingen recession i sikte
- Kina bromsar in, men hårdlandar inte, i övriga EM stabiliseras bilden.
- Fortsatt svaga råvarupriser pressar producentländer
- Federal Reserves inledande räntehöjningar skapar uppåttryck på långräntor och befäster dollarstyrkan på sikt
- Ökande tillväxt och fortsatt låga räntor ger fortsatt stöd för riskfyllda tillgångsslag



Globala aktier

Det svänger på världens börser

Efter börsfall i början av hösten har vi sett riskaptiten återvända och vi fick en stark rekyl på aktiemarknaderna under oktober och november. Amerikanska aktier tog täten, men från årets början ligger europeiska börser tillsammans med Japan bäst till. Värderingen av globala aktier är attraktiv, särskilt inom Emerging Markets (EM). Å andra sidan har förväntningarna på bolagens vinster justerats ner efter mediokra rapporter. Nästa års vinststillväxt spås bli omkring 8 procent, vilket ändå indikerar en hygglig avkastning. I portföljerna väljer vi Europa framför USA och vi kryddar med en liten övervikt i Japan och utvalda länder i Asien.

- Året har präglats av stora svängningar. Efter börsfallet i början av hösten återvände riskaptiten i oktober med rejäla kursuppgångar som följd
- Stark utveckling för tillväxtbolag, (Growth) under lång tid i kombination med hög värdering gör Valueaktier mer intressanta
- Globala aktier har blivit billigare och handlas på P/E 15 (12 månader framåt) jämfört med ett förväntat P/E-tal på runt 17 i våras
- Bolagens samlade vinster har reviderats ner efter mediokra kvartalsrapporter och förväntas växa med cirka 8 procent 2016
- Goda möjligheter i Asien, med Kina i spetsen, där ekonomin ställer om från investeringsledd till konsument- och serviceledd tillväxt
- Vi överviktaktier i våra portföljer, men är lite försiktiga på kort sikt. Bättre vinster och en mer positiv ton från företagen behövs för att höja risken

DET HAR SVÄNGT REJÄLT PÅ VÄRLDENS börser i år. Inledningsvis såg vi fina kursuppgångar följt av en skakig sommar med kraftiga börsfall. Riskaptiten återvände i oktober där världsindex med amerikanska och japanska aktier i täten rusade uppåt. USA ligger i topp under hösten medan det har gått sämre i Europa och Japan. Från årets början har världsindex tappat 1 procent i lokala valutor (+12% i SEK) Det är dock stor skillnad mellan utvecklade marknader, Developed Markets (DM) och EM, där de senare har tappat närmare 10 procent i lokala valutor (men stigit 1,5% i SEK).

Dags för Value?

Aktier med hög historisk och prognostiserad vinststillväxt brukar definieras som tillväxtaktier, eller Growth. Oftast har den här typen av bolag bra vinstmarginaler och hög avkastning på det egna kapitalet och återfinns inom snabbväxande branscher som IT och bioteknik. Strategin att investera i Growth har sedan finanskrisen varit betydligt mer lyckosam än Value. Value definieras som aktier med låg värdering och hög direktavkastning. Banker, finans- och råvarubolag tillhör denna kategori. En typisk investerare inom Value försöker hitta bolag som för tillfället är undervärderade, medan en investerare inom Growth letar företag som växer

snabbare än marknadens prognoser.

När det råder konjunkturell osäkerhet tenderar marknadens aktörer att söka sig till Growth där man med högre sannolikhet kommer se en bra vinstutveckling. Tillväxtbolagens värdering har i och med detta blivit hög ur ett historiskt perspektiv. Möjligen står vi nu inför ett skifte där Value i stället kommer att leda marknaden framåt. Under perioder när den amerikanska centralbanken höjer styrräntan (vilket sannolikt står för dörren) har Valueaktier historiskt presterat bättre än Growth.

Vinsterna har justerats ner

Globala aktier har under året blivit billigare och handlas på P/E 15 (12 månader framåt) jämfört med ett förväntat P/E-tal på runt 17 i våras. Den amerikanska marknaden handlas till en högre multipel än världsindex och Europa ligger i linje med genomsnittet. Japanska företag är attraktivt värderade ur ett historiskt perspektiv och uppvisar fin vinststillväxt. Bolagens samlade vinster i världen har reviderats ner i flera steg efter mediokra kvartalsrapporter och förväntas nu växa med omkring 8 procent 2016. Emerging Markets i Asien är intressanta ur ett värderingsperspektiv där bolagen i Indien, Filippinerna och Sydkorea ser ut att kunna leverera högre vinster såväl i år som nästa år.

ÅTERHÄMTNINGSPOTENTIAL FÖR VALUEAKTIER



Bilden över relativ avkastning mellan Value och Growth visar att Valueaktier gick bättre än Growth mellan 2000 och 2006. Sedan finanskrisen 2008 har Value utvecklats sämre. Tillväxtbolagens värdering har i och med kursuppgångarna blivit hög ur ett historiskt perspektiv.

Vi skrev i förra numret av *Investment Outlook* (utgiven september 2015) att värderingen av asiatiska bolag har nått historiskt låga nivåer efter kursfallen. Avstannande vinsttillväxt hos bolagen, stigande USD, fallande råvarupriser och tveksamhet kring Kinas tillväxt skrämde investerarna. Vår syn är dock att regionen stabiliseras med hjälp av Kina som fortsätter att växa i hygglig takt, och att den globala tillväxten hjälper till att stabilisera råvarupriserna.

EM – på botten av cykeln

Länderna inom Emerging Markets är i allmänhet cykliska. Den ekonomiska utvecklingen följer konjunktrens upp- och nedgångar, men med högre underliggande tillväxt än länderna i väst. Nu när vi befinner oss på botten av cykeln inom EM oroar sig investerarna för att svagheten är mer strukturell och bestående. Vinsttillväxten kommer dock åter att ta fart och marginalerna att förbättras när konjunktur och råvarupriser vänder uppåt. Goda förutsättningar för långsiktig tillväxt finns fortfarande. Löner, konsumtion och efterfrågan på olika typer av tjänster ökar, medan utbyggnad av infrastrukturen fortfarande pågår. 85 procent av världens befolkning finns inom EM och en ökande andel av BNP-tillväxten sker där. Börsvärdet utgör dock endast 12 procent av världsindex.

Det är viktigt att betona att det är olika drivkrafter och stora skillnader mellan länderna. Indien, Kina och Turkiet är nettoimportörer av råvaror och tjänar därmed på låga råvarupriser. De ligger även långt fram på kurvan när det gäller övergången till konsumtionsdriven cyklisk tillväxt. Indien gynnas dessutom av politiska reformer och en mer balanserad ekonomi. Fortsatt stora investeringsbehov i infrastruktur och en växande medelklass ger hög potential inom många områden i landet. Läget i Kina kan försämrats på kort sikt, men politikerna kommer att göra sitt bästa för att motverka läget genom fortsatta monetära stimulansåtgärder. I ett längre perspektiv är möjligheterna att hitta intressanta investeringar i Kina utomordentligt goda i takt med att den gigantiska ekonomin gradvis ställer om från investeringsledd till konsument- och serviceledd tillväxt.

Statistik visar att det "gamla Kina", (elektricitet, fraktrater osv) växer marginellt medan "nya" branscher som internet med Alibaba (Kinas motsvarighet till Google) och hälsovård uppvisar en tillväxt på över 20 procent.

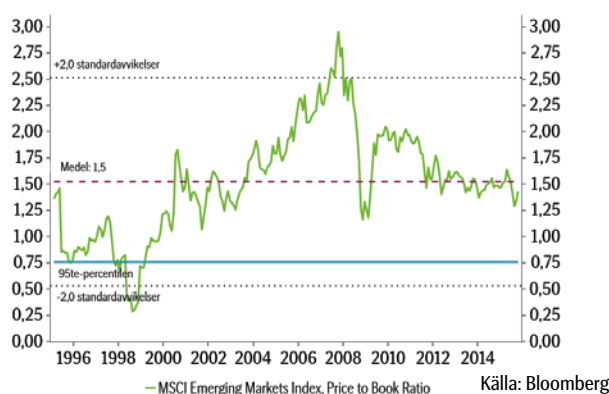
Länderna i Sydamerika fortsätter att ha motvind. Brasilien i egenskap av råvaruexportör har drabbats hårt av fallande priser. Brist på politiska reformer ligger också landet i fatet och när tillväxten nu avtar behöver landet ta itu med inflation och obalanser i ekonomin för att återfå investerarnas förtroende.

Vinsttillväxten indikerar hygglig avkastning

I somras var den allmänna uppfattningen att vi skulle se den första räntehöjningen på ett decennium från den amerikanska centralbanken i september, vilket inte skedde. Om det blir detta kvartal eller i början av nästa år återstår att se, men faktum är att en räntehöjning visar på styrka i ekonomin och blir därmed grogrund för en bra miljö för aktier. Tillgångslaget har historiskt utvecklats väl när Federal Reserve börjar höja räntan. Vårt huvudscenari är rimlig global tillväxt och högre bolagsvinster, vilket ger utrymme för kurslyft. Vi övervikt därför aktier i våra portföljer. Bolagens vinster har hittills inte levt upp till förväntningarna och vi behöver dock se bättre vinster och en positivare ton från företagen för att höja risken. Vinsttillväxten för 2015 blir marginell och avkastningen på globala aktier följer i stort sett vinstutvecklingen. Vår bedömning är att miljön med stora svängningar på börserna kan bestå under nästa år. Vinsttillväxten för 2016 ligger runt 8 procent, vilket indikerar en hygglig avkastning. Portföljerna har övervikt i Europa där förutsättningarna förbättras gradvis och värderingen är attraktiv jämfört med USA. Vi har även en liten övervikt i Japan och kryddar med utvalda marknader i Asien.

Källor i texten: JPMorgan, Barclays, Bloomberg

HISTORISKT LÅG VÄRDERING I ASIATISKA BOLAG



Värderingen av asiatiska bolag har nått historiskt låga nivåer efter kursfallen. Bara 90-talets djupa kris i regionen medförde lägre multiplar. För bestående kursuppgångar behöver vi se stabilare valutor och råvarupriser. En ljusare bild av ekonomin och tecken på högre bolagsvinster är också önskvärda. Sannolikheten för en förbättring är i nuläget hög.

LAND/ REGION	P/E 2016 (P)	VINSTTILLVÄXT (P) 2016
Globalt	15,5	8,3
Indien	16,4	18,7
Japan	14,4	19,0
Sydkorea	10,2	10,4
Kina	9,2	8,0
Filippinerna	17,7	12,4

Källa: JPMorgan /IBES



Nordiska aktier

Glada konsumenter, deppig industri

Ännu ett starkt börsår går mot sitt slut. Vinx Norden index har gett en totalavkastning på cirka 16 procent (i SEK), och återigen har centralbankerna spelat en central roll för utvecklingen. Bristen på avkastningsgenererande alternativ är börsens trumfkort sedan länge och kommer att utgöra ett viktigt stöd även under 2016. Vinstutvecklingen är positiv, men ändå en klar besvikelse. Det är dock stor skillnad mellan olika länder, branscher och bolag. En röd tråd är att bolag vars slutkundsexponering utgörs av konsumenter i många fall visar en relativt god utveckling, medan bolag som är beroende av råvaror/energi eller underleverantörer till råvaruproducenter och råvaruekonomier genomgående plågas av fallande efterfrågan. Utvecklingen accentuerades under årets tredje kvartal och vi ser inga tecken på någon snar trendvändning. Tvärtom talar tidsförskjutningar i ekonomin kombinerat med rådande arbetsmarknadssituation i västvärlden samt nuvarande mineralpriser för att den tudelade efterfrågesituationen kommer att bestå.

