



Maj 2015

Strategirapport

"Our currency, your problem"

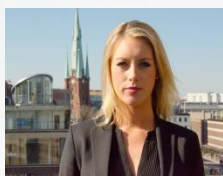
(John Connally - USA:s finansminister 1971. Ett träffande citat för det valutakrig som pågår.)

Strategi & Marknadssyn	3
Sammanfattning	4
Rekommendationer	5
 Makroekonomiska förutsättningar	 7
Globalt	8
USA	10
Europa	12
Sverige	14
Japan	16
Tillväxtmarknader	18
 Utsikter för de finansiella marknaderna	 22
Globala aktiemarknader	23
Svensk aktiemarknad	28
Ränte- och kreditmarknad	32
Alternativa placeringar	35
 Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?	 38
 Appendix	 45

Denna rapport publicerades den 7:e maj 2015 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Matthias Gietzelt



Linda Jägerstad



Sina Kazemi



Fredrik Strömberg



Carl Christian
Ottander



Mats Gunnå



Thomas Grönqvist

Sammanfattning och rekommenderad portföljallokering

Strategi & Marknadssyn

Vad sade vi sist?

I den senaste strategirapporten höll vi fast vid vår neutrala syn på aktiemarknaden med en övervikt mot utvecklade marknader. Vi såg att lågräntemiljön och den höga direktavkastningen på aktier kompenserade för en värdering som översteg historiskt snitt. Vi var fortsatt negativa till obligationsinvesteringar med långa löptider och föredrog företagsobligationsmarknaden. Vi viktade upp alternativa investeringar, där vi såg bättre förutsättningar för både hedgefonder, fastighetsinvesteringar och private equity, men även en stabilisering för råvaror. Vår regionsyn förändrades marginellt och vi valde en något försiktigare syn på Europa och Östeuropa.

Vad har förändrats sedan dess?

I mars justerade vi vår investeringsindikator. Farhågorna för en avmattningsfas vi såg framför oss för den amerikanska ekonomin redan i strategirapporten i januari låg kvar och samtidigt såg vi att värderingen på aktiemarknaden var väl ansträngd. Vi sänkte USA till en orange signal och lyfte upp Japan till grön signal. Därmed har vi positiva rekommendationer på alla utvecklade marknader där centralbankerna stimulerar. Sedan mars har den amerikanska ekonomin visat fortsatt svaghetstecken med en sysselsättning som inte stärkts på samma sätt och börsbolag som börjar känna av den starka dollarn. I Europa börjar det synas små ljusglimtar i form av viss kredittillväxt och fortsatt positiva sentimentsindikatorer efter att den europeiska centralbanken lanserade kvantitativa lättnader i slutet på januari. Tillväxten bedöms nu bli något högre än tidigare prognostiserat och det finns små inflationstendenser. Dollarn har under senare veckor tappat något i styrka och det har gett viss skjuts åt tillväxtmarknader. Dessutom har oljepriset stärkts under året, vilket också bidrar till att inflationen för tillfället har bottnat.

Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Den globala tillväxten är fortsatt relativt måttlig, men där USA fortsatt väntas ha den största tillväxten bland de utvecklade marknaderna. Även de andra utvecklade ekonomierna väntas återhämtas under året medan tillväxtmarknaderna visar en spretig utveckling med negativ väntad tillväxt både i Ryssland och Brasilien.

Utvecklingen i det vi kallar "Big Four" visar tydligt trenderna för de utvecklade marknaderna, där Europa och Sverige nu visar återhämtningstendenser medan USA:s starka trend viker något. Värderingarna på aktiemarknaden är fortsatt höga i takt med att världens börser utvecklas väl, samtidigt ser vi nu ett litet lyft för långa obligationsräntor under de senaste veckorna, vilket minskar avkastningen på räntemarknaden.

Summering av vår syn

Relativvärderingen av aktier jämfört med obligationsvärderingar är fortsatt attraktiv, men aktiemarknadens absoluta värdering är hög och vi befinner oss i en rekyl, något vi har varnat för under längre tid. Fortsatt är miljön stimulatив för börsbolagen och dessutom bidrar valutadopingen till goda vinstlyft för europeiska och svenska bolag under året. I USA blir dock vinstutvecklingen svag och försäljningstillväxten under året väntas bli negativ. Förutsättningarna för alternativa placeringar är fortsatt goda med ökad volatilitet och goda finansieringsmöjligheter samt förbättrade råvarumarknader. Räntehöjningsperioden som väntas i USA bör enligt vår mening inte samtidigt försvaga avkastningsmöjligheterna. Vi tycker att det fortsatt finns skäl att vara exponerad mot företagsobligationsmarknaden med korta löptider.

Risker för vårt huvudscenario

Den geopolitiska oron har minskat något under året, istället identifierar vi främst tre risker på kort sikt: 1, ett eventuellt utträde från Grekland ur valutasamarbetet. 2, Eventuellt oväntat agerande från Federal Reserve. 3, Försämrade utsikter för den kinesiska tillväxten.

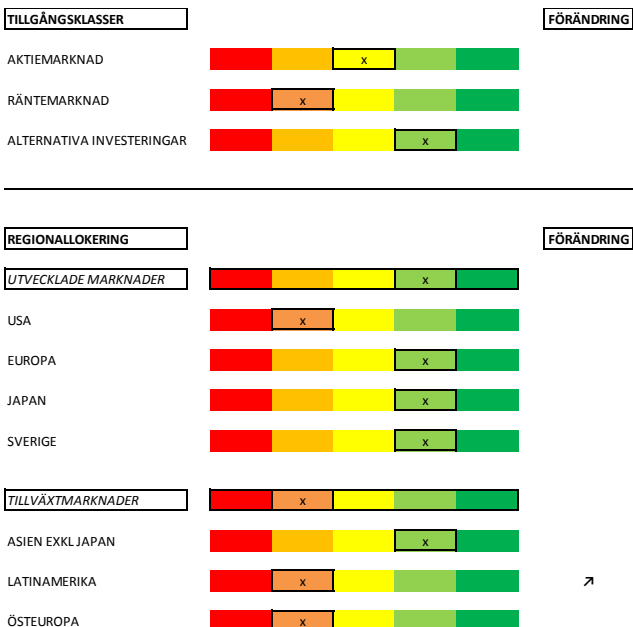
Håll koll på detta framöver

Efter en stark utveckling för oljepriset, tendenser till löneinflation i både USA och Tyskland och kredittillväxt i eurozonen så är inflationsutvecklingen och inte minst inflationsförväntningarna värda att bevaka. Centralbankernas agerande kan få långtgående konsekvenser vi idag inte kan överskåda. Under närmaste månaden ligger dock främst fokus på de grekiska lånebetalningarna och senast under hösten lär fokus flyttas till den amerikanska centralbanken.

Strategi & Marknadssyn

Rekommenderad tillgångsklassfördelning

Vi rekommenderar fortsatt en neutral allokering mot aktier, vilket innebär att rebalansera portföljen till en neutral riskposition efter årets starka uppgång. Den övergripande makrobilden är i princip oförändrad sedan inledningen på året men där ett antal faktorer talar för att trenden kortsiktigt kan stärkas i såväl USA som Kina efter den svaga starten på året. Vi förordar en övervikt mot utvecklade marknader framför tillväxtmarknader, med Europa och Japan som förstaval. Vad gäller exponeringen mot räntemarknaden är vi försiktiga och underviktat tillgångsslaget. Vi undviker långa löptider då vi ser en uppenbar risk i segmentet, men rekommenderar även en översyn av exponeringen mot korträntefonder, där vi med dagens extrema ränteläge har svårt att se en rimlig avkastning räknat efter fondavgifter. Som instrument att hantera risken i en portfölj bedömer vi emellertid att korträntefonder fortfarande är det bästa alternativet. Rekommendationen är främst att välja att ta något högre kreditrisk i portföljen, men att vara selektiv med de enskilda fondvalen. Vi söker istället investeringar i alternativa tillgångsslag, som kan ge oss en god riskjusterad avkastning, företrädesvis via hedgefonder men även investeringar i andra alternativ som exempelvis konvertibelfonder skapar möjligheter till en högre avkastning än på räntemarknaden.



Rekommenderad regionfördelning

Samtidigt som tillväxten på de utvecklade marknaderna visar en viss återhämtning finns tydliga problem på vissa av de större tillväxtmarknaderna, med negativ tillväxt i Ryssland och Brasilien samt en successiv avmattning i Kina. Skillnaderna i tillväxt mellan de stora industrinationerna och tillväxtmarknaderna är på den lägsta nivån på 15 år. Även om Europa står inför fortsatta utmaningar väntas den europeiska centralbankens kraftfulla åtgärder ge effekt och bryta den negativa trenden i regionen. Euron har försvagats kraftigt mot dollarn, vilket kommer att stärka konkurrenskraften i regionen. Vi ser också möjligheter för lönsamhetsförbättringar hos de europeiska företagen och därmed stöd för aktiemarknaden, vilket stärks av ett tydligt värderingsstöd för den europeiska aktiemarknaden. Även för Japan ser vi möjligheter till en stabilare resa framöver, efter att landet lyft ur förra årets recession. Värderingen av den japanska aktiemarknaden är inte avskräckande och börsbolagen vidtar mer aktieägarvänliga åtgärder, via exempelvis återköp av aktier och höjda utdelningsnivåer. Vi överviktat således dessa två regioner i vår investeringsindikator. I samband med uppviktningen av Japan i mars justerades rekommendationen för USA ned ett steg i indikatorn. Landet närmar sig inledningen på en räntehöjningsfas och dollarn har i samband med detta stärkts avsevärt, vilket hämmar landets exportindustri. Efter att under en längre tid utvecklats starkare än världsindex värderas också den amerikanska aktiemarknaden tydligt över historiskt snitt. På tillväxtmarknaderna föredrar vi exponering mot Asien, där vi ser störst möjligheter för god tillväxt, och dessutom störst positiv påverkan från det lägre oljepriset. Vi noterar dock att värderingen på den kinesiska marknaden börjar närma sig farliga nivåer och att det finns tecken på en börsbubbla i landet. Samtidigt är värderingen på den ryska och brasilianska aktiemarknaden låg, vilket är en anledning till att vi genomför en mindre uppjustering av betyget för Latinamerika, en region som har utvecklats svagt under en längre period.

Makroekonomiska förutsättningar

Globalt: Måttlig tillväxt väntas

Den globala ekonomin och konkurrenskraften mellan olika länder styrs sedan ett antal år av centralbankernas agerande, och vår bedömning är att den trenden kommer bestå. Tillväxttakten fortsätter att vara måttlig, även om en viss förbättring går att skönja. Inte minst gäller det förutsättningarna i ett antal av de mogna ekonomierna, där återhämtningen fortsätter. Hushållens ekonomi är i gott skick i de större industrinationerna, där relativt hög sysselsättning, det lägre oljepriset och de låga räntorna gynnar konsumtionsutvecklingen. Samtidigt sker en avmattning på ett antal större tillväxtmarknader, med tydlig motvind för länder med stort beroende av råvaruexport.

Även om det skett prognosjusteringar vad gäller BNP-tillväxten för enskilda länder är totalbilden i princip oförändrad från årsskiftet. Globalt väntas tillväxten uppgå till 3,5 procent, en ökning om låga 0,1 procentenheter från föregående år. Vi bedömer dock att det framförallt under andra halvåret kan bli en positiv effekt på tillväxten till följd av att det lägre oljepriset successivt letar sig igenom. Med ett oljepris på drygt 60 USD, jämfört med förra årets snittnivå på cirka 100 USD, ges ett globalt positivt tillväxtbidrag om cirka 0,5 procentenheter. Vi ser också ett par faktorer som talar för att såväl USA som Kina kan uppvisa en starkare tillväxt under de kommande kvartalen, relativt den svaga inledningen på året, vilket kommer att ge avtryck. Därutöver noterar vi att de kraftfulla åtgärderna från centralbankerna i framförallt Europa och Japan kommer att ge stöd åt tillväxten, där vi bedömer att den allt svagare euron kommer att leda till en stärkt konkurrenskraft för regionen. Förstärkningen av dollarn har åtminstone tillfälligtvis avtagit, till följd av mer avvaktande uttalanden från Federal Reserve men också på grund av svagare makrostatistik. Samtidigt har vi sett en nedgång i de amerikanska räntorna vilket skapat en viss lättnad för länder som missgynnas av den starka dollarn. Vi bedömer dock att det kommande kvartalet kan bjuda på starkare siffror från USA vilket i sin tur borde resultera i ytterligare en period av stärkt dollar. Det bör sätta press på länder med underskott i

bytesbalansen och med stort behov av finansiering i dollar, bland dessa återfinns exempelvis Sydafrika, Brasilien samt Turkiet.

Indikatorer som Citigroups Economic Surprise Index och ett antal inköpschefsindex visar i dagsläget en något svagare trend. Citigroup Economic Surprise Index mäter marknadens reaktioner på makrostatistiken, och har sedan årsskiftet fram till början av april visat en tydligt stigande trend för Europa medan trenden för USA har varit den motsatta. De senaste veckorna har dock situationen förändrats och fallet bromsats upp i USA, medan en tydlig nedgång kan noteras i Europa. Samtidigt är läget på tillväxtmarknaderna i princip oförändrat med relativt små rörelser. Ser vi till historiken har vi de senaste månaderna tangerat såväl historiska topp- som bottennivåer vilket kan indikera att vi nu står inför ett mer positivt mottagande av amerikanska makrodata. Vad gäller inköpschefsindex ligger såväl euroregionen som USA med god marginal över 50-nivån, men den senaste mätningen för euroregionen, där indexet backade till 53,5 motsvarade inte förväntningarna, med ett sämre utfall i både Tyskland och Frankrike. Indikationer från USA tyder på att aktiviteten i industrin är något lägre, där den starka dollarn får genomslag i en svag export. Även den kinesiska industrin går kräftgång, och inköpschefsindex för landet ligger enligt preliminära mätningar nu under 50-strecket.

På längre sikt finns stora utmaningar i demografiska faktorer samt den lägre tillväxttrenden för industrinationerna. Kortsiktigt ser vi framförallt tre risker som skulle kunna påverka sentimentet negativt: Grexit, det vill säga att Grekland slutligen väljer/tvingas att lämna valutasamarbetet vilket sannolikt kommer sätta stopp för den europeiska återhämtningen. Frågetecken kring Federal Reserves agerande och den instabilitet som en räntehöjningscykel skulle kunna innebära. Slutligen skulle försämrade utsikter för den kinesiska tillväxten och oro för bubblor i landets ekonomi störa den globala ekonomin.

Globalt

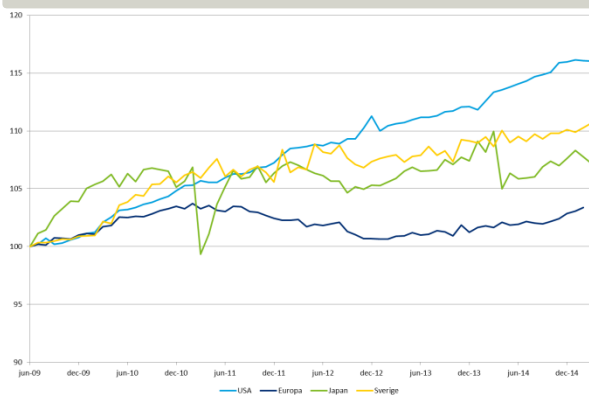
Prognoser för global BNP-tillväxt

	2013	2014	2015	2016
Global tillväxt	3,4	3,4	3,5	3,8
Mogna ekonomier	1,4	1,8	2,4	2,4
USA	2,2	2,4	3,1	3,1
Eurozonen	-0,5	0,9	1,5	1,6
Tyskland	0,2	1,6	1,6	1,7
Frankrike	0,3	0,4	1,2	1,7
Italien	-1,7	-0,4	0,5	1,1
Spanien	-1,2	1,4	2,5	2,0
Storbritannien	1,7	2,6	2,7	2,3
Sverige	1,3	2,1	2,7	2,8
Japan	1,6	-0,1	1,0	1,2
Tillväxtmarknader	5,0	4,6	4,3	4,7
Brasilien	2,7	0,1	-1,0	1,0
Ryssland	1,3	0,6	-3,8	-1,1
Indien	6,9	7,2	7,5	7,5
Kina	7,8	7,4	6,8	6,3

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Det är en måttlig tillväxt i den globala ekonomin och jämfört med föregående år är uppgången svaga 0,1 procentenheter. Framförallt är det en bättre utveckling för USA, Eurozonen och Japan som lyfter den globala tillväxten, medan flera av de större tillväxtländerna har problem. Den stabila trenden i USA fortsätter och efter en svag inledning på 2015 väntas tillväxten förbättras något och för helåret landa på 3,1 procent. För Eurozonen bedöms tillväxten stiga från 0,9 till 1,5 procent under 2015, värt att notera är emellertid att Tyskland väntas kvarstå med en tillväxt på 1,6 procent. Även Japan, som under 2014 var i recession, väntas lyfta tillväxten till mer måttliga 1,0 procent. På tillväxtmarknaderna är det en blandad trend, med förväntad negativ tillväxt i såväl Brasilien som Ryssland och en fortsatt avmattning av aktiviteten i Kina. Indien sticker i detta sammanhang ut och accelererar tillväxten under prognosperioden, där det lägre oljepriset och förväntade effekter av reformarbetet i landet är positiva faktorer.

