



September 2017

Strategirapport

"We're only in it for the Drugs"*

** Punkbandet Ebba Gröns första album, där namnet även återspeglar vår syn på potentialen på aktiemarknaden med anledning av att centralbanksstimulanserna väntas avta.*

Strategi & Marknadssyn	3
Inledning/Sammanfattning	4
Vår investeringsstrategi	5
Regioner	11
USA	12
Europa	16
Sverige	19
Japan	23
Tillväxtmarknader	25
Räntemarknad	28
Alternativa placeringar	32
Tema: Förändringens vindar blåser i detaljhandeln	34
Appendix	41

Denna rapport publicerades den 21 september 2017 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Skribenter, från vänster: Matthias Gietzelt, Linda Jägerstad, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå, Nader Hakimi Fard

Strategi & Marknadssyn

Inledning/Sammanfattning

Vad sade vi sist?

Vår strategirapport i maj innebar ingen större förändring av vår marknadssyn. Redan i mitten av mars sänkte vi vårt betyg för aktiemarknaden och höjde betyget för räntemarknaden för att återspegla vår syn om en förhöjd rekyrisk. Vår bedömning var då att de makroekonomiska förutsättningarna alltså var goda och att den expansiva penningpolitiken fortsatt talade för aktier, men att toppnoteringar i kombination med hög värdering gjorde marknaden känslig för negativa nyheter. Vi kvarstod med vårt gröna betyg på tillväxtmarknader, Europa och Sverige men höll en mer försiktig hållning till den amerikanska aktiemarknaden. På räntesidan kvarstod vi med grönt betyg för företagsobligationer inom segmentet Investment Grade, men såg en förhöjd korrelation mellan High Yield och aktiemarknaden vilket gjorde att vi kvarstod med ett gult betyg på segmentet.

Vad har förändrats sedan dess?

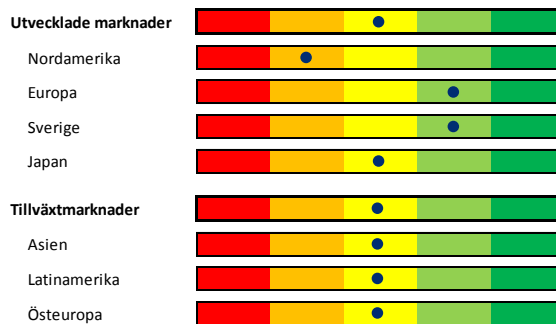
Efter en stark inledning på året och en tydlig multiplexpansion nådde vi i början av sommaren en situation där den politiska risken var hög och förväntningarna dessutom var relativt uppskruvade inför börsbolagens rapportsäsong. På global basis kunde prognoserna infrias, medan de svenska bolagen hamnade något i underkant. Det ledde till något nedreviderade vinstprognoser och en mindre reky som spädades på under sensommaren till följd av dollarraset och den förnyade geopolitiska oron i samband med Nordkoreas missiltester. Sedan dess har makroekonomisk statistik fortsatt peka på en god utveckling och den ekonomisk-politiska osäkerheten har minskat. Förutom starka ledande indikatorer såsom inköpschefsindex har även tillväxtstatistik för både den amerikanska, europeiska och svenska ekonomin pekat på en tilltagande expansion. Sentimentet hos både företag och hushåll är starkt och den ekonomiska aktiviteten är god, vilket bland annat noteras i fortsatt fallande arbetslöshet. Vår bedömning av att vi är sent i cykeln har stärkts i och med att ett antal indikatorer har börjat signalera en ökad risk för recession. Vi spår inte att recessionen kommer i direkt närtid, men väntar oss samtidigt att inflationstendenser kommer möjliggöra nedtrappade centralbanksstimulanser och aktiemarknaden kommer att vara tidiga att prisa in ändringar i konjunkturläget.

Söderberg & Partners Investeringsindikator

TILLGÅNGSKLASSER



AKTIEALLOKERING



RÄNTEALLOKERING



Summering av vår nuvarande syn

Makroekonomiska förutsättningar är fortsatt goda och centralbankers penningpolitik ligger till grund för den attraktiva relativvärderingen av aktier relativt obligationer. Vi ser dock flertalet signaler om att vi är sent i investeringscykeln och manar till fortsatt försiktighet. Överoptimism i exempelvis konsumentförtroendesiffror har historiskt varit en varningssignal för att en topp är nära förestående. Dessutom har en reky i globala börsindex under året närmast uteblivit. Sammantaget kvarstår vi med vårt gula betyg på tillgångsklasserna. Däremot ser vi att utvecklingen på tillväxtmarknader har gått väl fort och att det finns risk för vissa besvikelser under hösten. I kombination med att Europa fortsatt expanderar kraftigt ser vi större potential där just nu. Vi rekommenderar även fortsatt kreditmarknaden framför att investera i korta räntor eller statsobligationer och finner segmentet Investment Grade som en bra avvägning mellan risk och avkastningsmöjligheter.

Vår investeringsstrategi

Inledning

I detta avsnitt avser vi ge en summering av vår marknadssyn med utgångspunkt i makroekonomiska förutsättningar, sentiment hos investerare och värderingar på värdepappersmarknaderna. Syftet är att belysa aktuella risker, dra lärdomar av historiska samband och av tidigare studier, samt ge en tydligare inblick i våra rekommendationer.

Makroekonomiska förutsättningar fortsätter ge stöd

Den globala ekonomiska utvecklingen är fortsatt god och gynnas av lågräntemiljön och en tilltagande global handel. Förutsättningarna är därmed goda och i linje med vår tidigare bedömning har expansionen nu nått Europa, medan USA uppvisar vissa avmattningstendenser. Läget återspeglas i IMF:s senaste prognoser över tillväxten, där årets väntade tillväxt revideras upp för Eurozonen, medan den amerikanska revideras ned.

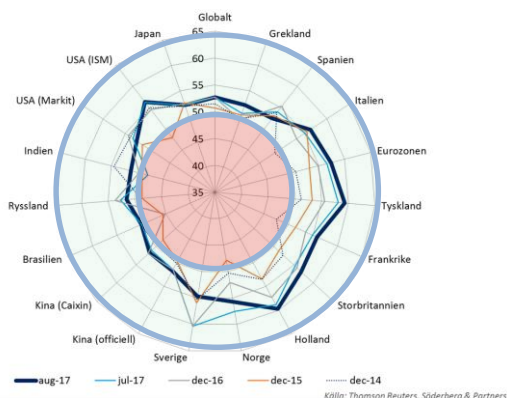
	2017		2018	
Global tillväxt	3,5	(0,0)	3,6	(0,0)
Mogna ekonomier	2,0	(0,0)	1,9	(-0,1)
USA	2,1	(-0,2)	2,1	(-0,4)
Eurozonen	1,9	(0,2)	1,7	(0,1)
Storbritannien	1,7	(-0,3)	1,5	(0,0)
Sverige	2,7	(0,0)	2,4	(0,0)
Japan	1,3	(0,1)	0,6	(0,0)
Tillväxtmarknader	4,6	(0,1)	4,8	(0,0)
Brasilien	0,3	(0,1)	1,3	(-0,4)
Ryssland	1,4	(0,0)	1,4	(0,0)
Indien	7,2	(0,0)	7,7	(0,0)
Kina	6,7	(0,1)	6,4	(0,2)

Inom parentes förändring relativt prognos i april

Källa: IMF, Söderberg & Partners

I fokus ligger alltså penningpolitiken och inflationsförväntningarna har förblivit låga. När och på vilket sätt centralbankerna kommer att minska de pågående penningpolitiska stimulanserna är ett högaktuellt ämne och frågan är till vilken grad den ekonomiska aktiviteten kommer att påverkas av agerandet.

De ekonomisk-politiska riskerna har minskat tydligt under sommaren och blickar vi framåt under hösten lär fokus på det tyska valet inte bli lika stort som det var på det franska och brittiska under våren och tidig sommar. Istället har de geopolitiska riskerna seglat upp som ett nytt orosmoln med Nordkorea i spetsen. Det satt åt sidan kan vi konstatera att ledande indikatorer, som tidigare har uppvisat goda samband med tillväxten, idag visar på fortsatt expansion. Alla regioner noterar exempelvis inköpschefsindex över den viktiga 50-nivån (se graf nedan) och de flesta indikatorer som mäter det aktuella affärsklimatet fortsätter att förbättras. Det bör gynna tillväxten och i sin tur börsbolagen. Med det sagt är det dock naturligtvis av yttersta vikt att påpeka att ekonomisk tillväxt inte alltid har ett starkt samband med utvecklingen på värdepappersmarknaderna och att det kan finnas en risk att den utveckling vi idag ser är vad marknaden har prisat in under det senaste året.



Var i konjunkturcykeln befinner vi oss?

Som tidigare nämnts har den globala expansionsfasen nått Eurozonen, men den har också nått tillväxtmarknaderna. Att tillväxten är synkroniserad och globalt utbredd på flertalet marknader är en viktig signal då det tenderar att leda till hävstångseffekter. I Europa ser nu länder som Frankrike och Italien tydliga förbättringar i ekonomisk aktivitet och en normalt sett relativt försiktig centralbank noterar en stabil återhämtning. På tillväxtmarknaderna är det inte längre enbart de asiatiska länderna som växer utan även de länder som tidigare befunnit sig i recession, såsom Ryssland och Brasilien visar på förbättring.

Vår investeringsstrategi

I USA, som tenderar att leda den globala konjunkturcykeln, överraskade BNP-tillväxten för årets andra kvartal på nytt positivt och det var drivet av en ökad privatkonsumtion. Den avtagande sysselsättningsstillväxten antyder dock att landet är i en senare fas i konjunkturcykeln än Eurozonen och tillväxtmarknader och vi anser att den bilden bekräftas av dollarns svaga utveckling relativt euron de senaste månaderna.

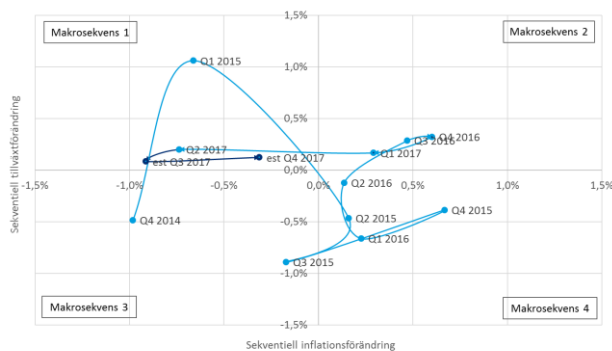
Eurozonen i tydlig tillväxttrend



Söderberg & Partners bedömning av nästa makrosekvens pekar på god marknadsutveckling

I tidigare strategirapporter under året har vi försökt belysa värdet av att se på mer kortsiktiga ekonomiska makrosekvenser för att få en bättre koppling till värdepappersmarknadernas utveckling. Vår grundprincip bygger på fyra faser, där vi i vår senaste rapport i maj bedömde att vi skulle gå in i en fas som innebär en något svagare aktiemarknad (Makrosekvens 3). Vi hade rätt i vår syn om en något mer dämpad marknadsutveckling, däremot visade det sig att det andra kvartalets tillväxt var något bättre än vårt initiala estimat. Den konjunkturrella utvecklingen befann sig i motsats till våra förväntningar i den fas vi benämner Makrosekvens 1 och blickar vi framåt med dagens estimat är vår bedömning att vi kvarstår i denna fas. Det skulle innebära att tillväxten fortsatt är sekventiellt stigande men inflationen är sekventiellt fallande. Historisk har det inneburit en god utveckling på aktiemarknaden, men det har också exempelvis inneburit mindre sannolikhet för att amerikanska Federal Reserve höjer styrräntan.

Fortsatt sekventiellt stigande tillväxt och fallande inflation



Vad är centralbankernas nästa steg?

I slutet av 2015 inledde den amerikanska centralbanken Federal Reserve sin räntehöjningscykel, men höjningarna har sedan dess varit modesta och idag prissätter marknaden att sannolikheten för ytterligare en höjning under året är cirka 50 procent. Det är inte överraskande med tanke på att den underliggande inflationsökningen har kommit av sig något. Dessutom ligger i första hand fokus på normaliseringen av balansräkningen som väntas inledas i en försiktig takt under hösten. Nästa år väntas dock nya räntehöjningar och vår bedömning är att inflationen återigen kommer att notera högre nivåer, inte minst tack vare dollarns fall under året. För europeisk del ligger räntehöjningar ännu långt borta och kommunikationen från ECB har varit tydlig. Först ska tillgångsköpsprogrammet reduceras kraftigt och vi ser det inte som orimligt att räntehöjningar sker först mot slutet av nästa år. Även i Europa är inflationsutvecklingen ännu marginell, medan den i Sverige har överraskat något på uppsidan under de senaste månaderna. Det har lett till att flertalet marknadsaktörer räknar med en första höjning från Riksbanken redan under nästa vår. Vår tro är att Riksbanken är i händerna på ECB och att risk finns att man är fortsatt avvaktande. Sett till historiska inledningar av räntehöjningscykler visar det att Riksbanken har agerat tidigare än vad som har kommunicerats, men utifrån räntebanans utveckling de senaste åren kan vi konstatera att så hittills inte varit fallet den här gången.

Vår investeringsstrategi

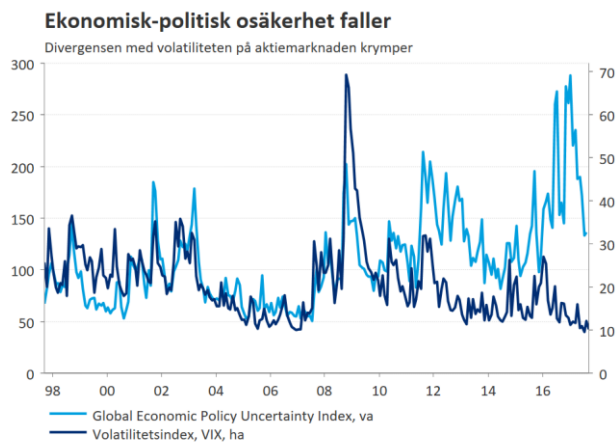


Har den politiska osäkerheten minskat och var finns nästa orosmoln?

Under flera års tid har den ekonomisk-politiska osäkerheten varit hög, vilket bland annat har noterats i Economic Policy Uncertainty Index. Efter Brexitomröstningen, det amerikanska, franska och brittiska valet har dock osäkerheten minskat. Vår bedömning har hela tiden varit att dessa faktorer inte bör ha någon påverkan på värdepappersmarknaderna och att den globala konjunkturåterhämtningen inte rubbas av den typen av osäkerhet.

Under sensommaren har den geopolitiska risken ökat i takt med upptrappad oro för Nordkoreas agerande. Missiltester bör enligt Nordkoreaexperter främst ses som en provokation liksom ett försvar av regimen och inte som en avsiktsförklaring för krig. Får det inga spridningseffekter påverkas således inte de globala ekonomiska prognoserna, men den tilltagna spänningen har under perioder ändå resulterat i exempelvis ökade kreditspreadar.

Ett av de kanske största orosmolnen idag är den höga globala skuldsättningen och den alltjämt höga andelen dåliga lån på bankers balansräkning i vissa regioner. Den ansträngda situationen gör att penningpolitiken från där vi står idag sannolikt inte skulle vara ett tillräckligt verktyg om ytterligare stimulanser skulle behövas och vilka alternativ som då skulle finnas är idag svårt att svara på. Att exempelvis stimulera ekonomin genom finanspolitik är generellt sett för trubbigt i en sådan situation.



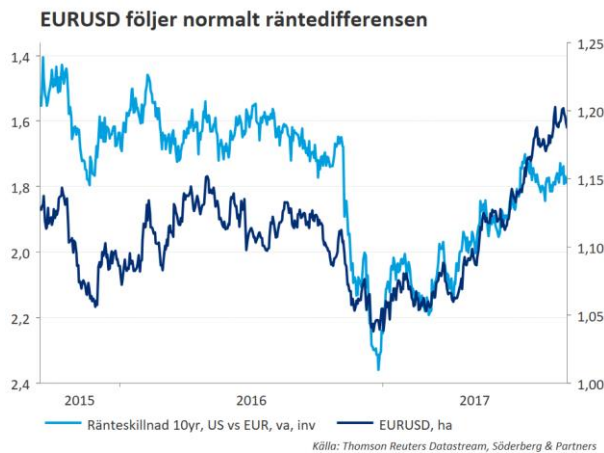
Vad kan vi lära oss av historiska samband?

Även om dagens situation är unik finner vi stort värde av att se på historiska samband, inte minst för att finna divergenser. Den amerikanska konjunkturcykeln har en rad likheter och skillnader med mönster från förr. Sysselsättningen har utvecklats i linje med historiken, men löneinflationen har inte tagit fart. Trots det har konsumentförtroendet varit högt och konsumtionen varit en drivande faktor. Tillväxten är ännu god men IMF:s prognoser har samtidigt reviderats ner för såväl innevarande som nästkommande år och skulle tillväxttrenden vika har det tillsammans med tilltaget konsumentförtroende varit en tydlig signal om att en recession är nära förestående. Den främsta indikatorn på annalkande recession har dock varit lutningen på den amerikanska räntekurvan, det vill säga skillnaden mellan kort och lång obligationsränta. Den är idag fallande men inte vid nollpunkten och det är först när det inte finns någon räntedifferensen mellan dessa löptider som varningssignalen för recession är tydlig. Man ska dock komma ihåg att en fallande räntekurva normalt inneburit goda förutsättningar för aktiemarknaden.

Ser vi på den svenska utvecklingen finns en rad signaler som pekar på en förbättrad konjunktur. Konjunkturbarometern indikerar högre tillväxttakt och arbetslösheten är fallande med arbetskraftsbrist i vissa sektorer. Historiskt har detta inneburit att Riksbanken kan börja agera åtstramande med räntehöjningar, men på grund av inflationsutvecklingen har detta uteblivit.

Vår investeringsstrategi

Valutaparet EURUSD har historiskt tenderat att återspegla räntedifferensen mellan Europa och USA. Det noterade vi även vid inledningen av året, men det finns idag viss anledning att tro att euroförstärkningen kan ha gått lite väl fort.