- Tudelad marknad möter börsbolagen
- Konsumenter i guldsets medan olja och gruvor faller fritt i svarta hål
- Vinstutvecklingen är en besvikelse och prognoserna justeras ner.
- Låga avkastningskrav ger stöd
- Bristande konjunkturstöd ger återkommande oro

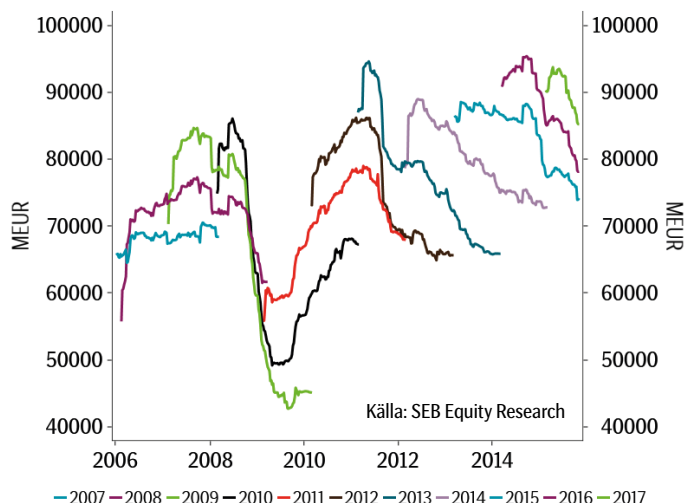
DE AGGREGERADE VINSTERNA FÖR börsbolagen i Norden väntas i år växa med knappt 9 procent, vilket är mindre än hälften av vad vi räknade med i början av året. För 2016 räknar vi med en vinsttillväxt på knappt 7 procent. Det innebär att prognosen för 2016 har justerats ner med hela 14 procent under innevarande år. Nedjusteringarna är breda och berör samtliga nordiska länder samt i princip samtliga sektorer, endast hälsovårdssektorn har sett uppjusterade prognoser. I Norge är nedjusteringarna i särklass störst (mer än

30 procent) och det förklaras till stor del av olje- och gasindustrin där nedjusteringar på mer än 50 procent ger jumboplatsen bland de 10 sektorer vi delar in marknaden i.

Modest tillväxt i Sverige, trots kronan

Näst störst nedrevideringar under året har vi sett i Sverige och även här är det råvaror och olja samt verkstäder med exponering mot dessa sektorer som är en viktig förklaring, men också telekomsektorn och bankerna har utgjort en besvikelse på senare tid. Vinsttillväxten förväntas bli något bättre i Sverige än i övriga Norden. Räknat i kronor ser vi en aggregerad vinsttillväxt på 11 procent 2015 och 9 procent 2016, men givet den kraftiga medvind som de svenska bolagen har från den svaga kronan är detta inte särskilt imponerande. Att Sverige är bättre än "övriga Norden" 2015 är dessutom främst en funktion av att jämförelsegruppen inkluderar Norge. Både de finska och danska börsbolagen väntas uppvisa en bättre vinsttillväxt än de svenska i år trots att bolagen där inte haft samma hjälp från valutan.

FÖRHOPNINGARNA OM ETT KONJUNKTURDRIVET VINSTLYFT GRUSAS ÄNNU EN GÅNG



Diagrammet visar SEB:s prognos för de aggregerade vinsterna i miljoner euro för de nordiska börsbolagen för räkenskapsåren 2007-2017 samt revideringarna av dessa över tiden. Vinstutvecklingen har varit föremål för ständigt återkommande besvikelser sedan 2011. Det är dock främst en fråga om utebliven vinsttillväxt, förhoppningar om en förbättrad konjunktur nästa år och nästa halvår som då ska lyfta vinsterna har kommit på skam upprepade gånger. Periodvis har tecken på en stabilisering infunnits, senast under våren 2015, för att därefter följas av en ny våg med nedrevideringar såsom nu i höst.

Sämlre än väntat, bättre än befarat

Rapporterna för årets tredje kvartal blev något av en besvikelse jämfört med analytikernas förväntningar. Det gällde vinsterna, men i ännu större utsträckning orderingången för de stora industribolagen. Trots detta har aktiekurserna i snitt reagerat positivt när rapporterna publicerats vilket vi tolkar som att utvecklingen trots allt har varit mindre negativ än vad många investerare befarade under sensomarmaren. Framför allt har den befarade efterfrågekollapsen i Kina lyst med sin frånvaro.

Ett tydligt mönster under rapportperioden, som inte är nytt, men som accentuerades ytterligare under årets tredje kvartal, är den tudelade värld som bolagen möter efterfrågemässigt. Bolag med försäljning mot konsumenter, eller som är underleverantörer till privatkonsumtionsdrivna sektorer noterar överlag en väsentligt bättre efterfrågeutveckling än snittet och har även överraskat positivt i betydligt större utsträckning än andra bolag. Det gäller dels konsumentsektorn i sig, men även inom industrisektorn kan vi se att bolag med försäljning till exempelvis personbilsindustrin eller till vitvaruproducenter har presterat väsentligt bättre än andra industrier. På den svaga sidan finner vi föga förvånande bolag inom olja/energi/råvaror men även underleverantörer till dessa. Dessutom kan vi se "ringar på vattnet"-effekter i andra närliggande industrier.

Mönstret är inte unikt för Norden, utan tvärtom ännu tydligare om vi tittar på rapporterna från de 500 största amerikanska börsbolagen (S&P 500) för årets tredje kvartal. Uppdelade i tio olika sektorer toppar Konsument (sällanköp) med 16 procents vinsttillväxt jämfört med föregående år, följt av Hälsovård och Teleoperatörer med 15 procents vinsttillväxt. I botten hittar vi Energi, där vinsterna minskar med 59 procent och Råvaror där vinsterna krymper med 15 procent. Totalt sett växer vinsterna i sju av tio sektorer, men det dramatiska fallet i Energi medför att den totala vinstsumman för alla bolag minskar med knappt 2 procent,

trots att vinstsumman för de andra nio sektorerna tillsammans ökar med 7 procent.

Kina förklarar tudelningen

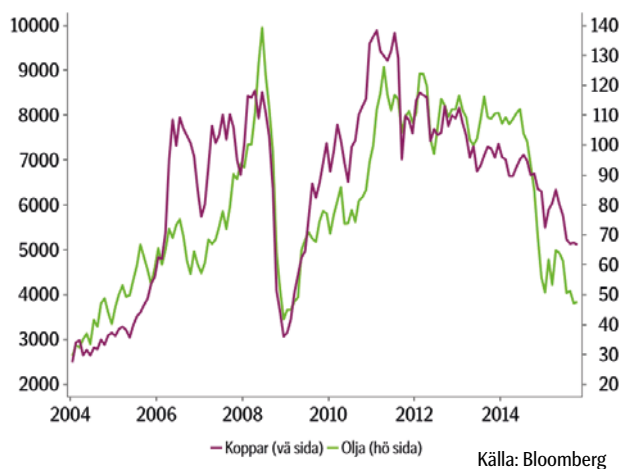
En viktig förklaring till den utveckling vi ser i företagen hittar vi i Kina. Den ekonomiska tillväxttakten i Kina mattas av. Den kollapsar inte, men avmattningen i tillväxttakten, som nu har pågått sedan första kvartalet 2010, fortsätter. Dessutom förändras strukturen på ekonomin och sammansättningen av tillväxten dramatiskt och följderna av dessa förändringar är sannolikt minst lika viktiga för börsbolagen i Norden som den lägre tillväxttakten för ekonomin som helhet.

Efter decennier då tillväxten främst drevs av tillverkningsindustri, export och stora investeringar i infrastruktur har Kinas ekonomi under lång tid haft en sned och långsiktigt ohållbar struktur med allt för hög miljöbelastning och extremt ojämn fördelning mellan både individer och regioner. Under nuvarande partiordförande och president Xi Jinping har dessa problem liksom korruptionsbekämpningen påtagligt prioriterats upp, och tillväxtens komposition tycks ha blivit viktigare än tempot. Kina eftersträvar nu aktivt en bättre balans med mer privatkonsumtionsdriven tillväxt och en lägre andel investeringar. Effekten av detta har nu blivit tydlig, såväl i den officiella statistiken som i SEB:s egna undersökningar.

Vår senaste halvårsvisa enkätundersökning bland cheferna för dotterbolag till stora nordiska och tyska företag i Kina bekräftar att tillväxten generellt avtar, men den är fortfarande positiv och det är stora skillnader mellan olika sektorer. Guldåren för tung industri, underleverantörer till infrastruktur och maskinindustri, tycks vara över och i många fall krymper efterfrågan. Däremot är det fortsatt högtryck inom hälsovård, konsumentvaror och professionella tjänster.

Även i den kinesiska statistiken syns det att tillväxten generellt mattas, samt att denna är särskilt accentuerad

GULDÅLDERN FÖR RÅVAROR TYCKS VARA ÖVER



Diagrammet visar priset på olja (Brent, dollar per fat på höger axel) och koppar (dollar per ton på vänsteraxeln) sedan 2004. Kinas aptit på råvaror och energi har haft en avgörande påverkan på priserna och den pågående omställningen av den kinesiska ekonomin slår hårt mot alla de bolag och länder som gynnades tidigare under decenniet.

DETALJHANDEL UTKLASSAR INDUSTRI I KINA



Diagrammet visar den årliga procentuella tillväxten för detaljhandeln respektive industriproduktionen i Kina de senaste två åren. Tillväxten mattas av inom både industri och detaljhandel, men tillväxten är väsentligt bättre inom handeln och skillnaden har ökat synbart under det senaste året. (Observera att data för januari- och februari-månader har utelämnats på grund av återkommande stora störningar i data för dessa månader från det kinesiska nyåret som skiftar mellan olika datum i den gregorianska kalendern.)

inom industriproduktionen, där den fallande trenden är tydlig sedan flera år tillbaka. Detaljhandels försäljningstillväxt har också avtagit de senaste åren, men efter en bottennotering under våren syns nu ett halvår av acceleration i tillväxten för detaljhandeln parallellt med en fortsatt deceleration i industriproduktionen. Gapet i tillväxttakt för dessa två sektorer är nu det största på åtminstone tre år. En tydlig bekräftelse på att ekonomin ändrar struktur och blir mer konsumtionsdriven.

Påverkan på omvärldens ekonomi från ombalanseringen av Kinas ekonomi är långtgående och begränsas inte till kinesiska dotterbolag till de multinationella bolagen. Kinas sug efter energi och råvaror för landets industrialisering och urbanisering har haft en helt avgörande betydelse för den råvaruboom som världen upplevde mellan 2004 och 2013 (med ett kort och tvärt avbrott 2008/2009). Höga priser på såväl energi som metaller medförde gigantiska investeringar i ny produktionskapacitet över hela världen och inte minst i ett stort antal mineralrika utvecklingsländer som Ryssland och Brasilien. När efterfrågetillväxten från Kina nu mattas av rejält blir effekten på marknaden dramatisk. Effekterna sprids nu vidare till hela den globala industrin via råvaru- och energisektorn med underleverantörer och underleverantörernas underleverantörer samt via en lång rad länder vars ekonomiska ryggrad består av mineralexport.