"Big Four" – utvecklingen för de viktigaste makroindikatorerna



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ett antal indikatorer visar den senaste månaden en svagare trend, bland dessa Citigroups Economic Surprise Index, som visar marknadens reaktioner på makrostatistiken. Efter en relativt lång period med positiva överraskningar i Europa har den senaste månaden visat på en något svagare utveckling, samtidigt har den allt svagare trenden i amerikansk statistik stoppats upp. "Big Four" visar tydligt den längre trenden i de olika regionerna, där de ingående faktorerna sysselsättning, industriproduktion, reala inkomster och detaljhandel tydligt visar att USA har en linjär stark utveckling med viss avmattning och Europa något sent har påbörjat återhämtningen.

USA: Makroekonomi

Återigen ett svagt första kvartal

Precis som i fjol har 2015 börjat på ett sätt som lämnar mer att önska. BNP-tillväxten för årets första kvartal noterades till låga 0,2 procent enligt den första mätningen, vilket sätter frågetecken kring huruvida amerikansk tillväxt verkligen befinner sig i den långsiktigt hållbara tillväxtmiljö man tidigare har talat om. Det finns dock anledning att tro att vi kommer att få se en klar förbättring i detta avseende kommande kvartal, en syn som även får stöd från andra ledande indikatorer. Troligtvis har ogynnsamma väderförhållanden haft en stor inverkan på tillväxtsiffran, samtidigt som konflikterna kring hamnarna på västkusten hämmade aktiviteten. Dessa faktorer kommer inte att påverka kommande kvartal, och tillväxten väntas för helåret uppgå till 3,1 procent. Q1 har under en längre tid visat klart svagare tillväxt än de efterföljande kvartalen. Mycket av det beror på just väderförhållandena de två senaste åren, men även om man tittar längre tillbaka i tiden finns samma tendenser.

Bättre utsikter för sysselsättningen

Precis som tidigare är arbetsmarknaden en av de viktigaste faktorerna för Federal Reserve (Fed) och är starkt sammankopplad med timingen för den planerade första räntehöjningen. Med en mycket stark period bakom sig fick man en kалldusch i och med sysselsättningsstatistiken som presenterades i mars. Enligt denna rapport tillkom endast 126 000 nya arbetstillfällen under perioden, drygt hälften så många som månaden dessförinnan. Även denna besvikelse tros kunna grunda sig i de extrema väderförhållandena, men väcker naturligtvis frågeställningar om huruvida arbetsmarknaden är i så gott skick som man har trott under en längre tid. En enda negativ rapport torde inte påverka Fed nämnvärt, men skulle även aprilrapporten vara i underkant kommer det bli svårare att förbise. Vi tror dock att förra månadens svaga rapport var en temporär företeelse, och att kommande data kommer se allt bättre ut. Detta beror främst på vädereffekten, samt andra indikatorer som pekar på en stabil och hälsosam arbetsmarknadsutveckling. En av dessa är nyanmälda arbetslösa, som under en längre tid har legat på nivåer som talar för en stark arbetsmarknad. En annan faktor som varit på agendan är löneutvecklingen, som hittills

inte påvisat önskad utveckling. Det troligaste scenariot är fortsatt att löneutvecklingen kommer att vara relativt blygsam, och just detta har varit ett stort problem för Fed som har sett en för svag löneutveckling trots klart förbättrade arbetsmarknadssiffror. En svag löneutveckling kan i sig leda till att inflationsmålet blir mer svåruppnåeligt, men faktum är att det sambandet ofta är det motsatta. Ett exempel på detta är lönerörelser som ofta baseras på inflationsförväntningarna. Historiskt sett finns det ett starkt samband mellan löneutveckling och kapacitetsutnyttjandet på arbetsmarknaden, vilka brukar följa varandra relativt tätt. Jämför man dagens lönetillväxt med arbetslöshetsnivån kan man dock se att lönerna inte har hängt med på det sätt de har gjort ur ett historiskt perspektiv. Detta skulle kunna innebära att dagens arbetslöshetsnivå på låga 5,5 procent inte på ett rättvisande sätt beskriver verkligheten på arbetsmarknaden.

En stark dollar hämmar exporten

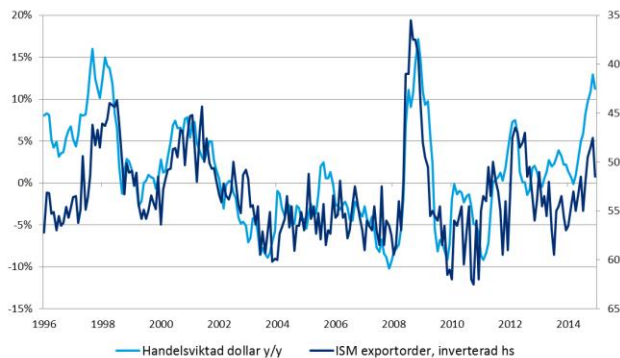
Den kraftiga dollarförstärkning vi har sett sedan i fjol skapar också den huvudbry för Fed. En allt starkare dollar hämmar exporten, och leder också till en dämpad inflation. Även oljepriset har satt käppar i hjulet för inflationen, som även om den ser ut att ha kunnat bottna ligger på nivåer som är långt ifrån inflationsmålet. Däremot stödjer lägre oljepriser realinkomster och konsumtion, som förhoppningsvis får effekt i tillväxten. Efter en svag start på året tror vi därmed att konsumtionen kommer att ta fart under kommande delar av året.

En septemberhöjning ligger i korten

Efter att Fed klargjorde att man numera är "data dependent", det vill säga baserar sitt räntebeslut på inkommande statistik, var det många som trodde att en höjning i juni var allra mest trolig. Vi har tidigare kommunicerat att vi ser en räntehöjning i september som mest trolig, och med senaste tidens negativa överraskningar ligger en junihöjning troligtvis inte längre i korten. Även om vi tror att bakslagen för tillväxten och sysselsättningen är temporära lär förbättringar i dessa avseenden inte vara tillräckligt för att övertyga Janet Yellen redan i juni.

USA

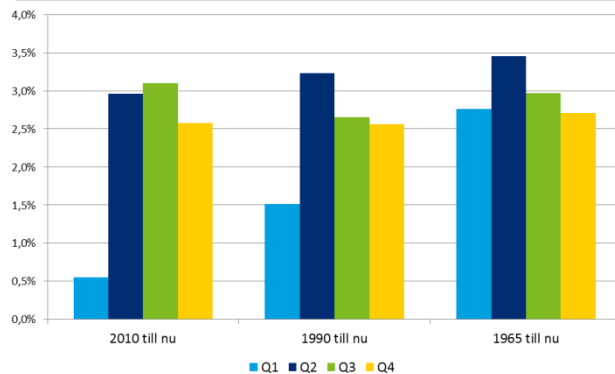
Stark dollar hämmar exporten



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ur grafen ovan kan man enkelt se korrelationen mellan valutan och de effekter den får på exporten. Dollarn började stärkas kraftigt under andra halvan av 2014, och i och med det har exportsiffran fått sig en ordentlig törn.

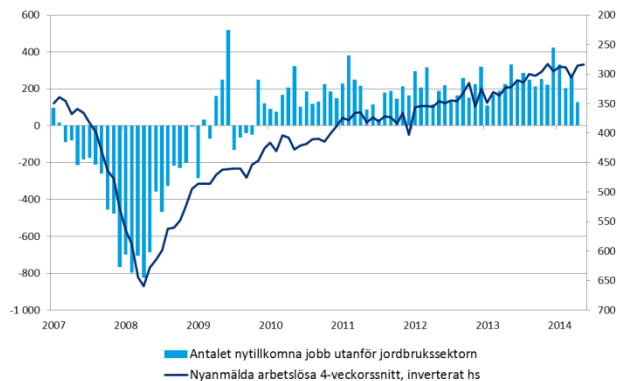
Q1 är generellt ett svagt kvartal



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tillväxten för årets första kvartal var klart lägre än väntat. Att Q1 generellt sett är ett svagt kvartal är särskilt uppenbart senaste åren. Men tittar man tillbaka så fanns sådana tendenser även under tidigare perioder. Ovan syns snitttillväxten per kvartal under tre olika perioder.

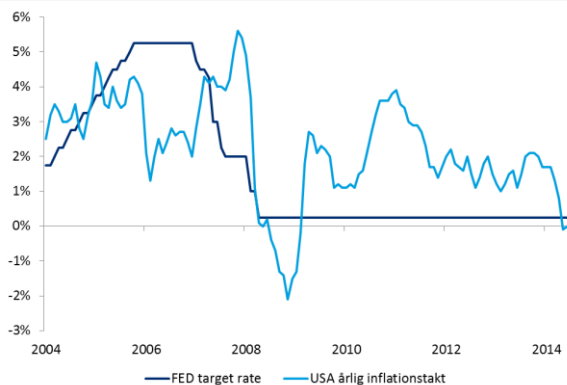
Svag sysselsättning i mars troligtvis temporär



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Mycket tyder på att den mycket svaga sysselsättningssiffran i april var temporär, och ser vi till andra indikatorer så som nyanmälda arbetslösa borde aprilsiffran kunna bekräfta detta.

Inflationen ser ut att ha bottnat i väntan på räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Allt talar för att vi för tillfället är nära en första räntehöjning i USA, även om timingen av denna länge varit osäker. Detta trots att inflationen är långt ifrån målet, även om den tycks ha bottnat.

Europa: Makroekonomi

Bättre utsikter

Precis som vid förra upplagan av strategirapporten ligger stort fokus på de makroekonomiska förutsättningarna kring centralbankspolitiken världen runt, och inte minst i Europa. Det QE-program som lanserades av ECB har på många sätt satt tonen för det valutakrig som pågår, där euron har försvagats kraftigt samtidigt som inflationsförväntningarna har vänt uppåt. Tillsammans med lägre energipriser och ett ökat sentiment har det gett en relativt stark start på året, och även om det är för tidigt för att dra några riktiga slutsatser kring tillväxtutsikterna så har det gett ett ökat stöd till programmet i sig. Det har på vissa håll redan börjat talas om att den positiva utvecklingen skulle kunna leda till en nedtrappning av tillgångsköpen, men det är värt att tillägga att inflationsmålet fortfarande ligger långt borta, för långt borta för att Draghi med kollegor ska känna sig komfortabla med att redan nu kunna trappa ned. Då det inte heller finns något egentligt slutdatum för tillgångsköpen är frågan om det inte är mer troligt att dessa istället förlängs in i 2017. Återhämtningen är fortsatt bräcklig, och även om utvecklingen går åt rätt håll kvarstår många av de risker som tidigare funnits. Men då det är just fluktuationer i energipriser och valutaeffekter som har gett upphov till de senaste förbättringarna kan man fråga sig hur hållbar denna utveckling är på lång sikt. För närvarande pekar prognoserna på en tillväxttakt kring 1,5 procent för eurozonen för helåret. Det låga oljepriset, som trots stabilisering och senaste tidens uppgång är klart mycket lägre än samma period i fjol, ger tillsammans med euroförsvagningen och låga räntor stöd för fortsatt goda tillväxtförbättringar. Det är dock av stor vikt att penningpolitiken inte bidrar till att det riktiga reformarbetet läggs på is, det som långsiktigt kommer att driva den framtida tillväxten.

En konsumtionsdriven tillväxt

En stor orsak till eurozonens tillväxt på senare tid är de förbättrade förutsättningarna för hushållens konsumtion, mycket till följd av en starkare real disponibel inkomst som grundar sig i en låg inflation i

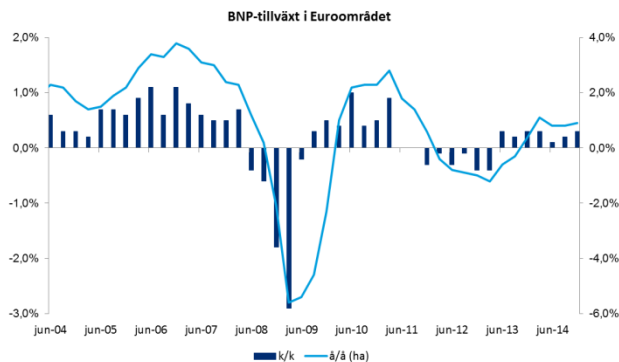
kombination med låga energipriser. Detta har förbättrat hushållens förtroende med bland annat en bättre detaljhandel som resultat. Just konsumentförtroendet föll oväntat i april på grund av en ökad Greklands-oro, men dessförinnan förbättrades den fem månader i följd och noterades i mars till den högsta nivån sedan juli 2007. Detta understryker den optimism som infunnit sig den senaste tiden, samtidigt som de politiska riskerna fortfarande är överhängande. Samtidigt har de europeiska bolagen varit väldigt försiktiga med sin investeringsvilja, men även här finns tecken på förbättringar, något som vi tror kan öka under kommande året. Det som talar för detta är den svaga euron som gynnar exporten, samtidigt som indikatorer som inköpschefsindex fortfarande ligger på nivåer som pekar mot god tillväxt.

Tiden börjar rinna ut för Grekland

Under en lång period har Grekland bedömts vara nära ett utträde ur den europeiska unionen ("Grexit"), och både tiden och pengarna börjar nu ta slut för landet. För tillfället är en uppgörelse långt borta, och samtidigt som ingen verkar vika sig så kan man ana att tålmodet hos Eurogruppen blir allt mindre. Oron på värdepappersmarknaderna har dock under senare tid varit relativt begränsad. Grekland är en mycket liten del av den europeiska ekonomin och de spridningseffekter som har befarats i samband med ett eventuellt utträde har under de senaste åren bedömts allt mindre. Den tidigaste tidpunkten för en uppgörelse bedöms vara under nästa eurogruppsmöte den 11 maj, alternativt så sent som den 25 juni. Fram till dess väntar betalningar på uppemot 2,5 Mdr euro och risken för någon form av kredithändelse har tydligt ökat, inte minst i samband med en större betalning till IMF den 12 maj. Vår bedömning är att ett eventuellt utträde skulle vara en mycket oväntad händelse och därmed också skulle skapa stor initial turbulens. Spridningseffekterna blir dock allt mindre, EFSF, IMF och andra EMU-länder står för den största delen av lånen och exponeringen i den privata sektorn är väldigt liten. Huvudscenariot är att en överenskommelse nås, men att denna sker i sista stund.

Europa

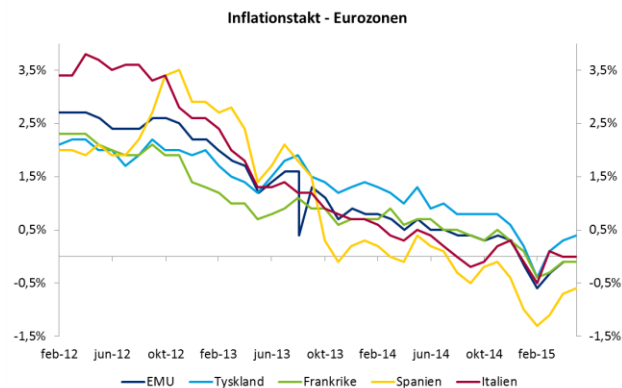
Tillväxten är svagt positiv



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tillväxten i eurozonen steg med 0,9 procent i årstakt under fjärde kvartalet, över förväntan. Den lyftes bland annat med hjälp från Tyskland, vars kvartalstillväxt var mer än dubbelt så hög som estimaten.

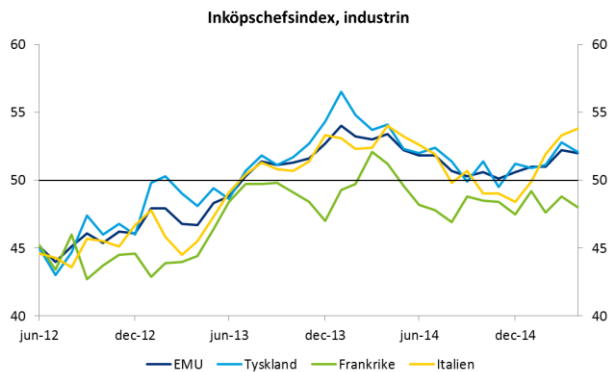
Inflationstrenden har vänt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En mycket låg inflationstakt i eurozonen ser ut att ha bottnat och börjat vända uppåt. Än är det långt kvar upp till inflationsmålet, och det återstår att se om ECB:s åtgärder får önskad effekt inom en rimlig tid.

