



Maj 2016

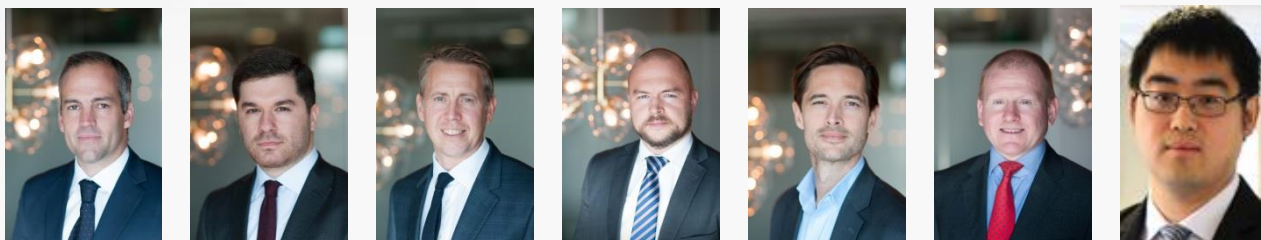
# Strategirapport

Allt svårare att förvalta sitt pund\*

*\* Syftar på lågräntemiljöns utmaningar men även på det mer kortsiktigt stora fokus kring den brittiska folkomröstningen och därpå följande potentiella svängningar på marknaderna*

<b>Strategi &amp; Marknadssyn</b>	3
Sammanfattning	4
Rekommendationer	5
<b>Makroekonomiska förutsättningar</b>	7
Globalt	8
I fokus: Geopolitik	10
USA	12
Europa	14
Sverige	16
Japan	18
Tillväxtmarknader	20
<b>Utsikter för de finansiella marknaderna</b>	24
Globala aktiemarknader	25
Svensk aktiemarknad	30
Räntemarknad	34
Alternativa placeringar	38
<b>Tema: Påverkan från låga räntor</b>	41
<b>Appendix</b>	49

Denna rapport publicerades den 26 maj 2016 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Från vänster: Matthias Gietzelt, Sina Kazemi, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå, Thomas Grönqvist, Peng Zhou

# Sammanfattning och rekommenderad portföljallokering

# Strategi & Marknadssyn

## Vad sade vi sist?

I den senaste strategirapporten fortsatte vi att rekommendera en övervikt mot aktiemarknaden relativt räntemarknaden, medan vår positiva syn på alternativa tillgångsklasser kvarstod. Vi hade ett gult betyg på utvecklade marknader och tillväxtmarknader efter en förändring i vår indikator i slutet på föregående år och gjorde inga förändringar av vår regionsyn. Inom räntedelen var vi fortsatt mer optimistiska till kreditrisk och valde att lyfta vår rekommendation för Investment Grade till en mörkgrön signal. Istället sänkte vi vår rekommendation för korta ränteplasseringar ytterligare. Vi räknade inte med någon större makroekonomisk avmattning, men lyfte bland annat fram de allt större geopolitiska riskerna och det fallande oljepriset.

## Vad har förändrats sedan dess?

Efter en svag januari fyllt med oro har fokus legat på återhämtningen av oljepriset, avmattningen i dollaruppgången och spridningseffekter kring detta. Sambandet mellan oljepriset och aktiemarknaden har fortsatt varit starkt. En svagare dollar ger även bättre förutsättningar för tillväxtmarknaderna och tillsammans med stärkta råvarupriser och en attraktiv värdering valde vi under perioden att lyfta upp vår rekommendation för dessa till grönt betyg. Vi valde också att inta en neutral syn på Japan, där vi trots de senaste årens stora stimulanser inte ser tillräckligt med återhämtning i ekonomin. I övrigt har de makroekonomiska indikatorerna i början på året pekat på en viss avmattning för den amerikanska ekonomin, vilket dock inte skiljer sig från tidigare år. Tillväxtprognoser har sänkts något och Federal Reserve har intagit en något mer försiktig prognos kring de väntade räntehöjningarna som nu väntas bli två under året. Dock har sentimentsindikatorer vänt till det mer positiva i landet medan globalt inköpschefsindex fortsatt precis hamnar ovanför expansionsnivån. Stort fokus har även legat på de geopolitiska riskerna med ett eventuellt brittiskt utträde ur den Europeiska Unionen samt oron för den amerikanska ekonomiska politiken om Donald Trump skulle vinna presidentvalet. Vi har valt att ha med ett separat avsnitt kring detta i denna strategirapport.

## Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Under våren har de globala tillväxtprognoserna reviderats ned marginellt. USA står fortsatt för en bättre tillväxt än de flesta andra utvecklade marknaderna, men trenden med en utplanande tillväxttakt gäller både USA, Europa och Japan. Centralbanker är fortsatt stimulerande i dessa länder där den europeiska centralbanken nu har tagit till ytterligare åtgärder för att få bukt med disinflationstrenden medan den amerikanska centralbanken har inlett åtstramningar. Den kinesiska tillväxten mattas av, men efter nya stimulanser har prognoser behövt revideras upp. Trots stigande råvarupriser har dock denna trend inte noterats i Latinamerika eller Ryssland. I Brasilien fortsätter det låsta politiska läget dämpa förutsättningarna medan lågt oljepris ännu inte ger tillräckligt stöd för den ryska ekonomin. Vinstprognoser för börsbolagen har fortsatt att revideras ned, men inte längre i samma snabba takt. Värderingar har återigen stigit till nivåer som ligger 10-20 procent högre än det historiska snittet i USA och Europa medan tydligt värderingsstöd finns i Japan och på tillväxtmarknaderna.

## Summering av vår syn

Vi kvarstår med vår positiva syn på aktier relativt räntor och ser i lågräntemiljön fortsatt goda förutsättningar för alternativa investeringar. Riskerna på obligationsmarknaden är fortsatt höga men vi ser trots uppgången på kreditmarknaden bättre möjligheter än för andra räntebärande instrument. Tillväxtprognoser har justerats ned något, men vi ser fortsatt stöd i ledande indikatorer och bedömer att risken för en näraliggande recession är relativt låg. Stöd fås även från en stabilisering i Kina och en återhämtning av råvarupriserna samtidigt som penningpolitiken är fortsatt stimulerande i de regioner vi föredrar.

## Håll koll på detta framöver

Under sommaren ligger stort fokus på de geopolitiska riskerna med den brittiska folkomröstningen i juni som närmaste hållpunkt. Dessutom har sannolikheten för en räntehöjning från Federal Reserve i juni nu återigen ökat, vilket innebär att makrostatistik fram till dess är av yttersta vikt.

# Strategi & Marknadssyn

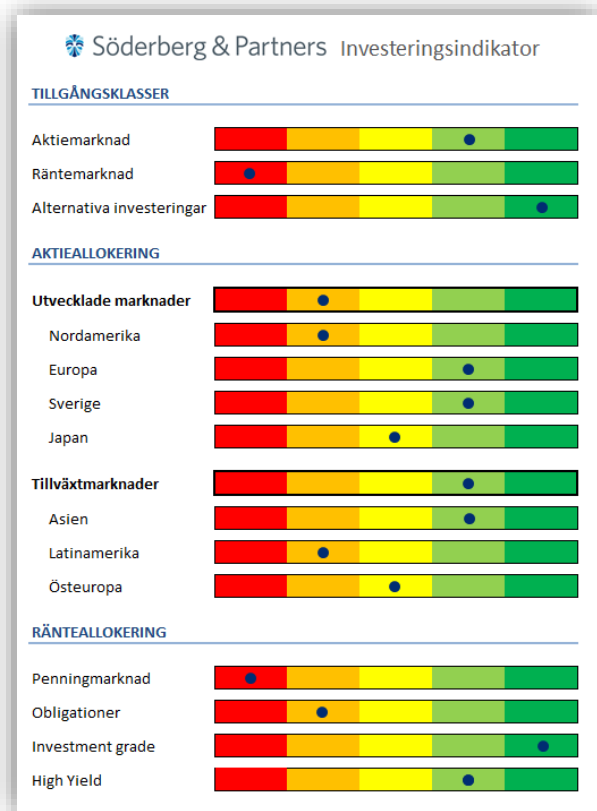
## Rekommenderad tillgångsklassfördelning

Vi kvarstår med vår rekommendation att rekommendera aktiemarknaden före räntemarknaden och har ett ljusgrönt betyg på tillgångsklassen, som sedan senaste strategirapport har avkastat 8 procent på global basis räknat i svenska kronor (fram till 23/5). Den globala nedrevideringstrenden med sänkta prognoser för bolagsvinster, men inte i samma takt som förut, fortsätter. Efter den senaste tidens något stärkta aktiemarknad leder detta till att värderingar återigen handlas högre än det historiska snittet. Vår bedömning är dock att denna är rimlig med hänsyn bland annat taget till den skillnad som bolagens direktavkastning ger relativt avkastningen på obligationsmarknaderna. Där kvarstår de höga riskerna samtidigt som penningmarknaden ger en garanterad negativ avkastning åtminstone i Sverige. Vi har ett rött övergripande betyg för ränteinvesteringar. Vi anser fortsatt att kreditrisk är att föredra trots att vi redan under årets inledning sett en mycket god utveckling för både företagsobligationer inom segmentet Investment Grade och High Yield.

Dessa bör på europeisk nivå få stöd av centralbankens tillgångsköp som inleds i juni men samtidigt är vår bedömning att potentialen i USA är något större. Risker finns naturligtvis och svängningarna är större än tidigare på dessa marknader samtidigt som prognoser för betalningsinställelser går upp. Större svängningar bör generellt även underlätta avkastningsmöjligheterna för hedgefonder, som hade svårigheter främst i inledningen på året. Även för andra alternativa tillgångsklasser såsom fastigheter och private equity bör förutsättningarna vara fortsatt goda. Vi bedömer även att råvaror kan fortsätta att stabiliseras och att en balans mellan utbud och efterfrågan för oljan uppstår senare under året.

## Rekommenderad regionfördelning

Sedan slutet på april har vi ett orange betyg för utvecklade marknader till följd av att vi bland annat ser att marknadens förtroende för centralbankernas stimulanser börjar minska. Vi såg då även en tydlig trend för ökade råvarupriser och en försvagad dollar, vilket vi bedömer ger en lättnad för tillväxtmarknaderna. Dessa har en ljusgrön signal. Inom de utvecklade marknader har Japan ett gult betyg till följd av ett försvagat sentiment och landets problem att få bukt med disinflationstrenden. Vi kvarstår med Nordamerika på en orange signal där vi bland annat ser att uppgången på värdepappersmarknaden inte följs av vinstutveckling i börsbolagen. Dessutom kommer Federal Reserve att fortsätta med en åstramande penningpolitik. Vi är fortsatt optimistiska till den europeiska och svenska marknaden, där vi ser en potential till ytterligare kostnadsbesparingar och effektiviseringar i bolagen samtidigt som ledande indikatorer pekar på fortsatt makroekonomisk återhämtning. Inom tillväxtmarknader föredrar vi Asien exkl. Japan där tillväxtprognoser justeras upp och där värderingen är fortsatt låg medan vi inte ser att uppgången på den latinamerikanska marknaden drivs av fundamenta. Även de ryska förutsättningarna är trots oljeprisuppgången något svaga, men utvecklingen går i rätt takt och övriga Östeuropa gynnas av europeisk återhämtning. Vi höjer regionen till gul signal.





# Makroekonomiska förutsättningar

# Globalt

## Tillväxten planar ut i USA och Europa

En viss förbättring av tillväxttakten på global nivå ligger i prognoserna för 2016 och 2017, men det är försiktiga ökning som väntas. Sedan i januari har dessutom IMF justerat ned sina förväntningar med ett par tiondels procentenheter avseende prognosperioden. Varken USA eller Europa bedöms visa någon tydlig förbättring, utan planar ut på nuvarande tillväxtnivåer. För USA ligger prognosen på en tillväxt om 2,4 procent under 2016, en oförändrad nivå jämfört med föregående år. I den långsiktiga konjunkturbedömning vi presenterade i samband med strategirapporten i maj 2015 bedömde vi att en avmattning av amerikansk ekonomi väntade under andra halvåret 2017, det är en bild som i allt väsentligt kvarstår även om räntehöjningscykeln från Federal Reserve inleddes något senare än vi då bedömde.

Även i Europa verkar större delen av förbättringarna ligga bakom oss, och i år bedöms dessutom tillväxten falla något på aggregerad nivå efter den relativt stora förbättringen vi noterade i ett antal länder under fjolåret. Sverige sticker i sammanhanget ut med en prognostiserad tillväxt om 3,7 procent under 2016 och 2,8 procent under 2017, och landet är ett av få där IMF justerat upp förväntansbilden avseende årets utveckling. Vi har blivit alltmer osäkra kring om den japanska reformagendan verkligen kommer att få det önskade genomslaget på landets ekonomi. Ser vi till BNP-utvecklingen är det tydligt att även IMF tvekar då man genomför relativt stora prognossänkningar och nu väntar en tillväxt om 0,5 procent i år och att Japan går in i en recession under 2017 med en negativ tillväxt om 0,1 procent. På tillväxtmarknaderna är fortfarande förutsättningarna kraftigt skiftande. Både Brasilien och Ryssland bedöms uppvisa ytterligare ett år med negativ tillväxt, och för Brasilien väntas även nolltillväxt under 2017. Prognoserna för Kina har höjts med 0,2 procentenheter för de kommande två åren och en hårdlandning verkar inte ligga i korten. För Indien har IMF inte gjort några prognosjusteringar under året, utan alltså ligger förväntningarna på en tillväxt om 7,5 procent både under innevarande och nästa år.

## Svag inledning på året för inköpschefsindex

JP Morgans globala inköpschefsindex för tillverkningsindustrin är fortsatt nedtryckt, utfallet i

april visade en indexnivå på 50,1 vilket är marginellt över brytpunkten och den näst svagaste nivån de senaste tre åren. Den inhemska efterfrågan verkar i flera fall vara oförändrat svagt och samtidigt noteras en vikande trend i efterfrågan på exportmarknaderna. Delkomponenten för nya exportorder föll för tredje månaden i rad, i en rörelse som påminner om utvecklingen under slutet av förra sommaren. Den svaga trenden verkar också vara bred och påverkar alla de viktiga branscher som omfattas i mätningen. Även produktionskomponenten visade fortsatt svag utveckling i USA, EU och Japan. Industrin i USA visade som helhet en indexnivå på 50,8 vilket är högre än höstens låga nivåer, men historiskt sett är utfallet relativt svagt. För Europa är utfallet på 51,7 i linje med det senaste kvartalets mätningar, men generellt sett lägre under fjolåret. Trenden på tillväxtmarknaden är i vissa fall bekymmersam med allt lägre indexnivåer, inte minst är detta tydligt i Brasilien som noterade 42,6 i april, en nivå som historiskt brukar vara sammankopplad med en djupare ekonomisk svacka.

Tar vi även tjänstesektorn i beaktande så visade den sammanlagda mätningen 40-månaderslägsta i februari, men har sedan dess återhämtat sig något. Utfallet för april visade en nivå på 51,6 vilket indikerar en expansion för den globala ekonomin, men utfallet är samtidigt tydligt under det långsiktiga genomsnittet på 53,8. Framförallt är det utsikterna på tillväxtmarknaderna som sänker mätningen, med svagare trend i såväl Kina som Indien och fortsatt låga nivåer i Brasilien. Ryssland är dock ett undantag i detta sammanhang och index visade i april den högsta nivån på 11 månader.

## Risker

Många av de frågetecken som vi tidigare fört fram är fortfarande aktuella, däribland osäkerheten kring den kinesiska ekonomin och den lånetillväxt som sker där, räntehöjningarna från Federal Reserve och de effekter dessa kan få på den globala ekonomin, samt råvaruprisernas utveckling. Men även en del politisk osäkerhet, vars konsekvenser är svåra att överblicka finns i dagsläget. Bland dessa är kanske Brexit, det vil säga Storbritanniens eventuella utträde från EU, och det amerikanska presidentvalet de två mest aktuella.



# Globalt

## Prognoser för global BNP-tillväxt

	2015	2016	2017		
<b>Global tillväxt</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>(-0,2)</b>	<b>3,5</b>	<b>(-0,1)</b>
<b>Mogna ekonomier</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>(-0,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>(-0,1)</b>
USA	2,4	2,4	(-0,2)	2,5	(-0,1)
Eurozonen	1,6	1,5	(-0,2)	1,6	(-0,1)
Tyskland	1,5	1,6	(-0,2)	1,6	(-0,1)
Frankrike	1,1	1,1	(-0,2)	1,3	(-0,2)
Italien	0,8	1,0	(-0,3)	1,1	(-0,1)
Spanien	3,2	2,6	(-0,1)	2,3	(0,0)
Storbritannien	2,2	1,9	(-0,3)	2,2	(0,0)
Sverige	4,1	3,7	(0,2)	2,8	(0,0)
Japan	0,5	0,5	(-0,5)	-0,1	(-0,4)
<b>Tillväxtmarknader</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>(-0,2)</b>	<b>4,6</b>	<b>(-0,1)</b>
Brasilien	-3,8	-3,8	(-0,3)	0,0	(0,0)
Ryssland	-3,7	-1,8	(-0,8)	0,8	(-0,2)
Indien	7,3	7,5	(0,0)	7,5	(0,0)
Kina	6,9	6,5	(0,2)	6,2	(0,2)
Asean-5*	4,7	4,8	(0,0)	5,1	(0,0)

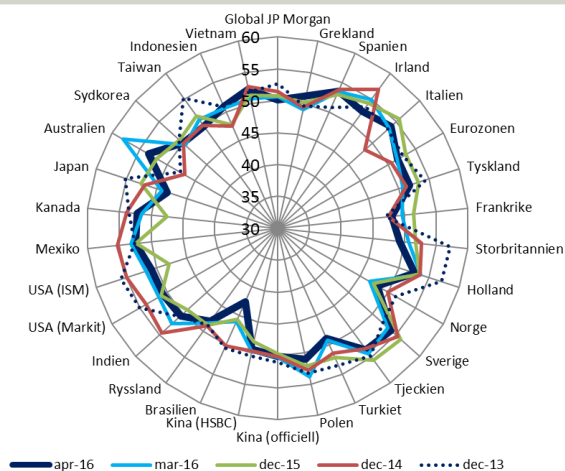
\* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam  
Inom parentes förändring relativt prognos i januari

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Den globala tillväxttakten väntas fortsätta att stiga under kommande år, om än i måttlig takt. För 2016 väntas BNP stiga med 3,2 procent och följande år väntas en tillväxttakt på 3,5 procent. Det är framförallt tillväxtmarknaderna som bidrar till den högre tillväxttakten, då bland annat Brasilien och Ryssland väntas vända den negativa trenden under 2017. BNP-utvecklingen i dessa länder är dock fortsatt blygsam. För Indien bedöms tillväxttakten vara intakt, medan inbromsningen i Kina fortgår. Sedan den senaste rapporten i januari har emellertid prognoserna för den kinesiska tillväxten justerats upp något och oron för en hårdlandning har avtagit.

För såväl USA som Europa bedöms tillväxten stanna av på nuvarande nivåer, medan Japan väntas ha en oförändrad ökningstakt i BNP under innevarande år för att falla ned i negativ tillväxt under nästkommande år. Svensk BNP visade en mycket stark utveckling under fjolåret och även under kommande år väntas en god tillväxttakt, om än på lägre nivåer än under 2015.

## Globalt inköpschefsindex för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den senaste mätningen för JP Morgans globala inköpschefsindex för tillverkningsindustrin visade ett utfall på 50,1 vilket är marginellt över brytpunkten. För USA har mätningarna förbättrats något under 2016 från höstens låga nivåer, men utfallet är fortfarande relativt svagt sett i ett längre perspektiv. Bland tillväxtmarknaderna sticker Brasilien ut med ett mycket svagt utfall i mätningen för april. För Europa är utfallet på 51,7 i linje med det senaste kvartalets mätningar, om än något lägre än nivån under fjolåret.

# I fokus: Geopolitik

## Brexit

Stort fokus ligger på den brittiska folkomröstningen den 23 juni kring ett eventuellt utträde ur den Europeiska Unionen. I de senaste opinionsundersökningarna kvarstår en viss majoritet för de som vill stanna kvar. På främst valutamarknaden har svängningarna ökat och dessa lär tillta om Storbritannien väljer att träda ur, men pundet har nu efter tidigare svaghet stärkts. Även vid en ja-röst till Brexit är det långt kvar innan vi vet på vilket sätt man skulle lämna och denna osäkerhet kan i sin tur leda till nervositet bland marknadsaktörer. En eventuell Brexit är den risk som flest marknadsaktörer är oroliga för idag i undersökningar. Även om den brittiska ekonomin redan har tappat viss fart, något som även kan förklaras av andra faktorer, så behöver de ekonomiska effekterna av ett eventuellt utträde dock inte bli särskilt stora på lång sikt. Ett möjligt försvagat pund bidrar till rebalanseringsprocesser och fortsatta handelsavtal och möjlighet till avregleringar kan kompensera för initialt minskad ekonomisk aktivitet genom en ökad konkurrenskraft. Flera marknadsaktörer bedömer den potentiellt minskade tillväxttakten till 1-2 procentenheter under ett år vid en eventuell Brexit.