Konsumenterna i guldsits

Även om det idag är lätt att falla in i fällan att tro tvärtom, är priset på olja och andra råvaror inte negativt utan positivt för världsekonomin, åtminstone i ett något längre perspektiv. För hushållen medför de lägre energikostnaderna att den disponibla inkomsten som är tillgänglig för annan konsumtion ökar, i vissa fall signifikant. Ekonomer liknar ofta ett oljeprisfall vid en skattesänkning. Men även om billigare energi är trevligt och positivt för hushållen är det i de flesta fall långt ifrån avgörande för sentiment och konsumtionsbenägenhet. Det är arbetsmarknaden som är den mest kritiska. Glädjande

är arbetsmarknaden idag relativt stark i viktiga ekonomier som USA, Tyskland och Storbritannien. I USA ser vi även att de personalintensiva delarna av näringslivet, servicesektorn och småföretagen, planerar att fortsätta rekrytera nya medarbetare i ett högt tempo framöver. I eurozonen som helhet är arbetslösheten fortfarande hög, men det syns en trendförbättring sedan 2,5 år tillbaka.

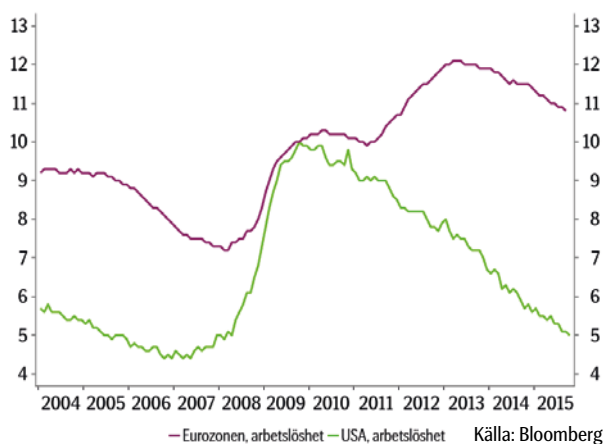
Andra faktorer av stor vikt för hushållens ekonomi och konsumtionsbenägenhet är tillgångspriser (främst bostäder och värdepapper) och tillgången på krediter samt räntekostnader. I flera av västvärldens viktigaste ekonomier är dessa faktorer på eller nära rekordgynnsamma nivåer. Sammantaget återspeglas detta också i ett högt konsumentförtroende på flera viktiga marknader och konsumenter som öppnar plånboken mer frekvent.

Vidgande gap syns världen över

Ett område där konsumtionsglädjen syns tydligt är nya personbilar. I Sverige väntas personbilsregistreringen sätta nytt rekord i år för första gången på 27 år. Även i Europas viktigaste bilmarknader: Tyskland, Storbritannien, Frankrike, Italien och Spanien växer bilförsäljningen ordentligt i år. De hårt pressade marknaderna i Sydeuropa visar starkast återhämtning, i Spanien är den procentuella tillväxttakten tvåsiffrig. I USA ligger bilförsäljningen på den högsta årstakten på 10 år och har de senaste månaderna vuxit med cirka 10 procent jämfört med föregående år. Även i Kina och Indien växte bilförsäljningen med tvåsiffriga procenttal i oktober.

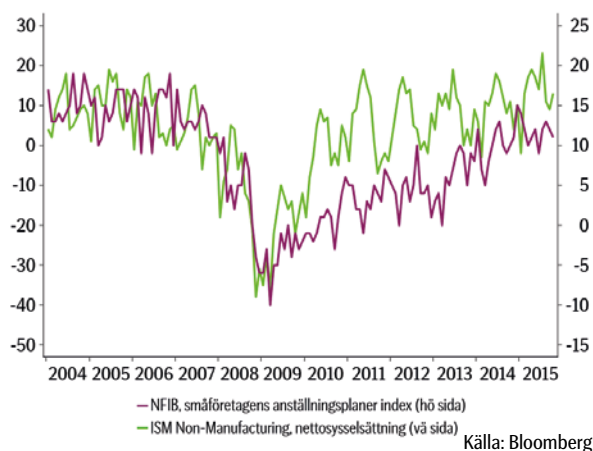
Tittar vi närmare på USA kan vi konstatera att den starka efterfrågan inte begränsas till personbilar, även försäljningen av exempelvis nya bostäder och vitvaror växer starkt. Kontrasten mellan dessa cykliska konsumentorienterade branscher och råvarusektorn är extrem. På nästa sida låter vi antalet aktiva borrhugg för produktion och eftersökning av olja och gas i USA illustrera energisektorns investeringar, dessa har mer än halverats på senare tid, samtidigt som

ARBETSLÖSHETEN MINSKAR I EUROPA OCH ÄR LÅG I USA



Diagrammet visar den officiella arbetslösheten i USA och eurozonen i procent av arbetskraften. I USA är arbetsmarknaden relativt stark och även om nivån i Europa fortfarande är hög, har trenden varit i rätt riktning de senaste 2,5 åren, och i länder som Tyskland och Storbritannien är arbetsmarknaden stark.

POSITIV SPIRAL I USA:S ARBETSMARKNAD?



Diagrammet visar index över rekryteringsplanerna för småbolag (NFIB) respektive tjänstesektorn (ISM Non Manufacturing) i USA. En överväldigande del av sysselsättningen sker i småföretag och i tjänstesektorn varför det är klart uppmuntrande att dessa två delar av näringslivet har fortsatt höga ambitioner på rekryteringsfronten.

bilförsäljningen går mot rekord. Under den inledande konjunkturåterhämtningen efter Lehmankraschen följdes båda indikatorerna åt, men på senare tid syns ett allt större gap öppnas mellan dem.

Samtidigt kan vi se hur konsumentförtroendet i Tyskland, precis som bilförsäljningen i USA, har uppvisat en relativt stadigt stigande trend sedan 2009. Inledningsvis kunde vi se ett parallellt men ännu kraftigare lyft i framtidsstron för landets tillverkningsindustri (precis som för borrhiggarna i USA). Den senare toppade dock redan 2010 och de senaste åren har ett tydligt gap uppstått mellan de mer optimistiska konsumenterna och den mer bekymrade tillverkningsindustrin.

Vi menar att samma "gap" mellan tung industri å den ena sidan och relativt gynnade konsumenter å den andra som illustreras av nedanstående exempel från USA och Tyskland, även syns i diagrammet över tillväxttakten för Kinas industriproduktion respektive detaljhandel som redan redogjorts för ovan.

Odelad glädje är dubbel glädje

För tillverkare och återförsäljare av konsumentvaror är det dock inte bara hushållens konsumtionsvilja som är särskilt gynnansam just nu, även när det gäller kostnadsutvecklingen utgör råvarubaissen ett stödjande element. I slutfasen av den senaste högkonjunkturen, 2007, var det många konsumentorienterade bolag som led, inte så mycket på grund av sämre efterfrågan som på grund av dyra råvaror och en oförmåga att skicka ökade kostnader vidare till konsumenterna. Medan industrikunder ofta har en god förståelse för att materialtunga produkter kan behöva justeras i pris för att kompensera högre insatskostnader, ibland till och med per automatik genom indexerade priser, har hushållen oftast ringa förståelse för eller intresse av sådana faktorer. De är

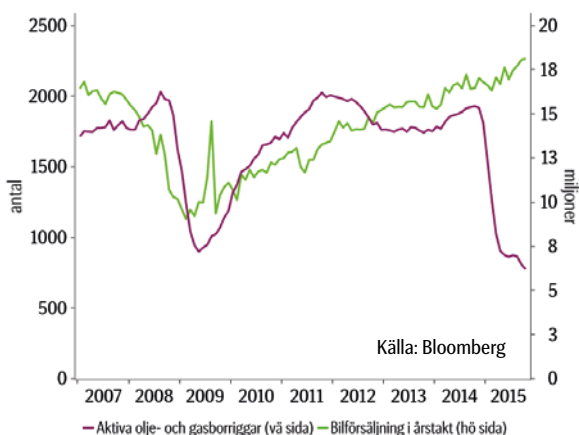
sannolikt i många fall helt okunniga om den senaste tidens prisutveckling på de ingående råvarorna. De bolag som för åtta år sedan led av svårigheter att skicka vidare kostnader för högre råvarupriser kan idag, med hjälp av samma okunskap och ointresse, sannolikt ofta också behålla en del av de besparingar som billigare råvaror medför, åtminstone under en övergångsperiod. De mest välpositionerade konsumentvarubolagen ser idag en bättre efterfrågan och samtidigt en förbättring av de underliggande rörelsemarginalerna.

Vad händer med tillväxtgapet framöver?

Inga träd växer till himlen och senast vi såg en så extremt tudelad marknadsbild för börsbolagen som den nuvarande, vilket var en spegelvänd bild av dagens situation 2007/2008, tog det en plötslig ände med förskräckelse i och med kraschen på hösten 2008. Vi menar dock att katalysatorerna och dynamiken då var helt annorlunda mot idag, varför några slutsatser från den perioden sannolikt inte är värt att försöka dra.

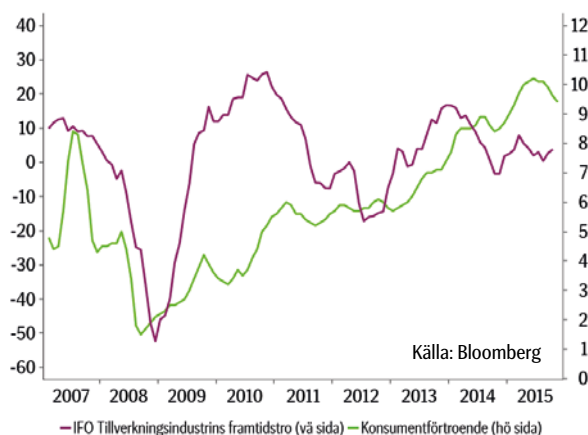
Vi bedömer att trenden med mer gynnsamma tider för konsumentorienterade företag, i synnerhet relativt dem med exponering mot tung industri, energi och råvaror, kommer att bestå ännu en tid. Nuvarande priser stimulerar inte till nyinvesteringar i olja, gruvor eller stålverk, tvärtom föreligger en uppenbar risk för och behov av kapacitetsneddragningar inom alla dessa områden. Dessutom behövs det sannolikt en längre period med högre priser för att investeringarna ska ta fart igen. En uttalad ambition från Saudiarabiens sida – att inte dra ner oljeproduktionen för att hålla priset uppe – är att höja risknivån på investeringar i dyra oljekällor, som amerikansk skifferolja och brasilianska offshorefält, för att avskräcka från och hålla tillbaka sådana investeringar. Samtidigt finns det förutsättningar för att arbetsmarknaden och konsumenterna i delar av västvärlden, främst USA, har kommit in i en god spiral

BILINDUSTRIN GÅR MOT REKORDÅR MEDAN BORRNINGEN EFTER OLJA- OCH GAS KOLLAPSAR



Diagrammet visar försäljningen av personbilar i USA i miljoner fordon i årstakt (säsongjusterat) på höger skala samt antalet aktiva borrhiggarna i USA för produktion eller prospektering efter olja och gas. Bilförsäljningen går mot ett rekordår 2015 medan investeringarna i oljesektorn kollapsar och antalet aktiva borrhiggarna har mer än halverats på ett år. Mönstret känns igen i närliggande sektorer. Dessutom syns tydlig påverkan på underleverantörer i flera led.