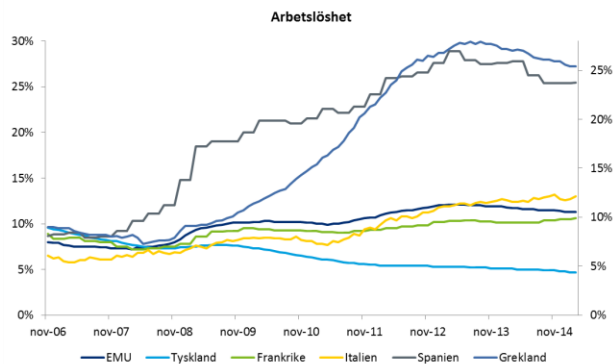
Inköpschefsindex stabilt i eurozonen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Framåtblickande indikatorer som exempelvis inköpschefsindex vände nedåt enligt senaste mätningen, en besvikelse givet förväntningarna om att ECB:s QE skulle ge en skjuts. Det pekar dock fortsatt på en tillväxt över det normala sett till eurozonen. Stämningen i Frankrike är dock fortsatt negativ.

Fortsatt hög arbetslöshet i eurozonen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten i eurozonen slutade stiga vid årsskiftet 2012/2013 och har efter det fallit tillbaka något. Rekordlåg tysk arbetslöshet i kombination med fallande arbetslöshet i Spanien och Grekland har hjälpt. I Frankrike och Italien är dock nivån högre idag än vid förra årsskiftet. Trenden är densamma som vid förra strategirapporten.

Sverige: Makroekonomi

God tillväxt men låg inflation

Sverige befinner sig för närvarande i en tämligen prekär situation, med en stark och stabil tillväxt samtidigt som inflationen har varit oroväckande låg. Den senaste tidens starka tillväxt kan i mångt och mycket tillskrivas konsumtionen, men även bostadsbyggandet har tagit fart. Konsumenterna har tydligt gynnats av lägre energipriser och lågräntemiljön, och konsumentförtroendet ligger för närvarande på mycket goda nivåer. BNP-prognoserna pekar på en tillväxttakt kring 2,7 procent för helåret 2015. För inflationen ser det inte lika ljus ut, och även om den ser ut att ha bottnat är senaste mätningen på 0,2 procent långt ifrån inflationsmålet. Vår bedömning är att svensk tillväxt fortsätter att vara god under resterande delen av 2015. Vi bedömer även att näringslivet upplever ett starkare 2015 i takt med att den ekonomiska aktiviteten i övriga Europa blir lite bättre samt att den svagare svenska kronan hjälper till.

Upp till bevis för Riksbanken

Riksbanken har den senaste tiden varit bra på att överraska marknaden, vilket understryker uttalandena om att man när som helst kan utföra ytterligare åtgärder. Detta lyckades man göra återigen i april, denna gång genom att inte sänka räntan till den nivå som marknaden hade förväntat sig. Den kommer med andra ord fortsatt ligga på -0,25 procent, medan de flesta inför beskedet hade räknat med ytterligare en sänkning. Emellertid utökade Riksbanken precis som väntat tillgångsköpen, och kommer att köpa statsobligationer för ytterligare 40-50 miljarder kronor. Allra viktigast är kanske ändå att man sänkte räntebanan kraftigt, vilket innebär att man inte räknar med att höja räntan förrän andra halvåret 2016 med en gradvis ökning därefter. Riksbanken är också öppen för andra åtgärder såsom valutainterventioner samt är redo att lansera ett program för utlåning till företag via banker. Vi får känslan av att Riksbanken är nöjda med de effekter de tidigare åtgärderna har gett, men att man nu har blivit mer avvaktande. Samtidigt är man fortsatt öppna till att göra ytterligare vid behov, men vill inte föregå dessa. För en centralbank som ständigt vill vara på tå och kunna parera händelser på

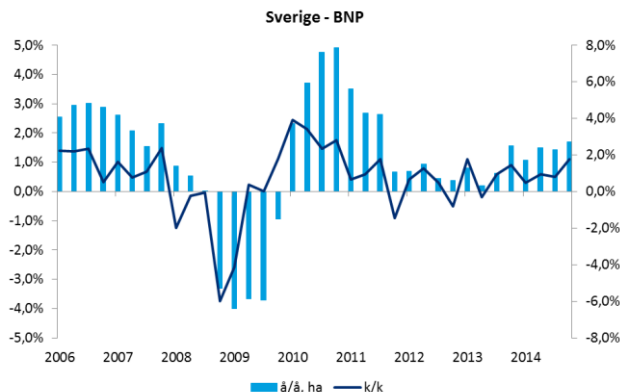
marknaden och i ekonomin finns det helt klart ett värde i att inte lägga alla sina kort på bordet på en gång. Effekten av denna kommunikation blev att kronan stärktes, vilket i sin tur kan leda till att inflationen snarare faller tillbaka igen och att Riksbanken därmed kan behöva sänka räntan ytterligare. Det är ett scenario som vi inte ser som alltför otroligt. Vi tror alltså att Riksbanken kommer att vara pressade framöver. Det är viktigt att trovärdigheten för inflationsmålet inte urholkas, och frågan är om de kan komma segrande ur det valutakrig man befinner sig, där man på andra sidan har ett ECB med klart större arsenal. Kronan lär förbli svag framöver, men frågan är hur mycket mer utrymme det finns nedåt.

Konsumtion ger starkt bidrag

Hushållens konsumtion har under de senaste åren varit motorn i den svenska ekonomin med ett stort bidrag till BNP-tillväxten. Det är tydligt att detta har accentuerats av höstens kraftiga oljeprisfall, som tillsammans med lågränteläget har ökat konsumtionsutrymmet. Senaste mätningen av hushållens konsumtion visade en årlig ökning på 3,4 procent, och även om konsumentförtroendet försämrades något senaste månaden ligger det alltså på en stabil och hög nivå. Då Sverige påverkas starkt av exogena faktorer kvarstår viss oro, däribland de politiska svårigheterna i andra delar av Europa. Även inom industrin kan vi se ett förbättrat läge, där senaste mätningen av inköpschefsindex överraskade positivt och noterades till 55,7. Det är med andra ord på en nivå som klart och tydligt pekar på en expansion. En svagare krona är tänkt att bidra till exporten, och med tanke på de förbättrade utsikterna i andra delar av världen finns anledning att tro att detta är en trend som kommer att gynna svensk ekonomi även framöver.

Sverige

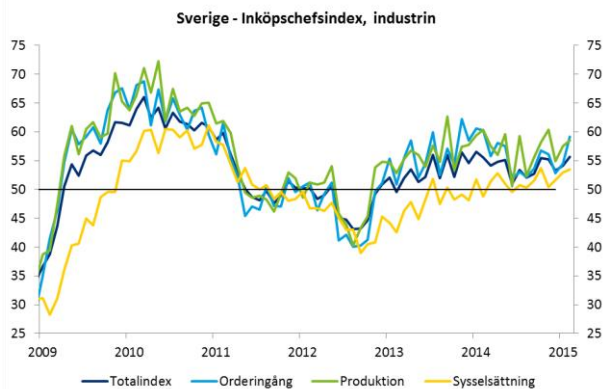
Stabil tillväxt i Sverige



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Årets fjärde kvartal överraskade positivt, och svensk ekonomi växte med 2,1 procent jämfört med motsvarande kvartal 2013. Tillväxten drevs främst av hushållens konsumtion, samtidigt som en svag krona kan ge stöd för exporten framöver.

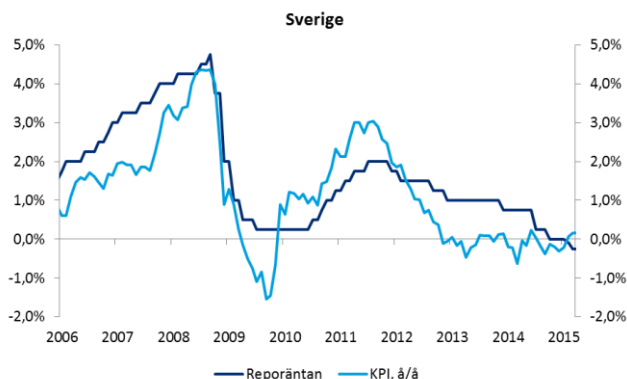
Samtliga delkomponenter i inköpschefsindex pekar uppåt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Framåtblickande indikatorer, som exempelvis inköpschefsindex ovan, pekar starkt uppåt efter en överraskande stark aprilsiffra. Samtliga delkomponenter pekar uppåt.

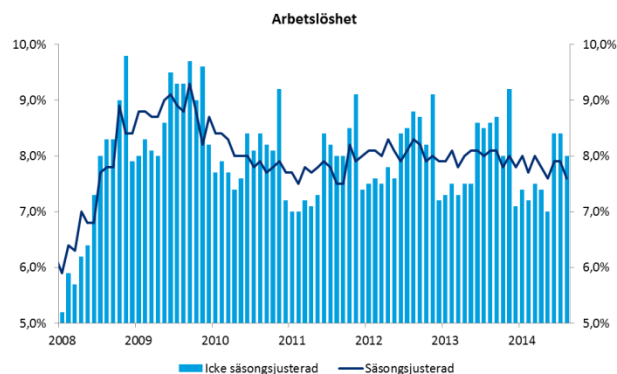
Reporäntan lämnas oförändrad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter att tidigare ha sänkt reporäntan till -0,25 procent så överraskade Riksbanken marknaden genom att lämna den oförändrad i slutet av april. En ytterligare sänkning är trolig framöver, samtidigt som Riksbankens påstående om att inflationen har bottnat verkar infrias.

Arbetslösheten faller inte tillbaka nämnvärt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en stark ökning av sysselsättningen under en längre tid så faller den säsongjusterade arbetslösheten inte tillbaka i någon större utsträckning. Under november månad uppgick andelen arbetslösa till 7,6 procent.

Japan: Makroekonomi

Japan har kravlat sig ur recessionen

Efter en minst sagt besvärlig tid har den japanska ekonomin äntligen tagit sig ur den tekniska recessionen som uppstod efter två på varandra följande kvartal med negativ tillväxt. Fjolårets fjärde kvartal noterades efter den andra mätningen till 0,4 procent, vilket dock var en nedrevidering från första mätningen på 0,6 procent. Vi tror att tillväxten även framöver kommer att vara bräcklig, men det finns fortsatt stöd i och med en mycket expansiv penningpolitik, samtidigt som lägre energipriser gynnar en nettoimportör som Japan.

Privatkonsumtion och export viktiga faktorer

Förra årets momshöjning hade avgörande effekter på privatkonsumtionen som fick sig en rejäl törn. Sedan dess har den sakta återhämtat sig, men med en negativ reallöneutveckling är konsumentförtroendet fortsatt väldigt lågt. Just konsumtionen väger också väldigt tungt i tillväxtsiffran, och en klar förbättring i det avseendet skulle ge en rejäl skjuts till ekonomin i stort, och den senaste Tankan-mätningen tyder på en fortsatt förbättring av den inhemska efterfrågan. Förhoppningarna har också sedan länge varit att en kraftigt försvagad yen ska agera bränsle till exporten, något som under lång tid inte infriades. En anledning till detta har varit den allt högre andelen japanska bolag som har sin produktion utomlands, och trots att detta är ett faktum som kvarstår finns det andra faktorer som pekar på att exporten ändå kan ta fart i måttligt högre utsträckning än vad vi har sett hittills. Yenen fall ger ökad konkurrenskraft, och detta tillsammans med bättre utsikter i både USA och Europa skapar en efterfrågebild som är gynnsam. Just en sådan förbättring har vi också börjat se i statistiken på senare tid, trots att den fortsatt är trög.

Reallöneutvecklingen fortsatt illavarslande

För att uppnå önskad effekt på konsumtionen är det av största vikt att lönerna hänger med i utvecklingen. Precis som tidigare har detta varit ett stort problem för premiärminister Shinzo Abe med regering. I och med momshöjningen i april 2014 skapade man ett omedelbart uppsving av inflationen som inte

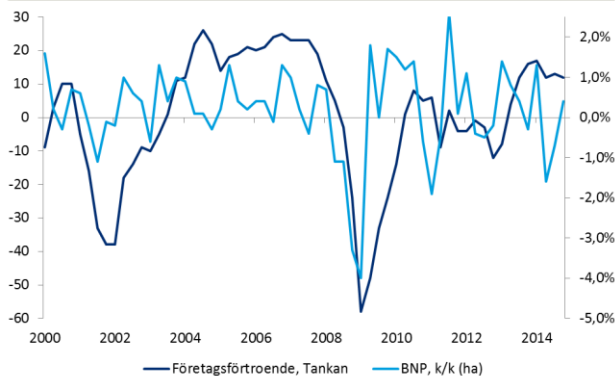
matchades av motsvarande lönetillväxt, något som resulterade i en negativ reallöneutveckling. Detta har skapat ett sentimentsproblem bland konsumenter, samtidigt som deras faktiska köpkraft minskar med földeffekter för bland annat inflationen och tillväxten, det som reformpaketet "Abenomics" ämnar råda bot på. Precis som förra året har också regeringen intervenerat i vårens löneförhandlingar, och pressat storbolagen att öka lönerna för sina anställda i och med ökade vinster till följd av en svag yen. I år fick man ännu större effekt, men frågan kvarstår huruvida detta även sipprar ned till de mindre bolagen, som inte har åtnjutit en liknande effekt av valutautvecklingen. En låg arbetslöshet om 3,4 procent ger fortsatt stöd, vilket gör att de grundläggande förutsättningarna finns för att löneinflationen ska kunna ta fart. Antalet lediga jobb per sökande är på en nivå där arbetsgivarna nu känner av bristen på arbetskraft, vilket i sig borde sätta ytterligare press uppåt för lönerna.

Ökade stimulanser och fortsatta reformer

I förra strategirapporten skrev vi om en höst som innefattade radikala stimulanspaket, men några ytterligare åtgärder fick vi inte se under det penningpolitiska mötet i slutet av april. Övrigt var det Bank of Japan dock att skjuta på tidpunkten man har satt för att uppnå sitt inflationsmål på 2 procent, vilket strider mot det som har kommunicerats tidigare. Justerat för momshöjningen noterades konsumentprisinflationen till 0,2 procent i mars på årsbasis, och frågan är om marknaden litar på centralbankens förmåga att uppnå sina mål. Därför tror vi att ytterligare lättnader kommer att presenteras inom en inte alltför avlägsen framtid. Sammanfattningsvis ser vi fortsatt potential på kort sikt i och med fullt stöd från Bank of Japan och regeringen, men vi efterlyser fortfarande större strukturella reformer för att kunna skapa en väl fungerande ekonomi i det långa loppet.

Japan

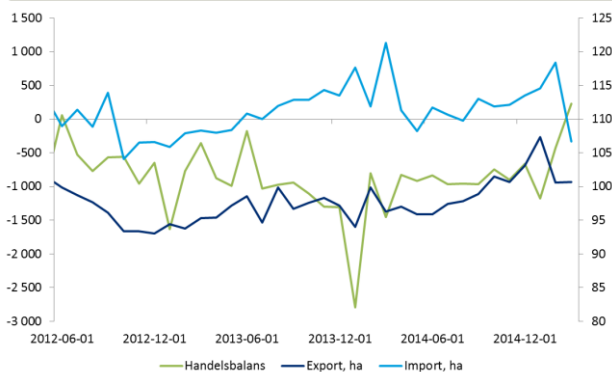
Japan ut ur recessionen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den japanska ekonomin har kravat sig ur recessionen. Företagsförtroendet är alltjämt starkt till följd av den expansiva penningpolitiken.

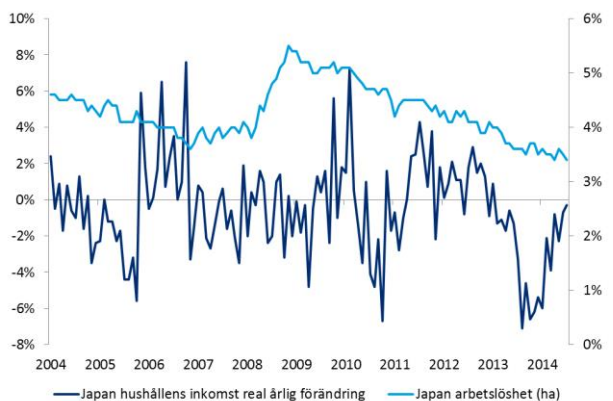
Yen-försvagningen börjar ge effekt på exporten



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Valutaförsvagningen som skulle ge en skjuts till exporten verkar äntligen ha fått effekt. En viss uppgång har noterats senaste året, men framförallt har en kraftigt minskad import till följd av ett lägre oljepris haft effekt på handelsbalansen.