Något som är värt att ha i minnet under hösten är att sambandet mellan den amerikanska inflationen och den handelsvägda dollarn är relativt starkt. En fallande dollar innebär normalt att inflationen tilltar, vilket är något som skulle spela Federal Reserve i händerna och rättfärdiga ytterligare räntesänkningar och/eller minskade återköp.



Hur kan vårt makroekonomiska scenario appliceras?

Vår grundsyn är att den ekonomiska expansionen fortsätter och att aktiviteten är relativt global. Sysselsättningstrender är fortsatt goda och vi räknar

med att vi får se en gradvis ökning av inflationen på de utvecklade marknaderna. Det gör att centralbankerna snarare går mot en period med något mer åtstramning. Med det sagt är vår bedömning att räntor kommer att vara lägre än historiskt under relativt lång tid, vilket gör att placeringar i korta räntor fortsatt är relativt oattraktiv.

Under hösten är vår bedömning att vi kommer befinna oss i Makrosekvens 1 vilket skulle tala för en fortsatt gynnsam miljö för aktier. Sambandet mellan tillväxt och avkastning på aktiemarknaden är dock inte fullständigt och vi ser allt sammantaget skäl för en neutral inställning till aktier. Bolagen är kapitalstarka och alternativen till likvida investeringar är få. Räntekurvan visar ännu inte tecken på en annalkande recession, men värderingarna höga och det tillsammans med att många makroekonomiska indikatorer befinner sig på eller nära rekordnivåer gör marknaden känslig för negativa överraskningar och orosmoln. Ett sätt att gynnas av kapitalstarka bolag är att inom ränteinvesteringar fortsatt äga företagsobligationer då vi bedömer att risken för betalningsinställelser alltjämt är låg.

Vi har haft en stark tro om att dollarn ska försvagas, vilket har inneburit en rad effekter såsom att vi har förutspått en bättre relativutveckling för tillväxtmarknader. På absolut basis är dollarn inte längre övervärderad och vi ser att räntedifferensen mellan Europa och USA inte kan motivera den starka utvecklingen för valutaparet EURUSD. Vi ser dock fortsatt att den europeiska expansionen är stark medan vi är lite mer oroade för att det kan komma ett visst bakslag på tillväxtmarknaderna under hösten.

Dollarns fall kommer också att ha annan påverkan. Redan i den senaste mätningen i exempelvis svenskt inköpschefsindex för industrin noterade vi ett fall och det finns risk att verkstadsbolagen i Sverige drabbas. I USA befinner sig inköpschefsindex fortsatt på hög nivå. De senaste åren har sambandet varit att en hög nivå på inköpschefsindex har inneburit stigande ränteläge. Så har dock inte varit fallet den här gången, men eftersom vi gör bedömningen att långgräntor inte bör stiga i den här delen av cykeln räknar vi med en försvagad takt på inköpschefsindex.

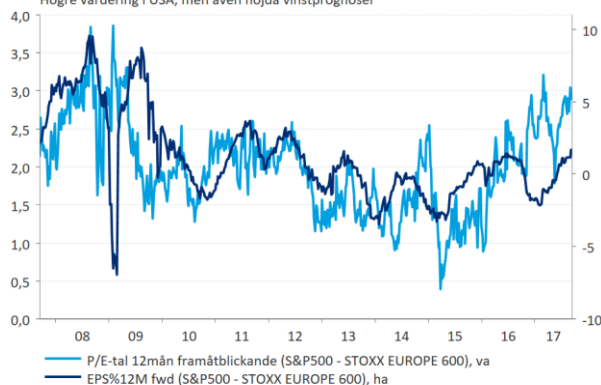
Vår investeringsstrategi

Är den ansträngda värderingen på tillgångsklasserna ett hinder framöver och ser vi några bubblor?

I likhet med i vår senaste strategirapport ser vi att värderingarna globalt visar på tydliga premier relativt det historiska snittet. Även om värderingarna normalt inte ger en vägledning kring vändningar på aktiemarknaden ser vi att uppsidan på grund av detta bör vara begränsad. Relativvärderingen mot obligationsmarknaden är med tanke på de låga räntorna naturligtvis fortsatt attraktiv, då direktavkastningen på aktier överstiger obligationers kuponger tydligt. Detsamma gäller om man ser till historisk värdering givet olika inflationsnivåer. Med dagens nivå på inflationen är vinstnyckeltal normalt högre än när inflationen antingen är mycket låg eller hög. Sammantaget tror vi att kortsiktigt fokus snarare ligger på vinstestimatrevideringar samtidigt som konjunkturen måste visa tydliga avmattningstecken innan vi kan vänta oss en multipelkontraktion.

Värderingsskillnad talar för Europa

Högre värdering i USA, men även höjda vinstprognoser



En börsnedgång kan föregås av en särskilt högt värderad sektor. En alltför snabb uppgång med ett närmast parabolisk utseende i kursutvecklingen är då ofta en varningssignal. Den amerikanska IT-sektorn kan idag anses vara högt värderad, men det är inte i närheten av de vinstmultiplar vi såg i slutet av 1990-talet, innan teknologibubblan sprack. Ställer vi dessutom värderingarna i förhållande till räntenivån ser inte dagens nivå alltför ansträngd ut. Förutom ett starkt investerarsentiment ser vi idag inga direkta fundamentala hinder för utvecklingen på värdepappersmarknaderna.

Hur ser vi på tillväxt-/utvecklade marknader?

Tillväxtmarknader har inlett året mycket starkt drivet av en fallande inflation och synkroniserad tillväxt i de flesta länderna samt en fallande dollar. Den attraktiva relativvärderingen jämfört med utvecklade marknader har dessutom bidragit till att kapitalflöden letat sig tillbaka till tillväxtmarknaderna. På absolut nivå kvarstår att dessa marknader fortsatt har en lägre värdering än utvecklade marknader, men sett till den egna historiken handlas dessa nu aggregerat på premienivå vilket visar att förväntningarna på kommande vinstutveckling är höga.

Tillväxten är fortsatt god, men vår bedömning idag är att vi inte anser att denna kan nå en ny nivå, då det skulle krävas en tydligt ökad kredittillväxt. Vi tror att Kina snarare går in i en period med viss åtstramning nu när ekonomin har uppvisat en god utveckling inför partikongressen i oktober och även på andra marknader såsom Brasilien är förtroendet fortsatt alltför lågt för att de pågående centralbanksstimulanserna ska få en bestående effekt på tillväxten. Dessutom ser vi en risk att dollarns kraftiga nedgång under året stannar av något vilket, givet att tidigare korrelation håller, skulle innebära att tillväxtmarknader åtminstone kortsiktigt kan få det tuffare. Den främsta risken med detta scenario är naturligtvis att investerarsentimentet kortsiktigt blir mer optimistiskt än vi väntar oss. Sett över historiska längre cykler brukar tillväxtmarknaders högre relativavkastning mot utvecklade marknader pågå under en längre period än vad som hittills varit fallet.

Stark relativavkastning för tillväxtmarknader



Vår investeringsstrategi

Risk för större osäkerhet på räntemarknaden?

Räntemarknaden har tagit årets händelser med ro. Centralbankerna har varit relativt avvaktande i neddragningen av stimulanserna och den politiska osäkerheten har inte återspeglats i någon större utsträckning. Även kreditmarknaderna har noterat en stabil utveckling trots att kreditspreadar i samband med den initiala Nordkoreaoron ökade något. Det finns flera anledningar till stabiliteten. Dels har centralbankernas tillgångsköp givit stöd, dels har de långsiktiga inflationsförväntningarna inte stigit i någon större utsträckning. För High Yield-marknaden har dessutom oron för ett fallande oljepris minskat, vilket under föregående år ledde till en kraftig rekyl för segmentet. Kreditmarknaden överlag gynnas i övrigt av bolagens stabila balansräkningar och begränsade risker för betalningsinställelser. Förutom att risken för en rekyl på marknaden även skulle drabba denna marknad ser vi idag ingen förhöjd risk och rekommenderar fortsatt att kreditrisk före ränterisk.

Sentimentsindikatorer pekar på förhöjd rekylrisk

I kombination med makroekonomiska förutsättningar och värderingar på värdepappersmarknader finns en mängd indikatorer att beakta som kan ge en vägledning om tillgångsklassers potential. Förtroendeindikatorer som mäter företags och hushålls syn på framtiden har historiskt haft ett starkt samband med konjunkturutvecklingen. Alla dessa indikatorer pekar idag på fortsatt expansion, men det är värt att nämna att exempelvis det europeiska konsumentförtroendet har haft ett starkt samband med börsutvecklingen. Dagens nivå, nära tidigare toppar, skulle därmed innebära en förhöjd rekylrisk. Investerarsentimentet kan även åskådliggöras bland annat genom att se på volatilitetsindex, VIX, på den amerikanska marknaden. Fortsatt befinner sig det på nivåer som är historiskt låga och som förvisso pekar på en låg risk i form av svängningar, men samtidigt innebär nivån ett läge där risken närmast bara kan öka. Några större slutsatser går dock inte att dra kortsiktigt. Sett till tidigare tillfällen med mycket låg volatilitet har efterföljande år både uppvisat kraftiga uppgångar och kraftiga nedgångar på aktiemarknaden och dagens penningpolitik har naturligtvis bidragit till de låga svängningarna.

Starkt konsumentförtroende inte alltid bra för börsen



Även andra mer kortsiktiga sentimentsindikatorer pekar på en tydlig optimism, vilket kortsiktigt kan innebära en förhöjd rekylrisk.

Hur avser vi att agera framöver?

Förutom en förändrad rekommendation kring tillväxtmarknader gör vi i denna strategirapport inga förändringar. Sedan vår nedviktning av aktier till ett gult betyg den 13:e mars i år är ett globalt världsindex ned 3 procent mätt i svenska kronor. Den mindre rekyl vi har sett, föranledd av geopolitisk osäkerhet, förändrar inte vår syn på konjunktur, värderingar eller sentiment, vilket gör att samma förutsättningar för tillgångsklasser kvarstår. Vi ser fortsatt en del varningssignaler och gör bedömningen att vi är sent i såväl konjunktur- som investeringscykeln. Men det krävs ytterligare faktorer innan vi ser en nära förestående nedgång och de flesta positiva trenderna är alltjämt intakta. Vi oroas av hög global skuldsättning med en ohållbar kinesisk kreditillväxt och räknar med att även nästa nedgång främst bygger på en finansiell kris, men med risk för att penningpolitiken då har begränsade stimulansmöjligheter. De finansiella villkoren är dock fortsatt attraktiva och åtstramningarna för marginella för att få en stark påverkan på konjunkturen. Det senare är något vi inte har sett och med ovan sagt brukar värdepappersmarknadens utveckling ligga i framkant. Får vi ytterligare en uppgångsfas från denna nivå gör vi bedömningen att det inte är alltför långt kvar på den här utdragna expansionsfasen, som hör till de längre jämfört med historiska cykler.

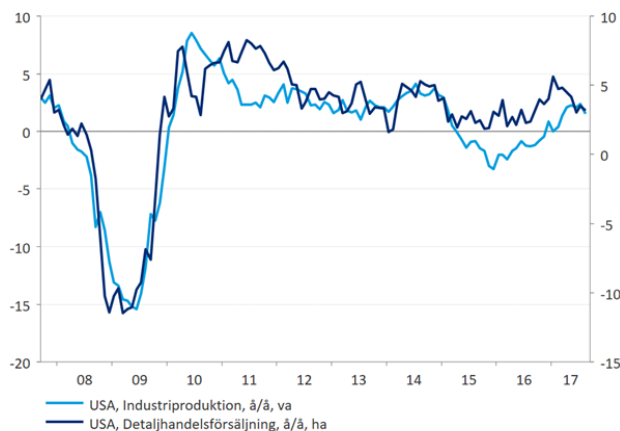
Regioner

USA

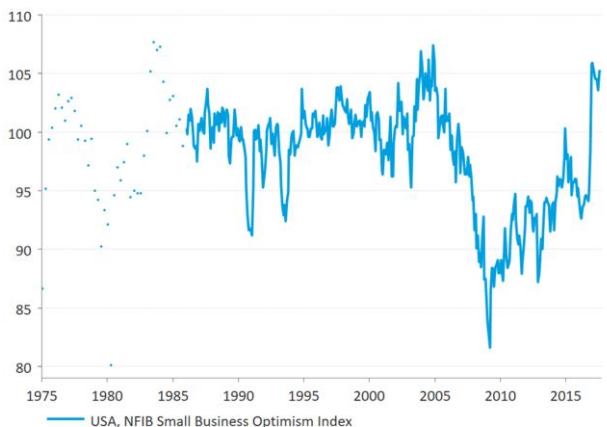
Makroekonomiska förutsättningar

Allt starkare tillväxt

Tillväxttakten i den amerikanska ekonomin inledde året svagt, något vi vant oss vid de senaste åren då det verkar finnas en viss säsongsbetonad effekt som inte filterats ut. Ett par revideringar senare visade sig dock att tillväxten i första kvartalet kom upp i godkända 2,0 procent jämfört med första kvartalet 2016. Årets andra kvartal var emellertid det starkaste kvartalet sedan början av 2015 med en tillväxttakt om 0,8 procent sekventiellt och 2,2 procent jämfört med andra kvartalet 2016. Den siffran ska slutrevideras en sista gång i slutet av september men vittnar ändå om den fortsatt mycket starka amerikanska ekonomin. I själva verket har den amerikanska tillväxten sekventiellt stigit fyra kvartal i rad och sammanfaller väl med framförallt den starkta industrikonjunktur vi bevittnat från början av 2016 och framåt där amerikansk industriproduktion växlat upp rejält, även om augustisiffran om +1,5 procent i årstakt var något lägre än tidigare. Industriproduktionen brukar betecknas om en av de makroekonomiska pelarna inom "The Big Four" och förbättringen sammanfaller även väl med mer mjuka sentimentsindikatorer som inköpschefsindexet ISM som även det stigit successivt och där augustisiffran om 58,8 är den högsta sedan början av 2011 och tydligt över balansnivån 50.



Ser man till andra mjuka makrovariabler, som normalt ger en god indikation om närmaste kvartalets tillväxt, andas även dessa optimism. Särskilt småbolagens optimism, uttryckt genom NFIB index (National Federation of Independent Business Index), vilken ökade kraftigt efter Donald Trumps vinst i presidentvalet i fjol, är på högstanivåer som vi inte sett sedan 2004 och 1983. Denna höga optimism kan härledas till de av president Trump utlovade reformerna av den amerikanska ekonomin, något som dock visat sig svårt att få igenom i praktiken i senaten.



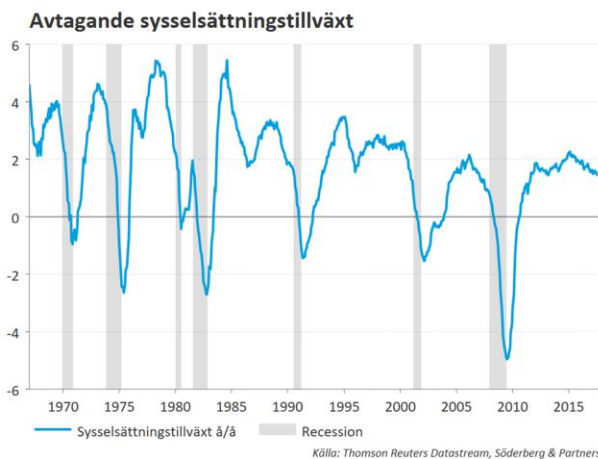
Även andra delar av ekonomin indikerar fortsatt styrka. Detaljhandelsförsäljningen i USA visar inte tecken på att försämrats utan växer idag med 3,2 procent i årstakt. Ser man till estimat räknar IMF i sin senaste uppdatering från i juli att den amerikanska ekonomin växer med 2,1 procent både under 2017 och 2018, vilket innebär en nedrevidering med 0,2 respektive 0,4 procentenheter från estimaten presenterade i april.

Även stark arbetsmarknad

Den amerikanska arbetsmarknaden har varit anmärkningsvärt stark under en längre tid nu. Sysselsättningen fortsätter att öka, senast nu i augusti med 156 000 nya jobb utanför jordbrukssektorn, vilket innebär att cirka 2,1 miljoner fler är sysselsatta nu jämfört med för ett år sedan. Att förändringstakten avtar är helt naturligt i en senare del av cykeln och är inget som föranleder någon oro än.

USA

Årsökningstakten uppgick till 1,4 procent i augusti, ned från senaste toppen på 2,3 procent i februari 2015. Arbetslösheten är kvar på 4,4 procent, samma nivå som i april och där har den legat still under hela sommaren. Arbetslösheten i USA är idag nere på nivåer understigande den av US Congressional Budget Office estimerade naturliga arbetslösheten (NAIRU) och bör alltså vara så pass låg att den är löneinflationsdrivande. Enligt statistik från Bureau of Labour Statistics ligger däremot de genomsnittliga timlöneökningarna kvar på 2,5 procent i augusti och har inte rört sig sedan ett halvår tillbaka. Löneökningarna har dock stigit successivt de senaste åren men har nu alltså fallit tillbaka något. Det finns flera indikatorer som pekar på att lönekostnaderna borde ta fart i USA där ett utmärkt exempel är månatliga undersökningar som visar att andelen företag som planerar att höja lönerna stiger rejält vilket brukar vara ledande med sex till tolv månader.



Viss tvekan från Fed?