EU står för en stor del av Storbritanniens export, vilket gör att vi förstår den inhemska oron, men samtidigt är landet ett av de som säljer minst till Europa. För länder utanför Storbritannien bör de ekonomiska effekterna bli begränsade, då exporten till Storbritannien för de flesta länderna inom EU ligger på relativt små nivåer, även om Storbritannien globalt sett främst är en stor exportör av tjänster. För Sverige är det den sjätte största handelspartnern och står för cirka 6 procent av vår export. Sammantaget är exponeringarna mot den brittiska ekonomin relativt begränsade, men samtidigt kommer en ja-röst naturligtvis öka osäkerheten ytterligare. Främst är denna risk politisk, där en alltmot negativ inställning till EU under de senaste åren, även i andra länder, kan leda till att fler vill ansluta sig till skaran som lämnar.

## Det amerikanska presidentvalet

I november väntas nästa amerikanska presidentval, något som brukar få stor uppmärksamhet i medier. Även på värdepappersmarknader uppstår från tid till annan oro och i samband med årets val är denna

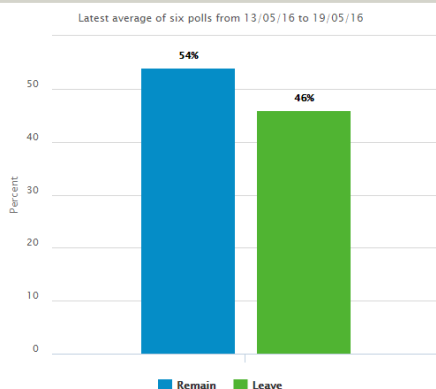
upphöjd på grund av osäkerheten kring den ekonomiska politiken om Donald Trump skulle vinna valet. Skälet är massiva väntade skattesänkningar och ett befarat skenande budgetunderskott, men även en mer protektionistisk politik. Givet de utfästelser som hittills har presenterats kommer de närmaste årens politik ge vitt skilda ekonomiska effekter för de olika kandidaterna. Donald Trump vill minska statens inkomster till 14 procent av BNP från dagens 18 procent medan Hillary Clinton ligger närmare den idag förda politiken. Bortsett från andra effekter kommer detta leda till ett större budgetunderskott och en statsskuld som i förhållande till BNP kommer att öka kraftigt under Donald Trump, som vill betala av hela skulden under de närmaste åtta åren.

Valet handlar naturligtvis om mycket mer och bland annat nationell säkerhet, immigration och lönetillväxt ligger högt på agendan. Vinner Donald Trump kommer infrastrukturinvesteringar att gynnas avsevärt samtidigt som ökad protektionism bör gynna småbolag som har en mycket mindre internationell exponering än större bolag samt bolag med inriktning mot försvarsindustrin. Vinner Hillary Clinton bör förutsägbarheten vara något större, men sektorer som bör gynnas är bland annat segment inom hälsovård och konsumentsektorn. Den senare kommer dock till viss del även drabbas av kraftigt höjda minimilöner.

Hittills har inte "osäkerhetsindex" kring den ekonomiska politiken i USA ökat (till skillnad från Europa, som påverkas av oron för en eventuell Brexit), men det finns inte heller någon tydlig historisk koppling till ökad volatilitet i denna typ av indikatorer inför ett val. Däremot kan dessa stiga efteråt då osäkerheten ökar om de utlovade förändringarna verkligen blir av. Anledningen kan också vara att prognoser hittills ändå pekar på en vinst för Hillary Clinton. En demokratisk president har historiskt visat sig vara bättre för både ekonomin och aktiemarknaden. I vår tidigare genomgång av amerikanska presidentval är valår generellt de bästa för ekonomin, men det finns också en tydlig skillnad om det är omval.

# I fokus: Geopolitik

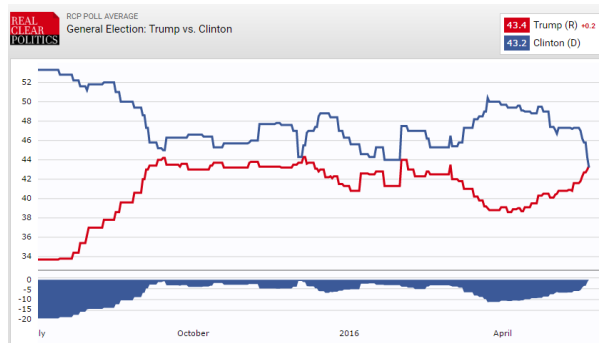
”Bremain” leder över ”Brexit” i den senaste undersökningen



Källa: Whatukthinks.org

Brexit: Idag finns en viss majoritet för de som vill vara kvar i EU. Det leder även till att osäkerheten på marknaden har minskat något.

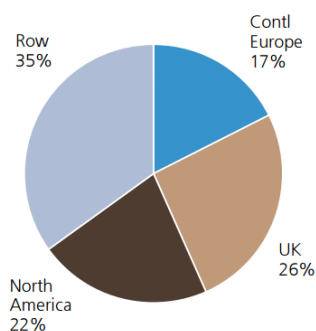
Hillary Clintons försprång har i vissa undersökningar minskat



Källa: Realclearpolitics

Amerikanskt presidentval: Hillary Clinton har länge haft ett stort försprång i nationella opinionsundersökningar. Nu har den första undersökningen presenterats som ger Donald Trump ett litet övertag.

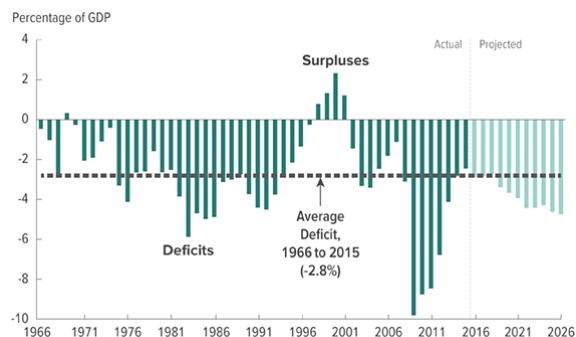
Bred geografisk exponering för den brittiska försäljningen



Källa: UBS

Även om Storbritannien är en av de största exportörerna av tjänster är den generella exponeringen väldiversifierad. Vår bedömning är en kortsiktig minskad ekonomisk aktivitet vid en Brexit, men långsiktigt finns fortsatt goda förutsättningar.

Amerikanskt budgetunderskott



Källa: CBO

Det amerikanska budgetunderskottet väntas de närmaste åren öka. Om Donald Trump vinner presidentvalet och utlovad ekonomisk politik införs kommer detta öka avsevärt.

# USA: Makroekonomi

## Ett säsongsmässigt svagt första kvartal

De senaste åren har det i USA blivit allt tydligare hur det första kvartalet tenderar att vara relativt svagt, och 2016 års tre inledande månader var inget undantag. Ska trenden förbli intakt innebär det även att andra kvartalet ska präglas av en återhämtning, något som också ser ut att bli fallet. Sedan förra strategirapporten kan vi konstatera att mycket inom ekonomin har utvecklats åt rätt håll. Ett sådant sundhetstecken är konsumtionen, där hushållen under en längre tid gynnats av låga energipriser samt ett allmänt lågt inflationsläge vilket har inneburit ökad köpkraft. Den senaste tiden har både detaljhandelssiffror som sentimentindikatorer överraskat på uppsidan, och lägger vi därtill att sparkvoten är på mycket höga nivåer så är det mycket som tyder på att det finns ytterligare krut kvar hos den amerikanska konsumenten. Ytterligare förbättringar kan härledas till den amerikanska industrin, som under en längre tid har hämmats av den starka dollarn och fallande råvarupriser. Dollarn har idag deprecierat från de toppnivåer vi såg i fjol samtidigt som oljepriset har gjort markanta kliv uppåt från bottenoteringarna under inledningen av året, två tecken som tyder på att det värsta kan vara över för industrisektorn. Även framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex för industrin vittnar om detta, där de två senaste månadernas mätningar från Institute for Supply Management (ISM) har huserat över det 50-streck som skiljer expansion från kontraktion. Trots den svaga BNP-tillväxten under inledningen av året med en årstakt om 0,5 procent så pekar IMF i sina prognoser på en tillväxttakt för innevarande år på 2,4 procent, för att sedan öka marginellt till 2,5 procent under 2017.

## Arbetsmarknaden visar fortsatta styrketecken

En del av ekonomin som fortsätter visa styrka är arbetsmarknaden, som är ett av de två mandat som Federal Reserve (Fed) måste uppfylla inom ramen för sin penningpolitik. Jämför vi den genomsnittliga sysselsättningstillväxten för årets inledning på 192 000 nya arbeten med fjolårssiffran på 229 000 är det tydligt att tillväxttakten har bromsat in något. Detta ska dock inte ses alltför negativt, då en sysselsättningstillväxt på över 200 000 arbetstillfällen per månad inte är hållbart över en längre tid för en ekonomi som USA:s. Istället

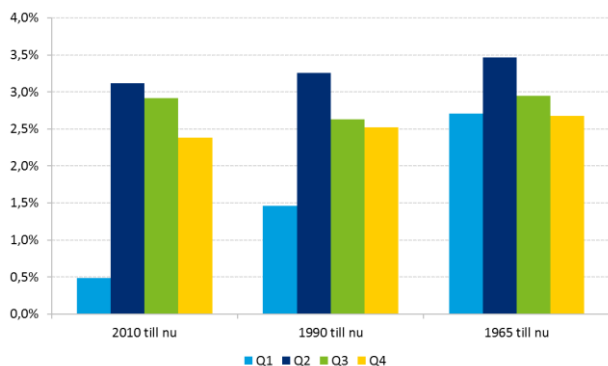
kan vi konstatera att arbetsmarknaden även idag adderar jobb i en takt som överstiger det spann som Fed själva bedömer krävs för en fortsatt fallande arbetslöshet, 70 000-150 000. Att arbetslösheten trots detta har varit någorlunda stabil de senaste månaderna kan förklaras av det faktum att deltagandegraden på arbetsmarknaden faktiskt har ökat, något som i grunden är positivt. Allteftersom ekonomin har rört sig mot full sysselsättning har även lönetillväxten börjat visa tecken på tilltagande kraft. Detta bör accentueras ytterligare under resterande delen av året, från dagens lönetillväxt på 2,5 procent i årstakt.

## Bollen ligger hos Fed

Vi har under en längre tid gjort bedömningen att mandatet för arbetsmarknaden har uppfyllts, vilket gör att blickarna har riktats mot inflationsmålet inför kommande räntehöjningar. Men även här finns anledning att efterlysa fortskridandet av räntenormaliseringen, då både huvudsiffran samt den underliggande inflationen har rört sig tydligt uppåt. Medan dagens inflationstakt på 1,1 procent har en bit kvar till den tvåprocentiga målnivån ligger Core Personal Consumption Expenditures (Core PCE) idag klart närmre med sina 1,6 procent. Detta är också det inflationsmått som Fed själva lägger mest vikt vid, men man tycks trots detta se försiktigt på den senaste tidens uppsving. I det avseendet är vi mer optimistiska och bedömer generellt att även huvudmättet för inflationen kommer att röra sig uppåt allteftersom det kraftiga oljeprisfallet faller ur årssiffrorna. En risk som nämns allt oftare är att Fed är alldeles för återhållsamma och avvaktande med sin räntehöjningstakt, vilket skulle kunna resultera i att man hamnar efter i gungan och senare tvingas höja i en alltför hög takt. I protokollet från det senaste räntemötet är det dock tydligt att dörren fortsatt står öppen för en höjning redan vid juni månads penningpolitiska möte. Trots att detta ökade sannolikheten markant så är det värt att poängtera att marknaden endast prisat in en sådan höjning till cirka 26 procent i skrivande stund, och historien säger att den Yellen-ledda direktionen i allra största mån tenderar att undvika att överraska de finansiella marknaderna.

# USA

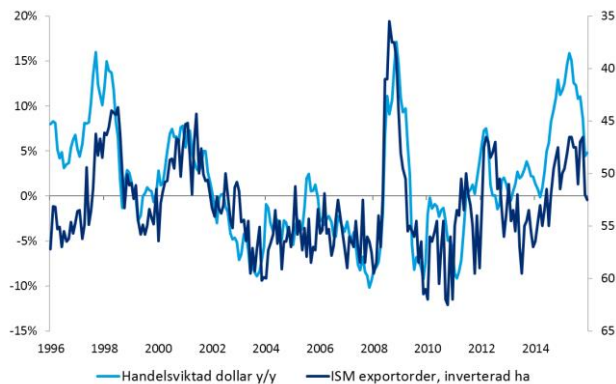
## Den svaga trenden under Q1 fortsätter



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Första kvartalet har visat sig vara säsongsmässigt svagt, något som även var fallet i år. Ska trenden förbli intakt bör detta följas av ett starkt Q2.

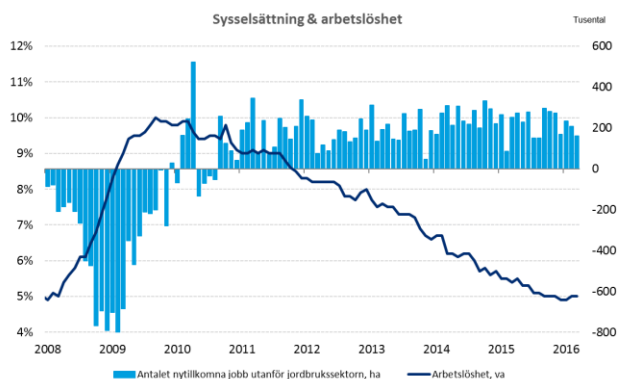
## Den negativa dollareffekten avtar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den starka dollarn har ställt till det för exportbolagen, men senaste tidens svagare dollarutveckling kan innebära att det värsta är över inom sektorn.

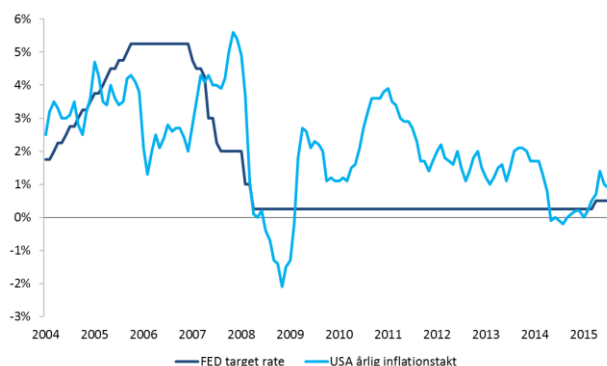
## Fortsatt stark arbetsmarknad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots att sysselsättningstillväxten under inledningen av året har varit svagare än i fjol ser vi fortsatt nivåer som bör pressa ned arbetslösheten ytterligare.

## Det finns risker med att avvakta för länge med räntehöjningar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inflationen har rört sig tydligt uppåt den senaste tiden. Den underliggande inflationen, mätt som Core PCE, ligger med sina 1,6 procent inte längre långt från målnivån. Avvaktar Fed för länge finns risken att man hamnar efter i gungan och tvingas till en alldeles för snabb höjningstakt.

# Europa: Makroekonomi

## Den konsumtionsdrivna återhämtningen fortsätter

Den ekonomiska utvecklingen i Europa fortsätter att utvecklas åt rätt håll, om än i måttlig takt. Den Kina-oro som präglade marknaderna under inledningen av året försvann lika kvickt som den kom, och även om den fick oproportionerligt mycket uppmärksamhet lämnade den inte efter sig några märkbara konsekvenser. Sentimentsindikatorer har förvisso dämpats något de senaste månaderna, men pekar fortfarande på att återhämtningen förblir intakt. Ett exempel är det framåtblickande inköpschefsindex för industrin som sammanställs av Markit, som fortsatt ligger på en nivå som tyder på en expansion för industriaktiviteten. I den negativa vågskålen kan vi dock lägga den senaste tidens euroutveckling, som innebär en motvind för exporten och sätter käppar i hjulet för Europeiska centralbankens (ECB) penningpolitiska stimulanser. Detta skulle dock eventuellt kunna svänga igen om Federal Reserves räntenormalisering fortskrider och räntedifferensen centralbankerna emellan utökas. Precis som tidigare är det också konsumtionen som agerar draglok, där den konsumtionsdrivna delen av ekonomin uppgår till cirka 55 procent av eurozonens BNP men har bidragit till hela 72 procent av tillväxten de senaste åren. Detta beror framförallt på att hushållens disponibla inkomster har fått skjuts från en mycket låg inflationstakt, vilket även reflekteras i konsumentförtroendet som ligger över historiskt snitt. Det är också så att arbetsmarknadsförhållandena sakta men säkert har förbättrats, och även om dagens arbetslöshet på 10,2 procent fortfarande är högre än de nivåer vi såg innan finanskrisen så har den positiva utvecklingen sedan 2013 varit tydlig. Skulle denna trend förlängas kan det innebära ytterligare skjuts till den inhemska efterfrågan. Eurozonens ekonomi väntas växa med 1,5 procent under 2016, för att därefter öka något till 1,6 procent.

## Implementation av centralbanksåtgärder i fokus

Mars månads penningpolitiska möte innebar en hel del överraskningar från ECB. Man utförde räntesänkningar över hela linjen, allt från depositräntan till marginalräntan. Samtidigt ökar de månatliga tillgångsköpen från 60 till 80 miljarder euro, där också eurodenominerade företagsobligationer med hög kreditvärdighet inkluderas, dock ej bankobligationer.

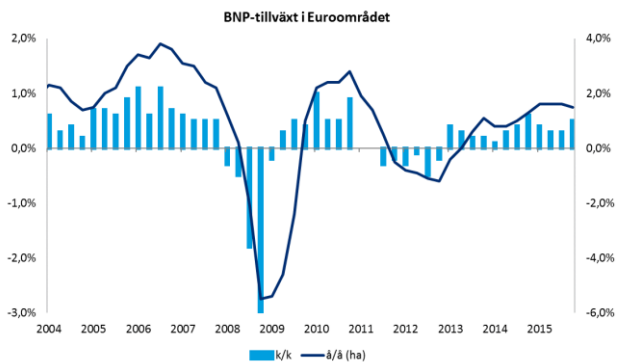
Kanske allra mest överraskande var dock det nya TLTRO-programmet (Targeted Long-Term Refinancing Operations). Detta är långfristiga lån till banker med fyra års löptid som kommer att erbjudas vid fyra tillfällen, en per kvartal med start juni 2016. Det intressanta här är räntan på dessa erbjudanden. Denna kommer att börja på nivån för styrräntan, och beroende på hur mycket av denna likviditet som banken väljer att låna ut kan denna komma att reduceras ned till depositräntan. Med dagens räntebild innebär det en potentiell ränta på -0,4 procent. Detta är en av pusselbitarna för att uppnå en accelererad kreditillväxt, något som är starkt korrelerat med den potentiella tillväxten. Sedan förra året har efterfrågan på lån ökat en hel del, och detta vill man med andra ord accentuera ytterligare. En annan intressant aspekt är att beskedet innebar något av ett fokusskifte, från valutan till de problemområden som man har identifierat. Framledes kommer fokus att ligga på implementationen av dessa åtgärder, och ECB kommer att vara mer avvaktande. Detta betyder dock inte att ytterligare stimulanser inte är möjliga. Inflationstrycket är fortsatt mycket lågt och lär fortsätta vara så under en längre tid, något som är och förblir problematiskt för centralbanken.

## De största riskerna är politiska

Som vi ser det är fortfarande de politiska riskerna är allra mest överhängande för regionen. Flyktingkrisen har satt sin prägel på det politiska klimatet, och ur detta har en EU-kritisk våg växt fram. Allra mest akut är detta i Storbritannien, där folkomröstningen i juni om ett eventuellt utträde ur unionen kommer att synas under lupp den närmsta tiden. Vårt huvudscenario är fortsatt att Storbritannien stannar i EU, även om opinionsundersökningar visar att utfallet kan bli jämnt. En vinst för den EU-kritiska sidan skulle förutom eventuella ekonomiska konsekvenser skapa ett prejudikat som ytterligare kan sätta press på en redan skör union. Redan idag har dessa tendenser inneburit att nödvändiga finanspolitiska reformer har uteblivit, då sittande regeringar inte vill tappa ytterligare mark. För att dagens smått anemiska återhämtning ska ta ytterligare fart är det just sådana åtgärder som behövs, något som även ECB har efterlyst vid flertalet tillfällen. Detta ser tyvärr ut att skjutas ytterligare på framtiden.

# Europa

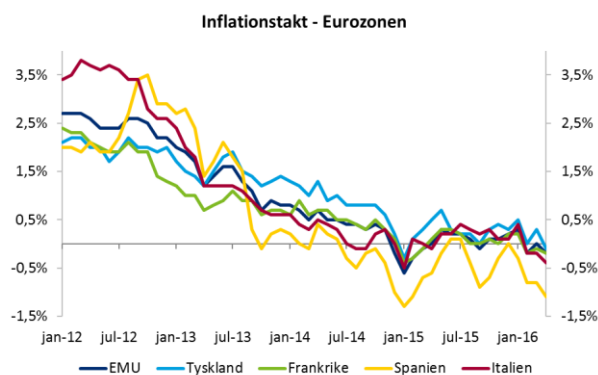
## God men måttlig tillväxt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Återhämtningen har varit tydlig den senaste tiden, även om nivån i sig är måttlig, där konsumtionen har varit den viktigaste drivkraften.