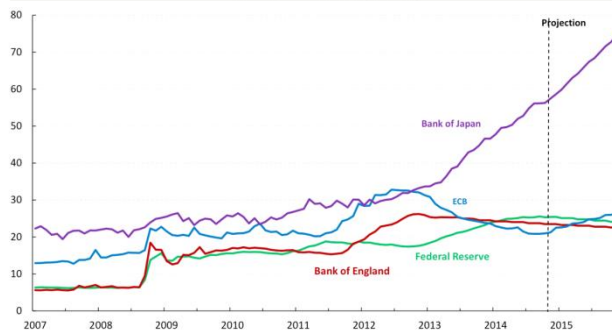
Japanska reallöner har återhämtat sig, men är fortsatt negativa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots att arbetslösheten ligger på mycket låg nivå lyckas inte de nominella löneökningar kompensera för den ökade inflationstakten. Den reala löneutvecklingen är fortsatt negativ, men har återhämtat sig rejält sedan fjolårets momshöjning.

Mycket expansiv penningpolitisk miljö



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners, Financial Times

Trots att Bank of Japan inte presenterade några utökade stimulanser efter senaste mötet kvarstår det faktum att man för den klart mest expansiva politiken i relation till landets BNP, jämfört med exempelvis Fed och ECB

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Lägre tillväxtnivåer på ett antal tillväxtmarknader

Skillnaden i tillväxt mellan de mogna ekonomierna och tillväxtländerna är på den lägsta nivån sedan sekelskiftet. För samtidigt som aktiemarknaderna på en rad tillväxtmarknader utvecklats mycket starkt under inledningen av 2015 har trenden i makrostatistiken inte varit lika positiv, och osäkerheten som omger flera av de större tillväxtmarknaderna är betydande. Den kinesiska BNP-tillväxten har varit en besvikelse och även statistik avseende industriaktivitet och konsumtion har varit sämre än väntat. Länder som är beroende av råvaruexport, som exempelvis Brasilien, Ryssland och Sydafrika har satts under press och även om det kortsiktigt skett en viss förbättring finns få tecken som tyder på en långsiktig vändning. Inköpschefsindex för ett flertal tillväxtmarknader ligger under 50-nivån och har under inledningen av året försvagats. Bland de länder som trots allt visat en bättre trend återfinns bland annat Polen, Tjeckien och Ungern, som gynnas av återhämtningen i euroregionen, Indien där bland annat reformagendan och det lägre oljepriset förbättrat sentimentet, samt Mexiko som lyfts av den stabila tillväxten i USA.

Ryssland fortsatt instabil

För Ryssland är förutsättningarna svåra, med en instabil valuta, stort beroende av oljepriset och sanktioner vilka hämmar såväl investeringar som kapitaltillgång från andra länder i kombination med (eller på grund av) den geopolitiska osäkerhet om omger landet. En kraftigt negativ tillväxt ligger i förväntningarna för 2015, det ligger inte i prognoserna att priset på olja eller andra råvaror kommer att återhämta sig i någon större omfattning, och konflikten med Ukraina är långt ifrån löst. För att försvara valutan och genom att ge inhemska företag lånefaciliteter har också landets stora valutareserv urholkats. Än är det ingen fara men fortsätter problemen ytterligare ett år lär oro uppstå. I och med att rubeln fallit har också inflationen skjutit i höjden vilket påverkar konsumtionen. Efter en kortvarig uppgång i december, då konsumenterna genomförde inköp innan eventuella prishöjningar, har de senaste månaderna bjudit på allt svagare statistik. Som svar har dock centralbanken nu genomfört räntesänkningar. De svaga utsikterna för Ryssland spiller i viss mån över på de närliggande länderna men det finns samtidigt ett

antal faktorer som kompenserar för det ryska frånfallet och bidrar positivt till utvecklingen i övriga Östeuropa. Inte minst rör det den gradvisa återhämtningen i euroregionen, det lägre oljepriset samt generellt låga räntenivåer. Inte heller verkar schweizerfranceffekten, där hushåll tagit lån i valutan, påverka utvecklingen utan trenden är stabil i såväl Polen, Tjeckien som Ungern.

Latinamerikas problem kvarstår

Latinamerika väntas under 2015 visa en vikande trend för femte året i rad, och presentera en negativ BNP-tillväxt. Förväntningarna på Brasilien har successivt justerats ned i takt med att allt svagare data presenterats kring den ekonomiska aktiviteten i landet. I slutet på april höjde centralbanken som väntat styrräntan ytterligare, denna gång med en halv procentenhet till 13,25 procent. Ytterligare en höjning ligger i prognoserna i juni, men förhoppningen är att det ska vara tillräckligt för att få ned inflationen i nivå med målet på 4,5 procent under 2016. Svag råvaruefterfrågan, i spåren av en lägre global tillväxttakt och avmattningen i Kina, påverkar utvecklingen negativt och en vändning ligger inte nära till hands givet dagens förväntansbild.

Den strama penningpolitiken, frånvaron av långsiktiga reformer på arbetsmarknaden och ett lågt utfall i konfidsensindikatorer för såväl hushåll som företag gör att makrosituationen den närmaste tiden ser dystert ut. Ratinginstitutet Standard & Poors sänkte redan under 2014 kreditbetyget för landet, och branschkollegan Fitch väntas följa efter i år, vilket ytterligare poängterar de svaga utsikterna för landet. Därtill kommer en politisk turbulens där protesterna mot den sittande presidenten Rousseff tilltagit efter att mutskandalen i det statligt kontrollerade oljebolaget Petrobras uppdagades. Rousseff satt som styrelseordförande i bolaget under perioden 2003-2010, och två tredjedelar av befolkningen uppges nu vilja se ett åtal av presidenten. Skillnaderna mot situationen i Mexiko, som är det näst största landet i ett latinamerikaindex är tydliga, där styrräntan hålls på stimulativa 3,0 procent och inflationen är betydligt mer måttliga 3,1 procent. Mexikos starka koppling till USA har gynnat landet och den stabila tillväxten hos den norra grannen medför att utsikterna under kommande år ser relativt gynnsamma ut.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Kinas arbetskraftsutbud har redan börjat att minska

Svag statistik för bland annat industriproduktion, detaljhandel och export har medfört att frågetecken kring Kinas tillväxt åter är i fokus. Analytikernas prognoser för tillväxten indikerar nu en nivå på närmare 6 procent under 2016, vilket är en tydlig nedjustering jämfört med hur förväntansbilden var för ett par år sedan. Ser vi dessutom till den presenterade statistiken under de senaste månaderna tyder den på en än lägre aktivitetsnivå. Vissa bedömare hävdar att den kinesiska tillväxten för tillfället endast uppgår till omkring 4 procent. Att vi är i ett trendsifte är inte något oväntat, och från den kinesiska regeringen uttalas även att vi är i en period som ska ses som "det nya normala". Om inte den föregående regeringen kraftigt stimulerat ekonomin via investeringar och billiga krediter borde tillväxten egentligen ha börjat mattas redan för närmare ett decennium sedan. Tillväxten på 7,4 procent under 2014 var den lägsta på 24 år, vilket förklaras av en lägre global tillväxt, strukturella förändringar i landet samt en avkyld fastighetsmarknad. Den konkurrensfördel som landet haft de senaste 30 åren, med i princip obegränsad tillgång till billig arbetskraft och en successivt höjd produktivitet har nu spelat ut sin roll. OECD prognostiserar att landets tillväxttakt steg för steg kommer att mattas för att nå omkring 2 procent när vi nått ytterligare 30 år framåt i tiden.

Den aktuella inflationen på 1,4 procent är tydligt lägre än målnivån på 3 procent och skapar utrymme för stimulanser. Den kinesiska centralbanken PBOC har också genomfört sänkningar av styrräntan och nyligen ändrades även reservkraven för bankerna till 18,5 procent, en sänkning på en procentenhet. Detta kommer att skapa utrymme för större aktivitet från bankernas sida och ge ett tydligt likviditetstillskott. Åtgärderna väntas i kombination med ökade investeringar och en allmänt mer stimulerande politik regionalt påverka tillväxten i Kina positivt under det andra kvartalet jämfört med den svaga inledningen vi sett på året. Men vi anser samtidigt att det är troligt att det inte blir mer än en kortsiktig rekyl och att den underliggande trenden är att den ekonomiska tillväxten i Kina blir allt lägre. Ser vi till den korta trenden kommer emellertid den bättre aktiviteten i Kina också att spilla över på andra länder i regionen,

vilket väntas ske i samklang med en generellt högre ekonomisk aktivitet på global basis som därmed väntas ge kraft åt efterfrågan i regionen. Det är dock troligt att motvinden fortsätter på sikt. Landet står inför utmaningar med en minskande arbetsstyrka, låg avkastning, och svagare produktivitetsförbättringar. Andelen av befolkningen i arbetsför ålder började faktiskt att minska redan för ett par år sedan, en utveckling som kommer att accelerera i takt med att effekterna från enbarnsbegränsningarna börjar slå igenom med full kraft. Samtidigt är investeringarna inte på samma nivå som tidigare, inom tillverkningsindustrin finns en överkapacitet och i vissa sektorer noteras en mycket hög skuldsättningsgrad hos företagen. Till exempel har gruvindustrin endast ett kapacitetsutnyttjande på 50 procent, och lär inte se några större investeringar under kommande år. Genom avkylningen av bostadsmarknaden har också investeringarna i byggsektorn avtagit. Nettoexporten bedöms inte ha bidragit något till landets tillväxt sedan 2010, och med stigande arbetskraftskostnader och en starkare valuta så har landets konkurrenskraft försämrats. Konsumtionen lär fortsätta att öka i betydelse, men lär i tillväxttal knappast kunna ersätta den i övrigt svaga trenden. Som världens näst största ekonomi, och med ett bidrag på en tredjedel av världens tillväxt är Kina en mycket viktig kraft att räkna med och en avmattning i landet skulle få globala konsekvenser. En svag trend för Kina kommer också att få tydliga konsekvenser för prisbilden vad gäller råvaror. Kina är den största köparen i många råvaror och vad gäller exempelvis kol står landet för hälften av världens konsumtion. Förutsättningarna för råvaruproducerande länder är därmed inte heller särskilt upplyftande.

Lägre oljepris och fallande nivåer även för andra råvaror är dock generellt positivt för flera länder i Asien och kommer att minska det inflationistiska trycket på ekonomierna. Det ökar konsumtionskraften, och skapar dessutom utrymme för andra riktade skattesubventioner från regeringarna. Indien är en tydlig vinnare på det lägre oljepriset och är ett av få länder som för tillfället accelererar tillväxten, även om genomförandet av reformagendan är långsammare än man initialt hoppats.

Tillväxtmarknader

Tillväxt och inköpschefsindex

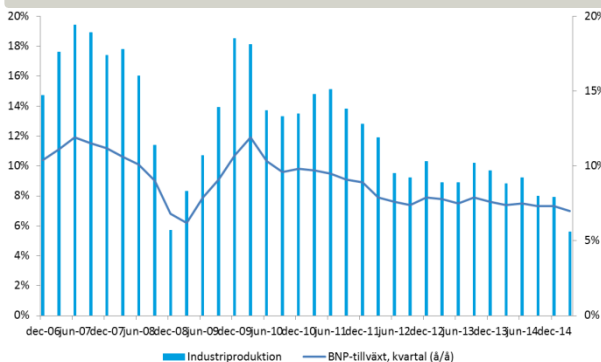
	2013	BNP-tillväxt		Inköpschefsindex	
		2014	2015	2016	mar-15
BRIC-länderna					
Brasilien	2,7	0,1	-1,0	1,0	46,2
Ryssland	1,3	0,6	-3,8	-1,1	48,1
Indien	6,9	7,2	7,5	7,5	52,1
Kina	7,8	7,4	6,8	6,3	49,6
Övriga tillväxtmarknader					
Mexiko	1,4	2,1	3,0	3,3	53,8
Sydkorea	3,0	3,3	3,3	3,5	49,2
Indonesien	5,6	5,0	5,2	5,5	46,4
Turkiet	4,1	2,9	3,1	3,6	48,0
Sydafrika	2,2	1,5	2,0	2,1	51,6
Östeuropa	2,9	2,8	2,9	3,2	
Asean-5*	5,2	4,6	5,2	5,3	

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Råvaruproducerande länder som Brasilien, Ryssland och Sydafrika visar tydligt lägre tillväxttakt än övriga länder. Avmattningen i Kina lär sätta avtryck i övriga delar av Asien, samtidigt indikerar inköpschefsindex en fortsatt svag trend i aktiviteten.

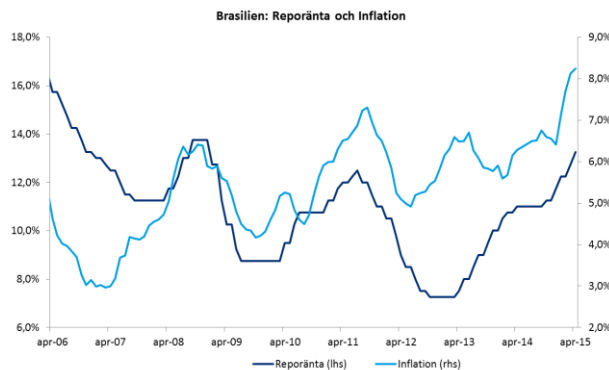
Kina: Avmattningen i den kinesiska ekonomin fortsätter



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Aktiviteten i den kinesiska ekonomin har mattats av under en längre period. De senaste mätningarna vad gäller exempelvis industriproduktion, export och detaljhandel tyder dock på att en än större nedgång är att vänta. Landets regering och centralbank väntas agera med kraft för att bibehålla en stabil tillväxt på 6-7 procent.

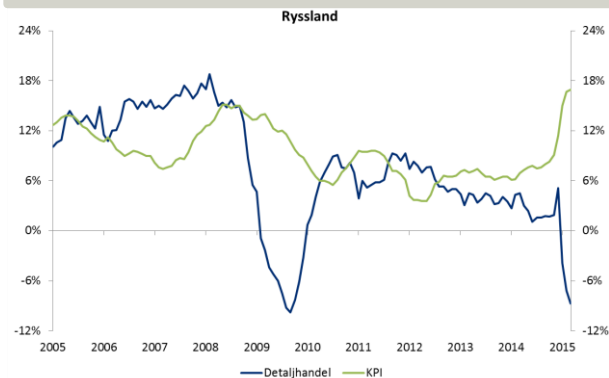
Brasilien: Centralbanken försöker stoppa den stigande inflationen med räntehöjningar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svag ekonomisk tillväxt, låg efterfrågan på råvaror, osäkert politiskt läge och hög inflation är några av komponenterna som talar emot Brasilien. Nyligen höjdes styrräntan till 13,25 procent för att motverka den allt högre inflationstakten i landet.

Ryssland: Fallet i rubeln slår hårt på inflation och detaljhandel



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den ryska rubelns fall har fått dramatiska konsekvenser för såväl inflation som detaljhandeln i landet. Efter en kortvarig uppgång i detaljhandeln i december, då konsumenterna investerade innan väntade prishöjningar, har det senaste kvartalet visat på fritt fall. Bakomliggande orsak är naturligtvis den stora kopplingen till oljeprisets utveckling, samt de sanktioner som Europa och USA lanserat.

Utsikter för de finansiella marknaderna

Globala aktiemarknader

Stark utveckling med skjuts av kronförsvagning

De globala aktiemarknaderna har haft en mycket stark inledning på året. Världsindeks har sedan årsskiftet stigit med 16 procent räknat i svenska kronor men endast med 5 procent i dollar. Bland de bästa marknaderna syns den ryska och kinesiska, såväl i kronor som i lokal valuta medan den mexikanska aktiemarknaden tillhör de sämre.

Aktiemarknader fortsätter att få stöd från stora centralbanksstimulanser och på flertalet av de utvecklade marknaderna undantaget USA noteras tydliga vinstlyft i börsbolagen till följd av den valutadoping som sker. På den amerikanska marknaden syns en vikande trend relativt övriga världen och här är det istället dollarns styrka som sätter press på bolagen. På tillväxtmarknaderna har det skett en viss trendvändning. Riskaptiten har ökat och relativutvecklingen mot övriga världen är nu bättre.