TYSKA KONSUMENTER ÄR MER OPTIMISTISKA ÄN TILLVERKNINGSINDUSTRIN



Diagrammet visar GFK:s index över konsumentförtroendet i Tyskland samt IFOs index över tillverkningsindustrins framtidsstro. Även om ett visst bakslag kan noteras de senaste månaderna så har konsumentförtroendet haft en starkt positiv trend sedan sommaren 2008. Tillverkningsindustrin däremot visade en betydligt snabbare återhämtning fram till hösten 2010 men har sedan dess haft en mer dyster profil; under de senaste två åren har tillverkningsindustrins framtidsstro försämrats medan konsumentförtroendet har fortsatt att stärkas.

där växande konsumtion lyfter tjänstesektorn som i sin tur stärker arbetsmarknaden som därmed lyfter konsumentförtroendet ytterligare.

Sammanfattning och strategi

Börsens främsta trumfkort är och förblir de låga avkastningskrav som kommer att bestå under överskådlig tid, oavsett om Federal Reserve höjer styrräntan i december eller ej. Låga räntor och god likviditet ger stöd åt aktiekurserna även framöver. Liksom under de senaste åren finns det dock en uppenbar risk att investerare från tid till annan kommer att uppleva stor oro på grund av börsbolagens svaga vinsttillväxt. Att konjunkturen inte visar större styrka trots årtal av massiva penningpolitiska stimulanser är ett återkommande

frågetecken i aktiemarknaden och vi befarar att detta tema kan fortsätta skapa volatilitet även under 2016. Vi fortsätter att föredra konsumentorienterade bolag och undviker dem med exponering mot råvaror, energi och utvecklingsekonomier med stort beroende av råvaror/energi.

Sammantaget räknar vi med försiktigt positiv men tidvis volatil börsutveckling även under det kommande året. För att inta en mer positiv ställning önskar vi se stabiliserade vinstprognoser och snabbare vinsttillväxt. Potentiella hot mot vår försiktigt positiva grundsyn finns i, bland annat, risken för att problemen för energi/råvaror/utvecklingsländer eskalerar via finanssektorn och därmed även börjar skada friskare delar av världsekonomin.

% Ränteinvesteringar

Aktiva centralbanker med olika mål

Kommande kvartal präglas med stor sannolikhet av fortsatt hög aktivitet från världens centralbanker. Vår bedömning är att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve (Fed), kommer att höja styrräntan gradvis med en inledande höjning den 16 december, vilket är nästan på dagen sju år sedan man införde lågräntepolitiken. Den Europeiska Centralbanken, ECB, har tydligt indikerat att det kommer ytterligare penningpolitiska stimulanser, möjligtvis redan i december. Svenska Riksbanken beslutade att förlänga och utöka sitt återköpsprogram av statsobligationer som ett direkt svar på ECB:s duvaktiga uttalanden. Till de stimulerande centralbankernas skara finner vi dessutom länder som Japan, Indien, Kina och Norge. I sin strävan att skapa förutsättningar för starkare global tillväxt via låga räntor och kvantitativa stimulanser finns det en risk för räntemarknaden i scenariot att inflationen tar oväntad fart.

- Riksbanken fortsätter jakten på inflationsmålet
- Energisektorn en osäkerhetsfaktor i företagsobligationsmarknaden
- Tudelad bild på tillväxtmarknaderna

Riksbanken tvingas till fortsatta stimulanser

Svaret från Riksbanken på ECB:s signaler om fortsatta stimulanser lät inte vänta på sig. Riksbanken förlängde och utökade pågående statsobligationsköp till att omfatta totalt 200 miljarder kronor med nytt slutdatum i juni 2016. Även den svenska styrräntan kan komma att justeras nedåt, men då endast marginellt från dagens nivå om -0,35 procent. Motivet från Riksbankens sida är som bekant att få fart på den svenska inflationen och uppnå inflationsmålet om 2 procent.

Inflationsmålet i sig är något som har ifrågasatts under senare tid, och hur mäts egentligen inflation i Sverige idag? I Sverige har vi under lång tid mätt inflation som varaktiga förändringar i konsumentprisindex, KPI. Ett problem med metoden är att den inkluderar hushållens räntekostnader för egna hem. Under de senaste 20 åren har trenden för denna komponent varit nedåtgående och i sin tur drivit KPI till lägre nivåer. Riksbanken lanserade då en modifierad metod, KPIF, där räntekostnadsförändringar exkluderas. KPIF harmonierar mer med statistiken som publiceras i andra länder, vilket underlättar jämförelser mellan olika länder. För några år sedan beslutade Riksbanken att penningpolitiken ska fokuseras på KPIF, men där KPI behålls som det officiella inflationsmålet. Effekten av sjunkande bolånekostnader ska sålunda inte styra den penningpolitik som Riksbanken bedriver.

Fed påbörjar en normalisering av penningpolitiken

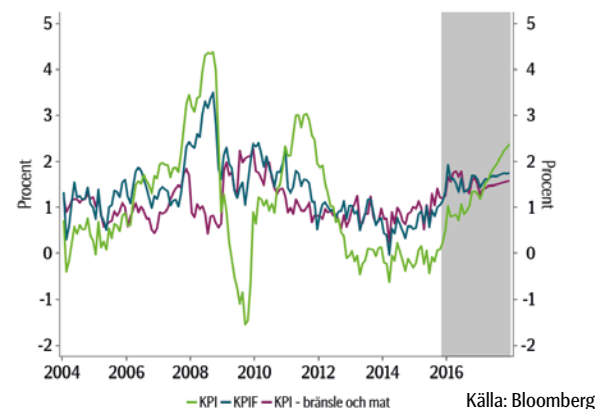
Den amerikanska ekonomin fortsätter att visa styrka och det finns tecken som pekar mot en fortsatt god utveck-

ling. Detta möjliggör för Fed att påbörja en återgång mot mer normal styrräntenivå. Vår bedömning är en höjning av styrräntan med 0,25-0,50 procentenheter vid nästa möte i december. Detta bör vara inledningen av en serie höjningar, om än i långsam och väl anpassad takt, givet att centralbankschef Janet Yellen vid flera tillfällen har hänvisat till den internationella betydelse som en penningpolitisk åtstramning kan få. SEB:s ränteprognos för Feds Funds Rate 2016 ligger på 1,00 procent och på 2,00 procent för 2017.

Statsobligationer (exkl Emerging Markets)

Under hösten har de flesta länders statsobligationsräntor handlats i ett ganska smalt och stabilt spann, detta med undantag för de amerikanska, som med stöd av förbättrad ekonomisk data tagit rejäla kliv uppåt. Anledningen till detta är att investerare redan börjat prisa in en kommande höjning av styrräntan. ECB å sin sida har signalerat att yt-

STIGANDE SVENSK INFLATION TROTS LÄGRE OLJEPRIS



Svagare krona, baseeffekter (prisfallet jämfört med ett år tidigare) från energiprissänkningen och höjda indirekta skatter kommer att skapa ett tryck uppåt på inflationen.

terligare stimulansåtgärder är på väg i början av december och vi bedömer att det finns tre alternativa vägar framåt:

1. ECB utökar sina köp av statsobligationer till mellan 70-80 miljarder euro per månad.
2. En förlängning av perioden av tillgångsköp till efter nuvarande gräns som är satt till september 2016.
3. Sänka räntan ytterligare.

Syftet med den stimulerande penningpolitik som bedrivs är att förstärka den ekonomiska återhämtningen i Europa i allmänhet, och i södra Europa i synnerhet. I korten ligger även en försvagning av euron mot andra valutor, vilket indirekt blir ett stöd för att lyfta europeisk inflation. Sammantaget innebär detta att obligationsinvestorer tvingas söka sig längre ut på risk- och avkastningskurvan om tidigare avkastningsnivåer ska bibehållas.

Företagsobligationer – Investment Grade och High Yield

Den amerikanska företagsobligationsmarknaden har såväl positiva som negativa förtecken. Antalet konkurser stiger, visserligen från historiskt låga nivåer och främst inom olja och gassektorerna, till följd av de nedpressade energipri- serna. Bankernas minskade utlåning har även lett till ett större utbud av företagsobligationer, vilket allt annat lika driver räntorna uppåt. Å andra sidan avkastar amerikanska företagsobligationer bättre än europeiska givet den högre kreditrisken från energisektorn (en sektor som är betydligt mindre på den europeiska företagsobligationsmarkna- den). I Europa är marknaden mer stabil just tack vare den låga exponeringen mot energisektorn.

ECB:s fortsatta stimulansåtgärder är indirekt positivt för europeiska företagsobligationer då jakten på avkastning flyttar efterfrågan från stater till företag. Situationen på den norska marknaden, där tyngdpunkten ligger mot High Yield- obligationer inom energisektorn, är fortsatt ansträngd.

Obligationer som emitterades på 3,5 procent kan idag avkasta mellan 15 och 20 procent.

Den viktigaste bakomliggande faktorn är naturligtvis det låga oljepriset, som i sin tur ökar kreditrisken och minskar efterfrågan på dessa obligationer. En vändning uppåt för oljepriset och en stabilisering på högre nivåer skulle vara en positiv signal. I dagsläget är utvecklingen avseende oljepri- set dock osäker (läs mer under *Alternativa investeringar*).

Den svenska företagsobligationsmarknaden har känneteck- nats av ett stort utbud från fastighetsbolag under hösten, ett utbud som de senaste veckorna nästan helt försvunnit. Sannolikt kommer det ett antal nya emittenter till mark- naden innan årsskiftet, vilket borde öka utbudet igen. Den försämrade likviditeten har lett till att investerare i större utsträckning ser sin investering som en investering att behålla till förfall. Ett annat mönster är att investerare i syfte att eliminera ränterisken köper obligationer med rörliga ränta som ett alternativ till fastränteobligationer.

Tillväxtmarknader – Fortsatt osäkerhet om utvecklingen (EM debt)

En förmodad amerikansk räntehöjning med en starkare amerikansk dollar som följd kommer sannolikt att på- verka tillväxtmarknaders stats- och företagsobligationer negativt. Problemet uppstår när intäkter i lokal valuta skall växlas till en dyrare USD för att underhålla skulder upptagna i USD. Ett land som kan råka illa ut är Turkiet där både företag och stat har stora lån i USD.

Det omvända gäller för länder i Centraleuropa som till stor del är beroende av utvecklingen i Tyskland och därmed gynnas av de stimulansåtgärder som ECB genomför.

Situationen i Sydamerika, med Brasilien i spetsen, är fortsatt osäker då flera länder påverkas av såväl oljepri- fall som politisk instabilitet. I Asien har utvecklingen i Kina störst betydelse och i nuläget råder viss osäkerhet kring vad den nya 5-årsplanen innebär för framtida tillväxt. Japanska stimulansåtgärder bör däremot smitta av sig på regionen och ge stöd i positiv riktning. Asien blir inte heller opåverkat av rörelserna i råvarupriserna. Indien är en stor oljeimportör som gynnas av nuvarande prisutveckling, medan Indonesien pressas av låga priser.

TILLGÅNG	VIKT	TAKTISK FÖRVÄNTAD ÅRSKASTNING			RISK		
		SEK	EUR	USD	SEK	EUR	USD
Kassa	1 2 3 4 5 6 7	-0,5 %	-0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,7 %
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	-1,6 %	-1,1 %	0,2 %	4,9 %	3,8 %	3,9 %
Företagsobligationer Investment Grade (IG)	1 2 3 4 5 6 7	2,0 %	1,5 %	0,7 %	2,9 %	2,4 %	2,4 %
Företagsobligationer High Yield (HY)	1 2 3 4 5 6 7	4,9 %	3,8 %	4,3 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Emerging Market Debt	1 2 3 4 5 6 7	6,9 %	7,1 %	6,5 %	10,2 %	9,5 %	9,8 %

Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivå 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn.