I takt med att ekonomin förbättrats och att arbetslösheten kommit ner har Fed beslutat att undan för undan höja styrräntan totalt fyra gånger hittills i denna cykel. Första höjningen om 0,25 procentenheter kom i december 2015 för att sedan följas upp med 0,25 procentenheter vardera i december 2016, mars 2017 och senast i juni 2017. I samband med junimötet signalerades dessutom för en nedtrappning av balansräkningen vid väl valt tillfälle under hösten vilket bekräftades vid mötet den 20 september. Fed avser att initialt minska återinvesteringarna från förfallna

principaler med 10 miljarder dollar per månad fördelade på statsobligationer och bostadsobligationer. Denna takt ska sedan öka med 10 miljarder var tredje månad varpå man efter tolv månader når en minskningstakt om 50 miljarder dollar per månad som sedan ska utgöra ett tak. Tillvägagångssättet gör att marknaden har en klar och tydlig plan att förhålla sig till och än så länge har marknadsreaktionerna sedan planen presenterats varit ytterst begränsade. Federal Reserve signalerar ytterligare en räntehöjning till i år, vilket marknaden till viss del börjat ta till sig. Sannolikheten för detta prissätts idag till drygt 60 procent. Inflationen i USA har fallit under året efter att ha nått en topp om 2,7 procent i februari för att i augusti uppgå till 1,9 procent. Både uppgången under fjolåret och i början på detta år liksom nedgången sedan första kvartalet kan till mångt och mycket förklaras av baseffekter från tidigare volatilitet i oljepriset och är inget som har förvånat nämnvärt. Däremot har kärninflationen exklusive mat och energipriser fallit tillbaka vilket är ett huvudbry för Fed och kan verka dämpande på framtida räntehöjningar då det dessutom sammanfaller med låga löneökningar hittills, trots den låga arbetslösheten.

Aktiemarknad

Fortsatt relativt hög värdering

Den amerikanska aktiemarknaden har fortsatt att uppvisa en positiv kursutveckling under året. Tidigare har de ledande indexen fått stöd av förhoppningar gällande finanspolitiska stimulanser för ekonomin men efter det andra kvartalet finns också stöd i form av positiva vinstrevideringar i flertalet sektorer. I dollar är uppgången 13 procent medan den uttryckt i svenska kronor är negativ med 1 procent efter dollarfallet som varit. Den amerikanska aktiemarknaden uppvisar således fortsatt styrka i lokal valuta och det med tekniksektorn som främsta draglok. Tekniktunga indexet Nasdaq 100 är exempelvis upp hela 23 procent i dollar. Flera av de mest tongivande

USA

teknikbolagen fortsätter att tilldra investerarnas intresse som diskonterar att deras dominerande position ska förbli intakt med fortsatt goda marginaler och tillväxt.

Marknaden tror och hoppas fortfarande på lättnader i regelverket för exempelvis finanssektorn såväl som betydande skattelättnader, även om vi bedömer att förhoppningarna har tonats ner något. Den nya administrationen tillträdde med höga ambitioner också beträffande satsningar på infrastrukturiområdet men ännu har inget konkret beslutats om i de för marknaden kortsiktigt kanske viktigaste frågorna; skatter, regleringar samt infrastrukturinvesteringar. På frihandels- och miljöområdet är en del förändringar dock ett faktum, där exempelvis företag inom fossilenergi gynnas och framför de som är verksamma inom förnyelsebar energi.

Ekonomi fortsätter ändå att växa och sysselsättningen att stiga med ett beskedligt inflationstryck. Det har medfört att penningpolitiken stramas åt i en långsam takt. Kombinationen av en stark tekniksektor, god ekonomisk aktivitet och fortsatt stimulerande penningpolitik har nyligen lyft samtliga större amerikanska börsindex till nya rekordnivåer, trots de redan historiskt höga värderingarna. Emellertid har den tidigare betydande multiplexpansionen sedan snart ett år tillbaka upphört. Vinsttillväxten är tillbaka och kursuppgångarna har stöd av att företagens vinster ökar och försäljningen stiger. Vinstmultiplern, uttryckt som P/E tal, ligger för närvarande på 17,6 för S&P 500 baserat på förväntade vinster kommande tolv månader, vilket kan sättas i relation till snittet de senaste tio åren på 14,3. Sektormässigt finner vi de högsta vinstmultiplarna inom energibolagen med P/E 27,3 följt av konsumentvaror på P/E 19,9. De lägsta multiplarna finns inom teleoperatörer som handlas till ett P/E-tal på 12,9 följt av finans vars vinster värderas till 14 gånger.

Vinsttrenden är positiv och har förstärkts något det senaste kvartalet. S&P500-bolagen förväntas öka vinsterna med 11 procent såväl innevarande år som nästkommande. Försäljningstillväxten förväntas uppgå

till 7 procent 2017 respektive 6 procent 2018. Störst procentuell tillväxt väntas inom energisektorn men även IT- och finanssektorn förväntas öka sina vinster per aktie med 14 respektive 13 procent i år. För konsumentvarubolag och telekomoperatörer förväntas å andra sidan en mycket blygsam förbättring beträffande vinstutveckling vilket i operatörssektorn också återspeglas i relativt låga vinstmultiplar.

Vinsttillväxten förbättras i USA



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

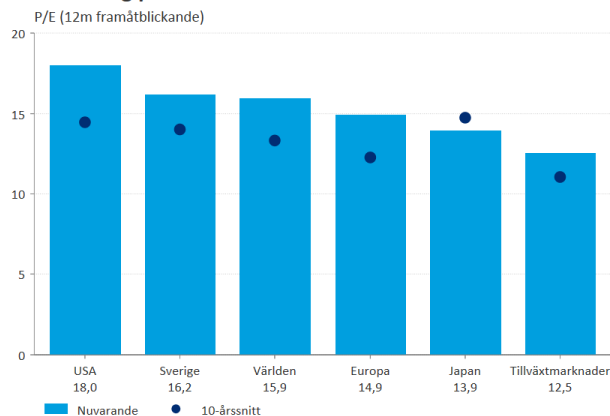
Med en direktavkastning på cirka 2 procent är utdelningsnivån lägre i amerikanska bolag än det globala genomsnittet på 2,5 procent. Landets börsbolag återför dock i relativt hög grad kapital till sina ägare även genom återköpsprogram. Direktavkastningen kan sättas i relation till en 10-årig amerikansk statsobligation som för tillfället handlas till cirka 2,2 procent i årlig ränta.

Den amerikanska aktiemarknaden utgör drygt hälften av det totala börsvärdet i MSCI AC World, eller världsindeks. Betydelsen blir därför mycket stor och de amerikanska marknaderna är tongivande i ett globalt aktieperspektiv. Antalet noterade bolag är stort och medför både en bredd mellan olika sektorer och ett djup beträffande likviditet. Möjligheten att göra direkta bolagsval är därmed stora, samtidigt som den amerikanska marknaden av många anses vara den mest effektiva och därigenom den mest utmanande för en aktiv aktieförvaltare. Teknologisektorn har varit

USA

särskilt framträdande de senaste åren, med ett fåtal dominerande företag. Med ett samlingsnamn går de ibland under förkortningen FANG (Facebook, Amazon, Netflix och Google) eller FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft och Google). Ett Apple eller ett Microsoft, representerar börsvärden i nivå med medelstora europeiska länders BNP, vilket är ett fascinerande perspektiv. Förutom imponerande börsvärden kan gruppen stoltsera med global monopolliknande dominans inom snabbväxande områden och de är därigenom, trots sin storlek, utmanare av eller disruptiva till många traditionella affärsmodeller.

Värdering på världens börser



Vi ser fortfarande värderingen av den amerikanska aktiemarknaden som hög, både ur ett historiskt perspektiv och relativt andra regioner. Vinsttrenden är dock positiv och i kombination med den starka teknologisektorn samt att förväntningarna på snara fantastiska finanspolitiska skeenden har dämpats blir utsikterna enligt oss mer neutrala. För investerare med svenska kronor som bas innebär det snabba dollarfallet att utsikterna för en positiv avkastning ser intressantare ut än tidigare. Vi fortsätter dock att föredra andra regioner som värderas lägre och där den ekonomiska aktiviteten växlar upp, företrädesvis Europa.

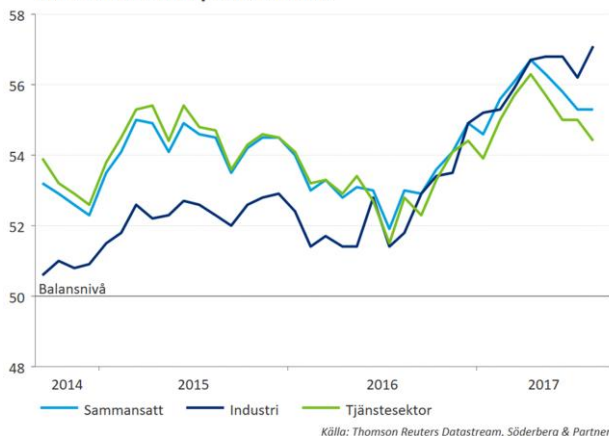
Europa

Makroekonomiska förutsättningar

Upprevidering av den europeiska tillväxten

Precis som i den amerikanska ekonomin har tillväxttakten i Eurozonen växlat upp under året. Enligt Eurostat uppgick den årliga tillväxten under det andra kvartalet till 2,3 procent medan under första kvartalet var 2,0 procent och under helåret 2016 var 1,9 procent. Det är helt i linje med IMF:s upprevidering av tillväxten i juli till 1,9 procent för helåret 2017 för att därefter falla tillbaka till 1,7 procent för 2018. Det är även i linje med vad sentimentsindikatorer som inköpschefsindex signalerar. Indexet har stigit undan för undan under året då optimismen från bland annat det marknadsvänliga resultatet i det franska valet i våras har inverkat positivt. Augustisiffran om 57,4 för Eurozonen som helhet är den högsta på många år och ser man till de största revideringarna av tillväxtförväntningar är det framförallt i före detta krisländer som Italien och Spanien som omsvängningen sker, även om den skett på bred front. Flera positiva signaler kommer bland annat från Italien, som i många fall pekas ut som Eurozonens ekonomiska problembarn med låg tillväxt, hög skuldsättning och usel demografi. Efter press från ECB verkar nu många italienska banker agera kraftfullt med att förbättra balansräkningen och sälja av dåliga lån.

Eurozonens inköpschefsindex



Makrodata fortsätter att förbättras i regionen, exempelvis ökade industriproduktionen för Eurozonen med goda 3,4 procent i juli jämfört med ett år innan och detaljhandelsförsäljningen har visat god tillväxt

under hela året. Ökningstakten uppgick till goda 2,4 procent i juli jämfört med ett år innan.



Hur länge fortsätter ECB att stimulera?

Den europeiska centralbanken vilar vidare på hanen och höll refinansieringsräntan kvar på 0,0 procent vid mötet i september, samtidigt som depositräntan hölls kvar på -0,40 procent. På den efterföljande presskonferensen meddelade Mario Draghi att mer information kring tillgångsköpsprogrammet, som ska avslutas i december, är att vänta under hösten och då troligast vid mötet i slutet av oktober. Marknaden har gjort tolkningen att ECB förlänger sitt program in i 2018 men att det samtidigt meddelas att takten avtar. Man skulle i så fall till viss del följa den amerikanska centralbanken Fed i att på marginalen minska de penningpolitiska stimulanserna. ECB följer dock noga utvecklingen för euron vilken har stärkts kraftigt under året och särskilt under sommaren. En för stark euro skulle återigen sätta press nedåt på inflationen vilket hindrar penningpolitiskt åtstramning, om än så på marginalen. Även om ECB förlänger och minskar takten på tillgångsköpsprogrammet signalerar Draghi att en eventuell räntehöjning ligger längre bort än så och marknaden prisar knappt in någon sannolikhet alls för en räntehöjning de närmaste tolv månaderna. ECB har, likt den svenska Riksbanken, inte ett dualt mål utan har som uppgift att hålla inflationstakten på en stabil och låg nivå och det är just avsaknaden av inhemskt inflationstryck för Eurozonen som helhet som är ett problem. Kärninflationen har krupit upp något under sommaren men är fortfarande på mycket låga nivåer.

Europa

Politiken (äntligen) inte i centrum

Efter ett år som hittills präglats mycket av politik verkar nu den politiska stormen i Europa möjlig. Marknadsvänliga utfall i valen i Nederländerna och Frankrike följs upp av ett närmast ointressant tyskt val där Angela Merkel och CDU verkar ha vunnit på förhand. EU-kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker höll i mitten av september sitt årliga State of the Union-tal och argumenterade inte helt oväntat för ökad federalism. Ytterligare interna konflikter inom EU kan mycket väl komma på ökade krav på federal integration och en större harmonisering mellan penning- och finanspolitik. I teorin är detta nästan en av grundförutsättningarna för att EMU och euron ska fungera smärtfritt men det skulle kräva att EU-länder som inte är med i EMU måste ansluta sig och det verkar den politiska kartan i Europa knappast vara mogen för.

Aktiemarknad

Gynnas av bättre global tillväxt

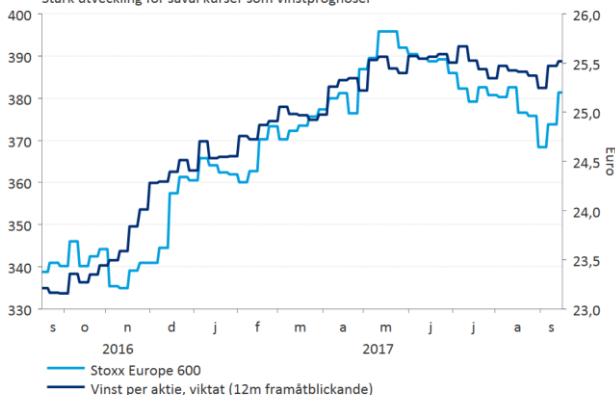
Efter mångårig skepsis bland globala investerare avseende europeiska aktier har trenden vänt och blivit positiv. Konjunkturutsikterna har sedan drygt ett år stärkts markant samtidigt som de politiska "ödesvalen" i Nederländerna och Frankrike kunnat läggas till handlingarna, med mindre extrema utfall än befarat. Det saknas dock inte potentiella politiska risker som kan medföra ekonomiska bakslag för den europeiska regionen. Italienskt nyval väntar sannolikt i början av 2018 och de precis inledda Brexitförhandlingarna blir med stor sannolikhet mycket segdragna. Som stöd har marknaderna en allt starkare europeisk konjunktur och för första gången på tio år en synkroniserad global konjunkturuppgång. Det har också de senaste kvartalen gjort tydligt avtryck på flera av börsbolagens försäljnings- och resultatrader.

Kursutvecklingen har varit god med en uppgång på 7 procent i både euro och svenska kronor. Europeiska centralbanken, ECB, och den förda penningpolitiken har fortsatt stor betydelse för aktiemarknaden. ECB har varit och är fortfarande tydligt mer stimulerande

jämfört med amerikanska FED vilket har medfört en svag euro.

Stoxx Europe 600

Stark utveckling för såväl kurser som vinstprognoser



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Då exportandelen bland europeiska bolag är klart högre än i de amerikanska motsvarigheterna är eurokursen av stor betydelse. Av försäljningen i bolagen i STOXX 600 går 47 procent på export vilket kan jämföras med 31 procent för bolagen i S&P 500 och 36 procent i japanska börsbolag. Som ett resultat av att inte bara USA numera uppvisar starkare tillväxtsiffror utan att även Europa och andra delar av världen växer snabbare än tidigare har tron om att amerikanska Fed:s och ECB:s politik kommer att närma sig varandra tilltagit. Det har medfört att euron har stärkts markant mot den amerikanska dollarn de senaste månaderna och europeiska bolags stora exportandel utanför Europa gör att valutarörelsen slår mot vinsterna. Bättre tillväxt bådor dock gott för efterfrågebilden och därmed också för bolagens försäljningsutveckling medan valutakursförändringar i förlängningen är ett nollsummespel-

Värderingsstöd

Vinstmultiplern, uttryckt som P/E-tal, för de kommande tolv månaderna är 14,5 vilket är högre än tioårsnittet på 12,2 men klart lägre än amerikanska bolagsvinster som handlas till en vinstmultipl på 17,6. De europeiska börsbolagen inom STOXX 600 förväntas generera en vinsttillväxt på goda 13,7 procent i år och

Europa

7,8 procent nästa år. Försäljningsökningen prognostiseras samtidigt till 3,4 procent både 2017 samt 2018 och vinstmarginalen förväntas uppgå till 7,5 procent nästkommande år.

Stort bidrag till vinststillväxten förväntas att komma från finanssektorn, som efter mångåriga rationaliseringar och höjda kapitalkrav nu också kan se utlåningsvolymerna växa med stöd av ökad ekonomisk aktivitet. Även energi- och gruvsektorerna har genomgått stora anpassningar efter de senaste årens motgångar. På nationell nivå förväntas de italienska, spanska, norska samt brittiska aktiemarknaderna stå för de största vinstlyften, med tydliga kopplingar till finans- och energisektorn och i Storbritanniens fall också till den svaga utvecklingen för valutan. Brittiska bolag möter motvind från det osäkra politiska klimatet vilket vi bedömer kommer kvarstå under Brexitprocessen, men de exportorienterade bolagen finner ett stöd i det svaga brittiska pundet.

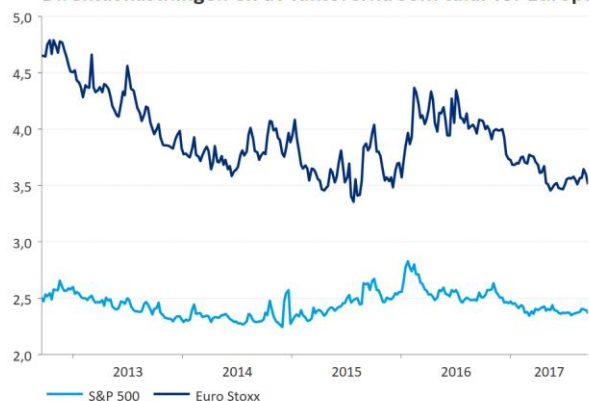
Fasta kostnader är generellt högre i europeiska bolag jämfört med amerikanska, som istället har en rörligare kostnads massa. Sämre rörlighet på arbetsmarknaden är en delförklaring. Vi ser att det medför en potentiell marginalförstärkning när försäljningen ökar eftersom kostnaderna inte stiger i samma utsträckning för europeiska bolag som för amerikanska. Tillsammans med hög exportandel ger europeiska bolag en bra hävstång vid förstärkt global efterfrågan.

Den väntade direktavkastningen på 3,4 procent är högre än det globala snittet på 2,5 procent och den kan även ställas i relation till en tysk 10-årig obligationsränta på 0,45 procent liksom en fransk obligationsränta på 0,73 procent. Det ser vi ger ett bra stöd för europeiska aktier och kapitalflödena in i den europeiska aktiemarknaden tyder på att vi inte är ensamma om den synen. Amerikanska investerare har hittills under året nettoköpt aktier men takten avtar nu. Även europeiska investerare har nettoköpt europeiska aktier och det i än större utsträckning. Med en accelererande ekonomisk aktivitet, mycket låga räntenivåer och minskade politiska risker, ser de uppenbarligen potential samtidigt som det finns begränsat med alternativ. Förvärvsaktiviteten har

också växlat upp och ett flertal uppköp av börsbolag eller samgåenden har annonserats under det gångna året.