Relativvärderingen mot obligationer ger ännu stöd till aktier, där vi ser en långt större fallhöjd än tidigare när räntorna vänder uppåt och direktavkastningen är fortsatt på högre nivåer än det historiska snittet. Aktievärderingen är ansträngd sett till tioårssnittet men givet ränteläget ändå befogad. Världsindeks handlas idag på P/E 17 med något högre nivå för de amerikanska och europeiska börserna, men lägre för den japanska och på tillväxtmarknaderna. Den multipelexpansion som har ägt rum de senaste åren avtar något på sina håll i och med att vinsterna nu förbättras i Sverige och Europa. Globalt väntas en vinststillväxt på 1 procent under året, vilket bland annat är en effekt av svagare utveckling i de amerikanska börsbolagen där vinsterna väntas stiga med 3 procent. Vinststillväxten bedöms bli störst i Japan med en ökning om 12 procent och i Europa ligger förväntningarna på 6 procent. Fortsatt kommer en relativt stor del av vinstförbättringarna från effektiviseringar medan försäljningstillväxten däremot väntas bli negativ, såväl globalt som i USA och Europa och även här väntas störst tillväxt, med 3 procent, i Japan. Sektormässigt är det framförallt konsumentrelaterade aktier och teknikaktier som gynnas i lågräntemiljön, men även hälsovårdssektorn fortsätter att utvecklas väl.

Energiaktier och råvaruaktier går en betydligt tuffare omgivning till mötes.

Efter den starka inledningen på året i kombination med höga värderingar och minskat utrymme för besvikelser samt oroshärdar är vår syn på aktiemarknader generellt en neutral rekommendation. Underliggande ser vi att trenden kommer kunna förbli positiv men samtidigt är risken för en fortsatt kortsiktig rekyt stor. På både ränte- och valutamarknaden har volatiliteten ökat kraftigt och vi räknar med betydande inslag av detta även på aktiemarknaden. Den svenska rapportssäsongen har givit smakprov på det och många aktier har rört sig kraftigt i samband med rapport. Relativt obligationsmarknaden rankar vi dock aktier högre där stöd fås från hög direktavkastning samt fortsatt potential till viss multipelexpansion från företagsaffärer och kapitalflöden.

Utvecklade marknader

Den amerikanska aktiemarknaden står för närmare hälften av ett världsindeks och har de senaste åren styrts mycket av den förda centralbankspolitiken. Stimulanser har länge gynnat aktiemarknaden, men fjolårets nedtrappning av obligationsköp verkar i motsatt riktning. Förväntningar om räntehöjningar (se separat avsnitt i vår temadel) får dollarn att stärkas vilket framförallt påverkar exportbolag negativt och ekonomin har under årets första kvartal visat vissa avmattningstendenser. Trenden i vinstestimatervideringar har under inledningen av året varit negativ och även om den nu har bromsats in sker fortfarande fler nedrevideringar än upprevideringar varför den höga värderingen inte är lika försvarbar som på andra håll i världen. Rapportssäsongen bekräftar att efterfrågan är något sämre än väntat då försäljningen i endast 37 procent av fallen har överraskat positivt och det kan jämföras med historiskt snitt på 50 procent. Vi gör bedömningen att den amerikanska aktiemarknaden mycket väl kan fortsätta utvecklas bra ett tag till, men ser samtidigt att relativavkastningen mot andra aktiemarknader kan bli sämre.

I Europa är konjunkturåterhämtningen inne i ett mycket tidigare skede än i USA och vi har under kvartalet endast sett små ljuspunkter i den ekonomiska

Globala aktiemarknader

aktiviteten efter att centralbanken lanserade sitt stora stimulansprogram i januari. Också här påverkas börserna mycket av centralbankens agerande. Bolagen gynnas av ett förbättrat sentiment, de attraktiva finansieringsalternativen som föreligger och den svaga valutan som stärker konkurrenskraften. De europeiska bolagen har ännu inte noterat den starka lönsamhet som setts i amerikanska bolag, men förväntningarna har stigit och värderingen hunnit ikapp. Den europeiska aktiemarknaden är därför inte längre billig utan värderingen befinner sig tvärtom på tioårshögsta. Trenderna i vinstestimatrevideringarna är dock mer positiva än i USA och i många bolag finns en betydligt större effektiviseringspotential i och med att europeiska marginaler ännu befinner sig en bra bit ifrån de toppnivåer som syntes 2007 medan amerikanska bolags marginaler idag är rekordhöga. Ett tydligt vinstlyft med en ökning på 12 procent väntas nästa år och rapportsäsongen, som nu är igång men ligger något senare än i USA, ger indikationer på att en vändpunkt faktiskt är nådd och att något mer positiva utsikter föreligger.

I Japan kvarstår en rad långsiktiga utmaningar. På aktiemarknaden ser vi dock en del ljuspunkter, där allt högre kapitaldistribution till aktieägare är det främsta skälet till vår positiva rekommendation. Det står högt på agendan för många bolag och under året väntas distributionen öka med närmare 30 procent, tack vare stark tillväxt främst i aktieåterköp men också i utdelningar. Det möjliggörs tack vare aktiemarknadsvänliga reformer från regeringen, men också tack vare en god vinsttillväxt, där snittförväntningarna idag ligger på drygt 12 procent för år 2015. Trenden i estimatrevideringar är positiv och värderingen är inte ansträngd då vinsterna värderas till ungefär samma nivå som tioårssnittet, trots den starka utveckling som varit. Det finns fortsatt stora marginalförbättringar att göra i de japanska börsbolagen och avkastningen på eget kapital är betydligt lägre än den är i USA och Europa.

Sammantaget kvarstår vi med en positiv syn på utvecklade marknader, men föredrar den exporttunga europeiska, svenska och japanska marknaden som gynnas av fortsatta stimulanser före den amerikanska,

där den starka dollarn och avmattningstendenser i makroindikatorerna nu ger allt mindre stöd.

Tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader har utvecklats starkt sedan årsskiftet, inte minst Asien exkl. Japan där den kinesiska aktiemarknaden utgör en stor del. Många länder i regionen är nettoimportörer av olja och gynnas därmed av det lägre oljepriset, men också av att dollarns styrka nu avtar något samt av en generellt tilltagande riskvilja på finansiella marknader. På det kinesiska fastlandet syns ett tydligt spekulationsmomentum och det är framförallt efterfrågan på cykliska tillväxtaktier som är stor. I regionen i stort ser vi dock fortsatt god potential där konsumtion fortsätter att vara ett intressant tema.

Andra tillväxtmarknaders börsutveckling tenderar att följa kinesisk eftersom potentialen på tillväxtmarknader påverkas mycket av just tillväxtförutsättningarna i Kina och även om oljan fortsatt handlas på låga nivåer har såväl Ryssland som Latinamerika gynnats av en återhämtning i oljepriset. I Ryssland har också den minskade geopolitiska oron bidragit till årets styrka. Makrosignalerna i de båda länderna är svaga och Ryssland är som alltid en mycket svårbedömd marknad där korruptionsinslagen är stora, men regionen Östeuropa innefattar även länder som Polen och Tjeckien som är betydligt mer sammanlänkade med Västeuropa och därmed gynnas av den återhämtning som fortgår. I Latinamerika syns, utöver Brasilien, framförallt Mexiko som tillsammans med Brasilien står för drygt 80 procent av ett Latinamerikaindex och korrelerar väl med utvecklingen i USA.

Värderingen för tillväxtmarknader är på det hela taget relativt sett låg, men skillnaderna mellan regionerna är stora där fastlandskina sticker ut som dyr medan den ryska marknaden ser desto lägre värderad ut. Även om tillväxtmarknader återhämtat sig något under inledningen av året är det för tidigt att säga att en trendvändning har skett. Vi ser att många länders ekonomier är mycket svaga, men samtidigt att det finns parametrar som en avtagande dollarstyrka, tilltagande global tillväxt och stabilare oljepris som kan

Globala aktiemarknader

gynna. Vi fortsätter att förespråka Asien exklusive Japan men är försiktiga till Östeuropa och Latinamerika, där vi dock för den senare regionen lyfter upp betyget ett steg i vår indikator.

Cykliskt framför defensivt

De senaste årens börsuppgång har till stor del drivits av defensiva sektorer. Riskapiten har varit låg och efterfrågan på stabila, finansiellt starka bolag med god direktavkastning har varit mycket stor. Det har medfört att värderingen på den typen av bolag har stigit kraftigt och premien relativt cykliska bolag är ur ett historiskt perspektiv hög. Till dessa typer av bolag hör hälsovårdsbolag och dagligvarubolag medan verkstadsbolag, sällanköpsvarubolag och teknikbolag hör till de mer cykliska bolagen. Sett till relationen mellan tillväxt och värdering ser just de cykliska bolagen enligt vår mening mest intressanta ut.

I Europa är dessutom de positiva vinstprognosrevideringarna till allra största del relaterade till just dessa sektorer. För första gången på fyra år har vinstrevideringarna vänt till det positiva och en starkare tro på cykliska bolag är den bakomliggande orsaken. Relativt vinstmomentum mellan cykliskt och defensivt har stigit fem månader i rad i regionen och befinner sig nu nära treårshögsta. Positivt överraskande ekonomiska indikatorer är en av orsakerna bakom men också den svaga euron och kronan relativt dollarn bidrar till tron på de mer exporttunga cykliska bolagen som relativt defensiva bolag nu handlas till värderingar nära de lägsta nivåerna på flera år.

På andra sidan Atlanten är situationen inte fullt likadan utan mer spretig, även om defensiva bolag även här framstår som dyra. Där är det mer en fråga om exportbolag relativt bolag med en mer inhemsk exponering. Dollarn pressar men också konsumentförtroendet faller i takt med att räntehöjningar kommer närmare och vi förespråkar en exponering som går i linje med de marknadsförutsättningar som råder.

Mycket talar ännu för småbolag

En ny del i denna strategirapport är vår syn på små

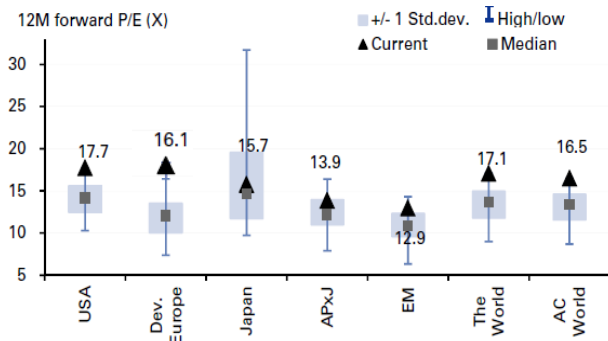
respektive stora bolag. Många känner till den överavkastning som investerare har haft genom att investera i mindre bolag, åtminstone om man har en längre placeringshorisont. Även under kortare perioder kan det vara intressant att göra den uppdelningen i sin totala portföljexponering, men det gäller att vara selektiv oavsett om man placerar i enskilda aktier eller väljer en fond. Andelen fondförvaltare som slår sina index inom segmentet småbolagsfonder är mindre än för storbolagsförvaltare, vilket har en anledning. Småbolag är ofta illikvida och mer volatila, men ger möjligheten att få en mer koncentrerad exponering mot både cykliska och strukturella marknadstrender. Dessutom kan småbolag erbjuda goda möjligheter i uppköpsperioder, då dessa oftare är föremål för förvärv.

Småbolag har historiskt givit en bättre avkastning när konjunkturen återhämtas och i takt med att den europeiska återhämtningen väntas tillta något ligger också förväntningarna i marknaden på att vinsttillväxten ska vara tydligt högre än för de stora bolagen. Den höga vinsttillväxten är något som håller på att prisas in i marknaden och småbolag har redan under en längre period utvecklats bättre än stora. Värderingspremien av exempelvis europeiska småbolag jämfört med stora bolag är dock på låga nivåer och cirka 5 procent medan det historiska tioårssnittet ligger på 16 procent. I USA är premien större och småbolag värderas cirka 12 procent högre än storbolagen. Potential till lönsamhetsförbättringar finns i både europeiska och amerikanska småbolag och vinsttillväxten väntas främst drivas av marginalförbättringar.

Trenden för småbolagsinvesteringar är global och sektorsammansättningarna är relativt lika för små respektive stora bolag. Småbolag gynnas av det marknadsläge samt den högre riskapitet som råder. Vi gör bedömningen att det fortsatt finns potential för småbolag att överavkasta, så länge de positiva marknaderna består. Av såväl värderingsmässiga som centralbanksstimulativa skäl ser vi större potential i Europa, Sverige och Japan än i USA.

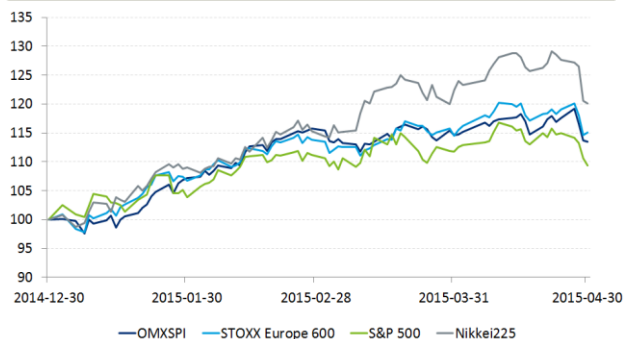
Globala aktiemarknader

Generellt ligger värderingarna i överkant



Källa: Goldman Sachs

Börsutveckling utvecklade marknader sedan årsskiftet i kronor

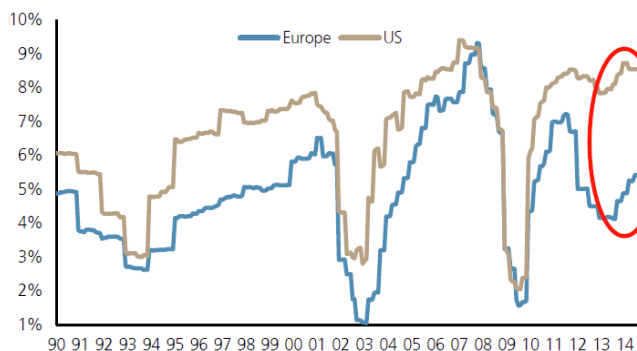


Källa: Infront, Söderberg & Partners

Värderingarna är fortsatt förhöjda på global nivå där utvecklade marknader uppvisar högre värderingar än tillväxtmarknader relativt historiken.

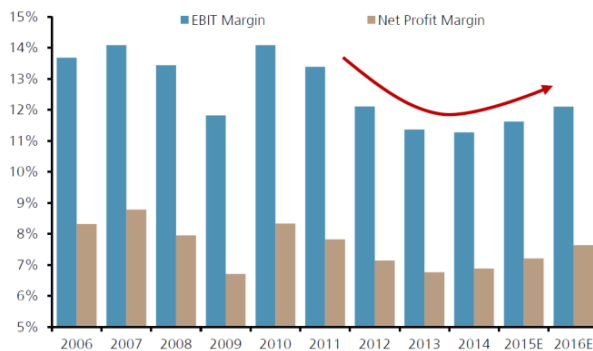
Stark stimulansdriven utveckling på japanska, europeiska och svenska börsen i svenska kronor räknat.

Vinstmarginaler i Europa och USA



Källa: UBS

Marginalförbättringar i europeiska bolag fortsätter



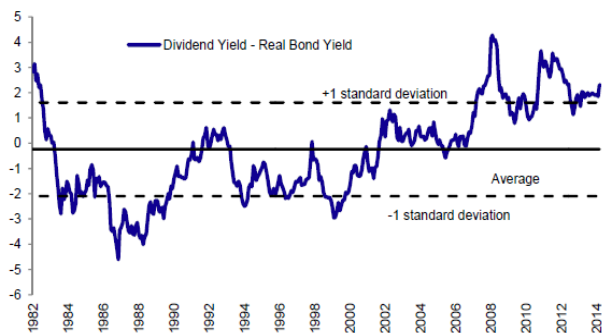
Källa: UBS

Vinsterna i europeiska bolag är ännu långt ifrån rekordnivåer men har goda förutsättningar att förbättras bland annat med hjälp av effektiviseringsprogram.

För första gången på fyra år revideras nu fler prognoser upp än ner i Europa och marginalerna väntas öka såväl 2015 som 2016.