Källa: SEB



Alternativa investeringar

I väntan på lägre volatilitet

Efter en volatil och synnerligen svårmanövrerad sommar för hedgefonder i allmänhet fanns förhoppningar om bättre förutsättningar under hösten. Med det tredje kvartalet bakom oss kan vi dock konstatera att så inte blev fallet. Kraftiga rörelser på världens aktiemarknader, historiskt låga statsräntor med fortsatt oförutsägbara penningpolitiska stimulanser, samt blandade makroekonomiska signaler avseende den globala tillväxten är faktorer som tillsammans skapar en cocktail som smakar allt annat än bra för hedgefondförvaltare.

Nedjusteringar av den globala BNP-tillväxten, framför allt drivet av en svagare utveckling i flera tillväxtmarknader stakar ut relativt negativa utsikter för råvarumarknaden.

- Sommarens svårhanterliga marknad för hedgefonder bestod under hösten
- Trots årets svårigheter fortsätter nytt kapital att söka sig till hedgefonder.
- Efterfrågan från Kina styr råvarupriserna

Hedgefonder – I väntan på lägre volatilitet

Augusti visade sig bli den svåraste månaden på åratals för hedgefonder och i stort sett samtliga strategier uppvisade negativ avkastning under perioden. September bjöd på viss återhämtning och under oktober förstärktes återhämtningen ytterligare. Oavsett strategi och tillgångsslag söker hedgefondförvaltare någon form av förutsägbarhet kring riktningen på de underliggande marknaderna. Svårigheterna det senaste halvåret, och möjligheterna framåt är sålunda mer kopplade till förutsägbarhet och stabilitet i trenderna snarare än riktningen på dessa.

Equity Long/Short

Krafterna i den senaste tidens rörelser på världens aktiemarknader har inneburit en viss frikoppling mellan aktiekurser och bolagens fundamentala förutsättningar. Överreaktioner i såväl upp- som nedgång likt det vi sett för enskilda bolag bör innebära möjligheter för strategin att identifiera felprissättningar och hitta investeringsmöjligheter. Detta förutsätter dock att den underliggande aktiemarknaden stabiliseras och att fokus för prissättningen på aktier skiftar från marknadsfaktorer till bolagens fundamentala situation. Bland förvaltare som i normalläget har en viss nettoexponering mot aktiemarknaden föredrar vi de som snabbt kan förändra sin nettoexponering.

Credit Long/Short

Strategin har haft en svårnavigerad terräng under sommaren och hösten. Den allmänna volatiliteten har även påverkat kreditmarknaderna negativt. Viss återhämtning noterades under oktober, men kraften i återhämtningen är inte i paritet med återhämtningen för aktier under motsva-

rande period. Bibehållen styrka för strategin förutsätter tydliga makroekonomiska signaler om att den globala tillväxten är på rätt spår, vilket bland annat skulle innebära stöd för tillväxtmarknader och råvaror.

Event Driven

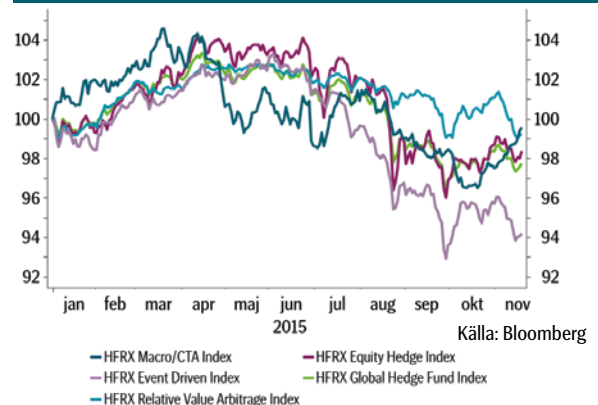
Den underliggande marknaden för företagsaffärer fortsätter att växa och vid utgången av det tredje kvartalet var den globala omsättningen för företagsaffärer 30 procent högre än vid med samma tidpunkt föregående år. Den underliggande utvecklingen på aktiemarknaden tillsammans med hårdare regleringar har dock varit motverkande krafter som hållit nere avkastningen.

Förutsättningar finns för en fortsatt stark underliggande marknad i termer av företagsaktivitet, och tillsammans med någorlunda stabila utsikter för aktiemarknaden bör strategin kunna återhämta en del av nedgången från sommaren och hösten.

Makro/CTA

Genom att fokusera på räntor och valutor lyckades makrofonderna undvika de mest negativa effekterna av

TVÅRA KAST I SLAGIG HÖSTMARKNAD



Höstens volatila marknader har inneburit utmanande förutsättningar för hedgefonder, med tvåra kast i avkastningskurvan som följt.

fallande råvarupriser och aktiemarknader i september. De trendföljande strategierna, CTA, klarade sig inte lika väl, då de snabba vändningarna i korta trender oavsett tillgångsslag är en svårhanterlig materia för denna strategi. Efter en period av ovisshet kring marknadens riktning bör kommande ekonomisk data indikera tydligare riktning. Det bör gynna skickliga Makro och CTA-förvaltare. Samtidigt kommer vi allt närmare en första styrräntehöjning från amerikanska centralbanken Federal Reserve och en minskad korrelation mellan tillgångsslagen.

Råvaror – Utbudsöverskott bidrar till förväntningar om fortsatt lågt oljepris

Mindre nedjusteringar av den globala BNP-tillväxten, drivet av en svagare utveckling i flera tillväxtmarknader stakar ut relativt negativa utsikter för råvarumarknaden. Tillväxtmönstret och efterfrågan från framför allt Kina signalerar en rebalansering av efterfrågan från investeringsdrivna råvaror som järnmalm, stål och cement till mer konsumtionsdrivna råvaror som energi och aluminium.

Det stora prisfallet på olja (Brent) har fått efterfrågan att öka, men effekterna tros vara övergående givet att OECD ser ut att vara på väg tillbaka mot en trend med successivt fallande oljekonsumtion. Svaga utsikter för kol- och gaspriser de kommande fem åren är, allt annat lika, också negativt för oljepriset.

OPEC verkar dock inte planera för någon produktionsminskning, utan ser istället ut att öka volymerna. Utbudet kommer också att påverkas av Iran som sannolikt kommer att öka sin produktion 2016 när sanktionerna mot landet försvinner. Den globala oljeproduktionen har i år genererat ett produktionsöverskott, vilket har resulterat i växande oljelager.

Nyckeln framöver kommer att vara hur snabbt man kan minska produktionen av amerikansk råolja samt hur de nu minskade investeringarna kommer att påverka produktionen längre fram. Den amerikanska skifferoljan är mer anpassningsbar och kan snabbt börja leverera högre volymer om oljepriset går upp. Eventuella förändringar i OPEC:s strategi

kommer också att vara avgörande för prisutvecklingen. De osäkra tillväxtutsikterna för många tillväxtländer är en annan faktor som skulle kunna bidra till fortsatt prisvolatilitet.

Produktionsöverskottet och därtill stigande oljelager väntas bestå in i nästa år och det är först när ett produktionsunderskott uppstår som de enorma oljelagren kan börja minska. Vi förväntar oss att oljemarknaden balanseras under andra halvåret 2016 och att oljepriset sakta rör sig mot 60 dollar per fat 2017.

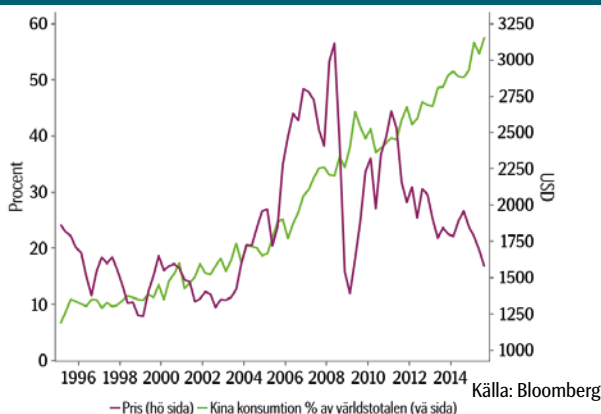
Vem tar över efter Kina?

Även om tillväxtutsikterna för Kina har försämrats går det att se en växande efterfrågan på konsumtionsdrivna råvaror som energi och aluminium samtidigt som efterfrågan på investeringsdrivna råvaror som järnmalm, stål och cement har minskat. Detta stärker bilden av Kinas omställning från en ekonomi driven av investeringar mot en mer konsumtionsdriven tillväxt. Detta är en väntad omställning och i fas med en växande medelklass och en befolkning som i mindre utsträckning efterfrågar råvaror som vete och i större utsträckning efterfrågar kött, energi samt mer varaktiga varor som exempelvis bilar. I en studie gjord av Goldman Sachs ("What China's rebalancing means for commodities", 12 oktober 2015) påvisas starka samband mellan tillväxten i investeringsdrivna ekonomier och efterfrågan på råvaror som järnmalm, stål, zink och jetbränsle medan tillväxten i konsumtionsdrivna ekonomier till stor del kunde förklara efterfrågan på råvaror som aluminium, kött och vete. Frågan är vilka länder som kommer att driva upp efterfrågan på investeringsdrivna råvaror efter Kina?

Guldpriset kopplas till räntehöjningsförväntningar

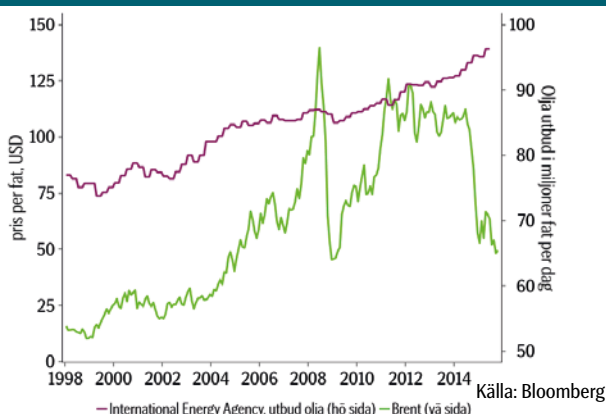
Guldpriset har under en längre tid varit direkt kopplat till förväntningar om när Federal Reserve höjer styrräntan. Guldpriset gynnades av den ökade volatilitet på finansmarknaden som följde utvecklingen i Grekland tidigare i år. Guldpriset har till skillnad från de flesta andra råvaror undvikit stora prisfall sedan 2011. Skulle förväntningarna om en amerikansk räntehöjning förskjutas skulle guldpriset kortsiktigt kunna stiga något.

KINAS ALUMINIUMKONSUMTION FORTSÄTTER ATT ÖKA



Kinas andel av den totala konsumtionen av aluminium fortsätter öka, men det låga priset är inte nödvändigtvis positivt, då Kina även står för en stor del av produktionen.

PRODUKTIONSÖVERSKOTT HÅLLER NERE OLJEPRISET



Fortsatt stora produktionsöverskott bidrar till att oljepriset (Brent) i skrivande stund ligger omkring 45 USD per fat. Vi förväntar oss en balansering av oljemarknaden i takt med att produktionen i OECD, till skillnad från OPEC, minskar 2016 och vår prognos är att oljepriset rör sig mot 60 USD per fat 2017.