Kombinationen av en lägre relativvärdering, bättre hävstång på starkare global tillväxt och en avtagande politisk risk gör att vi även fortsättningsvis ser relativt positivt på europeisk aktiemarknad. En fortsatt kraftig förstärkning av euron ser vi som en potentiell, men mindre sannolik, risk till vårt positiva scenario och vi kvarstår med en överviktsrekommendation.

Direktavkastningen en av faktorerna som talar för Europa



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Sverige

Makroekonomiska förutsättningar

Svensk ekonomi växlar upp

Efter att svensk BNP-tillväxt sekventiellt fallit under 2016 har tillväxttakten växlat upp både under första och andra kvartalet i år. Säsongsrensade växte svensk ekonomi med 2,2 procent under första kvartalet, jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Under andra kvartalet växte ekonomin med 3,1 procent jämfört med andra kvartalet i fjol, vilket dock var en ordentlig nedrevidering av snabbestimatet från slutet av juli. Tillväxten i den svenska ekonomin står sig med andra ord bra vid en internationell jämförelse och sticker definitivt ut positivt jämfört med övriga Europa. Även om tillväxten är hög är den lägre än vad sentimentsindikatorer som inköpschefsindex och KI-barometern indikerar och det är också ett globalt fenomen. Svenskt inköpschefsindex har varit rekordhøgt under hela året och nivåerna indikerar en tillväxt högre än det normala. Även om tillväxten varit bra ur ett relativt perspektiv har dessa nivåer alltså ännu inte infriats. Inköpschefsindex föll dessutom brant under augusti, från 60,3 till mer beskedliga 54,7 men befinner sig fortsatt klart över brytnivån på 50.



Tillväxttakten i svensk detaljhandelsförsäljning har sjunkit under både 2016 och hittills under 2017, men julisiffran vände upp till 3,7 procent jämfört med i fjol. Även svensk industriproduktion vände upp och visar

tillväxt från 2015 och framåt. I juli växte industriproduktionen med 5,7 procent jämfört med ett år tidigare. Konjunkturinstitutets KI-barometer, som månadsvis mäter stämningssläget hos både näringsliv och konsument, har visat historiskt höga nivåer under hela 2017 och ska tidigare samband hålla indikerar augustisiffran på 110,7 en tillväxttakt i ekonomin om cirka 5,5 procent vilket vi ser som orimligt.

Fortsatt tryck på en tudelad arbetsmarknad

Den säsongsrensade sysselsättningen fortsätter att vara riktigt stark med en uppgång med hela 148.000 sysselsatta personer i augusti månad jämfört med året innan. Ökningen motsvarar en sysselsättningsökning om 3,0 procent vilket är klart högre än snittet under 2000-talet. Företag inom de flesta sektorer skriker efter utbildad arbetskraft men ändock vittnar den säsongsrensade arbetslösheten på 6,6 procent i augusti om den tudelade arbetsmarknaden och matchningsproblematiken på svensk arbetsmarknad. Enligt Eurostats estimat är det svenska kapacitetsutnyttjandet nu uppe på 86 procent efter flera år av stark sysselsättningsökning, en nivå som tidigare nåtts under år 2000, 2006 och 2007 det vill säga sent i en ekonomisk cykel. Trots det har löneinflationen inte tagit fart, ett problem som Sverige i dagsläget delar med många utvecklade ekonomier.

Riksbanken fortsatt frikopplad från ekonomin

Till skillnad från Fed i USA, som har ett dualt mandat, har europeiska centralbanken ECB och den svenska Riksbanken endast ett inflationsmål. Vid sitt senaste direktionmöte i början av september ändrades Riksbankens målvariabel som väntat från KPI till KPIF (inflation med fast ränta), vilket i realiteten inte påverkar den förda penningpolitiken. När Riksbanken även ansvarade för makroöversynen fanns ett tydligt samband mellan ekonomins utveckling och styrräntan, med idag saknas kopplingen helt. Utifrån historiska samband borde reporäntan ligga på cirka 2,75 procent, det vill säga 3,25 procentenheter högre än dagens nivå. Om vi justerar den aktuella reporäntan om -0,5 procent med KPIF som var 2,3 procent i augusti, har vi idag en negativ realränta om -2,8 procent vilken är den lägsta och mest stimulerande nivån sedan 80-talet.

Sverige

Riksbanken är oerhört noga med att undvika en alltför snabbt stärkt krona varför vi bedömer att de inte kommer att agera före ECB, vilket kan dröja. På mötet i slutet av oktober ska ECB presentera sin plan för hur de ser på tillgångsköpsplanen efter 2017 då rådande program löper ut. ECB ser dessvärre inte ut att ha någon brådska med att höja räntan, särskilt efter årets starka utveckling för euron och det skapar problem för den svenska Riksbanken. Flera bedömare har pekat ut aprilmötet 2018 som möjlig tidpunkt för Riksbanken att höja räntan, något som vi har mycket svårt att tro i skrivande stund.



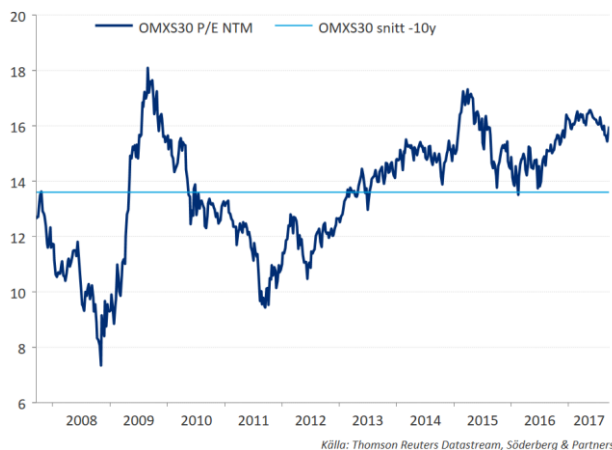
Aktiemarknad

Valutarelaterad rekyl

Efter sju månader med börsuppgång, från november i fjol till och med maj i år, följde en period av svagare sentiment på börsen. Trots den svagare trenden under sommaren summerar SIX Return Index (SIXRX), som inkluderar återinvesteringar av utdelningar, hittills i år till en positiv utveckling på närmare 9 procent. Bolagsrapporterna under årets första kvartal lyckades överträffa aktiemarknadens förväntningar och viktigt var att det framförallt var en ökad försäljning drev vinststillväxten. Utfallen spädde på marknadens optimism och vinstestimaten justerades upp. Förväntningarna inför halvårsrapporterna steg och i maj såg vi en ökad risk för att förväntningarna dragit

iväg för snabbt varför vi bedömde att sommarmånaderna kunde innebära en viss svaghet. Under juli rapporterade majoriteten av Stockholmsbörsens större bolag sina halvårsresultat och som vi befarat lyckades rapporterna inte överträffa marknadens högt ställda förväntningar. Det tillsammans med en kraftig dollarförsvagning ledde till nedreviderade estimat och en fallande börs.

De aggregerade estimaten för bolagen på Stockholmsbörsen har reviderats ner de senaste månaderna. För 2017 räknar analytikerna med en vinstnedgång på 2,2 procent men för 2018 förväntas en positiv vinststillväxt om 6,1 procent och direktavkastningen för 2017 väntas uppgå till 3,9 procent. Börsens svagare utveckling sedan halvårsrapporterna har resulterat i att värderingen har kommit ner något. Detta eftersom omfattningen av estimatnedrevideringarna har varit mindre än själva kursfallen och idag handlas Stockholmsbörsen till P/E 16. Det motsvarar dock fortsatt en premie relativt historiska snittnivåer, men bör samtidigt också ses i ljuset av det rådande ränteläget.



De svenska verkstadsbolagen hade generellt en svag kursutveckling under sommaren men har återhämtat sig under september. Volvo sticker ut med en betydande kursuppgång under året. Bolaget har de senaste åren genomgått ett omfattande omstruktureringsarbete för att sänka kostnadsnivån och synliggöra synergier från sin globala

Sverige

lastbilstillverkning. Kvartalsrapporten som kom i juli skapade viss oro i marknaden då Volvo uppvisade ökade kostnader relaterade till flaskhalsar i produktionen och bolagets rapport nådde inte helt upp till marknadens förväntningar. Sedan dess har bolaget presenterat nya finansiella mål vilka överträffade marknadens prognoser och det bidrog till att ånyo skapa förtroende för bolagets transformation. I skrivande stund har Volvoaktien återtagit hela tappet i samband med rapporten och handlas åter kring toppnivåer. Andra bolag i sektorn som utvecklats starkt är Alfa Laval, på förhoppningar om att order relaterade till varvsindustrin bottnat, samt Sandvik och Atlas Copco som lyft på förväntningar om ökade investeringar i gruvsektorn efter en starkare utveckling för metallpriserna. I den negativa vågskålen för sektorn ligger fortsatt den senaste tidens försvagning av den amerikanska dollarn.

Bankerna har som sektor betraktat haft en stabilare utveckling under de skakiga sommarmånaderna. Samtidigt har kursutvecklingen spretat isär under året, där SEB och Nordea har haft bäst kursutveckling. Nordeas aktiekurs utvecklades starkt i huvudsak inför beskedet att banken har för avsikt att flytta hemvisten till Finland. Anledningen till den starka kursutvecklingen var att marknaden prisade in att en flytt skulle kunna innebära lägre kapitalkrav för banken. Storbankerna har under året uppvisat en positiv totalavkastning, undantaget Handelsbanken som länge handlats med en värderingspremie relativt sina konkurrenter då investerarna uppskattat bolagets stabilitet. Premien har dock successivt minskat i takt med att de andra bankerna stängt det operationella gapet. Samtliga banker har idag låga kreditförluster, höga kapitalbuffertar och tillhör de bolag som erbjuder högst direktavkastning på börsen. Givet ett högre ränteläge framöver finns ett tydligt stöd för vinsttillväxt de kommande åren. Vi noterar dock att värderingen har stigit och bankerna handlas över det historiska snittet sett till P/E-tal.

Inom både telekom- och konsumentsektorn står många av bolagen inför stora utmaningar. Operatörerna har dock aggregerat utvecklats starkt i år drivet av framförallt Millicom och Tele2. Millicom har

haft en fördel av sin tydliga exponering mot tillväxtmarknader och gynnats av en svagare amerikansk dollar och under en stor del av året också varit Top Pick bland de aktier som bevakas löpande av Söderberg & Partners. Ericsson har fortsatt sin kräftgång och problemen i bolaget är många samtidigt som marknadstrenderna går emot dem. Lönsamhetsförbättringarna ser ut att dröja trots vidtagna åtgärder att sänka kostnaderna. H&M möter fortfarande utmaningar med den strukturella förändring som branschen står inför i och med skiftet från offline till online, ett skifte vi diskuterar mer ingående i rapportens temadel på sida 34. Bolaget väntas hålla en kapitalmarknadsdag under 2018 och agerandet kan ses som ett svar på den osäkerhet som råder beträffande företagets affärsmodell och marknadens krav av ökad information. Autoliv meddelade nyligen att bolaget undersöker möjligheterna att dela verksamheten i två delar som fokuserar på passiv respektive aktiv säkerhet. Fram till beskedet har kursen utvecklats svagt, men steg kraftigt på beskedet.

Stockholmsbörsens utsikter

Aktiemarknaden står idag lägre än när vi skrev vår senaste strategirapport men vinsterna värderas fortfarande högt ur ett historiskt perspektiv. Vi bedömer att förväntningarna idag är mer balanserade än innan halvårsrapporterna och ser fortsatt positivt på den svenska aktiemarknaden. Samtidigt har vi en neutral syn på aktier som tillgångsslag då vi bedömer att riskaptiten och värderingarna är på höga nivåer. De enskilda aktier vi ser mest positivt i just nu är våra Top Picks och de presenteras på följande sida.

Sverige

Söderberg & Partners Top Picks

Söderberg & Partners aktieanalys omfattar närmare 70 procent av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. De mest omsatta 37 bolagen bevakas löpande och nedan följer en genomgång av de aktier som har grön trafikljussignal samt är Top Picks just nu.

Assa Abloy

Assa Abloy presenterade en något svag rapport, men vi finner att de långsiktiga förutsättningarna är fortsatt goda samtidigt som vi ser förvärvspotential och lättare jämförelsetal väntar. Bolaget har en högre tillväxt än många andra bolag på Stockholmsbörsen och dessutom är premievärderingen lägre än tidigare samt lägre än flertalet konkurrenters.

2017e

P/E:	23,1
Rörelsemarginal:	16,1 procent
Direktavkastning:	1,8 procent

Nibe

Nibe presenterade nyligen en kvartalsrapport som fick aktien på fall, men vi menar att ljuspunkter också finns samtidigt som de långsiktiga förutsättningarna kvarstår och vi ser därför god potential i aktien. Den europeiska byggmarknaden fortsätter att förbättras och Nibe har en stark organisk tillväxt drivet av en låg penetrationsgrad av värmepumpar utanför Sverige samtidigt som ytterligare förvärv kan adderas. Värderingen har fallit tillbaka och relativt andra förvärvsbolag ligger den närmast i linje samtidigt som den organiska tillväxten är högre.

2017e

P/E:	23,2
Rörelsemarginal:	12,8 procent
Direktavkastning:	1,2 procent

Securitas

Securitas har bland annat tack vare starkt momentum i den amerikanska verksamheten goda tillväxtförutsättningar. Det tillsammans med ett starkt kassaflöde och potentiella förvärv bör ge en god utveckling för bolagets vinsttillväxt, något vi ser inte helt ligger i dagens värdering av aktien. Vi uppskattar

bolagets defensiva kvaliteter och den ändrade affärsmodellen mot mer teknikbaserade tjänster.

2017e

P/E:	16,5
Rörelsemarginal:	4,8 procent
Direktavkastning:	3,1 procent

Getinge

Getinge har tyngts av en rad interna problem vilket i kombination med svag tillväxt har pressat aktien. Ny VD tillträdde i slutet av mars och vi bedömer att det finns en rad förutsättningar som talar för en mer positiv kursutveckling framgent. Vi ser att bättre förutsättningar under senare delen av året kommer att börja prisas in, bland annat då tyngdpunkten av nya produkter väntas under årets senare del. Volymtillväxten i närtid kan förbli dämpad och hög skuldsättning i kombination med internt fokus talar emot större förvärv, men låg värdering och ljusare utsikter ger stöd.

2017e

P/E :	16,5
Rörelsemarginal:	4,8 procent
Direktavkastning:	3,1 procent

Autoliv

Autoliv har fortsatt mycket som talar till sin fördel trots tillväxtnibromsning inom aktiv säkerhet. Detta bland annat tack vare sin stora närvaro i Kina och ökade marknadsandelar inom passiv säkerhet. Vi uppskattar bolagets finansiella styrka, där nettoskulden befinner sig i den nedre delen av målintervall och ledningens förmåga att få rörelsemarginalen att växa med försäljningen. Den nyligen annonserade uppdelningen av bolaget har möjligheter att synliggöra ytterligare värde och aktien handlas i linje med historiskt snitt vilket relativt Stockholmsbörsen är tilltalande.

2017e

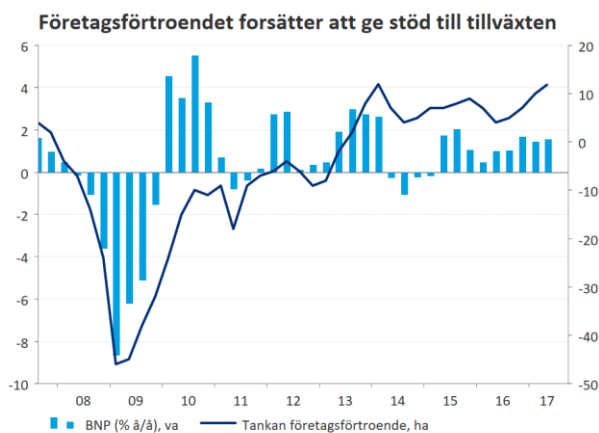
P/E:	19,2
Rörelsemarginal:	8,5 procent
Direktavkastning:	2,0 procent

Japan

Makroekonomiska förutsättningar

Tillväxtprognoserna fortsätter att höjas

Efter år av relativt volatil tillväxtstatistik har det gångna året visat på tydligare stabilitet. Redan vid tidpunkten för vår föregående strategirapport noterade vi att tillväxtprognoser höjts för innevarande år och den trenden fortsätter. IMF justerade i samband med sin senaste World Economic Outlook årets tillväxtprognos till 1,3 procent, vilket är inte långt ifrån utvecklingen på andra utvecklade marknader. Till skillnad från tidigare, då den globala expansionen framförallt gynnade den viktiga japanska exporten, har turen nu även kommit till den inhemska efterfrågan som stärkts. Förutom stigande offentliga utgifter drivet av stimulansprojekt noterade privatkonsumtionen den högsta nivån på över tre år under det andra kvartalet. Utvecklingen tydliggörs även i utvecklingen för exporten och importen där den senare noterade en kraftig uppgång i den senaste kvartalsstatistiken medan exporten avtog trots en god underliggande trend under året i övrigt. En viss oro inför framtiden kvarstår naturligtvis, inte minst efter den relativt kraftiga nedrevideringen av det andra kvartalets tillväxtsiffra, men ledande indikatorer pekar på fortsatt stabilisering. Med det sagt ser tillväxtprognoser inför nästa år redan något svagare ut än för innevarande år.