Globala aktiemarknader

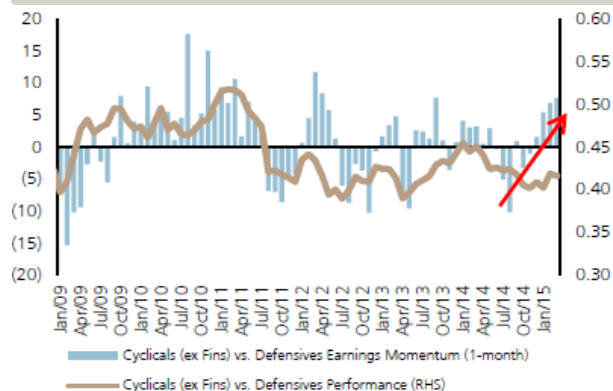
Global direktavkastning relativt amerikansk tioårig real obligationsränta



Källa: Goldman Sachs

Alternativen till aktiemarknaden i jakten på avkastning är få och bland annat talar direktavkastningens storlek relativt räntor för aktier.

Positivt vinstmomentum i Europa drivs av positiva prognosrevideringar i cykliska bolag



Källa: UBS

Positiva vinstprognosrevideringar i europeiska bolag för första gången på fyra år, drivet av prognosjusteringar i cykliska bolag och inte defensiva.

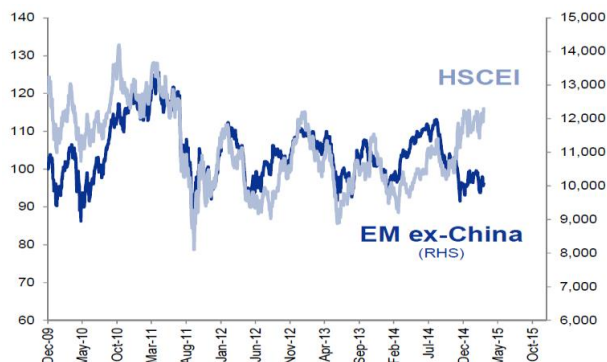
Världindex (MSCI World) relativt globalt tillväxtmarknadsindex (MSCI Emerging Markets)



Källa: Goldman Sachs

Efter att ha underpresterat utvecklade marknader under senare delen av 2014 har tillväxtmarknader med stöd av lågt oljepris, en svagare dollar och ökad riskaptit visat bättre utveckling på sistone.

Kinesisk börsutveckling och utveckling i globalt tillväxtmarknadsindex (MSCI Emerging Markets)



Källa: UBS

Tillväxtmarknaders börsutveckling tenderar att följa kinesisk och potentialen på tillväxtmarknader påverkas mycket av tillväxtförutsättningarna i Kina.

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen (SIXRX) har under 2015 stigit med drygt 16 procent med återinvesterade utdelningar exklusive skatt. Därmed har marknaden under våren noterat nya historiska toppnivåer, vilket främst var en effekt av den goda utvecklingen under januari och februari. I samband med att ECB kommunicerade sitt tillgångsköpsprogram och Riksbanken sänkte räntan ytterligare och annonserade tillgångsköp, har den amerikanska dollarn stärkts påtagligt och medfört höjda förväntningar på att Europa ska utvecklas starkare och således gynna stockholmsbörsens stora exportsektor. I samband med rapporterna för det fjärde kvartalet i fjol och för det första kvartalet i år är det också mycket tydligt att valuta har bidragit positivt till många resultaträkningar och den gryende europaoptimismen är också noterbart i kommentarerna kring utsikterna från bolagen. Under fjolåret påverkade den pågående Ryssland-/Ukrainakonflikten den generella riskaptiten påtagligt i perioder, men dess påverkan i år har varit mycket begränsad. Istället är det Greklandskrisen som återigen aktualiserats och den kommande räntehöjningscykeln från amerikanska FED som tillsammans har en stor marknadspåverkan. I den pågående rapportperioden har också ett delvis nytt mönster kunnat utläsas, starka bolag med den bästa kursutvecklingen har straffats hårt på marknaden vid rapporter som varit i linje med eller inte nått upp till marknadens högt ställda förväntningar. Intradagrörelser på 10 procent eller mer i enskilda aktier i samband med en delårsrapport har inte varit ovanligt vilket efter de senaste årens lågvolatila marknad är något nytt. Vinsthemtagningar efter en snabb uppgång är i sig ett rimligt skeende och ofta har också utdelningar avskilts samtidigt som delårsrapporterna vilket innebär att vi inte anser utvecklingen alltför oroväckande.

Rörelsemarginaler

Lönsamheten ligger idag på höga nivåer i Sverige, med en genomsnittlig vinstmarginal (vinst efter skatt) för alla svenska börsbolag på runt 10 procent. Prognoserna för 2015 tyder på en marginell förbättring för att nå en marginal på knappt 11

procent 2016. Försäljningsvolymerna väntas öka med 9 procent 2015 och 4 procent 2016. Sammantaget ger ökade volymer med bättre marginal en kraftig ökning i vinst per aktie. Vinstökningen spås bli 16 procent för 2015 medan den ökar med 12 procent under 2016. Här är det värt att notera att en stor del av vinstutvecklingen kommer från valutakurseffekter.

Direktavkastning

Direktavkastningen för börsen som helhet ligger på 3,6 procent för innevarande år och stiger enligt prognoserna till 3,8 procent 2016. Anledningen till den höga utdelningsnivån är att bankerna, som har en stor vikt i index, förväntas ha en hög direktavkastning. Direktavkastningen bland banker är mellan 4,7 procent och 6,1 procent där Nordea och Swedbank ligger i topp. De höga utdelningarna möjliggörs i många fall av att bolagen är överkapitaliserade och vill minska det egna kapitalet. Ett exempel är H&M som delar ut i stort sett hela vinsten efter skatt (85 procent) beroende på att de inte har några skulder utan enbart kassamedel i bolagets balansräkning. Swedbank och Teliasonera delar ut ca 75 procent av vinsten. Den höga utdelningsandelen ger stöd för aktiekurserna och vår bedömning är att utdelningar framöver kan komma att stå för en stor del av avkastningen för en aktieplacerare. Utdelningarna som andel av det samlade börsvärdet är betydligt högre idag än de har varit historiskt samtidigt som räntenivån är betydligt lägre och aktier framstår därmed ännu relativt sett som ett intressant placeringsalternativ.

Riskpremien

Det låga ränteläget och den fortsatt fallande riskpremien ger också stöd åt aktier, både absolut och relativt övriga tillgångsslag. Vi ser dock att nyckeln till fortsatta börsuppgångar till stor del utgörs av stigande vinster. Vårt huvudscenario är fortsatt att vi under året kommer att få se vinststillväxt i många bolag. Detta ger tillsammans med fortsatta inflöden, låga räntor, en minskad riskpremie och en tilltagande investeringsvilja fortsatt stöd åt aktier, även om värderingen ligger på förhöjda nivåer.

Svensk aktiemarknad

Företagstransaktioner

Under början av året har vi sett en tydlig aktivitet inom företagsaffärer där det skett ett flertal större uppköp samt börsintroduktioner såväl i Sverige som internationellt. Det kanske mest spektakulära på Stockholmsbörsen var budet på Axis av japanska Canon. Förvärvstrenden har stöd av starka balansräkningar och en strävan efter fortsatt tillväxt, faktorer som talar för fortsatt affärsaktivitet. Vi kan konstatera att det med det extremt låga ränteläget går att räkna hem de flesta uppköp även om de görs med hög belåning. Vi har sett det största antalet börsintroduktioner i Sverige på mycket länge. Detta visar att optimismen och risktagandet i dagsläget är högt bland investerarna.

Valutor

Den svenska kronan har haft en spretig utveckling under 2015 där dollarn stigit med 8 procent men euron är relativt oförändrad gentemot kronan. Svensk ekonomi är mycket exportorienterad varför det är en klar fördel för många bolag med en svag krona relativt sina konkurrenters valutor och handelsvalutor. För många internationella bolag med liten verksamhet i Sverige blir effekten endast en översättningseffekt. I vissa fall där bolagen har en stor produktion i Sverige betyder denna valutaförändring desto mer: Störst positiv påverkan vid en förstärkning av dollarn sker i Volvo, Alfa Laval och Ericsson medan SAS och SSAB påverkas mest negativt vid en dollarförstärkning, men även bolag som H&M och SCA påverkas negativt. En starkare euro ger en positiv effekt på framförallt SSAB och Billerud medan en försvagning av euron ger en negativ påverkan på Electrolux och Lundin Mining.

Värdering

Vinstmultipeln för Stockholmsbörsen ligger för närvarande på nära 18 gånger 2015 års förväntade vinster medan den sjunker till 16 gånger prognoserna för 2016 års vinster. Det är tydligt högre än det historiska genomsnittet av ett framåtblickande P/E-tal kring 13-14 och innebär även att värderingen har stigit ytterligare under året. De förväntade vinstökningarna i

Sverige ligger nu på 16 procent för 2015 och 12 procent för 2016. Värderingarna har därmed fortsatt stiga i takt med en stabil börsutveckling. Sett till förväntningarna för 2015 ligger nu flertalet vinstmultipar tydligt över genomsnittet det senaste årtiondet.

Stockholmsbörsen utsikter

Vi ser fortsatt en viss potential på Stockholmsbörsen med stöd i framförallt relativa termer, men även i absoluta tal. Draghjälp från den svaga kronan i kombination med ett Europa som växlar upp är de främsta argumenten för en fortsatt försäljnings- och vinsttillväxt. En inhemsk konjunktur som vi även bedömer kommer att förbättras ger också stöd. Vi gör följande antaganden som vi baserar vår positiva bedömning på:

- 1) God konjunkturuell uppgång i USA och att den europeiska återhämtningen är igång. Utvecklingen i Europa är av största vikt för att de svenska exportbolagen skall få draghjälp.
- 2) Vi ser begränsad risk för förnyade eller ytterligare kriser i likhet med de vi sett under det gångna året, såsom i Ukraina och Syrien/Irak.
- 3) Den förväntade uppgången av räntorna, främst i USA, bör infrias som bekräftelse på konjunkturutvecklingen, men en snabb och kraftig uppgång innebär sannolikt en omfattande marknadspåverkan.
- 4) Valutautvecklingen kan bidra med ett högre resultat räknat i kronor. Dollarförstärkningen på 21 procent under 2014 och 8 procent under 2015 kommer att förstärka många bolags resultat.
- 5) Det positiva klimatet för företagstransaktioner samt bolagens höga direktavkastningar. M&A-aktiviteten är hög vilket indikerar optimism och inflödena på aktiemarknaden är goda, i synnerhet från utländska investerare.

Svensk aktiemarknad

Några av aktierna vi rekommenderar

ABB

ABB har haft en relativt svag försäljningstrend och problem inom divisionen Power Systems, men mycket talar nu för en vändpunkt. Basorderingen är stark och vi anser att förutsättningarna för att nästa år nå marginalmålet är goda. Aktien gynnas av tilltagande förvärvsaktivitet och ger en stark utdelning som tillsammans med väntade återköp under året innebär en total direktavkastning på närmare 7 procent.

P/E 2015e:	18
Rörelsemarginal:	10,4 procent
Direktavkastning:	3,6 procent

SEB

Banken har levererat stabila rapporter och drar nytta av den förbättrade konjunkturen med stigande provisionsnetton och lägre kreditförluster. Trots det extremt låga ränteläget fortsätter banken att uppvisa stabila räntenetton.

P/E 2015e:	13
Kostnad/intäkter:	45,3 procent
Direktavkastning:	5,9 procent

SCA

Det kombinerade hygien- och skogsindustriprodukt-bolaget har intressanta tillväxtmöjligheter i Asien samtidigt som 2,5 miljoner hektar skog ger substans. Företaget är i slutfasen av stora kostnadsbesparingsprogram och med en ny ledning kan en strukturaffär kring skogsindustridelen bli aktuell.

P/E 2015e:	18
Rörelsemarginal:	11,0 procent
Direktavkastning:	2,6 procent

Hexagon

Hexagon har en stark position inom mätteknologi som kan användas hos en bred kundbas. Dessutom noteras en stark expansionstakt inom bland annat mjukvara, delvis tack vare förvärv. Ett antal nya produktlanseringar under året bör bidra positivt till försäljningen. Bolaget visar en historiskt hög lönsamhet och har en stark organisk tillväxt. Aktien värderas högt, men sticker inte ut i en jämförelse med de närmaste konkurrenterna.

P/E 2015e:	23
Rörelsemarginal:	22,0 procent
Direktavkastning:	1,4 procent

Millicom

Millicom erbjuder exponering mot tillväxtmarknader och bolaget har en stark position som telekom- och mediaoperatör. Breddandet av den rena teleoperatörsverksamheten är kostsam men utgör enligt vår mening också god potential långsiktigt. Fokus ökar på att hantera kostnader och stärka kassaflödet och lönsamheten kommer kunna höjas bland annat tack vare synergieffekter från UNE. Vi menar att den högre värderingen relativt andra operatörer försvaras av bolagets tillväxtmöjligheter.

P/E 2016e:	16
Rörelsemarginal:	12,8 procent
Direktavkastning:	3,5 procent

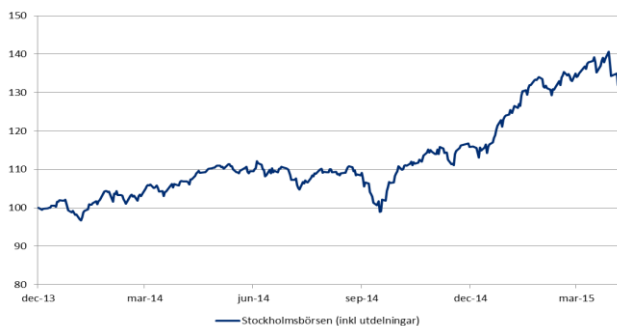
Trelleborg

har stor exponering mot en återhämtning i Europa och potential finns dessutom i börsnoteringen av Vibracoustics. Bolaget gynnas av fallande råmaterialkostnader, vilket håller upp marginalen och värderingen är attraktiv relativt övriga verkstadssektorn. På kort sikt är aktien något överköpt, men inför året ser förutsättningarna goda ut.

P/E 2015e:	17
Rörelsemarginal:	12,0 procent
Direktavkastning:	2,6 procent

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsens uppgång det senaste året



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen har haft en mycket god utveckling under det senaste året och i synnerhet under årets första kvartal.

Dollarn har stärkts påtagligt mot kronan det senaste året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svenska kronan har varit svag under året och tappat 8 procent mot dollarn. Det gynnar de svenska bolagen som är starkt exportorienterade.

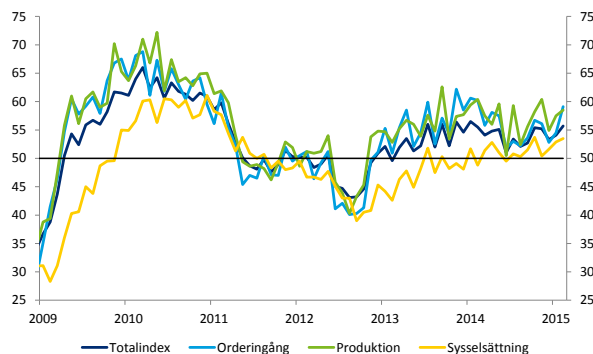
Även euron har stärkts mot kronan



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svenska kronan har även varit svag mot euron det senaste året men under 2015 har faktiskt kronan stärkts något.

Positiva inköpschefer indikerar en bättre försäljning för bland annat verkstadsbolagen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svenskt inköpscheferindex har återigen blivit starkare och indikerar stigande optimism i företagen, ska 2015 bli året då vi ser omsättningstillväxt?

Räntemarknad

Fortsatt fallande marknadsräntor

Hittills under 2015 har vi fått se de långa statsräntorna sjunka från redan mycket låga nivåer vid ingången av året. Exempelvis har den svenska 10-åringen handlats på nivåer så lågt som 0,20 procent och under mitten av april var samtliga svenska räntor på obligationer upp till åtta års löptid negativa. Vi får därmed betala för att låna ut till den svenska staten. Samtidigt bör noteras att vi under de senaste veckorna har sett en viss rekyl uppåt.

Riksbanken har använt våren till att överraska vid flera tillfällen. Räntemötet i februari föll visserligen ut helt i linje med marknadens förväntningar, en sänkning av reporäntan till en negativ nivå om -0,10 procent. Dessutom kommunicerade man stödköp av statsobligationer för 10 miljarder kronor och förbehöll sig rätten att agera mellan räntemöten. Det sistnämnda utnyttjades redan under mars månad när reporäntan oannonserat sänktes med ytterligare 15 räntepunkter till -0,25 procent och obligationsköpen utvidgades med 30 miljarder. Därefter förvånades marknaden återigen i slutet av april genom att Riksbanken helt emot förväntningarna valde att behålla styrräntan oförändrad istället för att sänka den ytterligare, vilket hade varit i linje med marknadens tro. Köpen av statsobligationer utökades däremot med 40-50 miljarder kronor till totalt 80-90 miljarder vilket motsvarar omkring 11-13 procent av de totala utestående statsobligationerna. Riksbanken sitter i ett relativt svårt läge där en starkare krona ger svagare efterfrågan från en omvärld som redan växer långsammare än Sverige. Därmed blir kampen mot den låga inflationen svår och vi kan nog vänta oss mer åtgärder om inte inflationen tilltar.