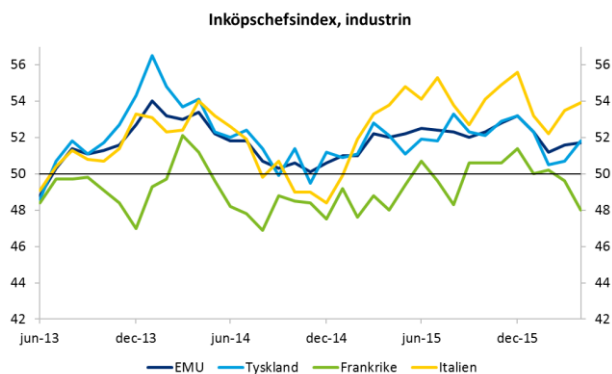
## Deflationistiska tendenser kvarstår



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

De deflationistiska tendenserna kvarstår, och har rört sig ytterligare nedåt under nollstrecket den senaste månaden. Detta är och förblir en av de stora utmaningarna för ECB.

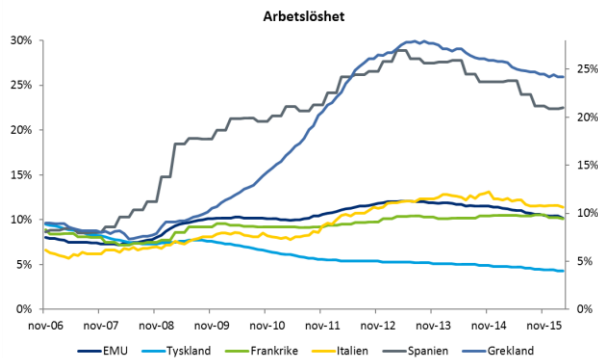
## Fortsatt expansion inom industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex för industrin har kommit ned något från de höga nivåerna vid årsskiftet, men ligger fortsatt över 50-strecket och tyder på fortsatt expansion inom industrin.

## Arbetslösheten faller sakta men säkert



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten har sakta men säkert förbättrats, och även om dagens arbetslöshet på 10,2 procent fortfarande är högre än de nivåer vi såg innan finanskrisen så har den positiva utvecklingen sedan 2013 varit tydlig.

# Sverige: Makroekonomi

## Bäst i klassen

Ett mycket starkt kvartal kan läggas till handlingar för svensk ekonomi, som med en tillväxttakt på 4,5 procent under fjolåret tydligt sticker ut bland de utvecklade ekonomierna. Konjunkturinstitutets KI-barometer och penningtillväxten har också vittnat om detta, två indikatorer som historiskt har visat god följsamhet med tillväxten. Att utvecklingen ska vara lika stark i år är möjligen något för optimistiskt, men framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex ger fortsatt stöd. Tjänstesektorn har varit stark under en längre tid, men idag sticker siffran för industrin ut än mer med april månads notering på 54,0. Detta är påtagligt högre än 50-strecket som skiljer expansion från kontraktion, och pekar på en stark aktivitet inom industrin. Precis som tidigare är det hushållen som agerar draglok för ekonomin som helhet, men även investeringar hjälper till. I det avseendet sticker bostadsbyggandet ut positivt på dagens mycket höga nivåer. Något som gav tillväxten extra skjuts under fjolåret var flyktingströmmarna som har inneburit ökade statliga utgifter, bland annat för hälsovård och utbildning. Detta lär i viss mån fortsätta i år, men medan det på kort sikt ger ett visst stöd för tillväxten är det också förenat med potentiella risker på längre sikt. Detta återspeglas i IMF:s tillväxtprognoser som pekar på en tillväxt under 2016 på 3,7 procent, för att sedan avtaga till 2,8 procent nästföljande år.

## Fortsatta arbetsmarknadsförbättringar

Tidigare har vi lyft fram att sysselsättningstillväxten i Sverige har varit mycket god under en längre tid, men samtidigt har befolkningstillväxten inneburit att arbetslösheten har fallit långsamt. Detta var dock någonting som utvecklades mycket väl under senare delarna av fjolåret, och det finns anledning att vara fortsatt optimistisk på kort sikt då många sektorer faktiskt har väldigt svårt att hitta personal. Förhoppningsvis kan detta innebära att ökat lönetryck, något som fackförbunden säkerligen kommer att jobba för. Samtidigt agerar den dämpade inflationstakten motvikt. Den säsongsjusterade arbetslösheten ligger idag på 6,9 procent, men det finns en underliggande obalans med vissa befolkningssegment som har

betydligt högre arbetslöshet, däribland utlandsfödda. 85 procent av svenskfödda i åldrarna 20-64 år är sysselsatta, medan motsvarande siffra för utlandsfödda är dryga 68 procent. Ännu har inte heller de nyanlända från den nuvarande flyktingkatastrofen kommit ut på arbetsmarknaden, någonting som i framtiden kan innebära påfrestningar på arbetsmarknaden. Integrationsfrågan blir här helt avgörande, något som hittills inte har fungerat så bra som man kan önska.

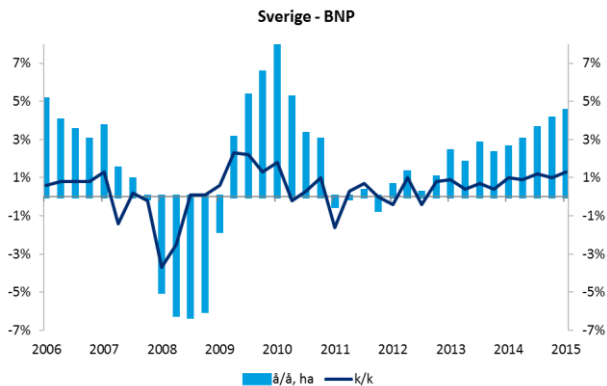
## Vägs ände kan vara nådd för Riksbanken

Medan dagens inflationstakt på 0,8 procent har en bit kvar upp till målnivån på två procent har den överraskat på uppsidan hittills under året. Tittar vi istället på KPIF (KPI med fast ränta) så ser det än bättre ut med en prisökningstakt om 1,4 procent. Justerat även för energipriser är det underliggande inflationstrycket hela 1,8 procent och plötsligt inte så långt från målet. Det kan dock fortsatt dröja innan vi får se ytterligare förbättringar. Riksbanken har genom att försvaga kronan importerat inflation, något som man har gjort med en hel del framgång, men i och med att kronan har stärkts sedan bottenivåerna i fjol kan denna effekt börja avtaga. Detta behöver dock inte föranleda några ytterligare åtgärder, då vi får intrycket av att toleransen för valutaroelser har blivit högre. Att direktionen inte heller längre är enhälliga i sina beslut vittnar om att botten kan vara nådd vad gäller reporäntan. Man kan dock tvingas till ytterligare stimulanser om kronan stärks till den grad att inflationsmålet riskerar att falla, men allra främst skulle det förmodligen innebära ett utökande av tillgångsköpsprogrammet längre fram i tiden. Detta kan bli aktuellt om exempelvis ECB från sin sida överraskar kraftigt med ytterligare stimulanser, någonting som skulle stärka kronan i relation till euron. Idag är dock den handelsviktade kronan fortsatt på nivåer som Riksbanken tycks vara bekväma med. Med tanke på den goda ekonomiska utvecklingen i landet lär Riksbanksdirektionen också ha overseende med att inflationsmålet kan ta längre tid att uppnå än vad man hade önskat i första hand.



# Sverige

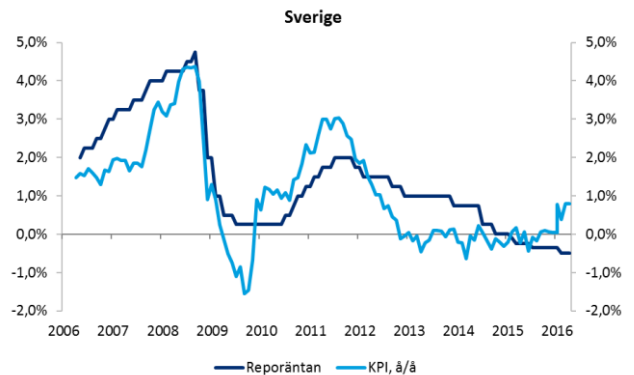
Mycket stark ekonomisk utveckling



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med en tillväxttakt på 4,5 procent under fjolåret hamnar Sverige i topp bland de utvecklade ekonomierna, drivet av bland annat hushållen och bostadsbyggandet.

Låga räntor länge framöver



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Dagens lågränteläge lär förbli intakt den närmsta framtiden, men samtidigt har inflationen överraskat positivt. KPIF rensat för energipriser ligger idag på 1,8 procent, vilket minskar sannolikheten för ytterligare åtgärder i närtid.

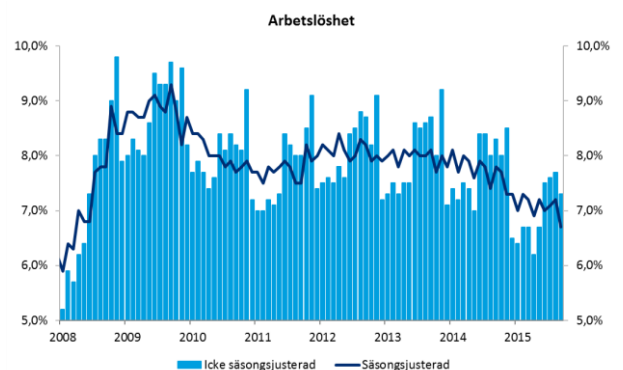
Kronan har stärkts, men endast marginellt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det har talats mycket om hur den senaste tidens valutautveckling kan innebära att Riksbanken tvingas till ytterligare åtgärder. Den handelsviktade kronan har förvisso stärkts den senaste tiden, men ligger fortfarande i ett spann som inte bör föranleda någon större oro.

En stark arbetsmarknad med underliggande obalanser



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten har fortsatt sin goda trend nedåt, men samtidigt finns det underliggande obalanser. Sysselsättningsnivån bland svenskfödda är mycket god, men samma sak kan inte sägas om personer som är födda utrikes.

# Japan: Makroekonomi

## Abenomics har inte levererat

Den japanska ekonomin tycks alltid befinna sig i en problematisk situation, med en demografisk uppbyggnad som bäddar för problem. Många av de tendenser vi idag ser i andra delar av världen har varit vardag i Japan under en längre tid. För att vända landet ur ett deflationistiskt tankesätt och få fart på tillväxten lanserade premiärminister Shinzo Abe det trehövdade reformprogrammet Abenomics, där störst fokus till dags dato har legat på penningpolitiska stimulanser. Detta fokus är extra tydligt om man tittar på centralbankens balansräkning som har ökat från cirka 30 procent av BNP till dagens dryga 80 procent. De penningpolitiska stimulanserna har dock hittills inte fått önskad realekonomisk effekt, och kvartal med svag men måttlig tillväxt följs inte sällan av kontraktion. Fjölårets avslutande kvartal noterade en negativ tillväxttakt om -0,4 procent, som följdes av en expansion på 0,4 procent under innevarande års första tre månader. Denna missgynnsamma utveckling beror dock till viss del på externa faktorer som har spelat ut sin roll i ett olägligt skede, exempelvis den kinesiska avmattningen samt en allmänt svag global efterfrågebild. Det förstnämnda har varit i synnerhet problematiskt då Kina efter USA är Japans största exportdestination. Allt har dock inte varit förgäves, utan det finns också positiva tecken att ta från det arbete som har utförts. En viss del strukturella reformer har genomförts, allra tydligast vad gäller bolagsstyrning och åtgärder för ökat aktieägarfokus. Medan bolagsvinsterna har ökat kraftigt under de senaste åren har det inte visat sig nämnvärt mycket i investeringssynpunkt inom landet. Ytterligare ett problem har varit privatkonsumtionen, där en mycket stram arbetsmarknad ändå inte har lyckats få upp löneinflationen i den mån att hushållen är villiga att spendera. Detta är ett stort problem, då uteblivna löneökningar kommer att dämpa hushållens tro om bättre tider, vilket gör att den positiva spiral Abe önskar inte tar fart.

## Negativ ränta, men stimulanserna tappar kraft

Bank of Japan sällade sig tidigare i år till den skara centralbanker världen över med negativ ränta, detta efter en period där yenen stärkts en hel del. Tanken var således att på så sätt uppnå en valutadepreciering, men istället fick draget motsatt effekt. Det innebär att

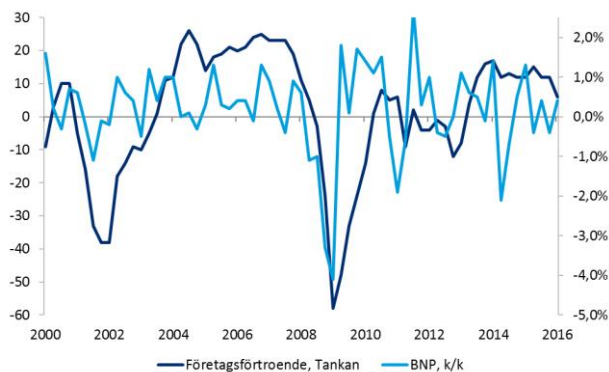
nästan hela den försvagning som man har lyckats uppnå sedan införandet av QE-programmet är uttraderad. Detta sätter käppar i hjulet för det arbete centralbanken genomför för att uppnå sitt inflationsmål, och hämmar även de japanska bolagens konkurrenskraft på den globala marknaden. Detta väcker en hel del frågor kring effektiviteten av kvantitativa lättnader framöver, och därför var det också överraskande att man vid det senaste penningpolitiska mötet valde att avvakta med ytterligare åtgärder. Anledningen till detta är inte helt uppenbar, men möjligen bedömer man att den senaste tidens marknadsutveckling är av temporär karaktär. Vår bedömning är att man ändå kommer att behöva göra ytterligare för att stödja den bräckliga ekonomin. Inflationsförväntningarna är fortsatt låga, och det är viktigt att förtroendet för centralbanken upprätthålls.

## Förtroendet för Abe sinar

Som det ser ut idag ligger andra steget i momshöjningsprocessen fortfarande i korten, och förhoppningen är att ekonomin ska vara i tillräckligt gott skick under 2017 för att en sådan inte ska få samma ödesdigra effekter på konsumtionen som upplevdes under första momshöjningen 2014. Men folkets förtroende för att detta kommer att uppnås har minskat kraftigt de senaste månaderna, och för att få ett förnyat mandat och lättare kunna genomföra sina reformer lär Abe utkalla nyval. Men frågan är hur många chanser man får att lyckas utan att presentera några större hållbara framsteg vad gäller den realekonomiska utvecklingen. Visst kan detta ses som den bästa möjligheten på länge att faktisk lyckas ta sig ur det ekonomiska läge man länge har befunnit sig i, men utan effekt på export och tillväxt och med en inflation som lär hålla sig nära noll i år är det svårt att vara överdrivet optimistisk. Ett nytt förtroende och en nystart kan vara positivt, men risken finns att det blir mer av samma vara. I och med sinande effekter från penningpolitiken kanske det är värt att fokusera än mer på strukturella reformer som i grunden kan lyfta landet. En del sådant har redan fått effekt, exempelvis diverse avregleringar och ökat arbetskraftsdeltagandet bland kvinnor. Men här finns mer att hämta, och risken är att det hamnar lite i skuggan av penningpolitiken.

# Japan

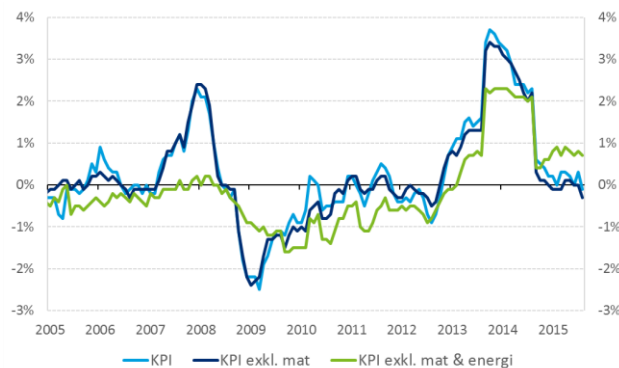
Förtroendet för Abenomics sinar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den mycket svängiga ekonomiska utvecklingen fortsätter, där tillväxten inte sällan rör sig ned i kontraktionsterritorium. Även företagsförtroendet har börjat tryta, något som är problematiskt för premiärminister Abe.

Fortsatt lågt inflationstryck



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inflationen har bitit sig fast vid nollstrecket, inte heller rensat för mat- och energipriser finns det något som tyder på att den underliggande prisbilden rör sig uppåt.

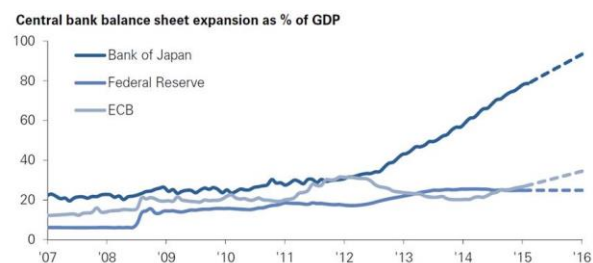
En mycket stram arbetsmarknad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med en arbetslöshet på 3,2 procent och en nivå på antal jobb i relation till arbetssökande som har ökat stadigt de senaste åren är förhoppningarna att lönetillväxten ska tilltaga. Detta har ännu inte skett, och förblir en viktig faktor för att få igång konsumtionen.

Fortsatt stimulatv penningpolitik



Källa: Goldman Sachs

Trots en mer avvaktande ställning från Bank of Japans sida så bedriver man jämfört med andra centralbanker den överlägset mest stimulatv penningpolitiken i relation till BNP.

# Tillväxtmarknader: Makroekonomi

## Tillväxtländer

Efter en längre period med fallande råvarupriser och stärkt dollar, vilket generellt verkar hämmande på ett antal tillväxtmarknader, så har trenden under 2016 vänt. En viktig orsak till den förändrade bilden är den räntehöjningscykel som inletts i USA, en händelse som historiskt inneburit ett startskott för en period med något svagare dollar. Dollarns korrelation med råvaror är tydlig och vi har under årets inledande månader sett en snabb rekyl uppåt i ett antal råvaror. Samtidigt har osäkerheten kring Kina åtminstone tillfälligt avtagit och prognoserna för landets tillväxt har stabiliserats. Sedan i januari har IMF höjt sina prognoser för BNP i Kina för innevarande och kommande år med 0,2 procentenheter till 6,5 respektive 6,2 procent. Uppskattningar säger att en procentenhets högre eller lägre tillväxttakt i Kina skulle kunna påverka metallpriserna med cirka 9 procent, med nära nog lika stor påverkan på energirelaterade råvaror. Störst positiv effekt av dagens trend borde uppnås i råvaruproducerande länder i Latinamerika, Ryssland, Mellanöstern och Afrika. Vi har till viss del också kunnat notera en tilltagande optimism i länder i dessa regioner. Det stora undantaget är Brasilien som alltjämt kämpar med låga nivåer vad gäller såväl konsument- som företagarförtroende. Det är dock värt att notera att trots rekyl i oljepris så är prisnivån lägre än under de senaste åren och pressen på ett antal oljeproducerande länder som Saudi Arabien och Nigeria lär kunna bestå även med dagens prisnivåer.

## Latinamerika – president Rouseff ställs inför riksrätt

För Brasilien är uppgången i råvarupriser och en reducerad osäkerhet kring Kinas tillväxt välbehövliga nyheter. Men den politiska situationen med en president som ställs inför riksrätt, en uppenbar oförmåga, eller ovilja, att genomföra reformer och begränsade möjligheter att stimulera ekonomin skapar inte förutsättningarna för en stark tillväxt. En ny president kommer inte att tillträda förrän 2019, till dess träder landets vicepresident in. Innan en nyvald ledare är på plats förväntar vi oss inte att en välbehövlig reformagenda kan komma att presenteras.

En förtroendekris från investerare, i kombination med lågt kapacitetsutnyttjandet, skapar inte heller incitament för investeringar. Positivt bidrag till BNP

väntas komma från förbättrade exportnivåer, i kölvattnet av den nedtryckta valutan. Men även under 2016 väntas en negativ tillväxt om 3,8 procent. Med den svaga underliggande konjunkturutvecklingen och den politiska instabiliteten ser vi den senaste tidens stärkta valuta som mer av kortsiktig lättnad och ett resultat av förväntningar på ett regimskifte och påföljande strukturella reformer, och realen handlas relativt dollarn till den genomsnittliga nivån sedan 1980. Samtidigt ser vi en tydlig möjlighet att inflationen faller tillbaka som ett resultat av lägre lönetryck på grund av den allt högre arbetslösheten och att effekten av fjolårets valutarörelser ebbar ut. Skulle en sådan utveckling materialiseras kan det skapa möjligheter för en snabb sänkning av landets styrränta vilket kommer ge en stimulerande effekt.