Stark arbetsmarknad, men ingen tydlig löneinflation

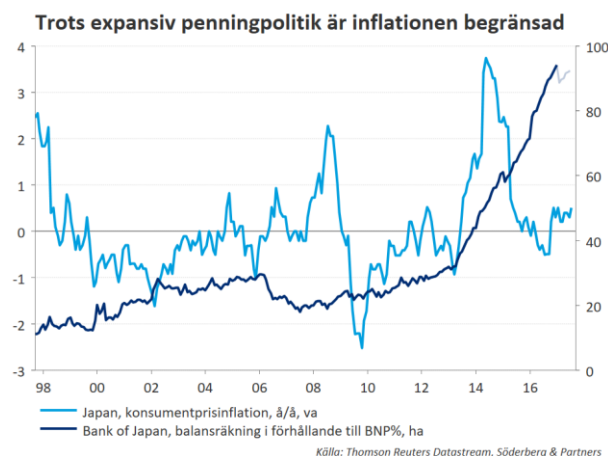
Japan har sedan lång tid tillbaka en stram arbetsmarknad och finanskrisen hade en mindre inverkan på arbetslösheten än i andra OECD-länder. Trenden har dock förstärkts under senare år och med 2,8 procents arbetslöshet är nivån på 22-årslägsta. Dock har den utveckling inte lett till någon större löneinflation förutom på deltidsarbeten, vilket är ett måste för att få fart på landets konsumtion och för att få bukt med de alltjämt deflationistiska riskerna. Sett till de genomsnittliga månadslönerna är nivån idag lägre än den var innan finanskrisen. De stärkta vinstnivåerna i de japanska bolagen är naturligtvis positiva, men arbetskraftsbristen i vissa sektorer kan lätt skapa huvudbry och påverka tillväxtpotentialen framöver negativt. Sysselsättningen väntas stärkas, men på sikt sjunker deltagandegraden till följd av de demografiska motvindarna. En ljuspunkt är emellertid att reformerna med bland annat fler kvinnor i arbete börjar ge effekt och jämfört med år 2012, då premiärminister Shinzo Abe tillträdde, har andelen kvinnor i arbete ökat från 55 till 65 procent. Reformerna till trots ser vi ingen avgörande förändrad situation på den japanska arbetsmarknaden i närtid.

Räcker en expansiv penningpolitik?

Den underliggande inflationen i Japan är fortsatt begränsad, men har ändå börjat röra sig uppåt till en stabil positiv nivå. Centralbankens prognoser pekar på fortsatt dämpad inflationstakt även under nästa år, vilket gör att den stimulerande penningpolitiken väntas bestå. Frågan är dock hur effektiv politiken är och med tanke på att Bank of Japan är relativt tydligt kopplad till finanspolitiken väntar vi oss snarare ytterligare åtgärder från regeringen. Denna känner sig dock något pressad inte minst genom att ett relativt stort budgetunderskott består och förtroendesiffror för premiärministern viker. Ytterligare stimulanser är inte omöjliga, men framförallt ligger fokus på den "tredje pilen" i Abenomics, det vill säga de strukturella reformerna.

Japan

Kortsiktigt ligger reformfokus på dagvård, skogsbruk och kommunikation. Det är naturligtvis åtgärder som dessa som på sikt kan leda till en högre tillväxt. Men riskerna består och förutom en risk för att yenen, som i samband med ökade geopolitiska risker stärks, ånyo kan sätta press på inflationen kvarstår en rad utmaningar där demografi och världens största statsskuld i förhållande till BNP ligger i fokus.



Aktiemarknad

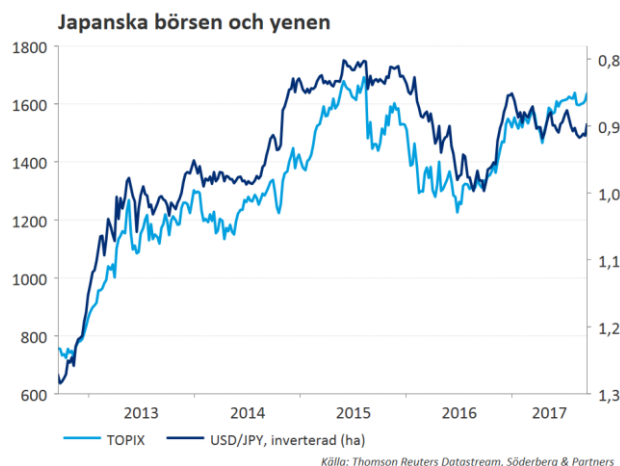
Avvaktande läge

Den japanska aktiemarknaden har utvecklats relativt svagt i år. I lokal valuta är uppgången 8 procent men i svenska kronor är utvecklingen minus 1 procent, detta trots förbättrade globala såväl som inhemska tillväxtprognoser. Aktiemarknaden är relativt stor och utgör cirka 8 procent av världsindex. Japan har sedan ett 30-tal år tillbaka en mycket utmanande deflationistisk makromiljö. En, med en svensk referensram, konservativ inställning till exempelvis könsroller och arbetskraftinvandring i kombination med den krympande befolkningen utgör tydliga begränsningar för den ekonomiska utvecklingen. De noterade företagen fortsätter dock generellt att öka transparensen kring styrning och att på den inslagna vägen att öka distributionen till sina ägare, delvis tack vare politiska styrmedel. Förändringarna tar dock tid och ur ett västerländskt perspektiv ger den japanska börsen fortfarande relativt låg avkastning på eget

kapital om cirka 9 procent. Avståndet till de amerikanska och även svenska börsbolagens avkastning på eget kapital är fortsatt stor då dessa i snitt ger över 15 procent.

Aktiemarknaden har stöd av den japanska centralbankens tillgångsköp samt av de ambitiösa politiska programmen för att öka transparensen, men närheten till den koreanska halvön och även de pågående gränstvisterna med Kina inverkar negativt på riskaptiten. Vinstmultipeln uttryckt som P/E-tal för de kommande tolv månaderna ligger på 13,6 vilket är lägre än tioårssnittet. Starka balansräkningar, eller snarare överkapitaliserade, gör att vi ser värderingen som intressant. Försäljningstillväxten förväntas dock bli blygsam och såväl vinsttillväxten och vinstmarginalerna är lägre än i andra regioner.

Sammantaget innebär det att vi fortsatt intar en neutral inställning till den japanska aktiemarknaden, som hittills i år utvecklats relativt svagt. Vid en tydligare anpassning till västerländsk ägarstyrning och en mer lönsamhetsfokuserad ledning finns det dock skäl till att bli mer optimistisk. En annan händelseutveckling som skulle tala för japansk exponering är om marknadssentimentet skulle försämrats. Som svenska investerare i kronor erhåller vi då sannolikt ett visst skydd i en förstärkning av japanska valutan, yenen.

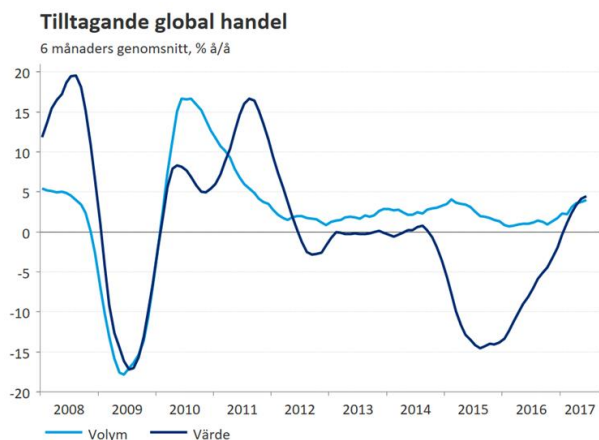


Tillväxtmarknader

Makroekonomiska förutsättningar

Den synkroniserade återhämtningen fortsätter

Förutsättningarna på tillväxtmarknaderna är fortsatt gynnsamma. Efter frikopplingen mellan BRIC-länderna under de senaste åren, där Brasilien och Ryssland uppvisade en negativ tillväxt medan asiatiska länder hade en stark utveckling, noterar vi nu en bredare ekonomisk återhämtning där alla tillväxtländer uppvisar en positiv tillväxt samtidigt som dessa på aggregerad basis fortsatt växer snabbare än de utvecklade ekonomierna. I IMF:s senaste prognos väntas tillväxtmarknader uppvisa en BNP-tillväxt på 4,6 procent under 2017 och 4,8 procent under 2018, vilket innebär en viss upprevidering från tidigare prognos. Studier har visat att en mer synkroniserad utveckling på dessa marknader kan innebära en mer bestående återhämtning över längre tid och vi ser idag inga signaler som pekar på en nära förestående vändning. Ledande indikatorer såsom inköpschefsindex pekar i alla regioner på en fortsatt expansion, den tidigare mer volatila oljeprisutvecklingen har uppvisat en mer stabil nivå och den amerikanska dollarns fall har gynnat flertalet länder på grund av en stor skuldsättning nominerad i dollar. Inflationen har fortsatt den fallande trenden och bytesbalansunderskotten är mer balanserade. Dessutom har den globala handeln stärkts, inte minst genom den goda utvecklingen för den europeiska ekonomin, vilket bland annat har gynnat den kinesiska exporten.



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Lägre inflation skulle kunna underlätta för centralbankerna att stimulera mer, men dessa har ännu varit relativt restriktiva. Det gör också att vår bedömning är att vi inte kommer att se den ökade kredittillväxt som behövs för att lyfta ekonomier till en ytterligare förstärkt tillväxttakt. Vi ser inte heller att investeringstillväxten ökar kraftigt, däremot sker en viss omfördelning där de privata investeringarna kompenserar för tidigare stora investeringar i kinesisk infrastruktur och bostäder.

Sammantaget är situationen fortsatt gynnsam och oron för den mer protektionistiska amerikanska politiken har avtagit något, inte minst i samband med det nya kinesiska handelsavtalet. Vi gör däremot inte bedömningen att tillväxten kommer att öka ytterligare från dagens nivå och blickar vi framåt finns risk för att kredittillväxten minskar ytterligare i Kina. Skulle den globala konjunkturen mattas av kan därmed den inhemska efterfrågan inte kompensera i samma utsträckning.

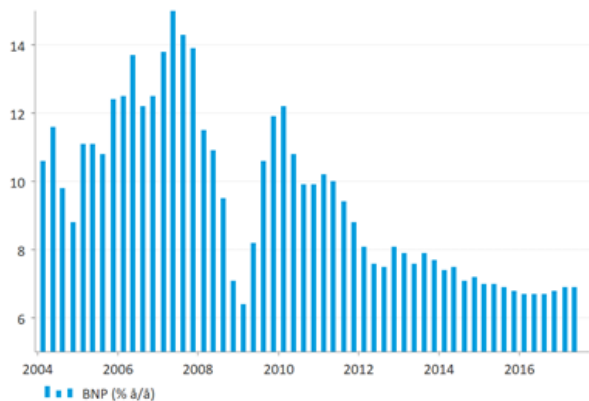
Kinesiskt "stop and go"-agerande väntas fortsätta

Med tanke på ovan är huvudscenariot att den kinesiska regeringen agerar i linje med tidigare, det vill säga med en politik som på sikt ska vrida om den investeringstunga ekonomin till mer konsumtionsdriven men med perioder av stimulanser. Efter en period av större stimulanser visade nyligen en rapport från den kinesiska centralbanken att de finansiella villkoren i landet återigen har stramats åt. I och med att exporten har varit gynnsam under senare tid finns anledning att tro att den trenden av minskade stimulanser fortsätter, bland annat med anledning av att den ökade skuldsättningen utgör ett hot mot stabiliteten i landet.

Efter en stark tillväxt under det första halvåret kan vi därför räkna med en något mer dämpad nivå under andra halvåret. Med det sagt ser landet fortsatt ut att nå det uppsatta målet för tillväxten under året, vilket är en viktig signal inför den partikongress som väntas i oktober. Påverkan på de övriga asiatiska länderna är naturligtvis stor och sett till tillväxtprognoserna för de närliggande större ekonomierna är dessa fortsatt intakta och visar på en god utveckling både innevarande och nästa år.

Tillväxtmarknader

Kinesisk tillväxt håller upp väl



Indien har stor makroekonomisk potential

Den indiska ekonomin är den ekonomi som har vuxit mest i världen, men reformarbetet har lett till vissa besvikelser under sommaren. Kontantreformen i slutet på föregående år gav en viss påverkan redan under det första kvartalet med en avmattning relativt tidigare och den landsomfattande moms som infördes i början på juli har lett till ytterligare dämpad ekonomisk aktivitet. Det synliggörs bland annat i ledande indikatorer som inköpschefsindex som i juli pekade på kontraktionsnivå. Däremot pekar flertalet faktorer på en kortvarig effekt och statistik under senare månad pekar redan på en återhämtning. Vår bedömning är att Indien har en stor makroekonomisk potential de närmaste åren och det är troligt att centralbanken kan agera stimulativt till följd av minskad inflation. Däremot kvarstår naturligtvis risker såsom dåliga lån inom banksektorn vilket begränsar kreditillväxten.

Rysk ekonomi med något begränsad potential

Efter tydligt negativ påverkan från det fallande oljepriset under de senaste åren har den ryska ekonomin pekats på en expansion under innevarande år där det andra kvartalet nådde den högsta tillväxten sedan år 2012. Tillväxten drevs främst av en något ökad inhemsk optimism tack vare lägre arbetslöshet, ökad lönetillväxt och stärkt privatkonsumtion. Vår bedömning är att den lägre inflationen ger centralbanken utrymme att agera med ytterligare räntesänkningar. Hittills har det inte skett i någon större utsträckning, men vi bedömer att så kommer att ske flera gånger under det andra halvåret. Det kommer

att ge ytterligare stöd till tillväxten, som dock hålls tillbaka av bland annat sanktioner och brist på reformer i landet. Situationen lär inte förändras i närtid och vi gör inte heller bedömningen att något större stöd kommer från ett stigande oljepris, där vi idag inte ser att de överenskommelser om produktionsbegränsningar som har nåtts kommer medföra några större oljeprisökningar framgent. Utvecklingen i de andra östeuropeiska är dock mer gynnsam, där den goda utvecklingen i den europeiska konjunkturen ger stöd till de mer exportberoende ekonomierna.

Oljan och rubeln



Brasilien på rätt väg

Den brasilianska ekonomin noterade en positiv tillväxt under det andra kvartalet för första gången sedan inledningen av 2014. Till stor del drevs denna av en ökad privatkonsumtion trots ett alltför svagt konsumentförtroende. Ökningen är en följeffekt av den lägsta inflationen på 18 år vilket givit stimulansutrymme för centralbanken som vid senaste mötet sänkte styrräntan med 100 baspunkter. Makrobilden ljusnar och det återspeglas i nästa års prognoser som pekar på en tillväxttakt på över 2 procent. De politiska riskerna är dock alltför stora och även om presidenten sitter kvar efter den senaste parlamentsomröstningen kring den pågående korruptionsskandalen är risken stor att väntade reformer såsom förändringen av pensionssystemet kan bli svåra att genomföra innan nästa års val. Det skulle innebära att statsfinanserna förblir ansträngda och att tillväxtförutsättningarna framöver är begränsade.

Tillväxtmarknader

Aktiemarknad

Vinnare på svagare dollar

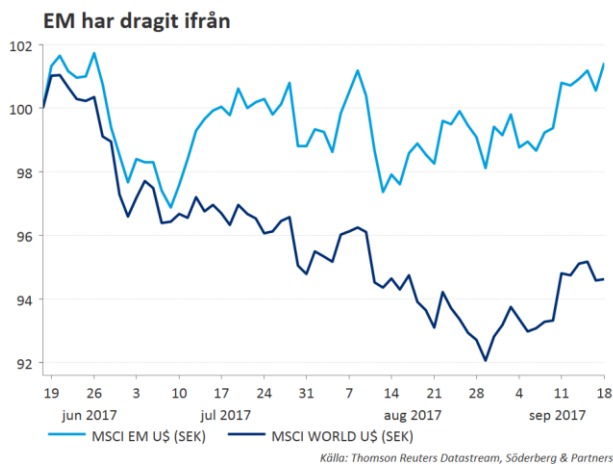
Tillväxtmarknaderna har som region betraktat haft den starkaste procentuella börsutvecklingen under året och i svenska kronor är uppgången hela 14 procent. Mellan de enskilda länderna är det dock en markant skillnad i utveckling. I topp finner vi Turkiet med en drygt 40-procentig uppgång och i botten Ryssland med ett tapp på minus 7 procent i lokal valuta, men merparten av aktiemarknaderna i regionen uppvisar en positiv avkastning. Tillväxtmarknader är en heterogen grupp aktiemarknader men den gemensamma nämnaren att den ekonomiska tillväxten i de länder som ingår ofta är högre än på de utvecklade marknaderna. Bolagsstyrning och insynen i de noterade företagen på dessa marknader är dock ofta sämre och inslagen av korruption är i vissa fall betydande, varför det är långt ifrån självklart att verksamheten i börsnoterade företag på tillväxtmarknader bedrivs i främsta syfte att gynna alla sina ägare.

De kinesiska aktiemarknaderna har en framträdande roll inom tillväxtmarknaderna sett till både antal noterade bolag samt till börsvärde, men i ett världsindex står de för en liten andel. Den kinesiska statens inblandning via bland annat reglerat utländskt ägande, valutakontroller och bristande genomlysning av de statligt kontrollerade bolagen har medfört att de fastlandskinesiska marknaderna inte ingår i de stora indexen och därigenom inte utgör ett investeringsunivers för icke-kinesiska investerare. Förändring är dock på väg, från och med maj 2018 kommer även de fastlandskinesiska aktiemarknaderna i viss mån att ingå vilket allt annat lika skapar ett indexdrivet kapitalflöde och därigenom ett ökat intresse från utländska investerare.

En tydlig skillnad mellan tillväxtmarknadsländerna är huruvida de är stora importörer eller exportörer av råvaror. Kina och Indien är exempelvis stora importörer medan Ryssland, Brasilien och Sydafrika är stora exportörer, faktorer som också sätter en stark prägel på respektive nations aktiemarknad. Merparten av den globala råvaruhandeln sker med den amerikanska dollarn som valuta vilket får till följd att intäkterna för råvaruexportörerna är tydligt

dollarkänsliga. Tillväxtmarknadsvalutorna har ofta en mycket volatil historik som medfört att de företag som sökt internationell finansiering, på grund av att det inte funnits lokalt eller för att erhålla bättre villkor, i stor omfattning hänvisats till lån i amerikanska dollar. Sammantaget är en svagare dollar i och med det positivt för tillväxtmarknaderna då skulderna för företagen omräknat i lokalvaluta allt annat lika minskar.