Övriga Europa har också fått se de långa räntorna falla kraftigt, inte minst sedan den europeiska centralbanken ECB i mars började stödköpa statsobligationer i eurozonen, främst tyska sådana. ECB:s stödköp omfattar 60 miljarder euro per månad och kommer att fortsätta så länge det anses nödvändigt, dock minst till september 2016.

Tyskarnas tioåriga ränta låg vid årsskiftet på 0,50 procent och har varit nere på så låga nivåer som 0,05 procent under april. Ett fenomen också skapat av ECB då dess stödköp skapat brist på tyska statsobligationer. Efter svag efterfrågan vid en emission sista veckan i april har den tyska 10-åringen studsat uppåt med cirka 25 räntepunkter till omkring 0,55 procent. En liknande rörelse har kunnat skönjas för den svenska 10-åringen som nu har en ränta på omkring 0,50 procent. Detta visar också på den urusla betalning för risk som erhålls för den som i dagsläget köper långa statsobligationer.

De amerikanska långa räntorna har inte alls rört sig på samma sätt som de europeiska utan där ligger en 10-årig ränta på drygt 2 procent, vilket är strax under vad som syntes vid årsskiftet. En förväntan om en styrräntehöjning är naturligtvis den främsta anledningen och det mest sannolika är fortfarande att höjningen kommer under september 2015.

Med denna historiskt stora skillnad mellan tysk och amerikansk ränta kan vi nog räkna med flöden från europeiska till amerikanska statsobligationer, i synnerhet som också dollarn står stark mot euron. Så småningom kan vi troligtvis vänta oss en mindre spread än idag, även om ECB:s lätttnadsprogram håller emot.

Räntemarknad

Företagsobligationer

Efterfrågan på obligationer utgivna av investment grade-företag (kreditbetyg AAA-BBB) är, trots historiskt låga kreditspreadar, fortsatt stor. Till största delen beror det på många investerares placeringsregler kombinerat med stora inflöden för exempelvis pensionskassor, försäkringsbolag etc. Även kravet på likvida investeringar gör att många väljer att ligga kvar i dessa obligationer, trots den minst sagt låga avkastningen.

Högavkastande företagskrediter alltmer intressant

Den låga avkastningen på obligationer relaterade till investment grade, som i vissa fall är negativ, har fått en hel del investerare, som har de mandaten, att söka högre risk och därmed högre förväntad avkastning. Nordiska företagsobligationer med lågt eller helt utan officiellt kreditbetyg, High Yield, har därmed fått en renässans under de senaste månaderna, framförallt i Sverige. Flödena till fonder inom High Yield har vänt från höstens utflöden till ett positivt flöde från februari och fram till idag.

I Norge är det fortfarande lite trögare vilket har med kopplingen till olja att göra. Det kraftiga oljeprisfallet från sommaren 2014 fram till januari i år har satt märkbart avtryck i den energirelaterade delen av kreditmarknaden. Då majoriteten av de norska högavkastande krediterna finns inom olje- och gassektorn är dessa fortsatt under tryck och väldigt volatila.

Samtidigt har vi sett att det inte finns några gratispengar i detta segment då flera bolag fått problem att betala sina krediter på senare tid, framförallt inom gruv- och oljebranscher. Frågan är om nordisk High Yield är rätt prissatt med tanke på den bristfälliga likviditeten när det blir stramt, som vi till exempel såg under hösten 2014.

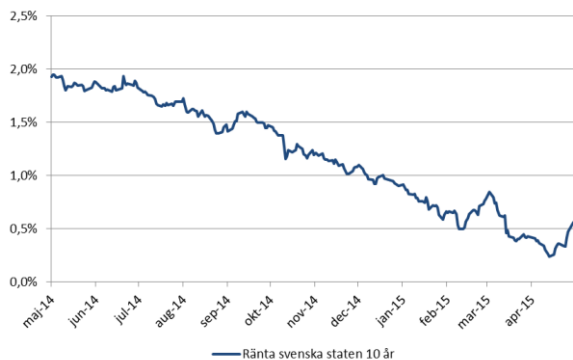
Den europeiska High Yield-marknaden har de första månaderna på året varit relativt stabil och Itraxx Crossover, som visar kreditspread på europeiska High

Yield-obligationer, har bara uppvisat små rörelser. Med en ytterst låg underliggande ränta utgör numera nästan hela avkastningen kreditspread.

I USA har vi däremot sett större rörelser. Under hösten gick spreadarna isär ordentligt, mycket beroende på att deras High Yield-index till nästan 20 procent består av företag inom energisektorn. Kreditspreadarna är betydligt högre än i Europa och, som vi slagit fast tidigare, även den underliggande räntan är högre. Vi ser därmed bra värde i amerikansk High Yield jämfört med exempelvis europeiska korta ränteplaceringar men även europeisk High Yield har blivit mindre intressant relativt. I och med att även oljepriset stabiliserats minskar risken för tillfälliga bakslag.

Räntemarknad

Fortsatt fallande räntor i Sverige



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under det senaste året har den svenska 10-årsräntan fortsatt att falla. Under de senaste veckorna kan man möjligtvis dock ana ett trendbrott med stigande räntor.

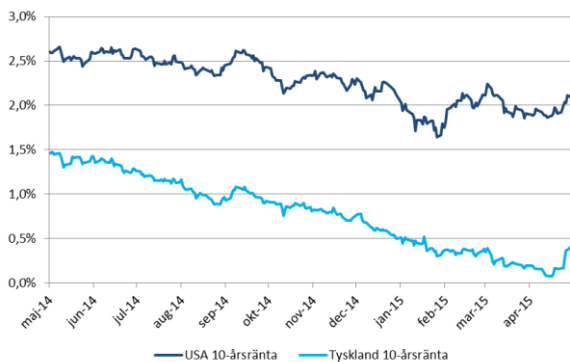
Lutningen på den svenska räntekurvan verkar har slutat falla



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lutningen på räntekurvan, här exemplifierat som skillnaden i ränta mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer, brukar vara en god konjunkturrell indikator. Det tidigare fallet har bromsats in under de senaste månaderna.

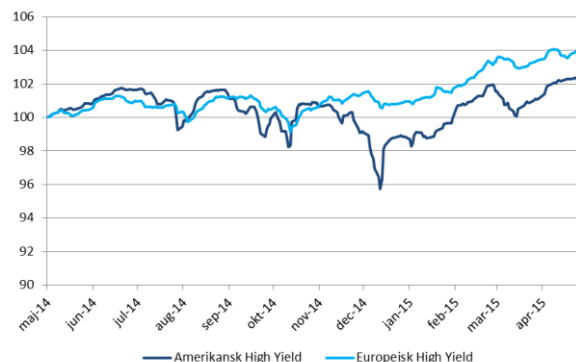
Stor skillnad i utveckling mellan tysk och amerikansk ränta



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Amerikansk och tysk räntemarknad har uppvisat stora skillnader under året då den tyska räntan har fortsatt falla medan den amerikanska legat stabil kring 2 procent hela året. Notera de senaste veckornas stigande räntor i Tyskland.

Större volatilitet för amerikansk High Yield pga energiexponering



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Då amerikansk High Yield-marknad i större utsträckning har en exponering mot energisektorn har man under hösten och vintern upplevt en större volatilitet där än på den europeiska marknaden.

Alternativa placeringar

Olja och basmetaller

Råvarorna har generellt stabiliserats eller stigit hittills under 2015, efter den mycket svaga utvecklingen under föregående år. Kopparkoppriset är exempelvis upp omkring 3 procent, trots svagare kinesiska konjunkturutsikter. Oljepriserna har också inlett en återhämtning och med priser på runt 68 USD fatet, för Brent-kvalité, innebär det en uppgång på 18 procent sedan årsskiftet. Kraftfull produktionsökning i framförallt USA, där ny så kallad frackingteknik medför att olja kan utvinna från fält som tidigare varit otillgängliga, har inneburit att OPEC:s inflytande över produktionsvolymen och därigenom priset dramatiskt minskat. OPEC har uttryckt sin ovilja att minska produktionen med motiveringen att de vill försvara marknadsandelarna. Produktionskostnaderna vid de amerikanska oljefälten där frackingteknik tillämpas är dock relativt höga, vilket medfört att produktionen vid nuvarande prisnivåer faller. Vårt huvudscenario är fortfarande, efter en halvering av priset under 2014, en prisbild som stabiliseras kring nuvarande nivåer. Med en fortsatt korrelation med den amerikanska valutan, finns dock utrymme för fortsatta stora rörelser i priset. Vår bedömning beträffande basmetallerna är att läget fortsatt kommer vara relativt utmanande på grund av utvecklingen i Kina och i övriga tillväxtländer.

Ädelmetaller

En i princip oförändrad prisutveckling under 2015 bekräftar vår bedömning att flertalet underliggande faktorer talar för en dämpad guldprisutveckling framöver, där exempelvis fortsatt ökad ekonomisk aktivitet, minskade amerikanska stimulanser och en starkare dollar pressar priserna. Om och när inflationstendenser börjar synas tydligare finns återigen stöd för positiv prisutveckling.

Hedgefonder

Det samlade hedgefondsindexet HFRX, har under 2015 haft en positiv utveckling med 2,3 procent räknat i dollar. Det finns totalt åtminstone ett trettioåttal olika hedgefondsstrategier men genom att sammanfatta dem i fyra huvudstrategier: Equity Hedge Long-Short, Global Macro/CTA, Event driven och Relative value

arbitrage omfattas merparten av de olika fondernas förvaltningsinriktningar. Den största kategorin inom hedgestrategier, **Equity Hedge Long-Short**, har som grupp avkastat 3,4 procent i år. Den relativt goda utvecklingen visar på att underliggande skillnader i kursrörelser mellan bolag och sektorer identifierats av förvaltarna. Förutsättningarna för strategin framöver bedömer vi som fortsatt intressanta då utsikterna för aktieurval bör vara goda.

Global Macro/CTA-strategier uppvisar en positiv avkastning på blygsamma 0,6 procent. Den tydliga dollarförstärkningen har varit den kanske vanligaste exponeringen bland Global Macro-fonderna såväl som trenden med lägre europeiska och högre amerikanska räntor.

Event driven har levererat 2,0 procent samtidigt som de fundamentala förutsättningarna för företagsaffärer är gynnsamma och fortsatt låga finansieringskostnader i kombination med förbättrade framtidsutsikter talar för fortsatt hög aktivitet.

Kreditmarknaderna har haft en stabil utveckling under året vilket gynnat **Relative value arbitrage** som stigit med 2,6 procent. Med de nuvarande mycket små räntespreadarna blir det utmanande för förvaltarna att skapa avkastning, i synnerhet om riktningen ändras.

Konvertibler

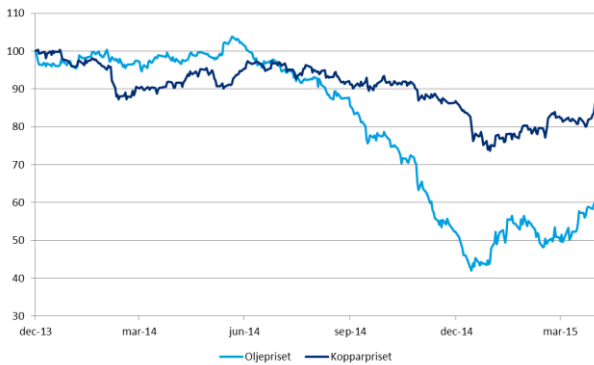
Instrument som kombinerar potentialen hos aktier med stabiliteten i obligationer, konvertibler, ser med dagens relativt utmanade kursnivåer på aktier intressant ut i ett investeringsperspektiv. Vi förespråkar investeringar som är valutaskyddade för att undvika valutasvängningarna, samt europeisk framför amerikansk exponering.

Private Equity

Såväl internationellt som i Sverige är riskaptiten fortsatt hög vilket ger förbättrade förutsättningar för ökade affärsvolymerna inom Private Equity. Billig finansiering och ett stort intresse för nyintroduktioner gör att vi tror på hög aktivitet vilket bör innebära bra avkastningsmöjligheter.

Alternativa placeringar

Stabiliserade priser på olja och koppar



Källa: Söderberg & Partners och Bloomberg

Både olja och koppar har en dramatisk prisutveckling bakom sig även om priserna börjat stiga igen.

Neutral utveckling i guldpriset under det senaste året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Guldpriset fortsätter att utvecklas svagt då inflations tendenserna i ekonomin är fortsatt begränsade.

HFRX – globalt hedgefondsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Positiv utveckling för hedgefonder under 2015. Tydliga trender inom valutor, aktier och räntor har möjliggjort ett gynnsamt utfall.

Tydlig trend i valuta paret EUR/USD



Källa: Factset

Fonder med inriktning Global Macro/CTA har kunnat utnyttja tydlig trend i valutaparet EUR/USD

Tema:
Vad händer när (om)
Federal Reserve höjer
räntan?

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

Fokus på räntehöjningscykelns påverkan

USA fortsätter att vara världens draglok, men trots en lång period med nollränta har tillväxten inte nått upp till historiska nivåer i denna expansionsfas i konjunkturcykeln. Det är nu ett drygt decennium sedan den amerikanska centralbanken Federal Reserve inledde den senaste räntehöjningscykeln och fokus under året kommer att ligga på när, och om, Federal Reserve höjer styrräntan första gången. Enligt CME Fed Watch är sannolikheten cirka 50 procent för en höjning i september och vi anser det därför vara intressant att se vilka konsekvenser en räntehöjning kan få. Även om en historisk jämförelse är svår då varje konjunkturcykel skiljer sig åt och verktygen för centralbankerna blir alltmer kreativa vill vi i denna temadel ställa historiska räntehöjningscykler mot ett antal indikatorer för att bättre försöka förstå de konsekvenser som väntar.

Teorierna kring en räntehöjningscykel är relativt enkla. När räntorna stiger ökar företagens lånekostnad, riskfyllda tillgångar blir efter en tid mindre attraktiva och valutan bör stärkas relativt andra valutor, vilket drabbar inhemska bolag med internationell verksamhet. Tiden innan har ekonomin stärkts och inflationen har tilltagit. Konjunkturcykeln övergår sedan normalt i en avmattningsfas, där tillväxten fortsatt är relativt hög men där aktiviteten minskar.

Innan vi går in de jämförelser vi har gjort kan vi dra en del slutsatser från andra studier. Sammantaget har en höjning från Federal Reserve alltid en tydlig påverkan på ekonomin och på finansiella marknader och detta oberoende om man ser till den senaste trettioårsperioden, med allt lägre inflation och räntor, eller perioden från 1950-talet och framåt, med stigande inflations- och räntetrend. Det är också värt att notera att det finns avsevärda skillnader mellan längden på en räntehöjningscykel och den magnitud av räntehöjning som har genomförts. Gemensamt för närmast alla tillfällen är dock att tillväxten innan höjning sker är hög, industriproduktionen har stärkts och arbetslösheten har fallit. Efter den första räntehöjningen bottnar kärninflationen relativt snabbt och räntekurvan flackar, vilket är en effekt av att korta räntor stiger snabbare än långa. Aktiemarknaden går normalt starkt inför räntehöjningen och värderingarna stiger, det vill säga utvecklingen är starkare än vad den aktuella vinstutvecklingen i bolagen motiverar och det

sker en så kallad multipelexpansion. Råvaror bedöms normalt vara den bästa tillgångsklassen när räntorna stiger och bolag med relativt låga värderingar gynnas inför räntehöjningarna.

Påverkan på ekonomin

Räkna med en alltmer flackande räntekurva samt påföljande recession inom 2 år

I vår undersökning har vi tittat på en rad ekonomiska indikatorer och marknadstrender som vi jämför med historiska amerikanska räntehöjningscykler. Under de senaste fyra räntehöjningsperioderna har den genomsnittliga räntehöjningsfasen varat i cirka ett år, med undantag från perioden juni 2004 till juni 2006 (den så kallade "supercykeln"). I snitt höjdes styrräntan under dessa perioder med 3 procentenheter och tioårsräntan steg samtidigt med cirka 1 procentenhet. Om historiska samband håller vad gäller kopplingen mellan räntemarknaden och konjunkturen så indikerar det att Federal Reserve snabbt kommer höja styrräntan till 3 procent och att den amerikanska tioårsräntan stiger från dagens 2 till 3 procent. Detta skulle få räntekurvan att flacka och vi kan förvänta oss en recession under år 2017. Historiskt har en recession kommit 31 månader efter första räntehöjningen vilket indikerar sommaren / hösten 2017. Som vi skrev om i strategirapporten i januari så har lutningen på räntekurvan varit en av de bästa indikatorerna på framtida recession.