## Östeuropa – rysk ekonomi något ljusare

Den ryska ekonomin och rubelns koppling till oljepriset är tydlig och en lättnad väntas efter den rekyl i olja vi bevittnat under året. En starkare rubel stärker nu reallönerna och ökar köpkraften hos konsumenterna, samtidigt som inflationstrycket i ekonomin avtar och möjligheterna till räntesänkningar tilltar. Den ryska ekonomin är trots allt också relativt motståndskraftig mot ett lägre oljepris och tydligt negativa effekter bedöms inte uppstå förrän priset närmar sig 20 dollar per fat. Ser vi till prognoserna för landets tillväxt har dessa börjat att justeras upp, samtidigt som inflationen faller snabbare än tidigare estimerat. En effekt är att analytiker i allt högre utsträckning väntar sig att den ryska centralbanken kan börja sänka styrräntan under sommaren, med möjligheten till ytterligare lättnader under resterande delen av 2016. Redan under det första kvartalet har en förbättrad industriaktivitet noterats och vi väntar oss att konsumtionen sakta kan förbättras från de senaste årens låga nivåer.

I övriga Östeuropa ser förutsättningarna fortsatt relativt gynnsamma ut. I exempelvis Polen fortsätter den höga tillväxten, med en BNP som bedöms öka i nivå med fjolårets 3,6 procent. Även om utvecklingen till synes framförallt är driven av den inhemska ekonomin, och därmed i mindre utsträckning beroende av externa faktorer, så är landets tillväxt alltjämt starkt korrelerad med trenden i Tyskland. Ett samband som även gäller för övriga länder i regionen.

# Tillväxtmarknader: Makroekonomi

## Asien

Under fjolåret ökade osäkerheten kring den kinesiska ekonomins utveckling och risken för en hårdlandning. Vår bedömning har varit att landets regering med riktade insatser, ökade investeringar, avregleringar och förbättrad tillgång till kreditmarknaden väntades kunna stoppa den negativa trenden. Vi ansåg också att det var troligt att Kina skulle tidigarelägga större investeringar inom ramen för den rådande femårsplanen, vilket förväntades öka tillväxten det kommande året. Nyckeln var att få stopp på den negativa trenden på fastighetsmarknaden, som är mycket investerings- och kapitalintensiv. Vi har det senaste halvåret också sett att ett flertal stimulerande åtgärder vidtagits med önskad effekt. Inledningen på året har därmed visat en tydlig stabilisering i många makroindikatorer, framförallt utvecklingen under mars var stark. Den senaste statistiken som visar utvecklingen under april, var inte riktigt lika övertygande och nådde inte heller upp till marknadens förväntningar. I april steg bland annat industriproduktionen i landet med 6,0 procent i årstakt, samtidigt som detaljhandeln visade en uppgång om 10,1 procent. Vi bedömer dock att förväntningarna sannolikt var uppdrivna efter föregående månads utfall.

Samtidigt var utvecklingen inom fastighetssektorn mycket stark även under april, försäljningen räknat i värde steg med närmare 60 procent jämfört med samma månad i fjol. Nya byggstarter ökade med 25,9 procent och investeringarna steg med 9,6 procent. Den bättre aktiviteten i landet har också resulterat i att analytiker justerat upp sina tillväxtprognoser med ett par tiondels procent för såväl innevarande som nästa år. Det är också sannolikt att dagens investeringar kommer att få effekter även under fortsättningen av 2016 och tillväxten bedöms därmed kunna nå över dagens prognos om en BNP-uppgång på 6,5 procent. Det är dock inte rimligt att förvänta sig att fastighetsmarknaden från dagens nivåer ska vara den drivande faktorn, utan att vi kan ha den stora rörelsen bakom oss. Det som är oroande i denna utveckling är att mycket är kreditdrivet. Billig och lättillgänglig kredit skapar ofta felallokeringar av kapital och riskerna i det finansiella systemet ökar. Det finns därmed en tydlig

risk att fokus flyttas från tillväxtoro till kreditoro, eller en kombination av dessa båda. Under inledningen av 2016 har också antalet kredithändelser ökat, vilket kommer att öka spreadarna på kreditmarknaden.

De stigande kreditnivåerna är dock inte något som är specifikt för Kina, utan ett genomgående tema bland tillväxtmarknaderna även om den kinesiska utvecklingen sticker ut. Kina, Turkiet, Sydkorea, Brasilien och Ryssland är samtliga länder där skuldsättningen i förhållande till BNP ökat med mer än 30 procentenheter det senaste decenniet, en nivå som generellt brukar anses som kritisk vad gäller att skapa obalanser och risker. I Ryssland verkar emellertid trenden ha stannat upp, och även för Brasilien finns tecken på en lägre skuldsättningsgrad och än så länge verkar båda dessa länder klara sig utan någon större försämring av kreditkvaliteten. Även Turkiet och Sydkorea visar en lägre tillväxttakt för skulderna, men tillväxten ligger samtidigt på en högre nivå än BNP-tillväxten. För Kina ökar fortsatt skuldsättningsgraden och vi ser en tydlig risk för att det kommer ett bakslag när inte de låga finansieringskostnaderna och statliga stimulanserna längre funderar som stöd.

För Indien väntas en oförändrad BNP-tillväxt under kommande år på cirka 7,5 procent. Förhoppningarna kring landets reformagenda har kommit av sig något och särintressen och byråkrati fortsätter att prägla den politiska scenen. Inköpschefsindex för industrin föll under andra halvåret 2015, men förstärktes under inledningen av innevarande år för att i april åter falla tillbaka till nivån 50,5. Inflationen ligger stabilt runt målnivån, med möjligheter till ytterligare nedgång under de kommande åren. Den lägre inflationen och den senaste statsbudgeten har stärkt tron på en fortsatt stabil utveckling, och som ett resultat har centralbanken nyligen sänkt styrräntan till 6,5 procent. Det kommer förhoppningsvis bidra till en förbättrad kreditillväxt efter en lång period med svag utveckling. Vi noterar emellertid att skuldsättningen även bland indiska företag är hög, samtidigt som andelen problemkrediter i bankerna har stigit och finanssektorn har generellt svaga balansräkningar. Det talar för låg kreditillväxt även framöver och därmed även en lägre expansionstakt för investeringarna än vad som är önskvärt.

# Tillväxtmarknader

BNP och inköpschefsindex på tillväxtmarknader

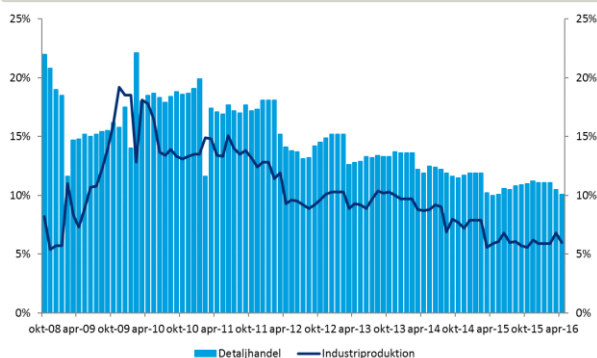
	BNP-tillväxt			Inköpschefsindex apr-16
	2015	2016	2017	
<b>BRIC-länderna</b>				
Brasilien	-3,8	-3,8	0,0	42,6
Ryssland	-3,7	-1,8	0,8	48,0
Indien	7,3	7,5	7,5	50,5
Kina	6,9	6,5	6,2	50,1
<b>Övriga tillväxtmarknader</b>				
Mexiko	2,5	2,4	2,6	52,4
Sydkorea	2,6	2,7	2,9	50,0
Turkiet	3,8	3,8	3,4	53,6
Sydafrika	1,3	0,6	1,2	54,9
Östeuropa	-0,6	0,9	2,3	
Asean-5*	4,7	4,8	5,1	

\* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Tillväxtförutsättningarna skiljer sig markant mellan de olika länderna i sammanställningen ovan. Under 2017 bedöms Brasilien och Ryssland lämna den negativa tillväxten bakom sig, och även för flera andra länder väntas en starkt tillväxttakt detta år.

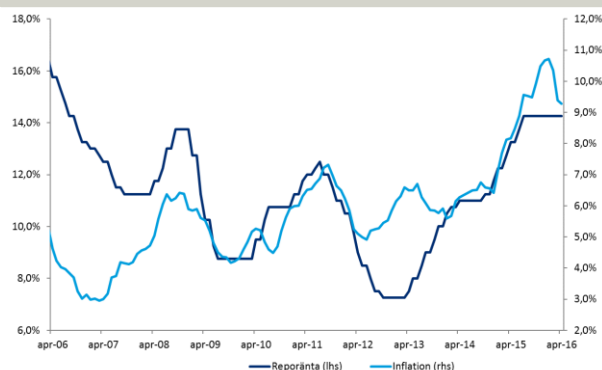
Kina: Oron för en hårdlandning av avtagit



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

De senaste månaderna har oron för den kinesiska tillväxten avtagit, och en hårdlandning ligger inte längre i korten. Såväl industriproduktion som detaljhandel verkar ha stabiliserats på nuvarande nivå.

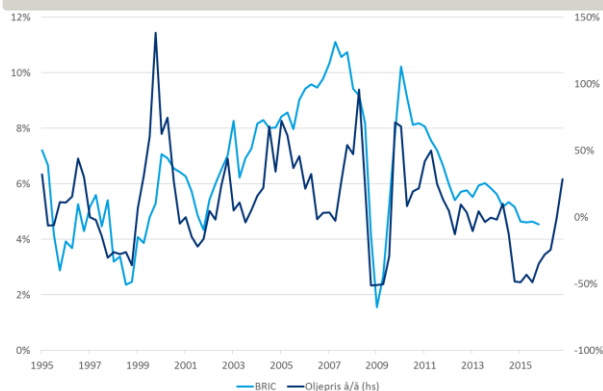
Brasilien: Inflation har fallit något från toppen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även om inflationen i Brasilien kommit ned från toppnivåerna så saknas manöverutrymme för landets centralbank att sänka styrräntan.

Oljepriset och BNP på tillväxtmarknaderna starkt korrelerad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Sambandet mellan BNP-utvecklingen på tillväxtmarknaderna och oljepriset är starkt. Stämmer historiska samband kan vi därmed se ett lyft i tillväxten för BRIC-länderna under det kommande året. Störst betydelse har oljan för den ryska ekonomin, där inflationen nu faller snabbt, vilket ökar reallönerna och samtidigt öppnar för räntesänkningar.



# Utsikter för de finansiella marknaderna



# Globala aktiemarknader

## Skakig tillbakablick men stabilare utsikter

De globala aktiemarknaderna inledde det nya året svagt och världsindex hade vid lågpunkten i februari backat med 13 procent räknat i svenska kronor och med 12,1 procent i dollar. Därefter har dock marknaderna av flera anledningar vänt upp och stabiliserats, per den 20 maj kan årets utveckling istället summeras till minus 2,9 procent i kronor och 1,6 procent i dollar. Bland de bästa marknaderna syns Brasilien, såväl i kronor som i lokal valuta medan de kinesiska är bland de sämre. Årets utveckling har i stort sett gått helt på tvärs mot fjolårets trender, då de starkaste marknaderna i år i stor utsträckning är de med högråvarukorrelation vilka nu fått stöd av vändningen uppåt i råvarupriser och en svagare amerikansk dollar. Detta efter flera års negativ utveckling. Som vanligt finns det många skeenden och potentiella risker som hotar den globala konjunkturutvecklingen och finansmarknaderna, både kända och okända. Kinas otydliga valutapolitik var ett stort orosmoment under årets första månader och gav ett tydligt avtryck på världens finansmarknader.

Farhågor om en potentiellt kraftig kinesisk devalvering, i likhet med vad Kina genomförde i mitten på av 1990-talet och som då gav upphov till den dåvarande asienkrisen, skapade tydlig riskaversion. I samband med G20 mötet i Shanghai i februari skingrades dock osäkerheten med uttalanden från både den kinesiska centralbanken (PBOC) och IMF. PBOC är tydliga med att de inte har sådana avsikter, dock kommer yuankursen att vara kopplad mot en valutakorg och inte enbart dollarn som tidigare varit fallet. Råvarornas initialt fortsatta fall i år, olja handlades exempelvis på runt 25 dollar per fat som lägst. Rörelsen skapade stora friktioner på kreditmarknaderna med långtgående negativa spiraler. Detta pressade många oljestater och skapade ett misstroende mot många banker som vi inte sett sedan eurokrisen 2012. Uttalanden från Opec och flera andra oljeproducerande stater fick dock oljepriset att vända upp igen och har nu nästintill fördubblats sedan lågpunkten, med väsentligt minskad kreditstress som följd.

Centralbanker har varit fortsatt i fokus och ECB har utökat sina stimulanser och BOJ fortsätter i oförminskad takt. De negativa räntor som nu är fallet

bland annat i Eurozonen, Japan och Sverige har så här långt inte medfört ytterligare valutaförsvagning eller annan synbar stimulans utan har istället skapat marginalpress för bankerna. Vinstmässigt syns en vikande trend i USA relativt övriga världen, en stark dollar och oljepriskollapsen är de främsta skälen, men från och med det andra kvartalet i år ser vi en utplanande vinstutvecklings trend i linje med övriga utvecklade marknader, då dollar- och oljeeffekterna reverserats. På tillväxtmarknaderna har utvecklingen generellt varit stark under året trots att flera av de större tillväxtmarknadsländerna befinner sig i recession. I Brasilien, efter många år av fallande kurser, har en optimism runt råvarupriser infunnit sig och gett kursstöd tillsammans med förhoppningar om att det pressade ekonomiska läget leder fram till politiska förändringar.

Vi bedömer att relativvärderingen mot obligationer ger ett fortsatt stort stöd till aktier och direktavkastningen för aktier är fortsatt på högre nivåer än det historiska snittet. Aktievärderingen sticker trots nedgångarna dock inte ut på nedsidan sett till tioårsnittet. Världsindex handlas idag på P/E 16 för 2016 och på P/E 14 för 2017, med en något högre nivå för de amerikanska börserna, men lägre för den japanska, europeiska och på tillväxtmarknaderna. Globalt väntas å andra sidan bara en vinsttillväxt på drygt 2 procent under 2016 efter att knappt vuxit alls 2015. Vinsttillväxten bedöms bli störst i några av de europeiska länderna med en ökning om drygt 15 procent i Italien men även Japan sticker ut med en förväntad vinsttillväxt närmare 15 procent. Fortsatt kommer en relativt stor del av vinstförbättringarna från effektiviseringar och aktieåterköp men försäljningstillväxten väntas överlag bli positiv under det kommande året, såväl globalt som i USA och i Europa. Här väntas störst tillväxt i Asien och på tillväxtmarknader med runt 3 procent. Sektormässigt är det även en reverserad utveckling i år jämfört med tidigare år. Konsumentrelaterade aktier och teknikaktier som gynnas i lågräntemiljön, men även hälsovårdssektorn, har utvecklats svagt. Energi- och råvaruaktier som har haft betydligt tuffare omständigheter, har fått en revansch kursmässigt från väldigt pressade nivåer.

# Globala aktiemarknader

Efter de senaste månadernas slagiga utveckling på marknaden då den tidigare kombinationen av förväntningar på tvåsiffrig vinsttillväxt och stärkt global tillväxt istället har justerats ned och nedsidesrisker i form av den brittiska folkomröstningen om landets EU-medlemskap har vi dock en fortsatt försiktigt positiv syn på aktiemarknader och dess potential på kort sikt. Underliggande ser vi att trenden kommer kunna förbättras samtidigt som risken för fortsatt hög volatilitet är stor. Volatiliteten har periodvis ökat kraftigt under våren på såväl aktiemarknaden som ränte- och valutamarknaderna, vilket är ett uttryck för de osäkra utsikterna.

## Utvecklade marknader

Amerikanska aktier representerar drygt hälften av det globala börsvärdet och har genom sin ledande position stor påverkan på övriga länders aktiemarknader. De amerikanska börsbolagen har det senaste året befunnit sig i en situation där vinsterna aggregerat har fallit, detta som en följd av press från råvarurelaterade bolag och en stark dollar som pressat marginalerna för de internationella företagen. Även en flackande yieldkurva har bidragit till lägre vinster i finanssektorn. Från och med det andra kvartalet i år ser vi dock ett trendbrott i vinstrevideringarna, tack vare högre oljepriser och något svagare dollar. Vinstmultiplarna är fortfarande högre än sina historiska snitt och vi ser mer prisvärda aktiemarknader utanför USA. I Europa är konjunkturåterhämtningen bekräftad men från en låg nivå. Bolagen gynnas av ett mycket stimulerande ECB, som via okonventionella metoder pressar ner företagets upplåningskostnader. Mario Draghis berömda tal, där han uttalade att ECB kommer att göra "whatever it takes" för att försvara Euron, ger också stabilitet i utsikterna. Lönsamhetsnivån är lägre i europeiska bolag än den vi ser i amerikanska bolag vilket ger förbättringspotential och den europeiska aktiemarknaden är billigare. I många bolag finns det sannolikt stor effektiviseringspotential i och med att europeiska marginaler ännu befinner sig en bra bit från de toppnivåer som syntes 2007 och amerikanska bolags marginaler är rekordhöga. Ett vinstlyft med en ökning på 1,2 procent väntas 2016 och 13,1 procent 2017.

Japan uppvisar en stor divergens mellan den svaga makroekonomiska utvecklingen, främst på grund av demografisk motvind, samt utsikterna för aktiemarknaden där vi ser en del ljuspunkter. En stigande kapitaldistribution till aktieägare är ett starkt skäl till att vara positiv till japanska aktier, emellertid upplever vi att momentum i reformprogrammet Abenomics mattas av. På senare tid har också den japanska yenen stärkts markant mot dollarn vilket ger marginalpress för många exportbolag. Aktiemarknadsvänliga reformer från regeringen i kombination med en god vinsttillväxt, där snittförväntningarna idag ligger på drygt 14,8 procent för år 2016, har medfört att kapitaldistributionen har ökat markant. Trenden i estimatrevideringar är dock inte längre positiv. Vinsterna värderas till en något lägre nivå än tioårssnittet. Fortsatta marginalförbättringar bör vara möjliga att göra i de japanska börsbolagen då avkastningen på eget kapital är betydligt lägre än den är i USA och Europa. Sammantaget har vi en svagt negativ syn på utvecklade marknader, men föredrar den europeiska och svenska marknaden som gynnas av fortsatta stimulanser före den amerikanska, där värderingen sticker ut på uppsidan.

## Tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader har utvecklats starkt under året, inte minst Latinamerika där Brasiliens utveckling bidrar. I Asien exkl. Japan där de kinesiska aktiemarknaderna ingår har utvecklingen varit volatil och svag i år. Många länder i regionen är nettoimportörer av olja och gynnas därmed av det låga oljepriset och påverkas positivt av en svagare dollar. Osäkerheten kring den kinesiska valutapolitiken och yuanens fortsatta utveckling efter att peggen mot den amerikanska dollarn tagits bort har påtagligt ökat nervositeten på dessa marknader. På det kinesiska fastlandet syns att den tidigare tydligt spekulationsdrivna utvecklingen på börserna nu kommit in i en lugnare fas. Den kraftigt stigande kinesiska skuldsättningen bedömer vi är ett stort hot mot den finansiella stabiliteten inte bara i regionen utan globalt. På längre sikt ser vi dock fortsatt potential där konsumtion fortsätter att vara ett högst intressant tema. År 2020 prognostiseras exempelvis den snabbt växande kinesiska medelklassen uppgå till 600 miljoner människor.

# Globala aktiemarknader

Tillväxtmarknaders börsutveckling tenderar att ha hög följsamhet med råvaruprisernas utveckling då Kina och även Indien varit stora importörer av en stor del av övriga tillväxtmarknaders exportvaror. Då oljan i år vänt upp från låga nivåer har såväl Ryssland som Latinamerika gynnats. Makrosignalerna är dock väldigt svaga i framförallt Latinamerika och Ryssland är en mycket svårbedömd marknad där korruptionsinslagen är stora och där nuvarande ekonomiska sanktioner från omvärlden medför ett utmanande investeringsklimat. Östeuropa innefattar, förutom Ryssland, även länder som Polen och Tjeckien som gynnas av den återhämtning som pågår i Västeuropa. I Latinamerika, som domineras av Brasilien, är det ett mycket kärt ekonomiskt klimat. Exportintäkter från framförallt olja och andra råvaror har kollapsat, vilket i kombination med hög utländsk skuldsättning i dollar gör att flera ekonomier sitter i ett problematiskt läge. Värderingen för tillväxtmarknader är på det hela taget sett låg i relation till utvecklade marknader. Men även här är skillnaderna mellan regionerna stora där fastlandskina fortfarande sticker ut som relativt dyr medan den ryska marknaden ser desto lägre värderad ut. Tillväxtmarknaderna har under flera år utvecklats svagt och värderingar och förväntningar är låga samtidigt som motvindarna från skuldsättning i dollar och råvarupriser avtar. Sammantaget ser vi nu positivt på tillväxtmarknader generellt efter att ha varit negativa en längre tid och neutrala sedan årsskiftet.