Värderingen är fortsatt lägre på tillväxtmarknader relativt de utvecklade marknaderna. Vinstmultipeln, uttryckt som P/E-tal för de kommande tolv månaderna är 12,7 och det kan ställas i relation mot tioårssnittet på 11,1 samt mot de utvecklade marknadernas nuvarande nivå på 16,4. Direktavkastningen förväntas uppgå till 2,6 procent vilket ligger nära det globala snittet.

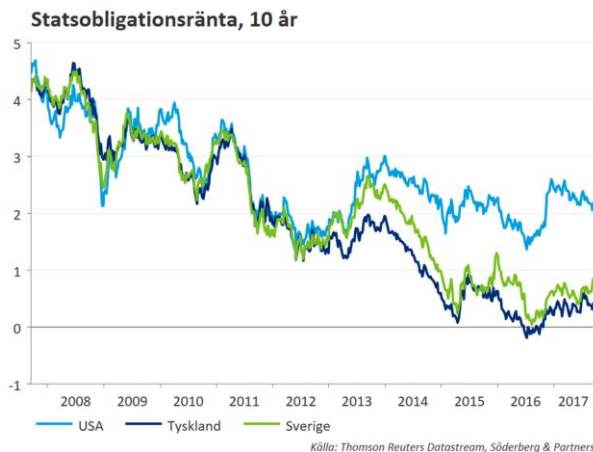


Förutsättningarna för tillväxtmarknaderna har stärkts, men det har också prisats in i aktiekurserna som stigit ordentligt under året. Kapitalflödena har varit positiva och värderingen är nu högre än det historiska tioårssnittet vilket minskar utrymmet för besvikelser. Efter den kinesiska partikongressen i oktober ser vi risk för en viss ökad oro beträffande den kinesiska ekonomin och vi ser också att det starka dollarfallet kan komma att avstanna varför vi inte längre ser samma stöd för tillväxtmarknader som grupp. Vi sänker därför vår tidigare överviktsrekommendation till neutral relativt utvecklade marknader.

Räntemarknad

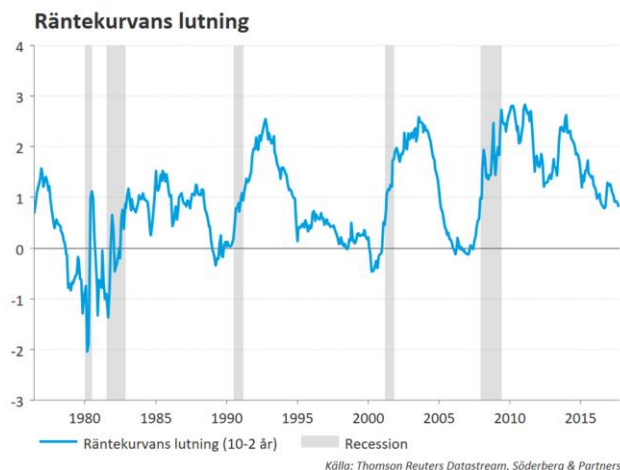
Räntemarknad

Trots att året hittills har bjudit på amerikanska räntehöjningar, viktiga politiska val i Europa och stort fokus på centralbankernas agerande så har räntemarknaden i mångt och mycket tagit det hela med ro. En av anledningarna till det är förstås att många centralbanker nu intervenerar på marknaden genom olika köp av räntepapper vilket dämpar volatiliteten effektivt. I slutet av förra året fick vi se kraftig stigande statsobligationsräntor i kölvattnet av det amerikanska presidentvalet. Med Trump som president tog marknaden initialt fasta på höjd risk för ökad protektionism och därmed ett möjligt underliggande inflationstryck. Ju längre in på detta år vi kommit desto mindre har tilltron till ökat inflationstryck blivit och exempelvis amerikanska statsobligationsräntor har sjunkit undan för undan. Vid ingången av året stod en amerikansk 10-årsobligation i 2,44 procent för att idag handlas kring 2,20 procent samtidigt som tron på framtida inflation, som den prissätts av marknaden, har sjunkit från 2,4 till 2,3 procent. Motsvarande rörelser vad gäller framtida inflationsförväntningar finner vi även i Europa men där är nivån ännu lägre, 1,6 procent. Trots allt bättre tillväxttakt under året, både i USA och Europa, har alltså de långa obligationsräntorna fallit vilket mycket väl speglar vår bedömning att vi står inför en längre period av lägre tillväxttakt framöver, framförallt drivet av demografiska utmaningar.



I juni höjde den amerikanska centralbanken Fed styrräntan för fjärde gången i den här cykeln. Nivån om

1,00 – 1,25 är förstås inte avskräckande i sig och i takt med höjningarna har räntan på kortare statsobligationer även stigit som sig bör. Med tanke på att obligationer med längre löptider har fallit har dock lutningen på räntekurvan, exemplifierat genom 10-årsräntan minus 2-årsräntan, fallit desto snabbare. Vid årsskiftet uppgick differensen till 1,26 procentenheter men är idag nere i 0,82 procentenheter. Att lutningen på räntekurvan flackar ju längre in i den ekonomiska cykeln vi kommer är fullt naturligt och sammanfaller historiskt mycket väl med räntehöjningsfaserna.



Historiskt har det först varit vid en helt flack räntekurva som signaler för en kommande recession dykt upp och där är vi inte idag, men det är särskilt intressant att studera marknadsreaktionerna vid räntehöjningar och information kring minskad balansräkning, något som Fed står inför i höst. Vid mötet i juni, där Fed höjde styrräntan senast, gav man även information kring hur man tänkt sig minska sin balansräkning. Man angav avsikten att under hösten, vilket marknaden tolkat som vid mötet den 20 september, minska återinvesteringstakten av förfallna obligationer och kuponger med 10 miljarder dollar per månad, och sen öka taket med 10 miljarder dollar var tredje månad för att efter tolv månader minska balansräkningen med 50 miljarder per månad. Reaktionen på räntemarknaden har varit tämligen modesta och det blir förstås oerhört intressant att följa reaktionen då man de facto inleder processen.

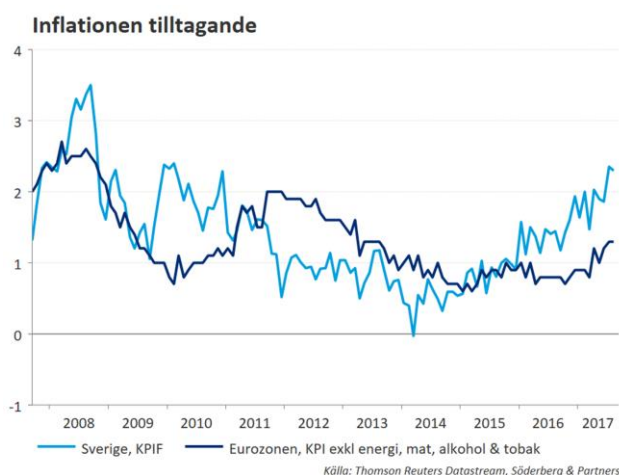
Räntemarknad

Sannolikheten för ytterligare räntehöjningar från Fed har svängt en hel del de senaste veckorna. Från att sannolikheten för minst en höjning till i år varit nere på 20 procent vid inledningen av september har den nu snabbt stigit till nära på 50 procent. Avgörande för utvecklingen kommer att gå att skönja i samband med inledningen på minskningen av balansräkningen och hur marknaden tar till sig det. Vi får med stor sannolikhet mer information i slutet av september.

I Europa är situationen lite annorlunda. Den europeiska centralbanken ECB har fortsatt en refinansieringsränta på noll procent, -0,4 procent i depositränta och obligationsköpsprogrammet rullar på enligt plan. Vid mötet i början september adresserades frågan kring tillgångsköpsprogrammet som löper ut vid årsskiftet. Mario Draghi lät meddela att det analyserades för tillfället och att mer information kring programmet kommer i höst, vilket tolkades som vid mötet den 26 oktober. Sannolikt förlänger man tillgångsköpsprogrammet över 2018 men minskar nivån på investeringstakten. Draghi uttryckte även märkbar oro kring den starka utvecklingen för euron under året vilket riskerar att sätta effektivt stopp för den lilla uppgång i inflation vi har kunnat skönja om den fortsätter. Det är en retorik som är identisk med resonemanget vår svenska Riksbank för, nämligen oro för att en för stark valuta ska radera ut det som åstadkommit hittills. ECB kommer heller inte att höja räntan förrän efter tillgångsköpsprogrammet löpt ut, vilket marknaden tolkat som under fjärde kvartalet 2018. Utifrån det perspektivet ter det sig märkligt att den svenska Riksbanken, som är livrädd för en för stark svensk krona, skulle gå före ECB och höja i april vilket många verkar tycka är rimligt. Men osvuret är förstås bäst, särskilt som vi står inför en större rockad i Riksbanksdirektionen där bland annat Stefan Ingves mandat går ut vid årsskiftet. En annan direktionssammansättning och ordförande kan mycket väl ge en annan inriktning på räntebanan och räntehöjningar framöver.

Både den svenska Riksbankens och ECB:s mandat skiljer sig från amerikanska Fed där man i USA har ett så kallat dualt mål att se både till inflation och den ekonomiska tillväxten. Här i Europa har däremot centralbankerna fokus på endast inflation varför

dagens mediala tryck på Ingves och Riksbanken kan te sig lite märkligt. Hur ekonomiskt felaktigt eller realekonomiskt frikopplad penningpolitik man än kan tyckas förs i Sverige för närvarande har målet hela tiden varit att hålla en stabil inflation kring målbilden 2 procent. KPIF har visserligen stigit undan för undan under året och uppgick i augusti till 2,3 procent men väntas falla tillbaka något närmaste kvartalen.



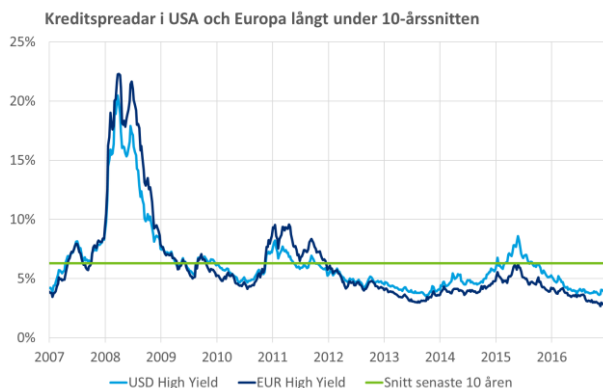
Riksbanken vill dock se en varaktig underliggande inflationstakt kring 2 procent för att höja räntan och man vet samtidigt med sig att om man springer före ECB kommer kronan stärkas för mycket och inflationstakten falla tillbaka. Man sitter enkelt uttryckt helt i händerna på ECB. Riksbanken ändrade även, som väntat, målbildsvariabeln från KPI till KPIF vid mötet i september. Ändringen förändrar inte penningpolitiken alls utan Riksbanken har länge haft just KPIF som mått för att följa den underliggande inflationen.

Ur ett svenskt perspektiv har avkastningen från olika delar av räntemarknaden varit relativt skral hittills i år. Med negativ styrränta ger kortränteinvesteringar utan företagsrisk garanterat minusavkastning och en stillastående och mycket låg ränta på statsobligationer har givit i princip noll avkastning från obligationsindex hittills under året. Däremot har det varit lugnt och behagligt för marknaden för företagsobligationer där avkastningen på nordiska företagsobligationsfonder varit tämligen god i år. Beroende på inriktning och

Räntemarknad

risknivå har flera företagsobligationer visat upp en avkastning om cirka 3 procent hittills i år vilket får anses mycket bra givet förutsättningarna. Även investeringar i företagsobligationsfonder med global, europeisk eller amerikansk inriktning har gått mycket bra då kreditspreadarna både inom företagsobligationer med bra rating (Investment Grade) och sämre rating (High Yield) gått ihop till historiskt mycket låga nivåer. Kreditspreaden, det vill säga den extra räntekompensation utöver statsobligationsräntan man erhåller genom att investera i företagsobligationer, är i skrivande stund för Investment Grade i USA 1,14 procentenheter vilket är klart lägre än snittet de senaste tio åren på 1,88 procentenheter. Samma sak gäller i Europa där marknaden till stor del är manipulerad av ECB som köper just icke-finansiella Investment Grade-obligationer. Kreditspreaden ligger på 1,01 procentenheter vilket ska jämföras mot tioårssnittet om 1,62 procentenheter. Både i USA och Europa har kreditspreadarna krympt ihop under stora delar av året.

som bärs inom segmentet inte längre är speciellt bra. Dessutom stärktes vår syn på obligationer en aning. Inte för att räntenivåerna i Sverige är speciellt tilltalande i absoluta termer, men införandet av viss ränterisk i en portfölj ger bättre riskspridning och stabilitet till hela ränteportföljen. Samtidigt bedömer vi risken för kraftigt stigande obligationsräntor som liten och vi förordar vidare ett balanserat och måttfullt risktagande inom räntor även framöver.



Vi har under en längre tid förordat en låg ränterisk i exponeringen mot räntor och haft en positiv syn på företagsobligationer, både Investment Grade och High Yield. Geografiskt har vi föredragit en nordisk och amerikansk exponering då euromarknaden är kraftigt påverkad av ECB:s agerande. Tidigare i våras valde vi dock att bli mer försiktiga med High Yield av värderingsskäl då räntekompensationen för den risk

Alternativa Investeringar

Alternativa placeringar

Vår definition av alternativa investeringar innefattar det som inte är relaterat till aktie- eller räntemarknaden och kan därmed inkludera allt från råvaror och valutor till hedgefonder. I strategirapporten fokuserar vi främst på den likvida delen av alternativa investeringar och därmed inte på direktinvesteringar i fastigheter, private equity eller motsvarande. Utifrån det perspektivet har vi sedan en tid tillbaka varit relativt positiva till tillgångsslaget, särskilt relativt räntemarknaden som erbjuder lägre möjligheter till god riskjusterad avkastning. Anledningen till att vi bara har en neutral vikt mot tillgångsslaget är att vi finner svårigheter att hitta tillräckligt många och bra daglighandlade placeringsalternativ.

På global basis har hedgefonder som aggregat levererat en bra avkastning hittills i år. Det breda indexet, HFRX Global Hedge Fund Index, har stigit med 4,1 procent i dollar räknat i en miljö präglad av mycket låg volatilitet. Ett mått på volatiliteten på aktiemarknaden är VIX-index, som mäter den implicita volatiliteten på S&P 500 genom prissättningen från optioner. VIX har i genomsnitt legat på 11,4 under året, något som ska sättas i relation till snittet de senaste tre åren på 15,1. Dessutom har aktiemarknaderna visat en stabil och stigande trend uppåt, mätt i lokala valutor, vilket medfört en god avkastning framförallt för aktierelaterade strategier. Delindexet HFRX Equity Hedge, som till stor del utgörs av Long/Short-strategier, har stigit med 6,2 procent under året. Lägg därtill att kreditmarknaden varit osedvanligt lugn och till stora delar dopad av centralbankernas interventioner, vilket ytterligare bidrar till stabilitet. För trendföljande strategier som CTA har det dock varit tuffare där flera namnkunniga fonder är på minus för året. Delindexet HFRX Macro/CTA visar dock på knappt plus (+0,7 procent) för året och har haft märkbart problematiskt. Normalt sett behöver strategin en starkt, långsiktig trend i ett tillgångsslag för att ha möjlighet att skapa god avkastning även om strategin oftast ger en bra diversifiering till aktier och räntor även i mer normala marknader.

Hedgefondsindex



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Bland råvaror är utvecklingen som vanligt spretig. Oljepriset är ner ett par procent på året efter att ha pendlat mellan 45 och 55 dollar fatet. Påverkan från orkansäsongen och historiskt stora orkanvindar visade sig få relativt liten påverkan på den amerikanska produktionen. Den globala efterfrågan fortsätter att växa stadigt och vid utgången av augusti uppskattades den globala efterfrågan till 99,9 miljoner fat per dag och det bedöms fortfarande föreligga ett produktionsunderskott som ger stöd till oljepriset. Kopparpriset har å andra sidan visat sig starkt under året med en uppgång på 16,9 procent, med stigande priser framförallt under juli och augusti. Uppgången rimmar väl med den ökande globala industriproduktionstakten och kopparpriset brukar skämtsamt benämnas som den enda råvaran med en doktorstitel i nationalekonomi, varför uppgången kan ses som ett gott hälsotecken för den industrirelaterade delen av världsekonomin.

Guldpriset har även det stigit, något vi har flaggat för under året då vi bedömt det som rimligt att dollarn bör försvagas. Historiskt sett har en fallande dollar varit positivt för guldpriset och så har även varit fallet under året då guldpriset gått upp med 15,0 procent samtidigt som dollarn har fallit 10,1 procent handelsviktat.

Tema:

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

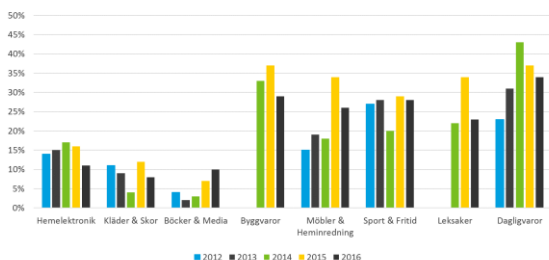
Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

En bransch i förändring

Under inledningen av 2000-talet tog e-handeln sina första trevande steg, men de tekniska lösningarna, logistiken och hanteringen av betalningarna var ännu inte mogna. Kapitalförstörelsen var enorm och spekulation och övertro på utvecklingen bidrog till dotcombubblan som sedermera ledde till en börskrasch. Skillnaden idag mot situationen för snart 20 år sedan är slående och detaljhandels digitalisering går allt snabbare. Den tekniska utvecklingen har förenklat handeln online via datorer, surfplattor och telefoner, på hemsidor och genom appar, samtidigt som de praktiska lösningarna avseende betalningar och logistik kommit på plats.