Valutor

Centralbankerna fortsätter styra

Centralbankernas penningpolitik fortsätter att dominera utvecklingen på valutamarknaden. Hittills har räntnivåerna haft mindre betydelse och det är främst förändringar av penningpolitiken som har varit den dominerande faktorn för växelkurser. Förväntningar på att Federal Reserve (Fed) och Bank of England (BoE) snart ska börja höja sina styrräntor har tagit USD och GBP till flerårshögsta och detta redan innan dessa centralbanker har påbörjat en åtstramning. Samtidigt har en svag valuta blivit alltmer populärt bland centralbanker för att "skapa" inflation. Därmed har ett tydligt beroende mellan utsikterna för penningpolitik och växelkurser växt fram. Stramare penningpolitiska utsikter belönas med starkare växelkurs samtidigt som det dämpar behovet av att strama åt.

- USD – fortsatt stark, balanserad riskbild
- EUR – undervärderad, men låg inflation gör att behovet av svag euro består
- JPY – attraktivt värderad, men försvagas av stimulansbehov
- GBP – "Brexit"-risk kan påverka "Europas dollar" negativt
- CHF – övervärderad mot kronan
- SEK – Riksbanken tvingas acceptera starkare krona
- NOK – risk för svag tillväxt och fortsatt svag valuta

Beskedet från Federal Reserve i september var att den första räntehöjningen dröjer. Det dämpade aptiten på dollar samtidigt som det gynnade råvarurelaterade valutor, EM-valutor och euron. En starkare euro var dock inte en önskvärd utveckling för den Europeiska Centralbanken, ECB, som ganska tydligt, via verbala interventioner, visade att gränsen går vid nivåer runt 1,15 i EUR/USD. Sedan dess har signalerna från Fed varit att en första höjning kommer att ske innan årsskiftet, samtidigt som signalerna från ECB snarast talar för ytterligare lättnader av den redan expansiva penningpolitiken. Det vände återigen utvecklingen på valutamarknaden med en förstärkt dollar, svagare råvaruvalutor och en svagare euro. Höstens utveckling visar därmed med stor tydlighet hur centralbankernas agerande påverkar utvecklingen på valutamarknaden. December blir högtintressant då samtliga större centralbanker inklusive de skandinaviska lämnar nya räntebesked som lär påverka utvecklingen. Historiskt har dollarn försvagats när den första höjningen i en ny höjningscykel väl är ett faktum. Frågan är dock om historiska samband är relevanta i dagens miljö? Vi räknar med att dollarstyrkan kvartstår under nästa år när skillnaderna mellan de stora centralbankerna fortsätter att öka. I en sådan miljö brukar pressen på råvarurelaterade valutor normalt bestå och även om svenska kronan stärks lär rörelsen bli begränsad.

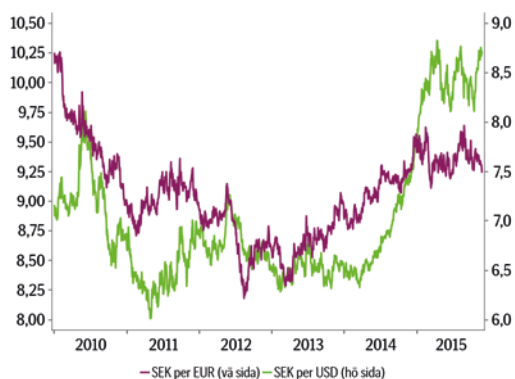
USD – Fortsatt stark, balanserad riskbild

Efter att Fed tidigare i höst valde att lämna räntan oförändrad räknar vi med att den första höjningen kommer på decembermötet. Samtidigt är vår bedömning att Fed kommer att gå mycket försiktigt fram med ytterligare höjningar under de kommande åren. Tidigare har dollarn tenderat att försvagas när väl Fed börjar höja räntan, vilket är en risk under början av nästa år. USD börjar bli stark på nuvarande nivåer och utan stöd från räntehöjningsöverraskningar har vi svårt att se någon större potential från nuvarande nivåer. Samtidigt kommer utvecklingen även att bero på åtgärder från andra centralbanker (ECB och Bank of Japan). Den samlade bilden kommande sex månader är ändå att USD fortsätter att stärkas något, men att det kortsiktigt finns risker utifrån dess historiska beteende i samband med den första räntehöjningen.

EUR – undervärderad, men låg inflation gör att behovet av svag euro består

Den europeiska ekonomin fortsätter att återhämta sig och våra tillväxtprognoser över den långsiktiga trenden för Euroland är positiva. Euron får visst stöd från bytesbalansöverskottet. ECB-chefen Mario Draghi har återigen

RIKSBANKEN LÄR FÅ ACCEPTERA EN STARK KRONA



Källa: Bloomberg

Riksbankens arbete med syftet att få upp inflationen till 2 procent genom att försvaga kronan fortsätter. Feds räntehöjning kan ge stöd, medan stimulanter från ECB kan skapa utmaningar.

indikerat att det kan bli aktuellt med ytterligare penningpolitiska lättnader för att bistå efterfrågan och underbygga en stigande inflation. Hittills har han alltid överraskat med mer långtgående åtgärder efter liknande utfästelser. Detta kan komma att ske redan i december och bör bidra till att försvaga euron ytterligare. I handelsviktade termer är euron undervärderad, men så länge riskerna för inflationen är på nedsidan kommer ECB att hålla ett öga på euron och motverka en förstärkning. Samtidigt finns det tecken på att euron blir allt mer populär som finansieringsvaluta (liksom yenen) till följd av det låga ränteläget och utsikterna för att de låga räntorna kommer att bestå under lång tid. Normalt brukar det bidra till att försvaga en valuta och vi räknar med att det kommer att motverka en euroförstärkning trots att den gemensamma valutan är långsiktigt undervärderad.

JPY – attraktivt värderad, men försvagas av stimulansbehov

Den japanska valutan har i handelsviktade termer fallit över 30 procent sedan toppen 2012 och enligt våra värderingsmodeller är JPY undervärderad. Samtidigt är förväntningarna låga på att premiärminister Abes ekonomiska program i tre steg kommer att uppfylla de uppsatta målen - framför allt att varaktigt nå inflationsmålet på 2 procent. Efter tredje kvartalet befinner sig Japan återigen i recession (negativ tillväxt de två senaste kvartalen). Med inflationen en bra bit under målet och negativ tillväxt väntar vi oss ytterligare expansiva åtgärder från centralbanken som lär försvaga den japanska valutan ytterligare framöver.

GBP – "Brexit"-risk kan påverka "Europas dollar" negativt

Efter den amerikanska centralbanken är Bank of England (BoE) antagligen nästa centralbank att höja räntan. Alltjämt är inflationen låg och det kan mycket väl dröja till 2017 innan inflationen stiger mot centralbankens mål. Det gör att behovet av att strama åt penningpolitiken antagligen dröjer till andra halvåret 2016, och kommer då att ske i långsam takt. Pundet har från historiskt svaga nivåer redan blivit övervärderat mot bland andra den svenska kronan. Utrymmet för ytterligare förstärkning framöver är ytterst begränsat. Samtidigt har pundet utvecklats ungefär som USD det senaste året, vilket är en risk på uppsidan om dollarn stärks ytterligare. Å andra sidan kan omröstningen om brittiskt EU-medlemskap och risken för en "Brexit" få negativ inverkan på pundet. Det är dock ännu osäkert om omröstningen kommer att ske redan 2016 eller om den dröjer till 2017.

CHF – övervärderad mot kronan

Efter att den schweiziska centralbanken släppt golvet mot euron i våras och schweizerfrancen (CHF) stärkts kraftigt, går landet mot en utdragen period av deflation. Under tredje kvartalet var inflationen -1.4 procent. Trots den starka valutan är tillväxten fortsatt positiv och landet kan uppenbarligen hantera växelkursuppgången rimligt bra. Givet det politiska läget i eurozonen kan nya kapitalinflöden till Schweiz inte uteslutas, vilket skulle ge en starkare CHF än vad fundamentala värderingsmodeller indikerar.

SEK – Riksbanken tvingas acceptera starkare krona

Starka fundamenta och en gynnsam värdering är de främsta skälen till varför vi på sikt räknar med att kronan stärks från nuvarande nivåer. Tillväxten ser ut att hamna en bra bit över 3 procent de kommande åren när konsumtion och ökat byggande växer snabbt. Samtidigt är sparatid alltjämt högt, vilket bidrar till stora bytesbalansöverskott. Dessutom står marknadspositioneringen för kronpositiva flöden. På grund av det underliggande apprecieringstrycket har Riksbanken tvingats att agera genom att sänka räntan under noll och stöder med kvantitativa lättnader genom köp av statsobligationer. I ett första steg annonserades köp på 10 miljarder kronor, men så sent som i oktober förlängdes köpen till sommaren 2016 då Riksbankens innehav beräknas uppgå till 200 miljarder kronor. Inflationen stiger relativt snabbt de kommande månaderna och kan närma sig 2,0 procent i årstakt (Q1 2016). Med små möjligheter att motverka kronförstärkning framöver tror vi att Riksbanken kan/måste acceptera en starkare krona under 2016.

NOK – risk för svag tillväxt och fortsatt svag valuta

Föga förvånande har läget försämrats för norsk ekonomi då oljepriset har mer än halverats sedan sommaren 2014. Frågan är alltjämt hur stora spridningseffekter en svagare oljesektor får? Hittills har Norges Bank försökt att motverka den negativa utvecklingen för tillväxten med hjälp av räntesänkningar och den norska styrräntan är i dagsläget 0,75 procent. Ytterligare räntesänkningar ska inte uteslutas om tillväxten förblir svag, vilket lär vara fortsatt negativt för den norska kronan. Samtidigt ger den gigantiska oljefonden Norge stora möjligheter att bistå ekonomin med expansiv finanspolitik så en recession kan uteslutas. Inflationen är nära centralbankens mål och valutan är rekordsvag, vilket kan vara ett skäl för Norges Bank att avvakta med ytterligare räntesänkningar.

VALUTA-PAR	VALUTAKURS				FÖRÄNDRING %	
	Nu*	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q4 2015	Q1 2016
EUR/USD	1,06	1,05	1,02	1,00	-1,5	-4,4
EUR/SEK	9,30	9,20	8,85	8,80	-1,3	-5,1
EUR/NOK	9,29	9,50	9,40	9,25	2,8	1,7
USD/SEK	8,73	8,76	8,68	8,80	0,2	-0,8
USD/NOK	8,72	9,05	9,22	9,25	4,4	6,3
EUR/CHF	1,08	1,10	1,11	1,12	1,8	2,7
CHF/SEK	8,63	8,36	7,97	7,86	-3,1	-7,6
EUR/JPY	131	127	125	127	-3,3	-4,6
GBP/USD	1,52	1,52	1,46	1,41	0,1	-4,2
GBP/SEK	13,26	13,33	12,64	12,39	0,3	-4,9

*Valutaprognoserna är gjorda av SEB Trading Strategy, per den 2015-11-17. Be gärna om en kopia på våra aktuella prognoser.