## Sektorutveckling och utsikter

De senaste årens börsuppgång har framförallt drivits av defensiva sektorer samt, i USA:s fall, teknologisektorn. Något som hitintills i år har reverserats. Starkt cykliska och råvaruexponerade bolag har tagit revansch efter att i många år underpresterat sektoriellt. Efterfrågan på finansiellt starka bolag med god direktavkastning är dock fortsatt stor då det allmänna ränteläget ur ett historiskt perspektiv är mycket lågt. Detta har medfört att värderingen på den typen av bolag har stigit kraftigt och att premien relativt cykliska bolag är fortsatt hög. Till dessa typer av bolag hör hälsovårdsbolag och dagligvarubolag medan verkstadsbolag och sällanköpsvarubolag hör till de mer cykliska.

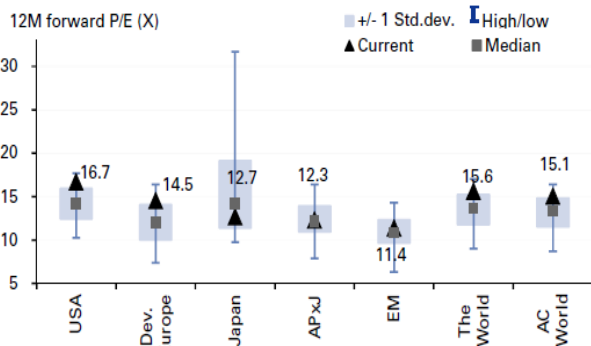
Sett till relationen mellan tillväxt och värdering bör de cykliska bolagen ha en bra potential givet att vi går en mer normaliserad konjunktur och ränteutveckling till mötes. Fortfarande är det dock inget som tydligt tyder på någon sådan normalisering i närtid. I Europa har de under året tidigare positiva vinstprognosrevideringarna slagit om och blivit negativa igen. Svagare kinesiska utsikter tynger prognoserna för många europeiska exportbolag likväl som en fallande investeringstakt från gruv- och energisektorn. Valutaeffekterna från den svaga euron och kronan relativt dollarn är avtagande även om det fortfarande innebär stöd för de mer exporttunga cykliska bolagen. På andra sidan Atlanten är situationen inte fullt likadan utan mer blandad, även om defensiva bolag även här framstår som dyra relativt cykliska. Där är det mer en fråga om exportbolag relativt bolag med en mer inhemsk exponering. Dollarutvecklingen har pressat tillverkningsindustrin som dock verkar öka takten något igen trots att investeringarna fallit brant inom energi- och gruvrelaterad industri.

## Småbolag

Mindre bolag har historiskt givit en högre avkastning än stora bolag över längre tidsperioder, dock till priset av högre volatilitet. Småbolag har oftast bättre möjligheter att växa då basen för expansionen är mindre. Vi kan också konstatera att andelen förvaltare som slår sina index inom segmentet småbolagsfonder är fler än för storbolagsförvaltare, av flera anledningar. Småbolag ger möjligheten att få en mer koncentrerad exponering mot tematiska investeringar och strukturella marknadstrender och dessutom kan småbolag erbjuda goda möjligheter i uppköpsperioder, då dessa oftare är föremål för förvärv. På tillväxtmarknader erbjuder småbolagsexponering ofta en tydligare investeringsmöjlighet mot inhemsk konsumtion, något vi finner väldigt intressant. Vår bedömning är att det finns bra potential för småbolag att överavkasta, så länge inte det generella marknadssentimentet dramatiskt förändras till det sämre. Vi fördrar småbolag på tillväxtmarknader och i Europa framför amerikanska i nuvarande konjunkturläge.

# Globala aktiemarknader

Värderingarna normala - utom i USA som ligger i överkant



Källa: Goldman Sachs

Vinstmultiplarna på prognoserna är något i överkant mot tidigare. Utvecklade marknader uppvisar högre värderingar än tillväxtmarknader relativt historiken.

Börsutveckling för de marknader vi rekommenderat övervikt i under året (tillväxtmarknader och Europa) relativt världsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Relativt stark råvarukorrelerad utveckling på tillväxtmarknader. Den europeiska marknaden har inte lyft enligt våra förväntningar, men har enligt oss ett starkt värderingsstöd.

Låga förväntningar på 2016, men högre på 2017

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
S & P 500	3.2	6.6	1.0	12.0	8.9	9.9
STOXX Europe 600	-1.1	6.1	1.2	13.1	6.6	7.1
TOPIX (FY basis)	1.6	2.9	14.8	7.0	5.1	5.4
MSCI AP ex Japan	3.3	7.2	1.2	11.0	8.2	8.5
MSCI EM	2.7	8.1	7.7	13.1	7.8	8.1
<b>MSCI The World</b>	<b>0.3</b>	<b>5.3</b>	<b>2.3</b>	<b>13.2</b>	<b>8.4</b>	<b>8.5</b>
Cons. Disc	4.0	4.4	14.6	11.5	6.3	6.8
Cons. Staples	2.3	4.0	4.9	9.4	5.9	6.0
Energy	-16.5	21.1	-49.6	135.0	3.4	1.9
Financials	2.1	3.6	-0.3	9.8	14.3	13.9
Health Care	7.3	5.3	6.7	10.1	11.7	11.6
Industrials	0.4	3.0	8.6	12.0	6.4	6.7
I.T	3.4	5.6	2.9	11.7	15.4	15.2
Materials	-4.7	4.3	2.4	17.1	5.9	5.8
Telecom	3.6	1.9	2.0	8.5	8.4	8.5
Utilities	-1.5	1.1	-1.8	3.8	6.4	6.4

Källa: Goldman Sachs

P/E-tals utvecklingen över en längre tidsperiod



Källa: Factset

Försäljningstillväxt och vinstutveckling spås förbättras markant nästa år. För i år är emellertid förväntningarna modesta.

Vinstmultiplar uttryckt som P/E-tal uppvisar inte några extremvärden globalt.

# Globala aktiemarknader

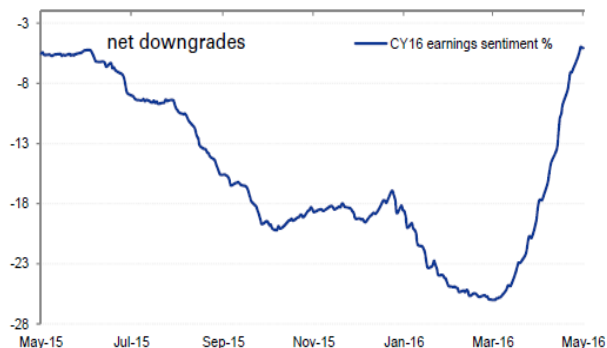
## Cykliskt relativt starkt



Källa: Factset

Tvärtemot tidigare år har cykliska aktier utvecklats starkare än defensiva aktier i år.

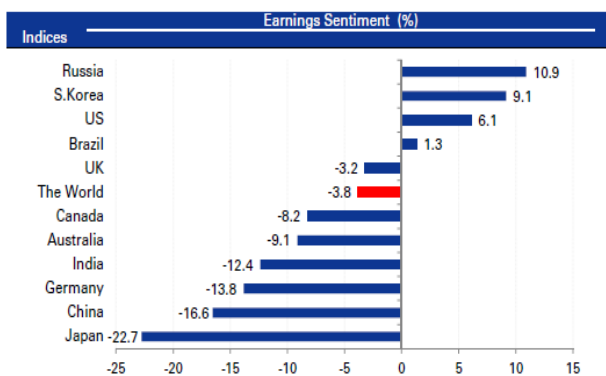
## Vinstprognosrevideringarna mindre negativa



Källa: Factset

Vinstprognosrevideringar i bolagen har kraftigt förbättrats den senaste tiden, men är fortfarande i negativt territorium.

## Japanska bolag står nu för de största negativa revideringarna



Källa: Goldman Sachs

Ryssland, Sydkorea och USA har nu de största positiva vinstrevideringarna. Tvärt emot fjolårets trend då det var ombytta förhållanden med Japan i topp.

## Småbolagen fortsätter att utvecklas relativt starkt



Källa: Factset

Småbolagen utvecklas starkare än sina större motsvarigheter på global basis.

# Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsen har hittills under 2016 uppvisat en svag och slagig utveckling, precis som flertalet av de globala aktiemarknaderna. Uttryckt som SIX RX, vilket inkluderar återinvesterade utdelningar utan skatt, är avkastningen till och med den 20 maj negativ med 2,3 procent. Årets svaga inledning kulminerade i mitten av februari, då en lågpunkt nåddes vid indexnivån 1250 på OMXS30 vilket då innebar en nedgång från årsskiftet på 13,9 procent, varefter en återhämtning ägt rum. Ett återkommande tema de senaste åren har varit osäkerhet kring kinesisk valutapolitik, både dess utformning och kommunikation, något som framkallat finansiell oro. Detta var också fallet under årets inledande månader. I samband med G20-mötet i Shanghai gjordes ett antal uttalanden från PBOC och IMF som dock minskade osäkerheten. Takten i Feds räntehöjningscykel är en fortsatt stor osäkerhetsfaktor även om de kommunicerat att de kommer genomföra väldigt försiktiga och gradvisa höjningar med anledning av skakiga omvärldsfaktorer. Den ökade volatiliteten under inledningen av detta år skapar ett uppgivet investerarkollektiv då de kastas mellan hopp och förtvivlan i den slagiga kursutvecklingen. Makroekonomiskt fortsätter dock Sverige att utvecklas väldigt starkt och vi upplever en stor diskrepans mellan positiva aktuella läget och det allmänna sentimentet.

Vi har nu i stor utsträckning avslutat rapportsäsongen för det första kvartalet och med oss från den syntes allt fler tecken på ett ljusare läge i Europa även om de flesta rapportkommentarerna också vittnade om ett fortsatt kärvt läge på många tillväxtmarknader. Makroekonomiska indikatorer visar att den konjunkturella återhämtningen i regionen fortgår och vi bedömer att förutsättningar finns för att Europa fortsätter expansionen. Många svenska börsbolag har ett stort exportinslag där länder i Europa i flertalet fall är de största marknaderna som nu utvecklas positivt. Norge utgör tyvärr ett undantag då de befinner sig i en avmattningsfas efter många års oljeboom. Kinas fortsatta utveckling är också av stor betydelse för många av stockholmsbörsens exportbolag. Vår uppfattning är att en så kallad hårdlandning för den kinesiska ekonomin ser ut att kunna undvikas på kort sikt men att omställningen från en investeringsinriktad ekonomi till en mer konsumentinriktad inte saknar utmaningar.

Den amerikanska ekonomin saknar inte heller utmaningar, den senaste tiden har dock en förbättring skett i industridata vilket är positivt då just tillverkningsindustrin varit svagare de senaste halvåret. Tidigare har dock de amerikanska konsumenterna mer en väl kompenserat för industrins svaghet och när nu industrin ökar takten igen finns förutsättningar för förbättrad ekonomisk aktivitet och tillväxt. Fed valde vid sitt möte i december att påbörja sin räntehöjningscykel. Studier rörande vad som händer med europeiska börser inför och efter att Fed inleder en räntehöjningscykel visar att börserna tenderar att fortsätta stiga. Dagens osäkerhet kring takten i höjningarna är därför något vi inte bedömer kommer att ge en längre negativ utveckling.

## Värdering

P/E-talet för Stockholmsbörsen är nu på knappa 16 gånger 2016 års förväntade vinster medan den sjunker till 14 gånger prognoserna för 2017 års vinster. Värderingen befinner sig nu något över det historiska genomsnittet 14, men är inte på nivåer som förutsätter kraftigt förbättrade vinster för att kunna motiveras. EV/Sales 1,5 på detta år och en EV/EBIT på 14,7 upplever inte vi som utmanande men inte heller som något fyndpris. Även om vi bedömer att vinstestimaten kommer att fortsätta revideras ned något under året, kanske med anledningen av en starkare krona, ser vi börserna som rimligt prissatt där vi står idag.

## Försäljnings- och vinstestimater

De svenska börsbolagen har idag en historiskt bra lönsamhet som är tillbaka kring rekordnivåerna vid den förra cykel toppen. Vinstmarginalerna bedöms fortsätta stiga och bakom de stärkta vinstförväntningarna ligger både en ökad försäljningsvolym och förbättrade rörelsemarginaler. Den genomsnittliga omsättningen för de svenska börsbolagen uppskattas växa med beskedliga 0,5 procent 2016 och med 4 procent 2017. Det gör att vinstökningen prognostiseras att landa på 5,8 procent i år för att sedan uppgå till 10,9 procent 2017. Vi ser att stigande vinster utgör nyckeln till en fortsatt börsuppgång och bedömer att förutsättningarna för vinsttillväxt i många svenska bolag är relativt goda.

# Svensk aktiemarknad

## Direktavkastningen

Utdelningarna, som andel av det samlade börsvärdet, är högre idag än den har varit historiskt samtidigt som räntenivån är avsevärt lägre vilket gör nivån både i relativa såväl som i absoluta tal attraktiv. Börsbolagen har under längre tid förbättrat lönsamheten och kan därigenom öka distributionen till sina ägare. Detta sker både via utdelningar och i viss mån aktieåterköp. För börsen som helhet ligger prognoserna för direktavkastningen på 3,8 procent 2016. Bankerna, som väger tungt i index, har en förväntad direktavkastning på mellan 4,8 procent och 7,8 procent, i topp ligger Nordea och Swedbank. Även inom andra sektorer finns det gott om bolag som erbjuder en god direktavkastning. Operatörerna Tele2 och TeliaSonera är klassiska utdelningsaktier. Ericsson och Skanska är ytterligare exempel på bolag med hög direktavkastning. De flesta utdelningar avskiljs under våren men trenden är att fler bolag sprider ut utdelningarna till fler tillfällen och alternativt distribuerar kapital genom aktieåterköpsprogram.

## Företagstransaktioner

Svag global tillväxt har bland annat fått bolagen att se sig om efter möjligheter att kompensera låg organisk tillväxt med förvärv. Den höga riskaptiten och jakten på avkastning i nuvarande lågräntemiljö har medfört att såväl entreprenörer som Private Equity-bolag har kunnat söka kapital via aktiemarknaden. Starka balansräkningar och den goda tillgången på billig finansiering är också faktorer som givit stöd åt förvärvstrenden och något som även framgent talar för en fortsatt hög aktivitet. Vi har under året dock sett en mer avvaktande hållning till börsintroduktioner i kontrast till fjolårets generellt mycket höga efterfrågan. Detta i spåren av den ökande konjunkturella osäkerheten och den högre volatiliteten på finansmarknaderna.

## Valutor

Den svenska kronans försvagning mot dollarn de senaste åren har under hösten och våren stannat upp och delvis reverserat, detta trots Feds räntehöjning och uttalanden från Riksbanken om att de kommer att intervensera om kronan stärks. Vår uppfattning är att den större förstärkningen av dollarn mot kronan nu till stor del är avklarad. Svenska börsbolag som är mycket

exportorienterade har fått ett ordentligt resultatbidrag av valutaförsvagningen de senaste åren men här tror vi således att bidraget kommer att minska. Valutarörelser över- eller underskattas ofta av analytiker vilket gör att de ofta ger upphov till avvikelser mot förväntningarna i bolagsrapporterna. Vi väntar oss en fortsatt dollarförsvagning, men bedömer samtidigt att situationen inte försämras avsevärt under året från där vi står idag och ser i förlängningen att en svagare dollar kan ge välkommet stöd till många tillväxtmarknader och råvarupriser.

## Stockholmsbörsens utsikter

Efter vinterns kursfall, till följd av oro för kinesisk penningpolitik och ekonomi, ser vi en potentiellt god uppsida på Stockholmsbörsen. Nyckeln till en fortsatt börsuppgång utgörs dock av stigande vinster och att den globala konjunkturella återhämtningen tar fart. Vårt huvudscenariot är att vi under året kommer att få se inställväxt i många svenska bolag men att den stora draghjälp många exportbolag fått via den svagare svenska kronan avtar. Vi föredrar som tidigare företag med stabil intjäning och bolag som ligger högt upp i näringskedjan. Dessa bolag kan i viss utsträckning påverka sina egna marginaler och är därigenom inte helt utlämnade till extern påverkan av exempelvis valuta eller råvarupriser. Låga räntor i kombination med en hög direktavkastning gör aktier fortsatt attraktiva. Osäkerheten kring räntehöjningstakten i USA kvarstår dock, den kinesiska omställningen och höga skuldsättningsnivån skapar friktioner i marknaderna. De uppenbara politiska riskerna i en eventuell Brexit, det kommande amerikanska presidentvalet samt att vi sannolikt befinner oss i en senare del av investeringscykeln ger enligt oss en del nedsidesrisker på kort sikt.

# Svensk aktiemarknad

## Söderberg & Partners aktieanalys

Söderberg & Partners aktieanalys omfattar närmare 80 procent av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. De mest omsatta 38 bolagen bevakas löpande och nedan följer en genomgång av de aktier som har grön trafikljussignal och är top picks just nu.

## Söderberg & Partners aktieanalys rekommenderar

### Autoliv

Global bilförsäljning fortsätter att utvecklas starkt och en av Autolivs japanska konkurrenter har stora problem. Fortsatt större teknikinhåll kring aktiv säkerhet i personbilar borgar för fortsatta framgångar för bolaget. På längre sikt har Autoliv stora ambitioner att delta i den pågående automatiseringen av transportsektorn, där utsikterna är mycket intressanta.

#### 2016e

P/E:	16,6
Rörelsemarginal:	8,9 procent
Direktavkastning:	2,0 procent

### SEB

Banken har goda förutsättningar för fortsatt höga vinster, värderingen är attraktiv och direktavkastningen bra. Intjäningsandelen från räntenetto är något mindre än i konkurrenters fall vilket, tillsammans med positiva värdepappersmarknader och en fortsatt hög transaktionsaktivitet, bidrar till god vinstutveckling. Aktien har, i likhet med sina sektorkollegor, tyngts av oro för europeisk banksektor samt den marginalpress som de negativa räntorna innebär.

#### 2016e

P/E:	10,7
Kostnad/intäkter:	53 procent
Direktavkastning:	7,1 procent

### NCC

Utsikterna för sektorn ser fortsatt bra ut och NCC har goda defensiva kvaliteter samt ett starkt aktieägarvänligt fokus med en hög direktavkastning.

Den välfyllda orderboken kan ge stöd åt tillväxten samtidigt som potential till marginalförbättringar finns. Värderingen är attraktiv och bolaget har en stark kassaflödesgenerering. Dessutom sjösattes en större strukturell omvandling i september som väntas ge marginallyft. I närtid delas bostadutvecklingsdelen Bonava ut till aktieägarna, vilket är något som skapar stort intresse för aktien.

#### 2016e

P/E:	14,2
Rörelsemarginal:	3,1 procent
Direktavkastning:	Delar ut/avskiljer BONAVA

### H&M

Den inslagna expansionsbanan, både online och med fysiska butiker på nya marknader, fortsätter framgångsrikt. Bolaget har en stark ställning och fortsatt många positiva makroekonomiska förutsättningar. Bolaget är skuldfritt och har en tydlig huvudägare. Svag kursutveckling och konservativa estimat ger, enligt oss, bolaget goda förutsättningar att överraska positivt.

#### 2016e

P/E :	17,7
Rörelsemarginal:	14,9 procent
Direktavkastning:	3,9 procent

### Trelleborg

Trelleborg har stor exponering mot en återhämtning i Europa. Fallande råmaterialkostnader påverkar tillväxten negativt, men gynnar samtidigt bolagets marginaler som också får stöd av bolagets starka prissättningsförmåga. Värderingen är attraktiv relativt den övriga verkstadssektorn och fortsatt kompletterande förvärv kan ge stöd.

#### 2016e

P/E:	16,4
Rörelsemarginal:	12,3 procent
Direktavkastning:	2,9 procent



# Svensk aktiemarknad

### Stockholmsbörsens utveckling sedan årsskiftet



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen har under 2016 fallit med 2,3 procent inklusive utdelningar. Efter en mycket svag och turbulent start har en återhämtning skett.

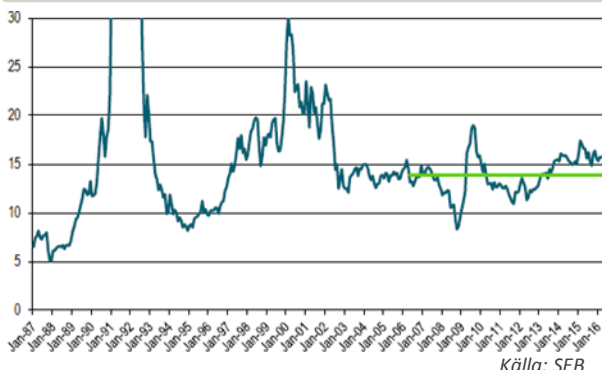
### Stockholmsbörsens viktigaste exportregion är Europa

Index	Domestic	Europe (ex Domestic)	Americas	Emerging Markets	Asia	Others
STOXX 600 (Europe)	NM	53%	18%	9%	10%	9%
Eurostoxx 50 (Euro area)	NM	54%	17%	6%	10%	14%
FTSE 100 (UK)	22%	25%	22%	15%	8%	7%
FTSE 250 (UK)	48%	13%	15%	7%	9%	8%
CAC40 (France)	27%	35%	14%	9%	8%	9%
DAX (Germany)	23%	36%	19%	4%	13%	5%
MDAX (Germany)	28%	34%	10%	10%	12%	5%
MIB (Italy)	24%	34%	21%	9%	6%	6%
IBEX (Spain)	23%	35%	13%	22%	3%	4%
SMI (Switzerland)	7%	31%	33%	6%	19%	4%
OMX (Sweden)	10%	38%	21%	9%	16%	6%
AEX (Netherlands)	7%	36%	28%	24%	3%	2%
OBX (Norway)	52%	17%	13%	7%	7%	4%

Källa: Goldman Sachs

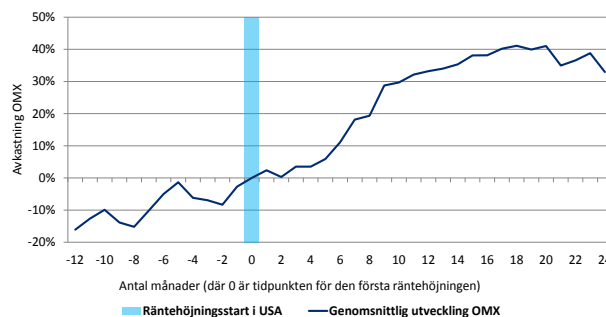
Europa är den i särklass viktigaste exportmarknaden för svenska bolag, hela 38 procent av försäljningen går dit.