Detaljhandeln är en viktig motor i världens ekonomi, inte minst i USA där den privata konsumtionen som andel av BNP uppgår till närmare 70 procent. Motsvarande siffra i Sverige är 45 procent medan den i Eurozonen är 55 procent. Samtidigt som detaljhandeln har vuxit med i genomsnitt 4,4 procent årligen i USA de senaste 25 åren har e-handeln ökat från obefintlig till att stå för 12 procent av den sammanlagda handeln vid utgången av 2016. I Sverige sker idag omkring 8 procent av den totala detaljhandeln över nätet och i fjol stod e-handeln för över en tredjedel av den totala detaljhandelstillväxten i landet. De svenska branscher som uppvisade starkast tillväxt under fjolåret var livsmedelsbranschen och bygghandeln, båda med tillväxttal på cirka 30 procent. Livsmedelsförsäljningen tillhör samtidigt den grupp varor som ännu handlas i relativt liten utsträckning över nätet, då endast 2 procent av den sammantagna handeln idag sker via digitala kanaler. De branscher som omsätter mest på internet är hemelektronik samt kläder och skor, där andelen av total handel också är betydligt högre på 26 respektive 14 procent.

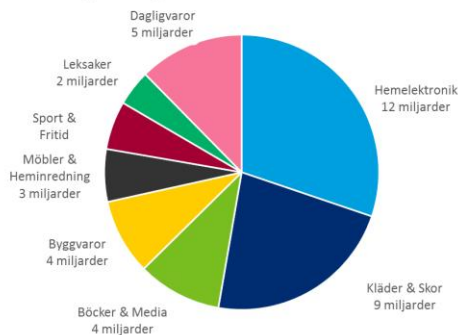
Omsättningstillväxt svensk e-handel 2012-2016



Källa: HUI Research

Trenden av en ökad andel e-handel är stark i flertalet segment inom detaljhandeln och 2035 bedöms e-handeln i Sverige ha en marknadsandel på 13-15 procent och uppgå till 170 miljarder kronor. Det innebär att e-handeln väntas växa med drygt 5 procent per år, medan den traditionella handeln bedöms uppvisa en tillväxttakt om betydligt lägre 1 procent. Vår syn är att denna bedömning åtminstone i det kortare perspektivet är för försiktig och kraftigt underskattar e-handels potential, inte minst beaktat de senaste årens utveckling och med lärdomar från bland annat USA.

E-handels omsättning i Sverige 2016



Källa: HUI Research

Den tekniska revolutionen ändrar det uråldriga konsumtionsmönstret och har resulterat i att förändringsvindar blåser från många olika håll. Det för i sin tur med sig att detaljhandelskartan ritas om och vi ser en risk i att ringarna på vattnet kommer att växa sig allt större. Internationellt har tusentals butiker fått stänga ned sin verksamhet på grund av ökad konkurrens och pressad lönsamhet. Utvecklingen är kanske tydligast i USA där kampen om att ta marknadsandelar sker mellan onlineaktörer och mer traditionella detaljhandelsaktörer. Många nya bolag som vuxit fram har snabbt blivit en naturlig del av konsumtionslandskapet. De har inte bara uppkommit som ett svar på konsumenters efterfrågan att köpa varor och tjänster online utan många har också skapat helt nya beteenden hos konsumenterna, såsom Amazon, Netflix och Uber. Amazon har med sin dominerande ställning inom e-handel tagit ett starkt grepp om marknaden och är idag mer än fem gånger

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

så stora inom e-handel som nummer två på den amerikanska marknaden, varuhuskedjan Walmart, och har samtidigt en global distributionskraft.

Det minskande antalet fysiska butiker liksom den alltså växande andelen e-handel är högaktuella ämnen i stora delar av världen. Begrepp som butiksdöden och handelns döds spiral förekommer ofta och branschens förändring är långt ifrån över, men vad kan butiksdöden väntas få för konsekvenser utanför detaljhandeln och kan vi vänta oss att butiksdöden kommer slå till med samma kraft i Sverige som den gör i USA? Vi vill i den här temadelen diskutera den pågående förändringen och försöka belysa vilka potentiella spridningseffekter den kan ge upphov till.

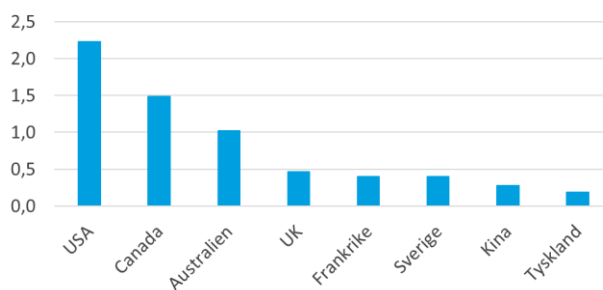
Överetablering av butiksytor?

Den pågående butiksdöden startade med ändrade konsumtionsmönster men inte bara efterfrågan spelar roll för vad som sker idag utan utbudssituationen har också en roll i med vilken kraft den digitala revolutionen slår till mot traditionella aktörer. Många faktorer har samverkat och gjort handelsfastigheter till mycket populära investeringsobjekt för fastighetsbolag. Bolagen har lockats av en hög och stabil avkastning i jämförelse med andra mer konjunkturberoende fastighetsinvesteringar och det kan på sina håll ha resulterat i en överetablering av butiksytor. Mellan 1975 och 2015 växte antalet köpcentrum i USA mer än dubbelt så snabbt som befolkningen och ser vi till butiksytan per invånare i olika länder kan vi konstatera att den siffran i USA är långt mycket högre än i andra länder i västvärlden. Självfallet finns faktorer som talar för att så bör vara fallet, som exempelvis det faktum att USA är ett land med en betydligt mer utbredd bilkultur än många andra, men mot bakgrund av med vilken magnitud butiksdöden nu rasar på andra sidan Atlanten ligger frågan om överetablering ändå nära till hands. I landet finns idag omkring 2 kvadratmeter butiksytan per person, medan motsvarande siffra för Kanada är 1,5, för Storbritannien är 0,5 och för Frankrike och Sverige 0,4. I en analys från banken Credit Suisse bedöms så många som 8 640 butiker behöva slå igen under 2017 med en sammanlagd butiksytan på 14 miljoner kvadratmeter och det kan jämföras med nedstängning av sju miljoner kvadratmeter butiksytan under 2016 och

omkring tio miljoner kvadratmeter per år under såväl finanskrisen som under 2001 i efterdyningarna av dotcombubblan. Takten med vilken butiksytan försvinner har därmed ökat och så ser fortsatt ut att kunna bli fallet.

Huruvida också Sverige befinner sig i ett läge där vi har en överetablering av butiksytan är förstås svårt att svara på, men utifrån fastighetsbolagens agerande tycks så inte vara fallet. Antalet köpcentrum ökar visserligen inte, idag finns 357 stycken i landet jämfört med 358 stycken 2014, men butiksytan ökar och hittills också omsättningen. Omkring en tredjedel av all butiksytan i Sverige ligger i köpcentrum och intresset för handelsfastigheter är fortsatt stort. I fjol färdigställdes 200 000 kvadratmeter ny fysisk handelsytan och det planeras för ytterligare 2,6 miljoner kvadratmeter vilket motsvarar 26 stycken Mall of Scandinavia, Skandinavien idag största köpcentrum beläget i Solna utanför Stockholm.

Butiksytan (m² per capita)



Källa: GGP, Zero Hedge, HUI Research

Mycket talar för att köpcentrum som kan erbjuda såväl upplevelse som ett spännande utbud av butiker kommer att kunna stärka sin position inom detaljhandeln parallellt med e-handeln. Det riskerar dock att konkurrera ut äldre befintliga köpcentrum, men också fristående butiker. I storstädernas stadskärna efterfrågas nischbutiker med hög servicegrad och flaggskeppsbutiker medan dussinbutikerna får det allt svårare att upprätthålla sin konkurrenskraft när moderna köpcentrum och e-handeln lockar till sig en större del av kakan.

På mindre orter har omställningen inte kommit lika långt, men mycket tyder nu på att en högre grad av

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

butiksdöd väntar där än tidigare. Under 2016 tillkom fyra femtedelar av den nya butiksytan i landet i småstadsregioner och det står i motsats till tidigare år då tillkomsten i högre grad var belägen i storstadsregioner. Den trenden kommer att göra det utmanande för delar av det befintliga utbudet i småstadsregioner eftersom totalytan ökar och det sannolikt inte är de nybyggda, mer moderniserade ytor som får det svårast att överleva.

Nya dragplåster till köpcentrum

I de nybyggda och mer moderna köpcentrumen är hyresgästerna idag inte desamma som syntes innan onlinehandeln fick fäste. Konsumenterna har börjat söka sig ut på den internationella arenan och de stora butikerna som tidigare var dragplåster, såsom H&M, är idag betydligt mindre intressanta än de mindre, för konsumenter mer ovanliga butikerna som ofta har tonvikten av sin försäljning online. Att skapa en större totalupplevelse för konsumenten i såväl köpcentrum som fysiska butiker är en tydlig trend och en viktig faktor för överlevnad. Ett större utbud av restauranger och upplevelser som sport och film, men också teknologiska innovationer har idag tillsammans med mer exotiska butiker tagit över rollen som dragplåster. En utmaning för fysiska butiker är numera också att kunderna förbereder sina inköp hemma i betydligt större utsträckning än före e-handels tid och i takt med framväxten av AR/VR (förstärkt och virtuell verklighet) blir möjligheterna till förberedelser hemma ännu större. Det gör att tiden tillbringad i den fysiska butiken är mindre vilket innebär färre spontanköp, men också att avslutsfrekvensen är betydligt högre givet ett konkurrenskraftigt erbjudande. Den högre graden av transparens idag relativt tidigare ställer krav på just det vilket också pressar lönsamheten och samtidigt gör konsumenten mer medveten ur andra avseenden såsom exempelvis i termer av socialt ansvarstagande.

Affärsmodeller ändras

Idag ser vi också en tydlig trend i omvänd integration av affärsmodeller i detaljhandelsbranschen, en förändring vi bedömer kommer att bestå. Traditionella aktörer arbetar naturligtvis med att försöka hitta sätt att komplettera sitt fysiska butikserbjudande med e-handel, men online-aktörer har också ett stort behov

av att synas rent fysiskt och strävar därför efter att upprätta showrooms, pop-up-butiker och olika typer av konceptbutiker för att skapa en relation till kunden och knyta hen närmare sig. De strävar också efter åtkomst till traditionella aktörers utbredda logistiknät. Exempelvis köpte Amazon i somras dagligvarukedjan Whole Foods med en utbredd lokal infrastruktur och Walmart har en tydlig konkurrensfördel i sin logistikkedja då 90 procent av den amerikanska befolkningen uppges bo mindre än 20 minuter från ett Walmartvaruhus. Att inneha ett starkt e-handelserbjudande i kombination med god möjlighet för distribution och lokal närvaro är förstås en mycket slagkraftig affärsmodell och därmed eftersträvänsvärt bland aktörerna i branschen.

Utmaningar föreligger för fastighetsbolagen

För fastighetsbolagen har läget länge varit gynnsamt tack vare låga räntor och en god efterfrågan som resultatet av en starkt konjunktur och en pågående urbaniseringstrend. Butiksdödens frammarsch och omstöpningen av köpcentrum kommer dock knappast att gå branschen obemärkt förbi. Det finns naturligtvis många fastighetsbolag som inte har en särskilt stor handelskoppling, men för de som har det föreligger en rad utmaningar. I USA är 30 procent av det kommersiella fastighetsbeståndet exponerat mot detaljhandeln och bland noterade svenska fastighetsbolag har framförallt Agora, Atrium Ljungberg och Hufvudstaden en stor detaljhandelskoppling. Nedan följer en övergripande sammanställning av vilken typ av exponering utvalda svenska noterade fastighetsbolag har.

(Andel av redovisat fastighetsvärde som inget annat anges)	Kommersiella fastigheter			Bostäder	Samhällsfastigheter	Övrigt/Projekt
	Butik (Handel)	Industi/Lager	Kontor			
Fastighetsbolag						
Agora ¹⁾	69%	1%	18%	4%	-	8%
Atrium Ljungberg	(41%)	-	47%	3%	-	9%
Bonava	-	-	-	4%	-	96%
Castellum ³⁾	10%	18%	68%	-	-	4%
Catena	-	100%	-	-	-	-
Diös Fastigheter ¹⁾	23%	6%	64%	7%	-	-
Fabege ¹⁾	6%	7%	72%	-	-	15%
Fast. Balder	(11%)	-	17%	56%	-	16%
Hemfosa Fastigheter ²⁾	3%	9%	23%	-	64%	1%
Hufvudstaden ³⁾	29%	8%	51%	1%	-	11%
JM ²⁾	-	-	10%	89%	1%	-
Kungsleden	6%	20%	70%	-	-	4%
Platzer ³⁾	2%	11%	76%	-	-	11%
Wallenstam ¹⁾	17%	3%	28%	41%	4%	7%
Wihlborgs Fastigheter ³⁾	7%	36%	47%	-	5%	5%
Genomsnitt	15%	15%	39%	14%	5%	12%

1) Andel av hyresvärde

2) Andel av fastighetsvärde inom affärsområde Fastighetsutveckling

3) Andel av total yta

Källa: Respektive bolag

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

Till utmaningarna som fastighetsbolag med koppling till detaljhandeln möter hör att skapa konkurrenskraftig handelsyta i sina köpcentrum. I det ligger att hitta en intäktsmodell som fungerar samt möjliggör ett attraktivt butiksutbud. Butikshyran består ofta av två delar, en garanterad minimihyra och en procentsats av omsättningen, men e-handels framväxt har gjort att gränserna mellan vilken försäljning som ska relateras till butiken respektive till e-handeln har suddats ut och försvårat hyressättningen. Icke-avtalade intäkter, som evenemang och andra intäktsbringande koncept knutna till köpcentrumet men utanför butikerna, har också blivit en större del av den totala intjäningen och allt sammantaget är intäktsströmmarna idag mer komplexa. Det tillsammans med en mer föränderlig butiksyta resulterar i en mer komplicerad värderingsprocess vilket i förlängningen riskerar att medföra felprissättning.

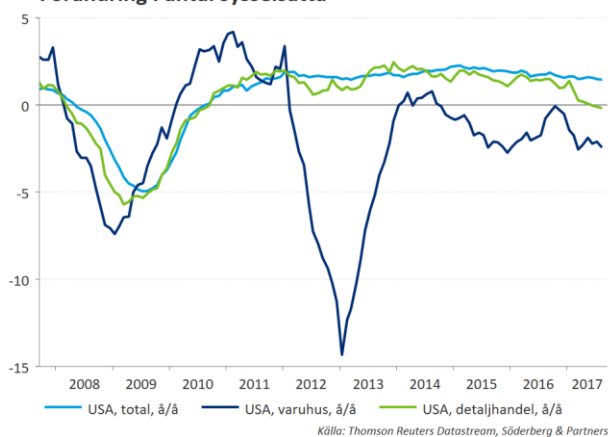
Sysselsättningen i riskzonen

De trender vi ser inom teknologi och detaljhandel innebär stora utmaningar på arbetsmarknaden, som idag är stark i såväl USA som Sverige. Sysselsättningen befinner sig på höga nivåer men 2017 har i USA inneburit ett trendskifte där den positiva sysselsättningstillväxten i detaljhandeln kommit av sig. Sedan januari i år har omkring 80 000 arbetstillfällen försvunnit inom sektorn, motsvarande 0,5 procent av det totala antalet anställda i sektorn. Men ser vi enbart till utvecklingen bland anställda på varuhus är trenden mer illavarslande, med en negativ utveckling under merparten av de senaste fem åren. Sedan 2012 har antalet anställda fallit med närmare 20 procent, eller drygt 300 000 personer.

Den traditionella detaljhandeln är en viktig arbetsgivare och i USA tillhör kassapersonal och säljare inom detaljhandeln två av de större jobbkategorierna. Av antalet sysselsatta i landet återfinns 10 procent inom detaljhandeln medan motsvarande siffra i Sverige är 5 procent. Sektorn är inte bara en viktig arbetsgivare generellt utan är dessutom mycket viktig för unga och för personer med en lägre utbildningsnivå. Inom e-handeln är arbetskraftsintensiteten betydligt lägre än i den traditionella handeln.

På den svenska marknaden noteras ännu inte motsvarande utveckling och antalet anställda inom detaljhandeln under perioden 2011-2016 har ökat med omkring 10 procent, men vi ser en överhängande risk att arbetsmarknaden även här kommer att pressas av trenden vi ser idag. HUI uppskattar att 22 000 – 42 000 arbetstillfällen inom svensk handel i fysisk butik riskerar att försvinna inom en tioårsperiod vilket är att ställa i relation till de cirka 300 000 personer som sammantaget är sysselsatta i sektorn. Särskilt utsatta i denna utveckling är yngre då drygt 50 procent av de anställda i sektorn är i åldersspannet 16-34 år, men också personer med gymnasial eller förgymnasial utbildning vilka står för omkring tre fjärdedelar av arbetskraften i detaljhandeln.

Förändring i antal sysselsatta

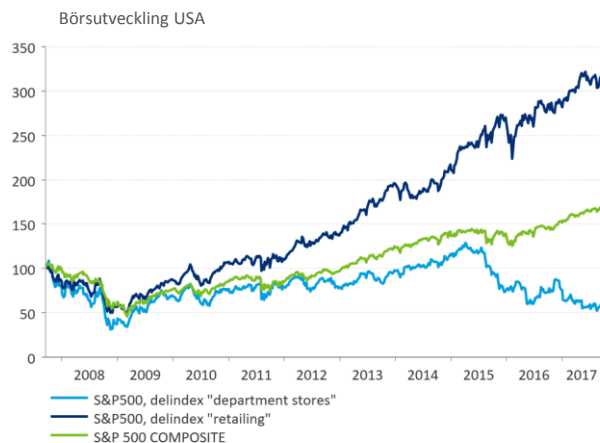


Investeringsmöjligheter

Det som sker inom detaljhandeln får förstås också stor effekt på de noterade detaljhandelsbolagens börsutveckling. Nya spännande e-handelsbolag noteras och äldre mer trögrörliga aktörer får det allt tuffare. För den som vill skapa en bred exponering mot trenden med ökande e-handel är alternativen idag begränsade, att investera direkt i enskilda bolag med tydlig inriktning mot e-handel är däremot naturligtvis en möjlighet. Utbudet av fondalternativ är i dagsläget mycket skalt, men antalet alternativ väntas öka i takt med att den underliggande trenden bland detaljhandelsbolagen fortgår. Den börshandlade fonden Amplify Online Retail ETF är i det avseendet ett undantag, men kan för en svensk investerare vara svårare att köpa. Fonden exponerar sig mot en global portfölj av aktier, där de underliggande företagen ska

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

ha 70 procent eller mer av sin omsättning från e-handel. Bland namnen i fonden märks bland annat kända aktörer som Amazon, Ebay och PayPal.