Tema - Innovationer

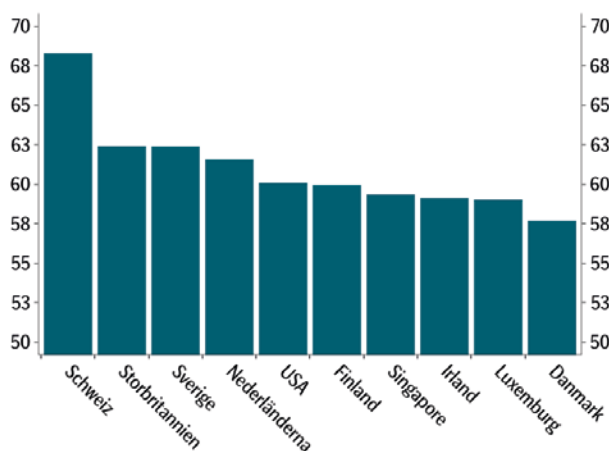
Innovationsförmåga viktig del i investeringsbeslutet

Ekonomier och bolag med god innovationsförmåga växer snabbare än de som inte investerar tillräckligt i nya produkter och tjänster. Det finns många exempel på teknologiskiften, utvecklande för de som driver på ny teknologi och förstörande för de som negligerar att tänka i nya banor. Det sker hela tiden teknologiska framsteg och de kommande tio åren kommer innebära att vi får se ytterligare banbrytande innovationer, likt vi gjort de senaste tio åren. En kontinuerligt uppdaterad teknologibild kan i allra högsta grad generera god avkastning över tiden.

- Innovation är alltid en investeringsmöjlighet, på flera sätt
- De mest framgångsrika bolagen och ekonomierna i världen letar alltid efter nya investeringsmöjligheter
- Sverige är ett föregångsland mätt med de flesta innovationsmått, både offentligt och i näringslivet
- Sedan 2000 har teknologiframstegen varit häpnadsväckande och vi väntar oss liknande utveckling framgent
- Elbaserade och smarta bilar, additiv tillverkning, digitalisering och robotautomation är alla teknologiframsteg som kommer påverka såväl näringsidkare som konsumenter

Börsen avkastar cirka 7-8 procent per år över tiden och innovation är en mycket viktig beståndsdel. Antal exempel på betydande innovationsförändringar är tusentals och gynnar de som driver ny teknologi, men är förstörande för de bolag eller länder som inte tänker i nya banor. Ett

SVERIGE HÖGT RANKAT I INNOVATIONSINDEX



Diagrammet visar ett globalt innovationsindex skapat av Cornell University, INSEAD France och World Intellectual Property Organization. Sverige står som stark global trea i 2015 års ranking.

exempel är Nokia, som var världens klart största mobiltillverkare 2007, och gjorde valet att inte investera i nya smarta telefoner, endast 8 år senare finns inte ens mobiltillverkningen kvar i detta bolag. Industriella robotar har förändrat hur människan tillverkar bilar och mobiltelefoner, digitaliseringen har revolutionerat informationsutbytet och skapat flera av världens just nu största bolag. Elbilarna har länge ansetts vara alltför svåra att utveckla för att tillfredsställa behov av prestanda och uthållighet, men industrin är kraftigt på frammarsch och vi räknar med att antalet elbilar på de mest utvecklade ländernas vägar inom tio år har ökat markant.

De flesta sektorer förändras lite för varje år och därför anser vi att en kontinuerligt uppdaterad vy kring ny teknologi är i allra högsta grad något som kan generera god avkastning över tiden. Ibland realiserar inte den tänkta potentialen för en viss teknologi, men ibland omvandlar den faktiskt en hel industri.

En av fem beståndsdelar som utgör produktivitet är innovation. I denna tematext belyser vi såväl historiska som nutida exempel på varför innovation är viktigt att beakta ur investeringssynpunkt. Produktivitet är ett viktigt mått på välbefinnande i ett land, via hur mycket som produceras per arbetstimme – ett konkurrenskraftsmått.

Svenska löner är höga i förhållande till både utvecklade och utvecklingsekonomiers genomsnittliga nivåer, men produktiviteten är även på motsvarande höga nivåer. Sverige är oerhört produktivt per arbetstimme. Svenskt näringsliv investerar mest av alla länder i Europa (tillsammans med Finland) i relation till värdet av landets ekonomi (BNP). Sverige investerar näst mest i Europa (efter Danmark) när det gäller högkvalitativ utbildning. Det är därför ingen överraskning att Sverige rankas högst gällande antalet multinationella bolag per capita och det är heller ingen överraskning att Sverige är bland de högst rankade länderna i världen mätt med en rad olika innovationsmått. Sverige kan stoltsera med allt från Celsiustermometern, dynamiten, pensionssystemet, pacemakern, skiftnyckeln och säkerhetsbältet till prisvärt mode, prisvärda möbler, nätverksutrustning, digital musik, digital telefoni, strål-

knivar för behandling av cancer, kullager, kompressorer, industriella robotar och inte minst en uppsjö av hyperinnovativa nya bolag inom informationsteknologisektorn (IT). Efter Silicon Valley är Stockholm världens mest framstående IT-region per capita, hela 18 procent av alla jobb i staden står att finna inom IT-sektorn. Sverige är i absolut världsklass när det gäller innovation och de stora framgångsrika industribolagen ständigt arbetar hårt för att varje år hitta nya sätt att förbättra sin teknologi och sina produkter.

Elbilar

Teknologiutvecklingen är underlig ibland. Ofta görs framsteg betydligt snabbare än vad de flesta prognostiserat, medan det i andra fall tar ett decennium för att vinna mark och övertyga näringsidkare eller konsumenter. I vissa fall har teknologiframstegen följts av bakslag. Mellan 1830-1890 utvecklades en elmotor av såväl europeiska som amerikanska forskare. Europa låg i framkant i utvecklingen och storskalig produktion gjorde att elbilar under 1880-talet ägnade gatorna i länder som England, Frankrike och Tyskland. Runt 1890 investerade amerikanerna frikostigt i elbilar och profiterade med besked. Vid sekelskiftet var elbilen ett framstående sätt att ta sig runt. Billigare bensin i kombination med ökad prestanda för fossilt drivna bränslebilar ledde dock till dramatiskt dalande elbilsförsäljning. Elbilsframstegen har sedan dess varit stora, men bränsleeffektiviteten per insatt liter och ökad prestanda har signifikant hållit tillbaka utvecklingen för elbilar.

Mer än 130 år efter att praktiskt fungerande elbilar först rullade på världens gator ägnar biltillverkarna nu betydande delar av sina forsknings- och utvecklingsinvesteringar åt eldrivna bilar. Ett framgångsrikt exempel är amerikanska Tesla, vars prestanda på elbilar är mycket god. Priset är högt, men allteftersom försäljningsvolymen ökar och konkurrensen hårdnar borde försäljningspriset sjunka. De flesta stora biltillverkare är delaktiga i utvecklingen och prototypbilarna haglar. För de tillverkare som tar utvecklingen på allvar är elbilar en stor möjlighet, men för de tillverkare som negligerar utvecklingen och finner sig oförberedda när en elbil även i de lägre prissegmenten har en konkurrenskraftig prestanda, hamnar verksamheten sannolikt i försvarsställning under en period.

Elbilsförsäljningen har ökat kraftigt under de senaste fem åren. Trots att elbilsförsäljningen endast stod för 0,5 procent av den globala försäljningen av bilar under 2014 ökade den totala elbilsparken med över 40 procent. Norge är Europas största elbilsmarknad och försäljningen dubblades ifjol. På senare tid utgör elbilar mer än 10 procent av den totala bilförsäljningen i landet. Den kinesiska elbilsförsäljningen växte med nästan 200 procent förra året och i USA tilltar elbilsförsäljningen markant (se graf).

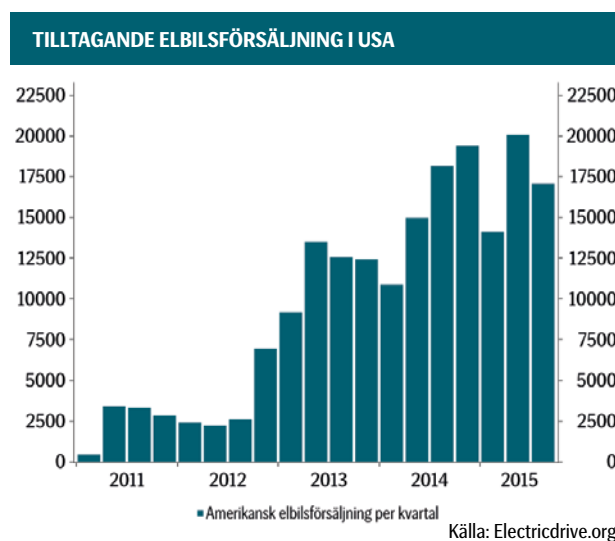
Den starka tillväxten förklaras av en rad orsaker; bilens prestanda är kraftigt förbättrad med topphastigheter runt 250 km/h (vi använder oss av den senaste Teslabilens egenskaper som exempel), en räckvidd på cirka

500 kilometer, utrymme för sju passagerare, acceleration från 0-100 km/h på tre sekunder och slutligen en avsevärt lägre miljöpåverkan. En viktig orsak är också att statsfinansiella bidrag påskyndar teknologiframstegen, en annan är den förbättrade laddningskapaciteten. Att ladda en elbil i vilket eluttag som helst är redan verklighet och högeffektiva laddningsstationer på parkeringsplatser, vid köpcentrum och bensinstationer är framtidens verklighet. Att köra till Göteborg från Stockholm med en elbil kan kosta energikostnaden med mer än 70 procent (beräkning gjord vid körning med Tesla), vid goda förhållanden. Att byta olja, byta komponenter eller genomföra viss typ av besiktning är något som även måste räknas bort i jämförelsekalkylen, i favör till elbilen.

I ett land som Indien blir potentialen för elbilar mer problematisk då största delen av elutvinningen är kolbaserad. Enligt rapporter vi tagit del av är en modern elbil trots kolproduktionen billigare i drift jämfört med en bensindriven bil och släpper ut cirka 25 procent mindre koldioxid, då energieffektiviteten per körd mil är bättre. Vissa länder har mycket gynnsamma miljöer (till exempel Norge med stora statliga subventioner) medan andra har flera år av arbete att avklara innan elbilen på riktigt kan slå igenom. Vi väntar oss att elbiltillverkarnas utvecklingskostnader (vilka utgör den främsta kostnadsandelen av försäljningspriset) i framtiden kan slås ut på fler bilar och därmed sänka priset mot konsument.

Smarta bilar

En annan utveckling i bilindustrin är hur smart en bil för tillfället är, jämfört med för bara 10 år sedan. Bilen hjälper människan att hålla avstånd på motorvägen, den indikerar ifall något är för nära bilen och kan hjälpa till att bromsa. Den berättar när något behöver undersökas i bilens inre, den kan delvis parkera själv och den kopplar självklart upp familjen till internet. Vår åsikt är att bilens smarthet är en mycket intressant och attraktiv investeringsmöjlighet. Kan



Diagrammet visar utvecklingen för den amerikanska elbilsförsäljningen, som vittnar om en klart positiv trend sedan elbilar på riktigt lanserades i USA. Statistiken baseras på helfokuserade elbilar (ej hybridbilar).

bilföraren åka fram till parkeringshusets entré, trycka in hur länge bilen behöver stå där och betala, för att sedan gå till jobbet – medan bilen därefter rör sig självstyrt till ledigt utrymme, vore det isolerat tidseffektivt för alla inblandade. När det gäller helt självstyrande bilar finns det många frågetecken, som hur infrastrukturen ska se ut och vem som ska bära kostnaderna vid en krock? Det är svår materia att greppa för biltillverkarna, även om teknologin redan finns till stora delar. Vi får nog vänta omkring 15 år innan föraren helt får luta sig tillbaka efter att adressen är intryckt på GPS:en, men att bilen kan självstyra i många aspekter av bilkörning sannolikt kan bli verklighet inom bara några år.