### Historiskt framåtblickande P/E tal för Stockholmsbörsen



Värderingen på Stockholmsbörsen uttryckt som framåtblickande P/E-tal visar att marknaden är något högre värderad än sitt historiska 10-års snitt.

### Stockholmsbörsens utveckling omkring Fed:s första räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under de senaste fyra räntehöjningsperioderna i USA har Stockholmsbörsen präglats av viss oro månaderna kring den första räntehöjningen. Efter den initiala osäkerheten har den svenska aktiemarknaden dock historiskt uppvisat styrka och i snitt stigit med cirka 40 procent under de efterföljande 18 månaderna.

# Räntemarknad

I december i fjol höjde till slut den amerikanska centralbanken Federal Reserve styrräntan med 0,25 procentenheter och signalerade i och med det att man bedömde att den amerikanska ekonomin var tillräckligt stark för att kunna hantera en räntehöjningsperiod. Samtidigt signalerades att man avsåg att fortsätta höja styrräntan fyra gånger under 2016 med en kvarts procentenhet per tillfälle. Marknaden delade inte centralbankens uppfattning om världsekonomis tillstånd utan omgående in på det nya året handlade man ned kortare amerikanska marknadsräntor kraftigt. Ett kraftigt underkännande av centralbankens bedömning av det ekonomiska läget. Osäkerheten eskalerade och marknadsreaktionerna under årets första 6 veckor blev relativt omfattande med sjunkande statsräntor, stigande kreditspreadar och fallande aktiemarknader. Marknadssentimentet har dock från mitten av februari till dags dato förbättrats markant med en remarkabel återhämtning för framförallt krediter i både USA och Europa.

ECB valde under mars månad att utöka sitt penningpolitiska stimulansprogram, dels genom att utöka storleken på obligationsköpen men även att inkludera icke-finansiella krediter med god kreditvärdighet. Detta har förstås givit en extra skjuts till kreditmarknaden i Europa medan amerikansk kreditmarknad åtnjutit effekterna av ett stigande oljepris och deras kreditmarknads koppling till energirelaterade bolag. I Sverige valde vår svenska Riksbank att sänka styrräntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent under februari månad i syfte att försöka uppnå sin tolkning av inflationsmålet. De svenska marknadsräntorna föll under årets inledande veckor, i likhet med både europeiska och amerikanska statsräntor, och har därefter inte rört sig nämnvärt. Samtliga löptider på svenska statsobligationer upp till fem år handlas till negativ ränta vilket vi knappast är ensamma om i världen. Riksbankens jakt på inflation i denna del av konjunkturcykeln får alltmer underliga effekter då vi har styrränta på -0,50 procent, femårsränta på -0,20 procent och en BNP-tillväxt på 4,5 procent i årstakt.

## Företagsobligationer

Inledningen av året har varit oväntat starkt för företagsobligationer med bättre kreditrating, så kallad investment grade. Det gäller för både den amerikanska som europeiska marknaden men inte i samma utsträckning för den nordiska, vars stora påverkan från den norska energirelaterade marknaden har hämmat utvecklingen mer. På indexnivå har amerikanska investment grade presterat bäst med en uppgång på 4,9 procent, vilken har drivits till viss del av minskade kreditspreadar, men framförallt av att den underliggande räntan sjunkit markant. Den amerikanska marknaden slits mellan oro kring tillväxtutsikterna, förväntningar kring Feds räntehöjningar samt en långsiktig prissättning av en allt lägre tillväxtmiljö driven av demografiska problem. Den europeiska, eller eurodenominerade, investment grade-marknaden har stigit med ca 2,8 procent hittills i år främst driven av ECB:s utökade obligationsköpsprogram vilket tryckt ned kreditspreadarna ordentligt. Ser man till historiska snitt handlas nu både den europeiska och amerikanska investment grade-marknaderna strax under sitt snitt för de senaste 10 åren vad gäller kreditspreadar.

Vad gäller kreditobligationer med sämre kreditrating, så kallade high yield-obligationer, så är det viss skillnad mellan den europeiska och amerikanska marknaden. Den amerikanska marknaden präglas i mycket större utsträckning av exponering mot energisektorn och har därmed haft en mer dramatisk och volatil utveckling under det senaste året. Samtidigt handlas amerikansk high yield-obligationer fortfarande över sitt snitt under de senaste 10 åren vad gäller kreditspreadar, trots en ordentlig återhämtning under de senaste 3 månaderna då kreditspreadarna gått ihop med 2,5 procentenhet samtidigt som underliggande ränta även fallit den med. Avkastningen hittills i år uppgår till ca 6,7 procent på indexnivå för den amerikanska marknaden, efter att ha varit ned ca 5 procent som värst under mitten av februari. Även europeisk high yield har presterat bra med en avkastning om ca 3,1 procent hittills i år, men till lägre volatilitet.

# Räntemarknad

Den nordiska marknaden för företagsobligationer har under första tertialet präglats av stor volatilitet påverkade i synnerhet av norska oljerelaterade krediter. Som tidigare drev ett allt lägre oljepris upp kreditspreadarna på den norska marknaden för i första hand högavkastande krediter. Efter oljeprisets botten i slutet av januari har priset på Brentolja stigit med omkring 75 procent vilket fått riskviljan och optimismen att återvända med allt lägre krav på räntenivå och därmed högre obligationsvärderingar. Den svenska, mer fastighetsinriktade marknaden, har haft en liknande utveckling men här var snarare den utlösande faktorn för prisfallet i februari en dålig rapport från Deutsche Bank med därpå följande rykten om att banken inte skulle kunna betala kuponger på sina lån under 2017. Detta fick till följd att marknaden efter bara någon dag krävde betydligt högre kreditspreadar samt påföljande stora nedvärderingar, framförallt på långa obligationer inom finanssektorn och detta slog också mot de nordiska bankerna. Efter att Deutsche Bank visat musklerna i form av återköp av seniora obligationer återvände förtroendet under mars och april och spreadarna gick åter ihop. Efter ECB:s uttalande om att också stödköpa företagsobligationer föll spreadarna ytterligare och spekulationer gör att det börja bli svårt att hitta vissa obligationer på andrahandsmarknaden. Den svenska marknaden har halkat något efter eftersom Riksbanken inte uttalat något om att köpa företagsobligationer i sitt stödköpsprogram och detta gör att kreditspreadarna är högre än ute i Europa.

Att förtroendet återvänt på den svenska marknaden syns också på emissionsnivån där det under februari var i princip omöjligt för företag utan officiellt kreditbetyg att ge ut obligationer medan det under april gick att emittera obligationer i små, lokala bolag utan kreditbetyg. Vi ser dock att till exempel de svenska fastighetsbolagen får betala mer än motsvarande europeiska vilket gör att vissa större bolag med fastigheter också utanför Sverige söker sig till euromarknaden för obligationer. Det finns också tecken på att flera bolag utan officiellt kreditbetyg sannolikt kommer att söka ett sådant hos Standard & Poor eller Moody's. Det ger normalt en billigare upplåning.

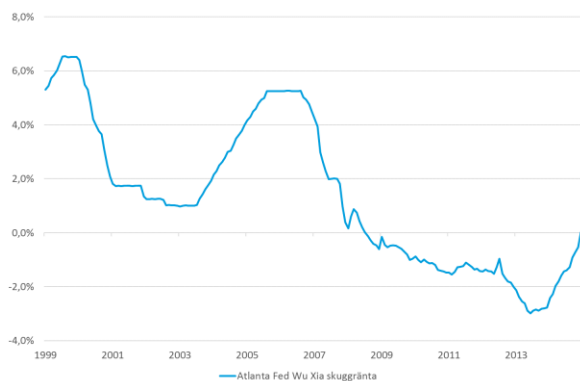
I denna del av kreditlevnet, med alltför tillräckligt positiv makrobild och få alternativ på räntemarknaden, föredrar vi att leta avkastning bland framförallt företagsobligationer. På regional basis föredrar vi nordiska företagsobligationer på grund av högre visibilitet, lägre ränterisk och av värderingsskäl. Vi föredrar även amerikanska krediter före europeiska av framförallt värderingsskäl. I USA har man kommit klart längre i denna kreditlevnet jämfört med den eurodenominerade marknaden och därtill har man en högre grundränta att börja med. Även om skillnaden i kreditspreadar för investment grade mellan USA och Europa endast är ca 0,25 procentenheter (högre i USA) så är även den underliggande räntan, statsräntan, klart högre i USA. På indexnivå ligger nu förräntningstakten på cirka 3 procent i USA, vilket får anses bra i en global lågräntemiljö, medan den i Europa endast uppgår till omkring 1 procent. Ränterisken är dock klart högre i USA vilken påverkas negativt om räntorna i USA skulle stiga ordentligt.

## Fortsatt komplicerat ränteklimat

Vår bedömning är att det i dagsläget fortsatt finns mycket lite värde i att köpa obligationer. Med en negativ förräntningstakt kan man endast hoppas på ännu lägre räntor för att kunna åtnjuta positiv avkastning och vi bedömer det istället som fortsatt bättre att fokusera på att söka avkastning från kreditmarknaden. Korta räntefonder, med mycket låg ränterisk men viss kreditmarknadsexponering, kan användas för att hantera den totala risken i en ränteportfölj. Även denna typ av exponering ger knappt positiv avkastning, men man riskerar å andra sidan inte negativ avkastning vid stigande obligationsräntor. Vi förordar ingen långsiktig investering mot korträntefonder utan mer kortsiktigt för att hantera risker.

# Räntemarknad

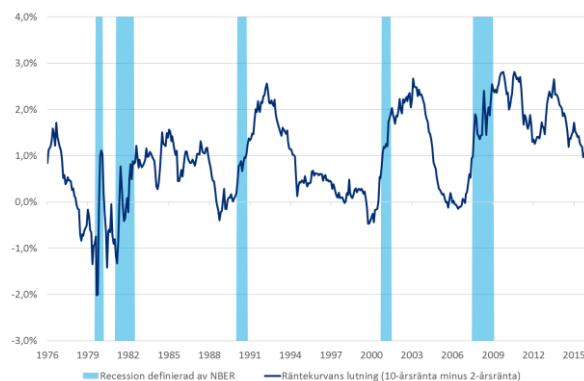
Skuggräntan pekar på 3 procentenheter högre ränta från botten



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Atlanta Fed publicerar en skuggränta under Feds nollräntepolitik för att spegla faktiska finansieringsvillkor. Enligt dessa variabler så har styrräntan i USA redan stigit med ca 3 procentenheter sedan botten i maj 2014.

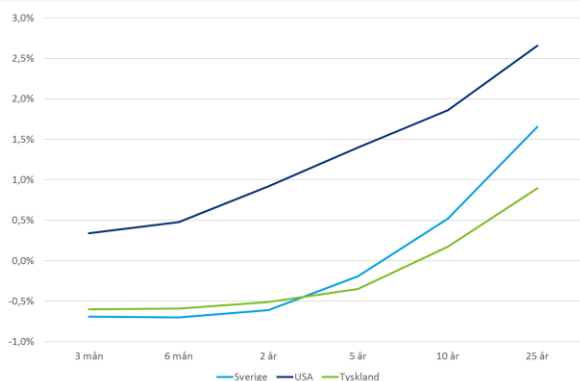
Amerikansk räntemarknad signalerar inte nalkande recession



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lutningen på räntekurvan, här exemplifierat som skillnaden i ränta mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer i USA, brukar vara en god konjunkturrell indikator. 10-årsräntorna har inte alls stigit i takt med kortare räntor och lutningen på kurvan har fallit tillbaka till strax under 1 procent.

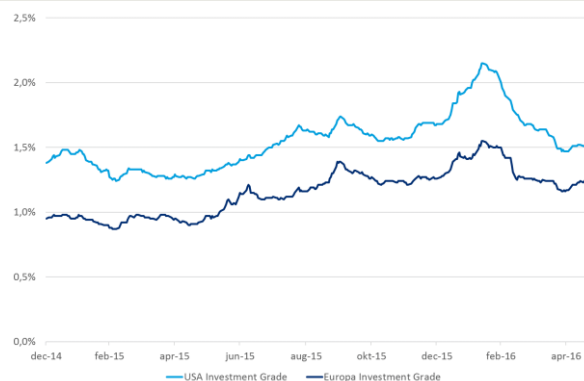
Stora delar av europeiska räntekurvor negativa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Underliggande ränteläge är fortsatt klart högre i USA än i Europa där stora delar av statsobligationernas räntekurva uppvisar negativa ränta. I Sverige och Tyskland så är endast löptider från 10 år på positiv ränta.

Kreditspreaden i USA fortsatt högre än i Europa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Kreditspreaden för investment grade är fortsatt högre i USA än i Europa. Utvecklingen ovan visar även den högre volatiliteten i USA under inledningen av året.

# Alternativa placeringar

I föregående strategirapport från januari i år beskrev vi valutornas, och framförallt den amerikanska dollarns, betydelse för utvecklingen hos flertalet alternativa investeringar. Vi argumenterade för att när väl nu amerikanska centralbanken Feds första räntehöjning på nästan 10 år nu har skett så såg vi framför oss ett scenario med fallande dollarstyrka vilket skulle ge lättnad åt både råvaror och tillväxtmarknader. Sedan räntehöjningen i mitten av december så har dollarn fallit med ca 3 procent mot en handelsviktad valutakorg samtidigt som oljepriset stigit med ca 30 procent efter ha fallit som mest med 25 procent sedan räntehöjningen. Vi räknade även med godare miljö för kreditrelaterade investeringar, framförallt i USA, vilket materialiserats efter några veckor in på året. Vi argumenterade även, vilket är värt att återigen lyftas fram, att alla investeringar inom lågriskhedgefonder, konvertibler etc. ska göras i fonder hedgade i svenska kronor om man är en svensk och kronbaserad investerare. Valutakursrörelserna är oftast relativt stora och kan med lätthet radera ut annars god avkastning.

Dollarförsvagningen har hittills under maj månad brutits och stigit tydligt mot en viktad valutakorg. Detta på grund av ökad sannolikhet för att amerikanska centralbanken Fed faktiskt fortsätter sin räntehöjningstakt och sannolikheten för en höjning i juni eller juli är nu uppe i nästan 50 procent. Detta ska innebära ett stöd för dollarn kortsiktigt, men på längre sikt bör en god global tillväxt tala för ytterligare dollarförsvagning och stöd för råvaror och guld.

## Olja och basmetaller

Priset på både olja och flertalet basmetaller har varit kraftigt fallande under ett par års tid i takt med en allt starkare amerikansk dollar och överproduktion inom olja. Lägg därtill en global makrooro och tveksamheter kring tillväxten i Kina så har marknaden varit ordentligt orolig under hösten och vintern. I och med amerikanska centralbanken Feds första räntehöjning i december, tillsammans med förbättrat globalt risksentiment från mitten av februari och framåt, så har oljepriset nu stigit med hela 75 procent sedan botten den 20 januari. När vi skrev den förra strategirapporten i januari stod oljepriset i 30 dollar fatet och priset har stigit med cirka 60 procent sedan dess. De tvära rörelserna får även effekter på global

basis där effekten från fallande oljepris på inflationen nu vänds till positiv mot slutet av sommaren, givet att dagens oljepris består. Vår bedömning är att världen i stort håller på att anpassa sig till ett långsiktigt lägre tillväxts-, inflations- och ränteläge, främst på grund av demografiska effekter men även på grund av Kinas omställning bort från klassisk tillverkningsindustri, vilket ger små möjligheter till ett kraftigt högre pris på både olja och basmetaller framöver. Den enkom viktigaste frågan på oljepriset blir förmodligen dock huruvida vissa större producenter som exempelvis Saudiarabien kan hålla sina domestika ekonomier i balans givet dagens oljepris. Gensvaret kan mycket väl bli en förhöjd produktionstakt för att kompensera uteblivna intäkter, vilket kan sätta press på oljepriset igen. Som ett exempel på ekonomisk press så har Saudiarabien för första gången i modern tid beslutat att emittera statsobligationer för att säkra upp finansieringen av landets ekonomi. Skillnaden i utveckling mellan olja och exempelvis kopparpriset har tydliggjorts under maj månad där kopparpriset, till skillnad från oljepriset har vikt ned och utvecklingen under året är faktiskt negativ med ett par procent. Vår bedömning är att kopparpriset fortsättningsvis kommer att ta fasta på den lägre och förändrade tillväxttakten i Kina än utvecklingen på den amerikanska dollarn.

## Ädelmetaller

Som vi skrev i föregående strategirapport så förväntade vi oss en dollarförsvagning och att detta skulle medföra en stabilisering av guldpriset. Ädelmetaller i allmänhet och guld i synnerhet har en viss särställning bland tillgångar globalt sett. Guld ses normalt sett som ett skydd mot inflation och pappersvalutor och brukar vara negativt korrelerad mot den amerikanska dollarn, precis som oljepriset. I och med de senare årens dollarstyrka har därför guldpriset fallit för att sedan vända upp rejält i och med dollarns fall efter första räntehöjningen från amerikanska centralbanken Feds i december. Sedan årsskiftet har guldpriset stigit med ca 20 procent och vi förväntar oss att den negativa korrelationen mot den amerikanska dollarn består. Vi bedömer att dollarn kan fortsätta att försvagas i takt med att Fed fortsätter sin räntehöjningsstrategi vilket därför skulle medföra ett fortsatt stöd för guldpriset.

# Alternativa placeringar

## Hedgefonder

Det samlade hedgefondsindexet HFRX har haft fortsatt svårt att prestera godkänd avkastning även under inledningen av 2016 och indexet är ned cirka 2 procent hittills i år. Varken equity hedge (long/short) eller trendföljande fonder (CTA) har lyckats prestera på aggregerad nivå och dessa delindex är ner med omkring 4 respektive 1,5 procent på året. Utvecklingen på global basis stämmer relativt väl överens med våra nordiska förhållanden där flertalet fonder haft svårt att prestera under den volatila inledningen av 2016.

Den globala lågräntemiljön påverkar även hedgefonder till stor del då man inte längre får en räntebuffert som kunde till exempelvis i en long/short-förvaltning. Dock framstår hedgefonder mycket mer attraktiva relativt räntemarknaden, både vad gäller risk och avkastning.

## Konvertibler

Tillgångsslaget kombinerar potentialen hos aktier med stabiliteten hos obligationer och är något vi förespråkar har en plats i en portfölj, särskilt med ett långsiktigt perspektiv. Hittills i år, med en negativ utveckling hittills på aktiemarknaderna, har avkastningen varit skral även inom konvertibler. Då vi bedömer att aktiemarknaden är fortsatt attraktiv avspeglas detta även genom att vi är fortsatt positiva till konvertibler inom alternativa investeringar. Vi förespråkar dock alltid valutaskyddade investeringar för att undvika valutavängningarnas påverkan som kan vara betydande. Den europeiska konvertibelmarknaden är klart större och mer välutvecklad än exempelvis den svenska och många centraleuropeiska investerare har en längre och större erfarenhet av denna typ av investeringar. Genom investering i exempelvis en europeisk eller en global konvertibelfond får man god riskjusterad exponering mot en bred korg av stabila bolag inom vitt skilda branscher, något man inte kan få genom konvertibler utgivna i Sverige.

## Utsikter för alternativa investeringar

Vår positiva inställning till alternativa investeringar kvarstår och ska närmast sättas i relation till räntemarknaden där vi förordar en undervikt. I denna lågräntemiljö kommer visserligen den absoluta avkastningspotentialen inom aggregatet hedgefonder att vara något lägre, men i relation till de möjligheter som räntemarknaden erbjuder framstår alternativa investeringar som mycket mer fördelaktigt ur både ett avkastnings som riskperspektiv. Fokus bör ligga på en diversifierad portfölj av multistrategihedgefonder, aktierelaterade long/short-fonder samt mot konvertibler ur ett globalt eller europeiskt investeringsperspektiv. Vi bedömer att i denna del av konjunkturcykeln bör aktiemarknaden ha mer att ge vilket skapar en god riskjusterad grund för konvertibler att prestera. Dessutom är tillgångsslaget i skrivande stund attraktivt prissatt relativt krediter.