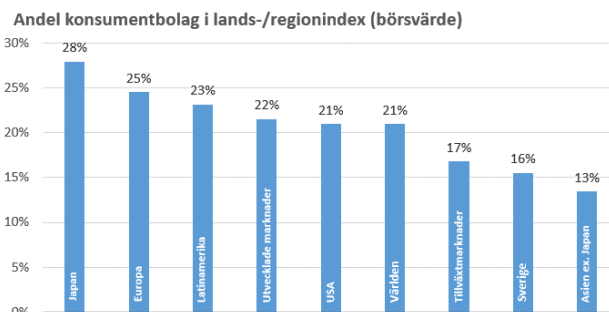


Analysföretaget Bespoke Investment Group publicerar löpande sitt index "Death by Amazon" vilket är ett sätt att åskådliggöra den pågående trenden. I indexet återfinns aktier för bolag som bedöms påverkas negativt av Amazons frammarsch och med andra ord detaljhandelsbolag vars verksamhet utgår från fysiska butiker och endast har en begränsad närvaro på Internet, men samtidigt inget eget varumärke som säljs i butikerna. Indexet består av drygt 50 aktier och har under de senaste åren visat en allt svagare trend, såväl relativt Amazonaktien som börsen som helhet. Kända namn i indexet är bland annat Sears, Macy's och Office Depot. Även om många traditionella aktörer står i ett utmanande läge finns det sådana bolag som lyckats leverera god avkastning, vilket till synes är ett resultat av en högre grad av kundservice än vad som kan erbjudas via e-handel. Som exempel kan Best Buy nämnas, som för inte så länge sedan dömdes ut men som därefter lyckats vända den nedåtgående trenden.

Som komplement till "Death by Amazon"-indexet har Bespoke nyligen även introducerat ett index kallat "Amazon Survivors". I indexet ingår 46 detaljhandelsbolag som bedöms ha förutsättningar att överleva en ökad e-handelstrend. Kursutvecklingen för dessa bolag är aggregerat klart sämre än för Amazon, men samtidigt långt bättre än i dödsindexet. Bland dessa bolag återfinns bolag som har starka egna

varumärken, erbjuder hög servicegrad eller kan erbjuda finansieringslösningar som Amazon varken vill eller kan erbjuda på ett likvärdigt sätt. Företag som uppges kunna erbjuda detta är exempelvis Tiffany & Co och Home Depot. Ett sätt att söka exponering mot denna typ av bolag kan exempelvis vara genom en fond som fokuserar på bolag med stark positionering och/eller varumärken inkluderat e-handelsbolag, såsom Invesco Global Leisure (grönt betyg i Söderberg & Partners fondanalys, Morgan Stanleys fond Global Brands (grönt betyg), eller Fidelitys Global Consumer Industries (gult betyg).

MSCI:s olika regions- och landsindex visar att graden till vilken aktiemarknader är exponerade mot detaljhandeln varierar. I Japan är närmare en tredjedel av storbolagen i MSCI Japan Index inriktade mot konsumentsektorn och det kan ställas i relation till hur det ser ut på utvecklade marknader sammantaget, där konsumentexponeringen är 22 procent. På tillväxtmarknader är den fortfarande desto lägre, men i takt med bland annat Kinas omställning till att försöka bli mer av en konsumtionsdriven ekonomi kommer den siffran sannolikt att öka. Den varierande graden av exponering gör också att ägarandelar i indexnära fonder i de olika regionerna ger olika typer av detaljhandelsexponering och av MSCI US Index utgör Amazon närmare 2 procent av indexvärdet.



Slutord

Samtidigt som många nya aktörer inom e-handel blommar upp och växer sig starka kämpar mer traditionella med sin anpassning och konkurrenskraft. De kedjor som inte har tagit e-handelshotet på allvar får idag lida och det är tydligt att det pågår stora

Förändringens vindar blåser i detaljhandeln

förändringar i branschen. Konsekvenserna av den pågående butiksdöden kommer att bli många och sträcka sig långt utanför detaljhandelns gränser. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att det inte är första gången konsumentbeteende ändras och att myntet dessutom alltid har två sidor. Förändringen för inte bara med sig att traditionella aktörer försvinner utan också uppkomsten av många nya bolag och tjänster. Handeln och kunderna kommer att fortsätta finnas där, det är anpassningen som är det kritiska.

Att äldre koncept kan få ge vika för den nya konkurrensen bevisades så sent som den 18 september då det framkom att Toys 'R' Us, som är USA:s största butikskedja för leksaker, ansökt om konkursskydd. Det har länge varit känt att bolaget dragits med en besvärande skuldsituation efter utköpet för omkring ett decennium sedan, en situation som förvärrats i takt med förlorade marknadsandelar till e-handelsbolag som Amazon. Under första kvartalet i år föll försäljningen med 4 procent i jämförbara butiker. Effekten på leksakstillverkarna lät inte vänta på sig utan en osäkerhet kring framtiden fick aktierna i Mattel, Jakks Pacific och Hasbro att falla. Kreditbetyget för Toys 'R' Us har också sänkts och ligger nu på CCC- och bolagets handlade obligationer har på två veckor tappat över 80 procent av värdet, vilket vittnar om den osäkra framtiden för bolaget. Toys 'R' Us har över 60 000 anställda i 1871 butiker världen över, enbart i USA finns 880 butiker. Hur detta kommer att slå på de anställda samt hyresvärdarna där butikerna ligger är idag oklart.

Butiker runt om i världen tvingas slå igen, men den fysiska butiken är inte död. Vi kommer även i framtiden att basera inköp av vissa produkter på fysiska upplevelser och samtidigt som mer vardagliga dussinvaror som elektronik handlas i allt större utsträckning över nätet ser vi hur nischbutiker med lockande produkter och en hög servicegrad får en viss revansch i storstäderna där butiksdöden idag inte är ett lika stort hot framgent som på glesbygden. Snabbförändrade konceptbutiker blir mer vanligt förekommande och flera större traditionella aktörer satsar på flaggskeppsbutiker i storstäderna. Stora köpcentrum inriktade på upplevelser och ett starkt butiksutbud attraherar många nya kunder och trenden bland aktörerna, oavsett om de har startat som

traditionella eller e-handlare, går mot att erbjuda en kombination av fysiska butiker och e-handel med en effektiv och utbredd logistikkedja.

Även om butiksytan per invånare är större i USA än i Sverige ser vi en risk för ett överutbud av butiksyta även på den svenska marknaden. I småstadsregioner ser vi dessutom att utvecklingen inte har kommit lika långt som i storstadsregionerna i termer av omställning och att uppbyggnad av nya, moderna köpcentrum i ett flertal sådana regioner därför talar för att nedstängningarna av äldre butiker snarare kommer att bli fler än färre.

Spridningseffekter vi kan vänta oss av de förändringar som pågår är framförallt en mer utmanande situation på arbetsmarknaden, inte minst i hur unga och lågutbildade ska förhindras hamna utanför arbetsmarknaden, något som i förlängningen skulle leda till stora ekonomiska svårigheter för länders ekonomier. Nya jobb bildas tack vare den digitala revolutionen, men trenden går också åt att allt mer av enkla sysslor automatiseras.

Kartan ritas också om för fastighetsägare med kommersiell inriktning och det går inte att blunda för att e-handeln påverkar affärsgator, stadskärnor och köpcentrum. Lägen som är lätta att nå både med bil och andra färdmedel är att föredra och med fastigheter i bra lägen finns också alternativ att byta fokus om så skulle krävas. Behovet av effektiva logistikkedjor och av utlämningsställen, gärna med hög servicegrad så som provhytter i anslutning till utlämningen ökar. I Storbritannien byggs många mindre köpcentrum idag om till lager för e-handeln och fler lagerlokaler väntas behövas även här i Sverige. Bland de noterade svenska fastighetsbolagen finns få med utpräglad exponering mot handel och butiker. Majoriteten har visserligen huvudsaklig exponering mot kommersiell verksamhet, men vår studie visar att det framförallt rör sig om kontorsyta. Flertalet äger fastigheter på eftertraktade lägen i stadskärnor och på andra lättåtkomliga platser och ett bolag, Catena, är dessutom genomgående fokuserade på logistikkedjor. Butiksdöden kan därför i ett första skede inte väntas få några större konsekvenser för dessa fastighetsbolag, men de nya tiderna ställer krav även på dem, inte minst på flexibilitet i hyresavtalen.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	2,2	2,2	1,7	4,4	-449,3	-2,4	-3,4
Europa	2,3	3,2	1,5	9,1	372,7	3,2	-1,3
Tyskland	2,1	4,0	1,8	3,7	274,1	8,0	0,7
Frankrike	1,7	3,7	0,9	9,8	-27,9	-1,2	-3,1
Storbritannien	1,7	0,4	2,9	4,3	-99,8	-3,3	-3,6
Sverige	3,0	5,3	2,1	6,6	22,5	4,5	0,9
Japan	1,4	4,7	0,5	2,8	189,8	3,6	-4,5
Ryssland	2,5	1,0	3,3	5,1	33,6	2,7	-2,1
Hongkong	3,8	0,2	1,9	3,1	14,9	4,1	1,0
Kina	6,9	6,0	1,8	4,0	157,3	1,5	-3,9
Indien	5,7	1,2	3,4	5,0	-15,2	-1,2	-3,2
Brasilien	0,3	2,5	2,5	12,8	-13,8	-0,8	-8,1

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	1,25	2,2	326,6	0,8	18,7	15,6
Europa	0,00	0,4	516,2	0,2	15,5	19,1
Tyskland	0,00	0,4	80,6	-0,2	12,8	22,1
Frankrike	0,00	0,7	67,1	0,4	18,5	19,5
Storbritannien	0,25	1,1	64,8	0,5	17,5	18,0
Sverige	-0,50	0,6	10,0	0,8	17,4	20,3
Japan	-0,10	0,0	126,5	-0,2	12,8	28,9
Ryssland	8,50	8,1	142,3	-0,1	17,1	14,3
Hongkong	1,50	1,5	7,2	0,3	12,2	16,5
Kina	4,35	3,6	1379,3	0,4	17,2	10,8
Indien	6,00	6,6	1282,0	1,2	27,3	6,2
Brasilien	8,25	8,9	207,4	0,7	22,3	8,3

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2017	P/E 2018	Vinsttillväxt 2017 %	Vinsttillväxt 2018 %	Direktavkastning 2017 %
USA	17,8	16,9	10,9	10,6	2,0
Europa	15,5	14,4	13,7	7,8	3,4
Tyskland	13,6	12,7	11,9	6,6	3,1
Frankrike	14,7	13,6	5,8	8,1	3,5
Storbritannien	15,0	14,1	19,7	6,2	4,1
Sverige	16,5	15,6	-2,2	6,1	3,9
Japan	14,6	13,5	8,6	9,7	2,1
Ryssland	7,2	6,0	20,0	10,0	6,5
Hongkong	12,8	11,7	12,9	9,2	3,6
Kina	14,5	12,8	15,6	13,4	2,1
Indien	20,4	17,3	14,6	17,9	1,4
Brasilien	13,0	11,9	40,0	9,0	3,2
Världen	17,7	15,6	12,4	10,3	2,5
Tillväxtmarknader	13,8	12,2	22,2	10,5	2,5

Utveckling finansiella marknader

Lokal valuta (%)	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Utvecklade marknader (USD)	1,2	2,2	4,2	8,8	19,5	15,6
USA	1,6	1,7	3,3	5,9	18,9	13,3
Europa	1,4	1,2	-1,0	3,9	15,6	8,4
Sverige	1,7	1,9	-3,4	3,9	14,8	9,0
Tyskland	1,8	2,8	-1,4	4,2	20,0	9,0
Frankrike	2,0	1,4	0,1	7,4	23,1	10,1
Storbritannien	-2,2	-2,0	-1,8	0,2	11,6	4,3
Japan	2,9	1,4	3,4	5,5	28,7	9,2
Tillväxtmarknader (USD)	1,1	5,0	11,2	19,0	27,3	30,5
Hong Kong	0,6	3,1	11,2	20,5	23,9	30,9
Shanghai	0,1	3,5	10,1	12,8	20,7	18,1
Indien	1,9	2,7	4,4	10,8	15,1	22,6
Ryssland	0,4	9,4	17,0	10,3	22,9	1,8
Brasilien	3,7	10,8	22,3	14,4	30,8	25,8
Världen (USD)	1,2	2,5	5,0	9,9	20,4	17,2

SEK (%)	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Utvecklade marknader	1,4	0,5	-5,1	-3,3	12,3	1,4
USA	1,8	0,0	-6,0	-5,9	11,7	-0,7
Europa	1,1	1,7	-3,3	4,0	15,6	7,7
Sverige	1,7	1,9	-3,4	3,9	14,8	9,0
Tyskland	1,4	3,3	-3,7	4,3	20,0	8,4
Frankrike	1,7	1,9	-2,3	7,4	23,1	9,5
Storbritannien	1,0	1,9	-4,8	-0,9	8,0	0,6
Japan	0,1	-0,7	-6,3	-3,2	11,6	0,6
Tillväxtmarknader	1,2	3,3	1,2	5,8	19,6	14,4
Hong Kong	0,7	1,5	1,0	6,5	15,6	13,8
Shanghai	-0,9	4,0	4,1	5,9	15,7	9,9
Indien	1,6	1,0	-4,5	0,9	13,0	13,7
Ryssland	0,6	7,7	6,5	-1,9	15,5	-10,8
Brasilien	2,6	11,4	16,5	2,7	30,8	14,7
Världen	1,4	0,8	-4,4	-2,3	13,2	2,7

Valutor (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Dollarindex	91,87	0,57	-2,11	-5,71	-8,80	-3,58	-10,11
EURUSD	1,20	-0,47	2,09	7,30	12,54	6,40	13,42
USDSEK	7,96	0,17	-1,63	-9,00	-11,10	-6,01	-12,34
EURSEK	9,53	-0,31	0,42	-2,36	0,05	0,00	-0,58
GBPSEK	10,83	3,29	4,04	-3,06	-1,11	-3,15	-3,56
NOKSEK	1,01	-1,12	-0,22	-1,57	-2,93	-1,68	-3,76
USDJPY	111,05	2,91	0,44	0,42	-3,16	8,45	-4,79
USDCNY	6,54	1,21	-2,02	-3,75	-5,34	-1,93	-5,86

Råvaror (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Råvaruindex	186,34	1,61	4,49	6,81	0,63	2,61	-3,82
Olja (Brent)	55,81	2,97	10,41	18,80	7,97	19,20	-1,59
Olja (WTI)	49,90	5,19	4,90	12,21	3,23	13,80	-7,16
Koppar	6507,00	-2,78	2,01	14,94	10,97	36,10	17,55
Zink	3031,00	0,00	2,42	21,00	7,94	35,86	17,66
Guld	1322,07	-1,77	4,00	5,36	10,17	0,17	14,22

Volatilitet (nivå)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
VIX-index	10,17	12,12	12,04	10,90	11,63	16,30	14,04

Nominella räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Sverige 2 år	-0,68	-0,72	-0,63	-0,70	-0,56	-0,63	-0,63
Sverige 5 år	-0,01	-0,13	0,05	-0,17	0,07	-0,23	-0,12
Sverige 10 år	0,64	0,51	0,69	0,45	0,75	0,32	0,55
USA 2 år	1,38	1,27	1,35	1,36	1,32	0,74	1,18
USA 5 år	1,81	1,64	1,82	1,76	2,01	1,19	1,92
USA 10 år	2,20	2,05	2,27	2,16	2,51	1,70	2,45
EMU 2 år	-0,74	-0,79	-0,72	-0,68	-0,83	-0,65	-0,80
EMU 5 år	-0,34	-0,45	-0,33	-0,43	-0,43	-0,55	-0,62
EMU 10 år	0,44	0,32	0,36	0,29	0,42	-0,03	0,11
Japan 10 år	0,01	-0,02	0,05	0,05	0,09	-0,05	0,05

Styrräntor (%)	Idag
Riksbanken	-0,50
Fed	1,25
ECB	0,00
BoE	0,25
BoJ	-0,10

Övrigt	Idag
Stibor 3M	-0,41

Om Söderberg & Partners

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

Viktig information

Denna rapport 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. Källor till information som ligger till grund för analysen kan bland annat vara bolagsinformation och analysdatabaser. Söderberg & Partners kan inte garantera riktigheten i denna information eller ta på sig något ansvar för fullständighet. Vid de tillfällen som en potential i aktien eller en förväntat framtida målkurs anges ligger en eller flera kvantitativa värderingsmodeller i grunden. Beroende på bolagets verksamhetsstruktur och mognadsgrad görs en bedömning av huruvida en nyckeltalsjämförelse, kassaflödesmodell eller annan värderingsmetod är relevant. Dessa används även som underlag i betygsättningen som är en helhetsbedömning av aktiens förutsättningar att avvika från den breda aktiemarknadens utveckling. Om inte annat anges är tidshorisonten i analysen tre till sex månader.

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 Securities AB har antagit riktlinjer för att identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppkomma i bolagets verksamhet vid tillhandahållande av investeringstjänster och sidotjänster mellan å ena sidan bolaget eller någon närstående person till det och å andra sidan en kund, eller mellan en kund å ena sidan och en annan kund å andra sidan. Genom att tillämpa transparens i ersättningen, basera rådgivningen kring produkter på en analys av det aktuella utbudet inom produktkategorin samt identifiera potentiella intressekonflikter löpande, hanteras intressekonflikter för att i största möjliga utsträckning undvika att någon obehörigen gynnas på annans bekostnad. Söderberg & Partners Securities AB har även antagit riktlinjer för hanteringen av anställdas egna affärer samt riktlinjer för hantering av etiska frågor.