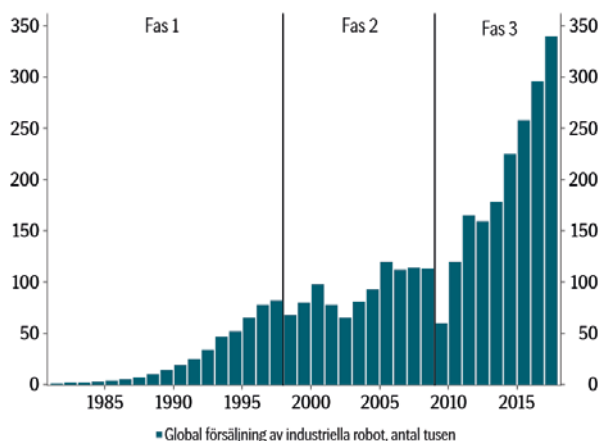
I Sverige har vi sedan länge infört bland annat bilbälteskrav, halvljuskrav, allmänna hastighetsgränser och sänkta promillegränser – andra länder har inte kommit lika långt. I Thailand kan 400 personer dö i trafiken över en nyårshelg, vilket är att jämföra med hur många som dör i svenska trafiken årligen (275 personer 2014). Förhoppningen är att via innovationer och utveckling minska dödligheten i trafiken.

Digitalisering

Digitalisering är ett brett område, vad betyder digitalisering egentligen? Vår tolkning är att processer som tidigare varit manuella i allt större utsträckning sköts av datorer. Detta i sin tur förändrar människans beteende och skapar möjligheter för en rad industrier att förnyas, men utgör även en risk för många att bli föråldrade. Tittar vi tillbaka på den utveckling vi upplevt i finansbranschen under de senaste tio åren är det uppenbart att digitaliseringsvågen effektiviserat exempelvis betalningar och handel med värdepapper dramatiskt. Uppgifter som gjorts av människan görs nu av algoritmer, till förmån för kunden som får en snabbare och mer kostnadseffektiv tjänst.

Teknologiframstegen för konsumentnära elektronikprylar som exempelvis mobiltelefoner är enorma. På 15 år har mobilen förvandlats från en röstapparat till en apparat med oändliga användningsområden. Dataanvändningen spås fortsatt växa explosionsartat även framgent.

FÖRSÄLJNINGEN AV INDUSTRIROBOTAR ÖKAR LAVINARTAT



Källa: International federation of robotics och statista.com

Diagrammet visar de tre olika faserna för global försäljning av industriella robotar. Från starten i början av 1980-talet till det sista prognosåret 2017.

Telekomrelaterade bolag har sedan flera år investerat tungt i utvecklingen och ser på de ökade användningsområdena med glädje. För konsumentrelaterade produktbolag inom sällanköpsvaror och tjänster har utvecklingen gynnat vissa, medan andra tappat mark. Pappersbolagens efterfrågan minskar för varje år, medan trenden att informationsinhämtning sker digitalt hela tiden förstärks. Telefonkatalogen är en föråldrad produkt som blivit överflödigt på grund av att sökbolag som amerikanska Google vuxit fram. De äldre spelbolagen (som Nintendo och Sega) går en högst osäker framtid till mötes medan mobilspelstillverkare (som King, Net Entertainment etc.) vinner alltmer konsumentacceptans. "Platt-TV" tog på ett dramatiskt sätt över marknaden, både CD och DVD är produkter som ersatts av Spotify och Viaplay/Netflix och världens största bolag, Apple, har tagit konsumenterna med storm. Två högst intressanta och korrelerande händelser 2012 var faktumet att amerikanska Facebook förvärvade det digitala fotobiblioteket Instagram medan anrika Kodak gick i konkurs - förstörande innovation är ett brutalt faktum.

Bostadsintelligens kommer att införas med ett helhetssystem som kan kontrolleras mobilt eller via den centraliserade skärmen, marknadsföringsbudgetar kommer fortsatt riktas mer och mer till det digitala forumet, TV-kanaler kommer absolut att finnas kvar men fokus måste riktas mot sådant som är tidsvitalt – för konsumenten väljer i högre grad själv vad den ska titta på. Livsmedelshandeln finns idag främst i butik, men digitaliseringen medför effektivare distributionssystem och en mer effektiv transport av livsmedel till varje hem. Det finns mängder med områden där digitaliseringen kommer att få genomslag, vi har endast valt att nämna några av dessa.

Automatisering

Robottillverkning och automatisering går hand i hand. Tillväxten för robotar har varit slående under de senaste 5 åren (se graf), en tillväxt vars takt väntas öka under de närmaste åren. Sedan 40 år har Sverige haft ABB som pålitlig leverantör när det gäller såväl arbetstillfällen som innovationer. Utvecklingen för industriella robotar kan kategoriseras i tre faser (se graf). Den första faser, från 1980 till slutet av 1990-talet, präglades av konstanta förbättringar i prestanda, vilket lett till att fordonsindustrin anammade automatisering till mycket hög grad (i slutet av 90-talet var en klar majoritet av alla robotar verksamma i fordonsindustrin). Den andra faser, åren fram till finanskrisen 2008, nåddes en mognadsfas inom fordonsindustrin – automatiseringen var så pass hög att tillväxten i bilproduktionen i hög grad drev på robotanvändandet, i kombination med utökat ansvarområde för roboten. Den nuvarande tidsåldern för robotar (fas 3) innefattar en omfattande breddning av användningsområde där fler sektorer anser att robotens kapacitet, intelligens och snabbhet nu lämpar sig att använda, exempel på dessa sektorer är konsumentelektronik, generell tillverkningsindustri, gummi- och plasttillverkning, livsmedelssektorn och även läkemedelsektorn.

För två månader sedan uppdaterade Internationella Robotfederationen sin prognos för robottillväxten de kommande åren. Tillväxten spås nu bli 15 procent per år, en takt som justerades upp från förra årets framtidsprognos om 12,5 procent och även ligger långt över prognosen dessförinnan på 5 procent. Den höga tillväxten tillskrivs dels en god tillväxt för de flesta branscher i Nordamerika och Europa, men särskilt för Kina som i stor utsträckning driver tillväxten. Med löneinflation på 10-15 procent per år i nästan 15 år finns nu robotar som fullgott alternativ att ersätta standardiserat arbete och därmed förbättra produktiviteten. Försäljningen av robotar växte med närmare 60 procent ifjol och gör Kina till den klarast lysande stjärnan på robothimlen. Den kinesiska konsumentens välbefinnande ökar markant och utvecklingen medför att efterfrågan på konsumentrelaterade produkter kraftigt växer. Robotar kommer att behövas. Robotar som arbetar vid sidan av människan i en rad industrier börjar bli verklighet, och robotens intelligens höjs för varje år som går, med avsikten att avlasta människan i standardiserad tillverkning.

Nu är automation inte endast robotar eller maskiner i sig, det är även utrustning som kan hjälpa människan att göra ett snabbare och bättre jobb. Att till exempel hjälpa sjuksköterskor att processera nya patienter i snabbare takt skulle underlätta dagens påfrestande arbetsbelastning på våra sjukhus. Hjälpskap som underlättar informationsinhämtande arbetsmoment, potentiellt en del tester, skulle göra att personalen i högre utsträckning kan ägna sig åt att hjälpa patienter med mer allvarliga skador.

Hypersnabba tåg är inte vanligtvis benämnda som automationsfordon, men om människor kan resa på ett enklare och snabbare sätt än idag kan effektivitetsvinster göras, vilket är idén med att automatisera. Automatisering i en rad industrier har medfört att anställda för standardiserade processer inte behövs i samma utsträckning, men efterfrågan på arbetskraft med god kundexpertis, innovationsförmåga eller programmering har istället ökat markant.

Additiv tillverkning och 3D-printing

En ny teknologi som hittills har revolutionerat prototyp-utvecklingen för många sektorer är additiv tillverkning och 3D-printing. Additiv tillverkning är en lager-på-lager-process för metaller som smälts ned och därefter formas till en extremt komplex struktur, skapat via avancerade

datorprogram. 3D-printing är oftast plast/gummi/polymer-baserade objekt som tillverkas via att material sprutas ut via ett munstycke och via mikrometerledda datoruträknade mått tillverkas komplexa objekt användbara i princip alla industrier. Prototypfasen inom industrin har kapats signifikant (cirka 6-24 månader beroende på produkttyp) och lett till att bolagens produktframtagnings- och designfas effektiviserats markant. De svenska industribolagen har sedan flera år investerat i additiva tillverkningssystem för att snabba på utvecklingstiden från idé till lansering, utvecklingen har minst sagt varit framgångsrik. Nästa stora utveckling inom additiv tillverkning är att inkludera teknologin i storskalig produktion.

Att tillverka komponenter i en enda process, med i det närmaste obefintligt materialspill (som kan vara upp till 90 procent av materialet i traditionella tillverkningsprocesser), med oändliga möjligheter att skraddarsy komponenter, implantat och färdiga produkter är något som de flesta forskningsavdelningar både drömmer om och planerar för. Framstegen går dock inte över en natt, utvecklingen tar tid. Men att kunna tillverka en komponent till en flygplatsmotor med hälften av vikten mot dess föregångare eller producera ett individanpassat titanimplantat är något som så sakta börjar bli verklighet.

Sannolikheten att det öppnas många 3D-printingbutiker i storstäder under de kommande 10 åren, för att hjälpa konsumenter att till exempel skapa skraddarsydda smycken och designa egna skor, är stor.

Hur bör investeringsbeslut beakta innovation?

Bolag vars förmåga att kontinuerligt ifrågasätta sig själva med hjälp av betydande investeringskostnader är mycket intressanta. Med kompetenta ledare för sådana bolag skapas goda förutsättningar att kunna konkurrera ut övriga aktörer. För bolag som befunnits sig i uppenbart utsatta sektorer efterfrågemässigt, men endast försvarat sig via en minskning av kostnadskostymen är en starkt ökande aktiekurs en sällsynthet. Mycket kommer att hända under de kommande åren, var säker på att nya innovationer kommer att slå ut dagens vedertagna tekniker. Våga tänka nytt, våga ifrågasätta – våga undersöka nya investeringsidéer med nya teknologier och produkter.

Medverkande i denna utgåva av Investment Outlook

Fredrik Öberg
Chief Investment Officer
fredrik.oberg@seb.se



Stefan Lukacs
Economist
stefan.lukacs@seb.se



Esbjörn Lundevall
Equity Strategist
esbjorn.lundevall@seb.se



Henrik Larsson
Portfolio Manager
henrik.y.larsson@seb.se



Helene Cronqvist
Equity Strategist
helene.cronqvist@seb.se



Kai Svensson
Portfolio Manager
kai.svensson@seb.se



Carl-Filip Strömbäck
Economist
carl-filip.stromback@seb.se



Lars Drougge
Portfolio Manager
lars.drougge@seb.se



Lars Granqvist
Economist
lars.granqvist@seb.se



Johan Hagbarth
Economist
johan.hagbarth@seb.se



Cecilia Kohonen
Investment Communication Manager
cecilia.kohonen@seb.se



Magnus Sabel
Portfolio Manager
magnus.sabel@seb.se



Pernilla Busch
Investment Communication Manager
pernilla.busch@seb.se



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

Information om beskattning: Som kund vid våra internationella bankkontor i 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 hemvist med hänsyn till bankkonton och finansiella transaktioner. Banken skickar ingen skatterapportering till främmande länder vilket betyder att du själv måste ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.