# Alternativa placeringar

### Olja och koppar divergerar i år



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter en längre tid med hög korrelation mellan olja och basmetaller börjar dessa två divergera något i år. Medan kopparpriset viker ner i maj så fortsätter oljepriset sin positiva utveckling.

### Amerikanska dollarn svagare efter första höjningen i december



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även om dollarn stigit under maj månad så påbörjades försvagningen i samband med första räntehöjningen från Fed i december.

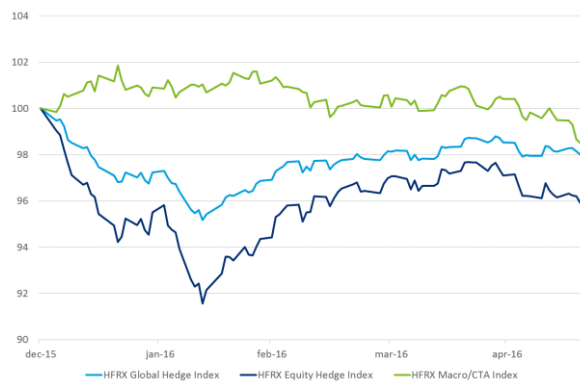
### Svag dollar – stigande guldpris



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Guldpriset har utvecklats starkt hittills i år, mycket beroende på dess historiskt negativa korrelation mot den amerikanska dollarn. En negativ korrelation som uppenbarligen fortsatt hittills i år.

### Fortsatt motvind för hedgefonder globalt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Globala hedgefundsindex som HFRX indikerar fortsatt motvind för hedgefonder i år. Särskilt fonder med inriktning mot Equity Hedge (long/short) inledde året svagt.





# Tema: Påverkan från låga räntor

# Tema: Påverkan från låga räntor

## Inledning

I samband med att flera centralbanker har sänkt sin styrränta till negativ nivå har diskussionen kring de låga räntornas uppkomst och påverkan tilltagit och sentimentet kring de väntade positiva effekterna har vänt. Men även om dagens räntor inte har någon historisk motsvarighet så har den fallande trenden pågått under dryga 20 år. Länge har det spekulerats om att centralbankernas åtgärder leder till hyperinflation, men inflationsförväntningar är fortsatt låga och inflationsmålen är alltmer ifrågasatta. Men det finns också ett visst missförstånd där centralbanker närmast anklagas för att vara anledningen till den låga räntan. Vi vill reda ut dessa delar, göra en anknytning till tidigare temadelar kring bland annat demografi och se om det går att dra slutsatser kring makroekonomisk påverkan och implikationer på värdepappersmarknaderna. Vi vill vidare se om konjunkturcykeln förvrängs, om teorier kring sparande och investeringar är intakta och om det går att finna likheter med den situation som Japan har befunnit sig i under flera decennier.

## Vad är anledningen till de fallande räntenivåerna?

Det finns många teorier om vad som är bakomliggande faktorer till de låga räntenivåerna och de sträcker sig från demografi, till Kinas allt större integration i den globala ekonomin och effekter av digitaliseringen och automatiseringen. I vår senaste strategirapport såg vi ett starkt samband för fallande långräntor och utvecklingen för den globala befolkningstillväxten. Kopplingen känns naturlig, när allt fler blir äldre minskar även efterfrågan och inflationen dämpas. Men det kan också finnas ett samband med sparande. När det finns en stor andel människor i arbetsför ålder leder det till ett ökat sparande, vilket i sin tur driver ned långa räntor. Kinas roll i globaliseringen är en annan faktor. När varor produceras billigt och görs tillgängliga i länder med större vikt i den globala ekonomin leder prispressen till lägre inflation. Dessutom minskar sysselsättningen, vilket för exempelvis Europa har lett till en strukturellt hög arbetslöshet som i sin tur begränsar löneinflationen och den därpå normalt följande ökade efterfrågan. Även det senaste decenniets allt högre grad av digitalisering och automatisering är en bidragande orsak till de låga räntorna.

Vi har dessutom flertalet stora och inflytelserika centralbanker vars målsättning oftast uttrycks som en låg och stabil inflation. Exempelvis har vår svenska Riksbank fått just detta direktiv från regeringen och tolkat det som en målsättning på cirka 2 procent över en cykel. Med den globala pressen nedåt på inflation, oavsett om den härstammar från demografiska förändringar, ökad globalisering, exporterad deflation från Kinas inträde på den globala marknaden eller en ökad digitalisering så försöker exempelvis den europeiska centralbanken ECB, den svenska Riksbanken och inte minst Bank of Japan att importera inflation genom att trycka ner värdet på den egna valutan. I en sådan miljö, när man näst intill blint försöker tackla en exogent påverkad låg inflation, eller deflation, hålls naturligtvis räntorna mycket låga.

## Påverkan från förändrad demografisk struktur

I vår förra strategirapport gick vi igenom det demografiska skifte som stora delar av världens ekonomier står inför härifrån och framåt. Stora delar av den mer utvecklade världen plus Kina, som skapat sin egen demografiska motvind genom barnspolitiken, har under de senaste 50 åren upplevt de positiva effekterna från en demografisk medvind. De stora efterkrigskullarna har utgjort en strid ström av tillskott bland den arbetsföra befolkningen vilket drivit både tillväxt och investeringar. Från och med nu och framåt minskar den arbetsföra delen av befolkningen samtidigt som de äldres andel av befolkningen ökar kraftigt. Detta är precis det scenario som Japan brottats med start för omkring 25 år sedan varför jämförelser därifrån är oerhört intressanta. Den arbetsföra befolkningen ska försörja en allt större andel äldre och effekten blir en allt lägre tillväxttakt och det gör det osannolikt att långa räntor kommer stiga ordentligt i närtid. Demografiska motvindar får även andra makroekonomiska effekter, exempelvis så faller efterfrågan på krediter bland hushållen, både i nominella termer men även i förhållande till BNP, ett fenomen vi observerat bland japanska hushåll. I en ekonomi med allt större andel av befolkningen i icke-arbetsför ålder blir privatkonsumtionen istället en allt viktigare komponent för tillväxten.

# Tema: Påverkan från låga räntor

## Väntade makroekonomiska effekter

Grundläggande nationalekonomisk teori gör gällande att låga räntor är stimulativt och leder till en ökad efterfrågan. Men även om det finns tidigare perioder med negativa reala räntor är dagens situation ny med negativa nominella räntor och en relativt låg efterfrågan. Om vi ser tillbaka på de senaste decennierna har sparande och investeringar i förhållande till BNP följt varandra relativt väl och ligger på global basis på ungefär samma nivå som för två decennier sedan. Men det har skett ett tydligt skifte, där tillväxtmarknaderna med Kina i spetsen har stått för en stadigt ökande trend medan de utvecklade marknaderna har en minskad andel. Mycket intressant i sammanhanget är dock att kineser sparar mer tidigt och i hög ålder, vilket inte överensstämmer med andra teorier. Detta kan dock förklaras av landets hälsovårdssystem. Den viktiga frågan idag är om benägenheten att spara eller investera förändras. Vi har sett att sparkvoter under de senaste åren snarare har stigit, vilket kan tyda på försvagade framtidsutsikter. Vi noterar också att omsättningen av penningmängden i samhället, velociteten, är på historiskt låga nivåer, vilket dels är ett skäl till den låga inflationen, men också indikerar försvagad framtidstro. Tidigare har velociteten fallit i perioder av recession, men med dagens nivå hjälper inte den ökade penningmängden för att uppnå en högre tillväxttakt. Det kan även vara en risk som centralbanker världen över oroar sig för. Kommer velociteten vara kvar på historiskt låga nivåer om tillväxten i penningmängden minskar på grund av demografiska effekter? Det skulle då ge ett kraftigt negativt bidrag till den nominella tillväxten i ekonomin.

Kvarstår dessa trender finns risk för att investeringsplaner läggs på is och försvagad efterfrågan fortsatt håller ner räntenivåerna. Det som initialt bör vara stimulativt leder med andra ord till försvårat beslutsfattande och inaktivitet. Dessutom kan tidigare rebalanseringsprocesser fortsätta. Den amerikanska ekonomin har länge varit beroende av en hög konsumtionstakt och trenden sprider sig till andra regioner. När räntor är låga gynnas konsumentsektorn, medan sektorer med stor vikt i den globala ekonomin, såsom industri och bank, missgynnas. Det valutakrig som har pågått under de senaste åren har inte lyft industriproduktionen för någon region och de låga

räntorna har pressat bankernas räntenetton. Beroende på olika länders sektorsammansättningar kan detta leda till en ökad protektionism. Pressad lönsamhet i bankerna leder till att banker måste kompensera sig på annat sätt, vilket kan leda till att finansiella villkor försämras och kreditgivning minskar med försvagad tillväxt som följd. Dessutom kan försäkrings- och pensionsbolag hamna under press när garantiåtaganden är svåra att upprätthålla. Det är en situation som bland annat Japan har upplevt tidigare.

## Effekter på värdepappersmarknader

Det finns många effekter som en lågräntemiljö kan ha på de finansiella marknaderna. Den mest tydliga är relativvärderingen för obligations- jämfört med aktiemarknaden, där en allt lägre avkastning för obligationer leder till portföljförändringar mot mer risk och i sin tur ökade värderingar på bland annat aktiemarknaden. Självklart pekar även gängse värderingsmodeller på högre nivå när diskonterings- och finansieringsräntor blir allt lägre. Det finns dock historiska studier som pekar på att aktiemarknadens värderingar är som högst när inflationen är mellan 1 till 3 procent. Vi har även tittat på förhållandet till styrräntor, där en mer historiskt normal ränta har lett till den högsta avkastningen på aktiemarknaden. Skulle därför räntor ligga kvar på rådande låga nivå så är det inte självklart med högre värderingar på aktiemarknaden. Det skulle rimma väl med makroekonomiska bedömningar i tidigare avsnitt, där en minskad riskaversion till följd av låga räntorna kan leda till lägre värderingar på aktiemarknaden men även ökade spreadar på kreditmarknaden.

Aktuell räntenivå har historiskt givit en mycket god indikation på vilken avkastning man kan förvänta sig från marknaden under de närmaste 10 åren. Tar man hänsyn till perioder med kraftigt stigande räntor har avkastningen dock blivit något lägre än förväntat, exempelvis under slutet av 70-talet. Korrelation och förklaringsgrad är mycket hög mellan aktuell räntenivå och efterföljande årlig avkastning de närmaste 10 åren. Det amerikanska sambandet håller även för den svenska marknaden till stor del. Vi kan dra slutsatsen att dagens mycket låga ränteläge kommer ge en betydligt lägre riskjusterad avkastning för en portfölj bestående av både aktier och ränteexponering.

# Tema: Påverkan från låga räntor

## Vad kan vi lära oss av den japanska utvecklingen?

Ett "Japanscenario" för den övriga världen är något vi har tittat på i tidigare strategirapporter. Då gjorde vi detta för att bedöma främst stimulanser från centralbankerna och såg både likheter och skillnader i den historiska bakgrunden. Den här gången vänder vi oss däremot mot den demografiska utvecklingen och påverkan från en lång period med mycket låga räntor.

Japan har, efter att den stora fastighets- och aktiemarknadsbubblan brast under 80-talet, haft perioder med avmattning och uppgång, men en del grundläggande problem såsom disinflationstrenden kvarstår. Japan har stora demografiska motvindar sedan nära 25 år tillbaka, med en befolkning som blir allt äldre och har med både penning- och finanspolitiska stimulanser inte lyckats vända den disinflationistiska trenden. Den japanska sparkvoten började dock redan vända ned under 1970-talet, det vill säga långt tidigare innan befolkningens mängden började minska (2007) eller mitten av 1990-talet då den arbetsföra befolkningens andel började krympa. Vissa engångsfaktorer såsom oljekriserna kan ligga bakom detta. De demografiska motvindarna vi upplever idag i större delen av världen kom till Japan för cirka 25 år sedan och vi noterar att velociteten föll i Japan på motsvarande sätt den faller i USA idag. Den ökande penningmängden får inte genomslag i nominell tillväxt på grund av förändrad demografi. Det finns ett även ett tydligt samband mellan inflationsutvecklingen under 1990-talet i Japan och den europeiska utvecklingen under de senaste tio åren.

Länge ansåg man 1990-talet vara ett "förlorat årtionde" i Japan och nationalekonomer brukar peka på otillräckliga stimulanser i ett tidigt skede. Den japanska centralbanken har ändå i jämförelse med övriga världen varit tidig med att köpa tillgångar, då man började köpa statsobligationer redan 2001. Med tanke på att andra samband är relativt starka är det senaste decenniets utveckling i Japan naturligtvis av stort intresse. Bland annat har den japanska statsskulden under de senaste 15 åren stigit från 140 procent av BNP till cirka 230 procent. Skulle ränteläget normaliseras till exempelvis nivåer vi såg i USA innan finanskrisen skulle snabbt mer än hälften av den japanska statsbudgeten konsumeras av räntekostnader från skuldfinansieringen.

I likhet med vår bedömning kring försvårat beslutsfattande vid låga räntor visar även de japanska bolagens investeringsplaner att så är fallet. Kassanivåerna har byggts upp kraftigt men investeringsandelen i förhållande till BNP har för landet fallit till cirka 20 procent. Även den japanska hushållskuldsättningen ökade fram till 1990 som andel av BNP. Sedan dess har den dock legat helt stilla och dessutom ligger cirka 90 procent av hushållens räntebärande tillgångar på sparkonton. Det gör att de låga räntorna inte får genomslag och att beteenden förändras. Även andra trender som har inletts i Europa har Japan haft under en längre tid. Räntenetton i de japanska bankerna har fallit, marginalerna på utlåningen har minskat och låneefterfrågan har gått ned. I kombination med att sparandet på konton har varit högt har det lett till att bankerna har ökat sina innehav i statsobligationer och därmed ökat den redan befintliga pressen på långa obligationsräntor. De japanska livbolagen har drabbats särskilt mycket och i början på 2000-talet kunde flera livbolag inte upprätthålla sina garantiåtaganden då kombinationen av fallande räntor och aktiemarknad ledde till att skulder inte kunde matchas av investeringarna. Det ledde till att flera livbolag gick omkull och trots att staten täckte upp en del av förlusterna fick spararna dras med kraftigt neddraget sparkapital.

## Slutsatser

Mycket pekar på att vi idag, globalt, står inför en situation mycket lik den japanska för 25 år sedan. De demografiska motvindarna, med en allt äldre befolkning som ska försörjas av allt färre, medför stora utmaningar för framförallt de utvecklade ekonomierna. I diskussioner kring tekniska utvinningar i robot- och automatiseringsfrågor framförs ofta hur det blir med jobben och den sociala påfrestningen. Möjligtvis kan ökade inslag av automatisering faktiskt vara en räddning mot de negativa effekterna från demografi. Flera makroekonomiska signaler pekar på att utvecklingen i USA, Europa och till viss mån flera asiatiska länder, inklusive Kina, går mot ett Japan-lik scenario och vi ska då förvänta oss en låg räntenivå under lång tid framöver.

# Tema: Påverkan från låga räntor

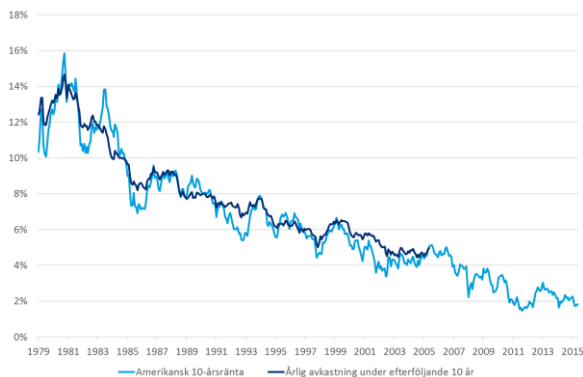
Den nominella tillväxten kommer i bästa fall vara smått anemisk och skuldsättningen plana ut på en hög nivå. Privatkonsumtionen kommer bli en allt mer viktig faktor för tillväxten vilket kommer att få stater att belåna sig mer för att skapa finanspolitiska stimulanser. Andra förändrade konsumentmönster, vilka går att härleda i Japan idag, är att då ingen längre räknar med hög tillväxt så ligger allt beslutsfokus på att ständigt förbättra den rådande situationen. Detta gäller både för hushåll som företag vilket ytterligare spär på effekten att allt mindre av tillväxten framöver kommer komma från investeringar. En del av ett "Japanscenario" kan därför vara en mer volatil tillväxt och att konjunkturcykeln förvrängs eller dras ut.

Försäkringsbolagen har inte anpassat sin affärsmodell tillräckligt till den "nya världen" genom att göra avkastningsmässiga utfästelser från en balansräkning och riskmodell som inte tillåter allt för stora utsvävningar. I en lång lågräntemiljö kommer riskerna i affärsmodellen att blottas vilket kan komma att ge effekter likt i det japanska fallet. Vissa försäkringsbolag kan då komma att få finansiella problem samt antalet missnöjda pensionärer riskerar att öka då tidigare utfästelser inte kan hållas.

Ett annat missnöje bör de fördelningspolitiska effekterna kunna leda till när försiktiga sparare drabbas genom ökade tillgångspriser och sänkta finansieringskostnader. Sammantaget så räknar vi med ett fortsatt högt sparande, men en avtagande takt för hushållsskuldsättningen och bolagens investeringsplaner, vilket är i linje med den japanska historiska utvecklingen. Det bör dock även poängteras att bakgrunden skiljer sig till viss del, där bland annat den japanska tillgångsklassbubblan var långt större än de potentiella bubblor vi ser på utvecklade marknader idag.

# Tema: Påverkan från låga räntor

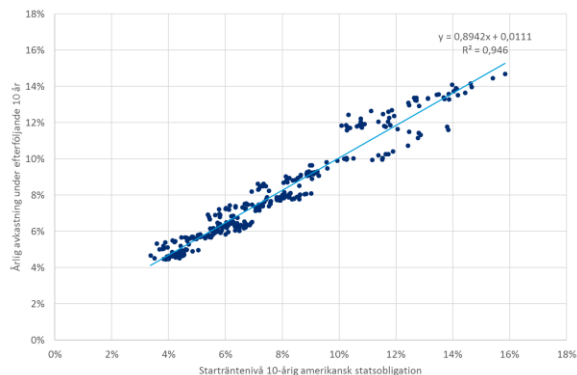
## Aktuell räntenivå en god indikator på framtida avkastning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Aktuell räntenivå har historiskt givit en mycket god indikation på vilken avkastning man kan förvänta sig från marknaden under de närmaste 10 åren. Tar man hänsyn till perioder med kraftigt stigande räntor har avkastningen dock blivit något lägre än förväntat, exempelvis under slutet av 70-talet.

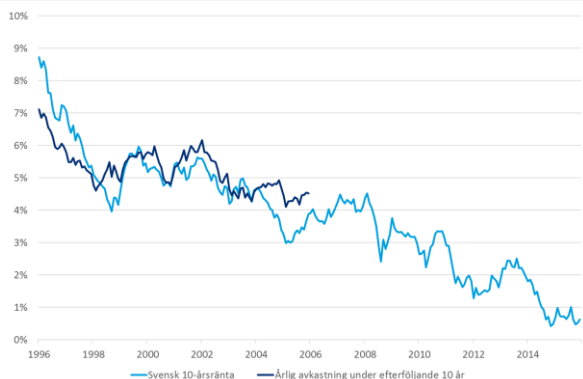
## Mycket hög historisk förklaringsgrad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Korrelation och förklaringsgraden är mycket hög mellan aktuell räntenivå och efterföljande årlig avkastning de närmaste 10 åren.

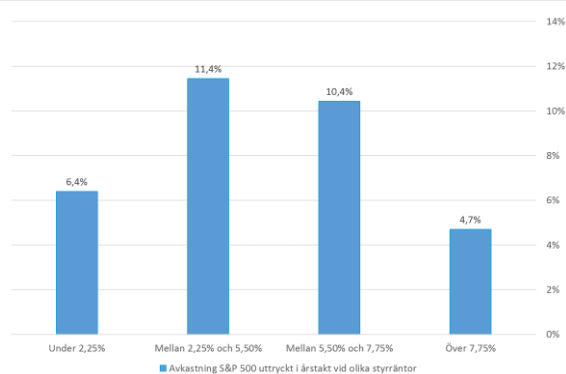
## Aktuell räntenivå en god indikator även i Sverige



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det amerikanska sambandet håller även för den svenska marknaden till stor del. Dagens mycket låga ränteläge kommer ge en betydligt lägre riskjusterad avkastning för en portfölj med både aktier och ränteexponering.

## "Normal" styrränta oftast det bästa för börsen

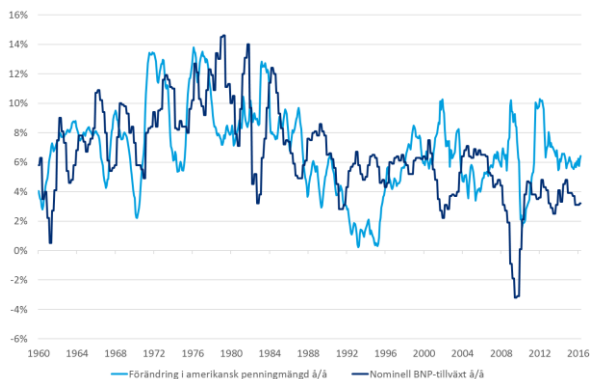


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En lägre tillväxttakt och därmed lägre marknadsräntor innebär en lägre normaliserad styrränta. Ser man till historien så mår aktiemarknaderna bäst med "normalare" styrräntor medan avkastningen är klart lägre med mycket låg eller mycket hög styrränta.

# Tema: Påverkan från låga räntor

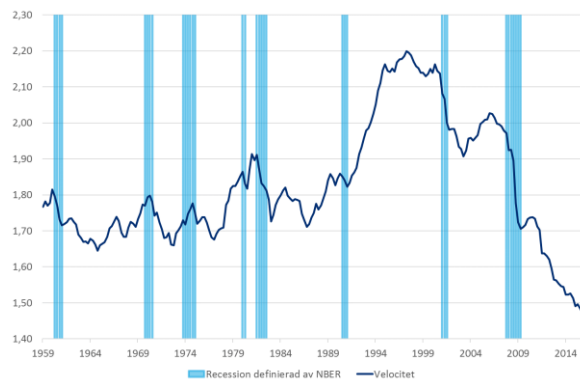
## Nominell BNP-tillväxt följer normalt sett penningmängden



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tillväxten i en ekonomi är summan av värdet på de varor och tjänster som produceras, vilket även avspeglas i förändringen av penningmängden. Historiskt har nominell BNP-tillväxt i USA varit högre än penningtillväxten vilket reverserats de senaste 15 åren.

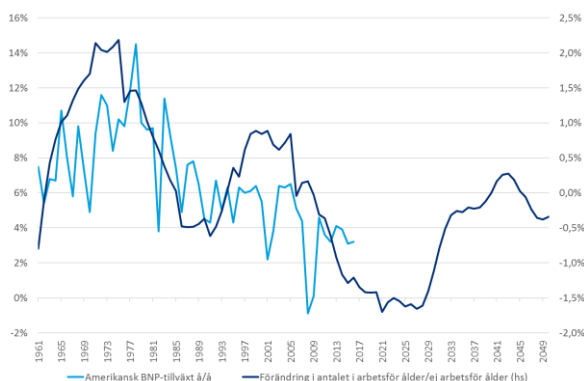
## Omsättningen av pengar faller kraftigt under recessioner



Källa: NBER, Bloomberg, Söderberg & Partners

Hur ofta penningmängden omsätts i en ekonomi benämns velocitet, vilken brukar falla markant under recessioner. Skillnaden nu är att den fortsatt falla efter finanskrisen. Den ökande penningmängden får inte effekt på den nominella tillväxten.

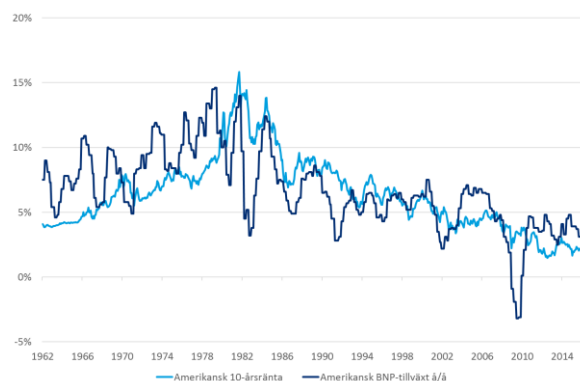
## Demografiska motvindar i USA pekar på lägre tillväxt framöver



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Stora delar av världen upplever demografiska motvindar där den arbetsföra befolkningen ska försörja en allt större andel äldre. Effekten blir en allt lägre tillväxttakt.

## Långa obligationsräntor bör kompensera för nominell tillväxt

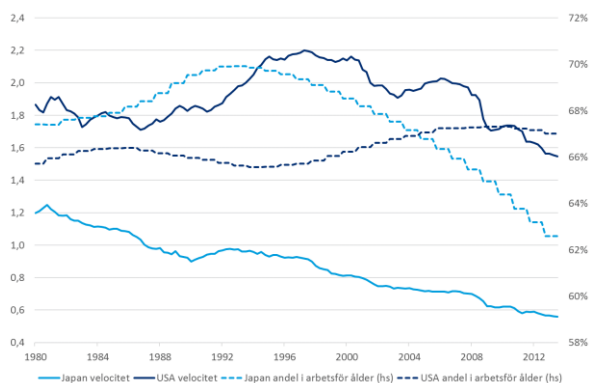


Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Historiskt sett så ska långa räntor kompensera för nominell BNP-tillväxt. I en värld med allt färre i arbetsför ålder, vilket kommer leda till lägre tillväxttakt, bedömer vi det som osannolikt att långa räntor kommer stiga ordentligt i närtid.

# Tema: Påverkan från låga räntor

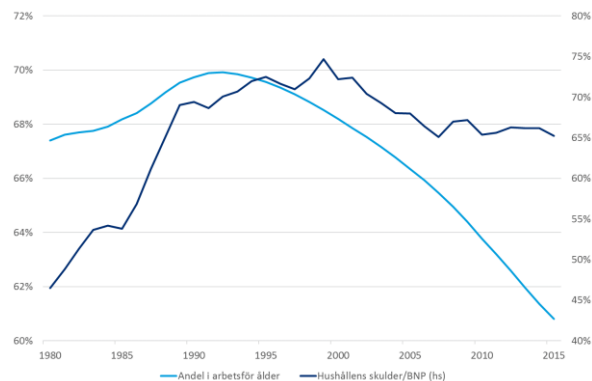
Fallande velocitet sammanfaller väl med Japans demografiska motvindar på 80-talet



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

De demografiska motvindarna vi upplever idag i större delen av världen kom till Japan för ca 25 år sedan och vi noterar att velociteten föll i Japan på motsvarande sätt den faller i USA idag. Den ökande penningmängden får inte genomslag i nominell tillväxt på grund av förändrad demografi.

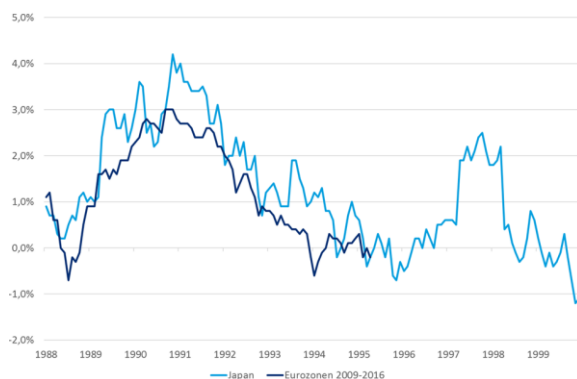
Demografiska motvindar i Japan har minskat utlåning till hushåll



Källa: FN World Population Prospects 2015, St. Louis Fed, S&P

Demografiska motvindar får även andra makroekonomiska effekter, exempelvis så faller efterfrågan på krediter bland hushållen, både i nominella termer men även i förhållande till BNP.

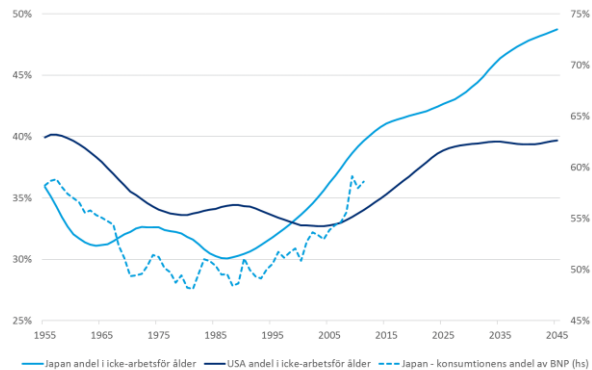
Aktuell inflation Europa och japansk inflation under 90-talet



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den europeiska inflationstakten följer utvecklingen för den japanska under 90-talet.

Konsumtion allt viktigare för tillväxten i en åldrande ekonomi



Källa: FN World Population Prospects 2015, St. Louis Fed, S&P

I en ekonomi med allt större andel av befolkningen i icke-arbetsför ålder blir privatkonsumtionen en allt viktigare komponent för tillväxten.



# Appendix

# Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	2,0	-1,1	1,1	5,0	-484,1	-2,7	-2,5
Europa	1,5	0,2	0,2	10,2	356,5	2,8	-1,9
Tyskland	1,6	0,2	-0,1	6,2	292,3	7,6	0,4
Frankrike	1,3	-0,8	-0,2	10,0	-20,6	-0,3	-3,5
Storbritannien	2,1	-0,3	0,3	5,1	-146,9	-4,7	-3,6
Sverige	4,5	5,5	0,8	7,7	29,2	6,0	-0,6
Japan	0,4	0,2	0,1	3,2	151,1	3,8	-6,2
Ryssland	-1,2	-0,4	7,2	6,0	51,3	3,7	-2,2
Hongkong	0,8	-1,3	2,9	3,4	9,6	2,6	-0,4
Kina	6,7	6,0	2,3	4,0	293,5	2,8	-3,0
Indien	7,3	0,1	5,4	4,9	-22,6	-1,0	-3,7
Brasilien	-5,9	-11,3	9,3	10,9	-41,4	-1,6	-5,4

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	0,25-0,50	1,8	321,4	0,8	19,0	14,9
Europa	0,00		513,9	0,3	15,5	18,8
Tyskland	0,00	0,2	80,9	-0,2	12,9	21,5
Frankrike	0,00	0,5	66,6	0,4	18,7	18,7
Storbritannien	0,50	1,5	64,1	0,5	17,4	17,7
Sverige	-0,50	0,7	9,8	0,8	17,1	20,0
Japan	0,00-0,10	-0,1	126,9	-0,2	13,1	26,6
Ryssland	11,00	8,9	142,4	0,0	16,7	13,6
Hongkong	0,50	1,3	7,1	0,4	12,1	15,3
Kina	4,35	2,7	1367,5	0,5	17,1	10,0
Indien	6,50	7,5	1251,7	1,2	28,1	6,0
Brasilien	14,25	12,9	204,3	0,8	23,3	7,8

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2016	P/E 2017	Vinstillväxt 2016 %	Vinstillväxt 2017 %	Direktavkastning 2016 %
USA	17,8	15,3	1,0	12,0	2,2
Europa	15,3	13,5	1,0	13,0	3,7
Tyskland		11,1	1,8	10,5	3,3
Frankrike	14,0	12,6	-1,5	11,2	3,9
Storbritannien	16,3	13,9	-4,8	17,8	4,3
Sverige	14,8	14,3	-2,9	8,0	4,5
Japan	13,7	12,5	16,7	7,0	2,3
Ryssland	7,7	6,2	-14,0	25,9	3,8
Hongkong	10,9	9,8	-3,1	11,3	4,0
Kina	12,4	11,2	5,3	10,5	2,3
Indien	17,1	14,4	15,2	18,8	1,6
Brasilien	14,4	11,2	34,7	29,8	3,9
Världen	15,9	14,0	1,9	13,4	2,8
Tillväxtmarknader	11,8	10,6	7,2	13,0	2,9

Källa: Bloomberg, Economist, UBS, Goldman Sachs, CIA World Factbook

# Utveckling finansiella marknader

## Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	0,3	-1,9	6,8	-1,6	-3,5	24,3	0,4
Nasdaq	NASDAQ Comp	1,1	-2,8	5,9	-6,5	-6,3	37,9	-4,8

## Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	0,2	-5,7	2,6	-14,0	-19,5	6,7	-9,3
London	FTSE100	0,3	-2,4	3,3	-2,4	-12,4	-8,1	-1,4
Frankfurt	Dax30	0,5	-4,4	5,3	-10,6	-16,1	18,7	-7,7
Paris	CAC40	0,8	-4,7	2,7	-10,9	-15,3	9,7	-6,1
Stockholm	OMXSPI	1,2	-2,5	0,6	-8,0	-11,8	24,8	-5,4
Stockholm 30	OMXS30	1,5	-3,8	-1,7	-11,4	-18,5	9,7	-7,2

## Japan

Tokyo	Topix100	1,2	-5,0	3,5	-16,6	-18,9	12,5	-13,6
-------	----------	-----	------	-----	-------	-------	------	-------

## Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-3,1	-4,1	17,3	-0,5	-15,0	-36,2	18,0
Kina	MSCI China 10/40	-0,5	-8,0	2,6	-14,9	-35,4	-11,6	-10,7
Hongkong	Hang Seng	-0,1	-7,5	2,3	-12,4	-29,1	-12,4	-9,4
Sydkorea	MSCI Korea	-0,9	-4,1	1,4	-3,7	-9,9	-7,4	-1,2
Indien	Bombay100	-1,2	-1,7	9,7	-1,3	-8,1	31,9	-2,6
Brasil	Bovespa	-4,0	-6,0	16,9	3,3	-8,6	-11,8	14,7
Mexiko	Bolsa	-0,5	-1,0	4,5	0,8	0,6	11,5	5,1
Sydafrika	MSCI South Africa	0,6	-2,5	7,8	-2,5	-5,9	32,1	4,2

## Världindex (USD)

Världen	MSCI World Index	-0,5	-2,7	6,4	-3,4	-9,1	9,8	-1,4
---------	------------------	------	------	-----	------	------	-----	------

Nominella Räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2016
Sverige 3m	-0,62	-0,62	-0,62	-0,52	-0,39	-0,45
Sverige 2 år	-0,59	-0,60	-0,60	-0,59	-0,45	-0,44
Sverige 5 år	-0,18	-0,20	-0,06	-0,10	0,16	0,30
Sverige 10 år	0,55	0,50	0,65	0,52	0,86	1,00
USA 3m	0,24	0,19	0,18	0,25	0,05	0,12
USA 2 år	0,88	0,79	0,82	0,73	0,92	1,05
USA 5 år	1,36	1,26	1,36	1,20	1,67	1,76
USA 10 år	1,84	1,75	1,89	1,72	2,24	2,27
EMU 3m	-0,26	-0,26	-0,25	-0,20	-0,10	-0,13
EMU 2 år	-0,51	-0,51	-0,50	-0,53	-0,39	-0,35
EMU 5 år	-0,35	-0,37	-0,33	-0,33	-0,14	-0,05
EMU 10 år	0,16	0,14	0,23	0,18	0,53	0,63
Japan 10 år	-0,10	-0,10	-0,11	0,00	0,32	0,27

## Styrräntor (%)

Riksbanken	Idag	-0,50
FED	0,50	
ECB	0,00	

## Övrigt

Stibor 90dgr	Idag	-0,48
--------------	------	-------

## SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	1,0	0,4	4,8	-6,2	-4,6	24,0	-1,1
Nasdaq	NASDAQ Comp	1,8	-0,5	3,9	-11,1	-7,5	37,5	-6,2

## Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	0,0	-3,8	2,4	-13,3	-18,4	5,4	-7,5
London	FTSE100	1,7	0,0	4,6	-10,9	-19,8	-5,4	-4,4
Frankfurt	Dax30	0,4	-2,5	5,1	-9,9	-15,0	17,5	-5,9
Paris	CAC40	0,6	-2,8	2,5	-10,3	-14,3	8,5	-4,3
Stockholm	OMXSPI	1,2	-2,5	0,6	-8,0	-11,8	24,8	-5,4
Stockholm 30	OMXS30	1,5	-3,8	-1,7	-11,4	-18,5	9,7	-7,2
		1,2	-2,9	4,5	-5,2	-8,1	36,3	-2,3

## Japan

Tokyo	Topix100	1,1	-1,6	3,6	-9,9	-9,5	-10,1	-5,8
-------	----------	-----	------	-----	------	------	-------	------

## Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-2,4	-1,8	15,3	-5,1	-16,2	-36,6	16,5
Kina	MSCI China 10/40	-0,4	-6,8	0,2	-21,9	-41,8	-5,4	-13,0
Hongkong	Hang Seng	0,0	-6,3	-0,1	-19,4	-35,4	-6,1	-11,7
Sydkorea	MSCI Korea	-0,9	-5,5	2,8	-10,4	-19,0	-2,2	-4,0
Indien	Bombay100	-1,3	-0,4	9,4	-7,3	-14,7	6,0	-5,8
Brasil	Bovespa	-3,9	-2,7	27,1	4,3	-21,6	-40,7	25,4
Mexiko	Bolsa	-0,1	-3,1	1,8	-13,1	-17,2	2,5	-2,6
Sydafrika	MSCI South Africa	1,5	-8,1	3,2	-16,6	-30,5	-1,7	1,6

## Världindex (SEK)

Världen	MSCI World Index	0,2	-0,5	4,4	-8,0	-10,2	9,4	-2,8
---------	------------------	-----	------	-----	------	-------	-----	------

Valutor (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
EURUSD	1,12	-0,9	-0,4	1,9	5,5	2,2	3,3
USDSEK	8,32	0,7	2,3	-2,0	-4,6	-1,2	-1,5
EURSEK	9,34	-0,2	1,9	-0,2	0,7	1,1	1,8
GBPSEK	12,07	1,4	2,5	1,4	-8,5	-7,3	-3,0
JPYSEK	7,57	-0,1	3,5	0,0	6,7	9,4	7,8
NOKSEK	1,00	-1,2	0,8	1,3	-0,8	-9,2	4,7
DKKSEK	1,26	-0,2	1,9	0,2	1,0	1,3	2,1
CNYSEK	1,27	0,1	1,2	-2,4	-7,0	-6,4	-2,4
KRWSEK	0,01	0,0	-1,4	1,4	-6,7	-9,1	-2,8
INRSEK	0,12	-0,1	1,2	-0,2	-5,9	-6,7	-3,2
BRLSEK	2,36	0,1	3,3	10,1	1,1	-13,0	10,7
MXNSEK	0,45	0,5	-2,1	-2,7	-13,9	-17,8	-7,6
ZARSEK	0,53	0,9	-5,6	-4,6	-14,1	-24,6	-2,7

## Råvaror (%)

Zink	kurs	1861,0	-1,0	-3,3	6,4	20,1	-15,0	16,8
Koppar	4588,5	-1,0	-8,1	-0,8	-0,4	-26,2	-2,5	
Guld	1249,8	-1,9	1,4	2,0	16,9	3,6	17,7	
Olja (Brent)	48,4	-1,1	7,4	45,6	8,0	-25,9	29,9	
Olja (WTI Crude)	48,1	-0,7	7,9	34,4	2,8	-23,0	16,3	

## Volatilitet (%)

VIX (USA)	Kurs	15,2	1,1	15,0	-27,6	-2,7	25,3	-16,5
VDAX (Tyskland)	22,3	1,1	16,4	-15,2	9,6	12,6	5,4	

Källa: Bloomberg



## Om Söderberg & Partners

Söderberg & Partners är Sveriges ledande obundna rådgivare och förmedlare av försäkringar och finansiella produkter. Vi har tillgång till Nordens största fristående analysavdelning, vilken dagligen följer försäkringsbolagen, bankerna, fondbolagen och investmentbankerna ur ett produktperspektiv.

### Viktig information

Denna analys är framtagen av Söderberg & Partners Securities AB (nedan Söderberg & Partners). Söderberg & Partners står under Finansinspektionens tillsyn. Som grund till analysen har källor använts som i god tro bedömts vara tillförlitliga. Söderberg & Partners kan inte garantera riktigheten i denna information eller ta på sig något ansvar för fullständighet.

Syftet med analysen är att ge Söderberg & Partners kunder allmän information och analysen utgör således inte en rekommendation eller ett personligt investeringsråd och bör inte ensam ligga till grund för ett investeringsbeslut. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten i att investera i de värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna analys och bör förstå att uttalanden om framtidsutsikter inte nödvändigtvis kommer att realiseras. Historisk avkastning är inte en garanti för framtida resultat. Placeringar i värdepapper innebär alltid en ekonomisk risk. För aktier noterade på börs utanför Sverige kan avkastningen för investeringen även påverkas av valutakursutveckling.

Söderberg & Partners ansvarar inte för direkta eller indirekta skador eller förluster, inklusive men inte begränsat till, förlorad och utebliven vinst, som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet får inte distribueras, citeras eller kopieras för användning utan Söderberg & Partners föregående godkännande.

Söderberg & Partners hantering av intressekonflikter inom investeringsrekommendationer är central och bolaget har antagit interna riktlinjer för att garantera integritet och oberoende för analytiker samt för att identifiera, eliminera, undvika, hantera och/eller offentliggöra faktiska eller potentiella intressekonflikter som rör analytiker eller Söderberg & Partners som bolag. Riktlinjerna innehåller regler om, bland annat men inte begränsat till, förbud mot gynnsamma rekommendationer, reglering av egen handel avseende de instrument som en analys omfattar (där handel inte får ske förrän det att två handelsdagar förflutit från att den aktuella analysen gjorts tillgänglig för mottagarna av den) samt ett generellt förbud mot egen handel i de instrument som en analys omfattar i strid med gällande rekommendationer. Det kan förekomma att analytiker eller närstående personer har innehav i de värdepapper som de utarbetar en rekommendation för. Om den som utarbetat eller ansvarar för rekommendationen eller någon närstående juridisk person har ett väsentligt intresse i det finansiella instrument som rekommendationen avser anges detta tydligt i analysen. Vid osäkerhet i fråga om intressekonflikter skall frågan tas upp till den verkställande direktörens behandling.