Skillnader mot tidigare räntehöjningsperioder

Det finns flera likheter och ännu fler skillnader mot tidigare räntehöjningsperioder. Exempelvis så brukar den första räntehöjningen sammanfalla med en topp i amerikanska inköpschefsindex och att indexet sedan faller tillbaka med cirka 5 enheter under följande månader. Den här gången är läget ett helt annat och gissningsvis har Federal Reserve avvaktat mer än brukligt för att säkerställa den ekonomiska återhämtningen. Inköpschefsindex har fallit tillbaka ordentligt sedan slutet av förra året och om inte indexet stiger lika kraftigt inför första räntehöjningen så skiljer sig utvecklingen för indikatorn rejält från tidigare cykler.

Även inflationstakten skiljer sig ordentligt mot tidigare cykler. På grund av oljeprisfallet samt en minskad importerad inflation genom den starka dollarn har inflationstakten i USA fallit påtagligt.

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

Tidigare räntehöjningscykler har vi sett en gradvis stigande inflationstakt som även tilltagit efter första räntehöjningen och skulle tidigare samband hålla skulle vi kunna vänta oss att den årliga inflationstakten stiger med 0,5 procentenheter under de första tolv månaderna efter första räntehöjningen. Den inbromsning i inflation som skett denna gång talar dock för att det kan dröja längre innan vi ser en sådan ökning.

Likheter med tidigare räntehöjningsperioder

Utvecklingen på arbetsmarknaden skiljer sig däremot inte mycket mot tidigare räntehöjningscykler. Perioden före första räntehöjningen har, då som nu, präglats av en sjunkande arbetslöshet och en tydlig förbättring av sysselsättningen. Så är även fallet denna gång och vi kan förvänta oss en förbättrad situation på arbetsmarknaden även efter första räntehöjningen. Historiskt har arbetslösheten sjunkit med ytterligare 0,5 procentenheter i snitt under de efterföljande tolv månaderna efter en höjning.

Vad är Riksbankens nästa steg?

När det gäller påverkan på andra länder av Federal Reserves agerande har vi valt att främst studera Sverige och Riksbankens agerande.

Historiskt sett kan vi konstatera att efter Federal Reserves första höjning brukar det i genomsnitt dröja sex månader innan Riksbanken följer efter och den höjningen som då annonserats har i snitt varit 0,25 procentenheter. Detta känns dock orimligt denna gång givet att Federal Reserve förmodligen höjer nu i sommar eller höst. Riksbankens enda uttryckta mål är att nå en inflationstakt på 2 procent och för den svenska ekonomins utveckling är det av stor vikt att kronan förblir svag. Det är därför osannolikt att tro att Riksbankens skulle revidera nu liggande prognos om en första höjning sent under 2016 så pass kraftigt. När alla större ekonomier drar åt samma håll och tillväxten stiger kan visserligen kraften i återhämtningen underskattas och inflation infinna sig snabbare än väntat, men mycket talar ändå för att en divergens mot tidigare räntehöjningscykler mellan USA och Sverige är att vänta och sannolikt följer räntebanan i Sverige den europeiska ränteutvecklingen denna gång.

Påverkan på värdepappersmarknader

Aktiemarknaden

Historiskt har en första räntehöjning förekommit av en stigande aktiemarknad, både i USA och här hemma i Sverige. Denna gång utgör inget undantag. Månaderna kring en första räntehöjning har vid tidigare tillfällen präglats av viss oro, men sedermera har aktiemarknaderna uppvisat förnyad styrka. I snitt har S&P 500 stigit med 5 procentenheter under de efterföljande tolv månaderna efter en amerikansk räntehöjning och Stockholmsbörsen med hela 30 procentenheter. En starkt konjunktur har givit större bidrag i de exporttunga svenska bolagen än i de amerikanska.

Andra marknader som tenderar att gå bra efter en räntehöjning i USA är tillväxtmarknader som historiskt har gått klart bättre än den amerikanska aktiemarknaden de sex månader som följt första höjningen och även längre perioder än så. Även om en dollarförstärkning per se ofta inte talar till dessa marknaders fördel hänger det sannolikt ihop med att den globala konjunkturcykeln vid de tillfällen Federal Reserve valt att höja har varit så pass stark och långt gången att den goda utvecklingen har hunnit sprida sig till tillväxtmarknader. Riskviljan tenderar även att vara starkare vid sådana tillfällen varför mer kapital allokeras längre ut på riskskalan och till tillväxtmarknader.

Sett till den europeiska aktiemarknaden relativt den amerikanska har den europeiska historiskt sett gått bättre än den amerikanska när räntorna höjs i USA. Den utvecklingen har vi sett nu under inledningen av året och då många bolag i Europa är kraftigt exportberoende är det inte osannolikt att tro att trenden kommer att fortsätta. Dels i och med att de i större utsträckning än bolagen i USA gynnas av tilltagande global tillväxt, men dels att den svaga euron relativt dollarn ger en god effekt i de exportberoende europeiska börsbolagens resultaträkningar.

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

Amerikanska småbolag brukar gå sämre än större bolag fram till första räntehöjningen för att därefter gå något bättre under konjunkturellt bättre tider. Så har dock inte varit fallet denna gång utan småbolag har faktiskt presterat något bättre redan inför den första räntehöjningen. Vi ser fortsatt potential i småbolag där vi ser att den konjunkturella förbättringen erbjuder uppsida.

Räntemarknaden

Utvecklingen för High Yield-marknaden har historiskt präglats av en stark marknad både året före första höjningen samt under de efterföljande tolv månaderna. Den här gången har det dock varit större volatilitet inför räntehöjningsperioden, främst på grund av det kraftigt fallande oljepriset och den amerikanska High Yield-marknadens relativt stora exponering mot energirelaterade bolag. Vi förväntar oss en god utveckling inom High Yield-segmentet trots höjd styrränta och det är först vid en större konjunkturell inbromsning som riskpremien inom krediter bör stiga. Kreditspreadarna inom High Yield brukar även krympa inför räntehöjningar och fortsätta göra så i cirka tio månader efter första räntehöjningen. Scenariot är inte helt olikt denna gång, särskilt med hänsyn till de speciella omständigheterna som råder kring energisektorn.

Råvarumarknaden

Råvaruindex brukar normalt sett handlas sidledes året före första räntehöjningen, vilket definitivt inte skett denna gång då oljepriset mer än halverats. Efter räntehöjningen, med bekräftelse från bättre konjunkturella signaler, brukar råvaruindex stiga

kraftigt vilket även skulle få inflationen att ta fart och troligt är att utvecklingen på råvarumarknaden förbättras något.

Valutamarknaden

Historiskt så har dollarn försvagats något mot en handelsvägd korg av valutor både inför och efter första räntehöjningen, men den här gången skulle räntehöjningen förekommas av en kraftigt stärkt dollar. Det kan dock mycket väl bero på fjolårets kraftiga oljeprisfall som inte heller syns i historiken under perioden före räntehöjningar eller att valutamarknaden prisat in långtgående stora skillnader i räntemarknaden framöver. Vår syn är att dollarns styrka har förutsättningar att bestå då vi ser att amerikanska makroindikatorer kan komma att visa förbättring relativt ett svagt första kvartal och således spå på förväntningar om en mer nära förestående räntehöjning.

Slutsats

Vi gör bedömningen att Federal Reserve senast inleder räntehöjningsperioden i september. Räntan skulle med dagens sysselsättningsnivå normalt redan vara på en högre nivå och vi tror att en höjning sker relativt snabbt. Vårt huvudscenario är en höjning med uppmot 3 procentenheter som resulterar i en flackare räntekurva. Det i sin tur är den mest trovärdiga signalen inför en stundande recession, något vi bedömer är rimligt till sommaren/hösten 2017. Innan dess förväntar vi oss att värdepappersmarknader fortsätter utvecklas väl i linje med historiska trender från tidigare räntehöjningscykler.

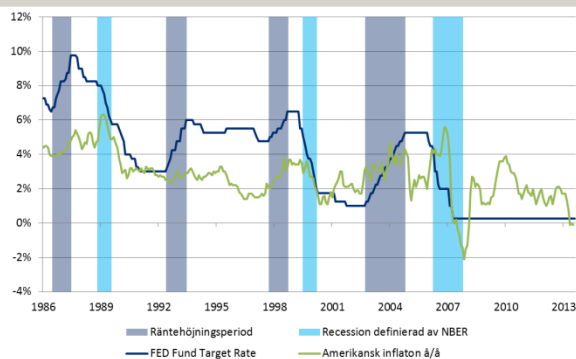
Förklaring till nästkommande sidors diagram

x-axeln beskriver 12 månader före första räntehöjningen (0) under räntehöjningsperioden, samt de efterföljande 24 månaderna. Den gröna linjen visar respektive indikators utveckling från september 2014 till idag, vilket ger en jämförelse mot historien om FED höjer räntan i september 2015. Den blå linjen visar respektive indikators genomsnittliga utveckling före och efter första räntehöjningen under de fyra senaste räntehöjningsperioderna.

Räntehöjningsperiod	Periodlängd i månader	Höjning av styrräntan	Månader till recession från första höjning	10-årsräntans förändring under räntehöjning
mar 88 - feb 89	12	3,25%	29	1,15%
feb 94 - feb 95	13	3,00%		1,56%
jun 99 - maj 00	12	1,75%	22	0,65%
jun 04 - jun 06	25	4,25%	43	0,49%
Genomsnitt	16	3,06%	31	0,96%

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

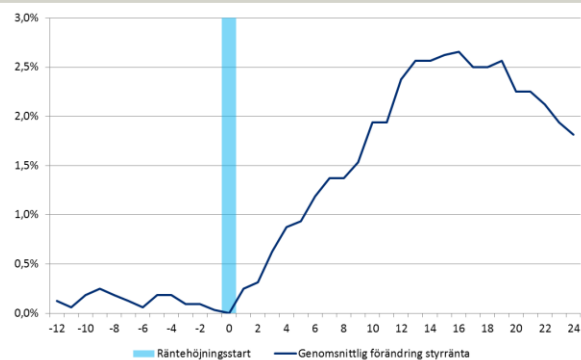
Räntehöjningsperioder, konjunkturcykler och styrränta



Källa: NBER, Bloomberg, Söderberg & Partners

Räntehöjningsperioder påbörjas ofta ganska sent efter att konjunkturcykeln vänt upp ur recession. Denna gång är definitivt inget undantag då vi vid en första räntehöjning i september har varit ur den senaste recessionen i hela 75 månader.

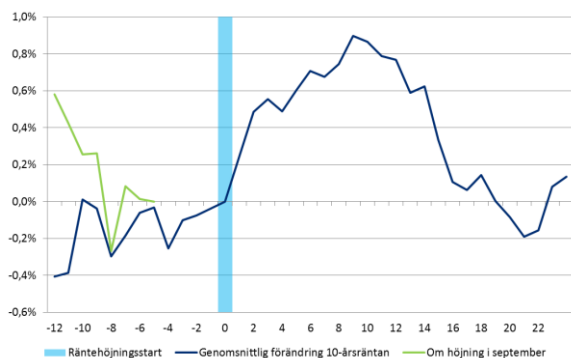
FED genomsnittlig räntehöjningstakt och räntenivå



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den genomsnittliga räntehöjningscykeln varar i 16 månader men då drar den senaste cykeln (supercykeln) upp snittet rejält. Tidigare räntehöjningscykler har bara varat i cirka tolv månader och styrräntan har då höjts runt 3 procentenheter.

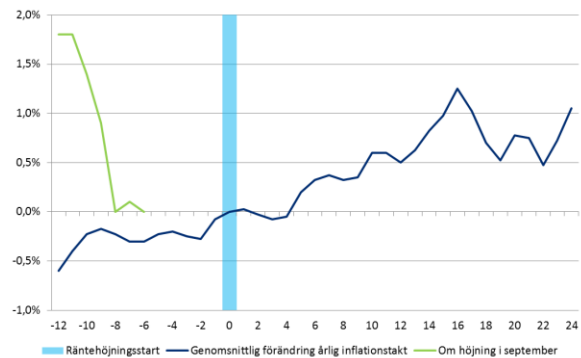
Förändring tioårsräntan under räntehöjningsperioder



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under räntehöjningscykler tenderar även den tioåriga räntan i USA att stiga. I snitt stiger räntan med ca 1 procentenhet under de tolv första månaderna efter första höjningen av styrräntan.

Förändring årlig inflationstakt under räntehöjningsperioder

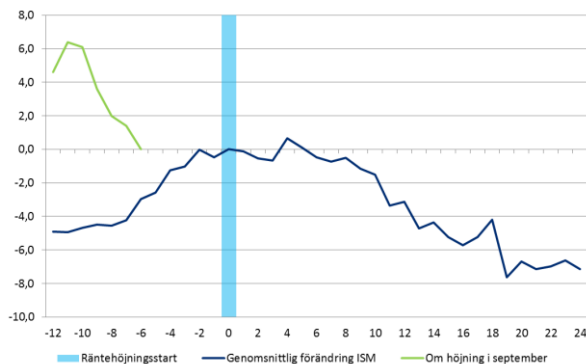


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Både före och efter första räntehöjningen tenderar den årliga inflationstakten att stiga. Håller tidigare samband i sig kan vi vänta oss att den årliga inflationstakten stiger med 0,5 procentenheter under de tolv efterföljande månader efter första räntehöjningen. På grund av det kraftiga oljeprisfallet och den starka dollarn har vi dock upplevt en tydlig inbromsning i inflationen fram till första räntehöjningen denna gång.

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

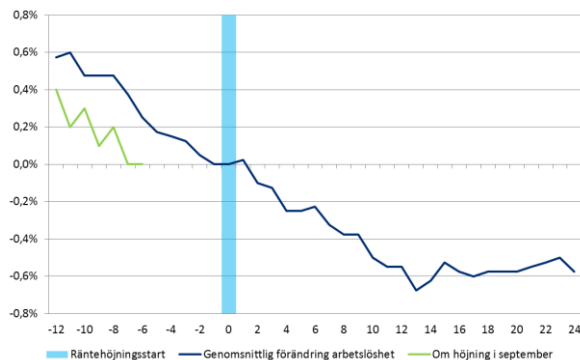
Inköpschefsindex inför och efter första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En tydlig historisk trend är att första räntehöjningen från FED sammanfaller med en topp i amerikanska inköpschefsindex. Under de tolv månaderna före första räntehöjningen stiger ISM i snitt med 5 enheter för att därefter falla med motsvarande nivåer. Detta är dock tvärtom vad som observeras idag då vi redan upplevt ett ordentligt fall i ISM.

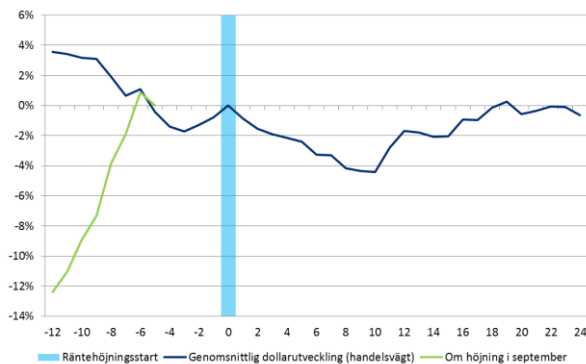
Förändring i arbetslösheten före och efter första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den sjunkande amerikanska arbetslösheten vi ser idag är helt i nivå med tidigare räntehöjningsfaser och vi bör vänta oss ytterligare förbättringar med en minskande arbetslöshet på ca 0,5 procentenheter under de tolv månaderna efter första räntehöjningen.

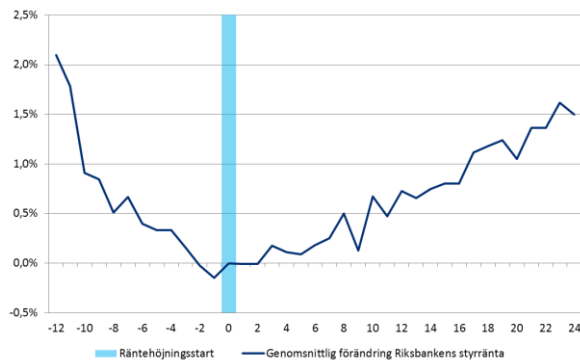
Handelsvägd dollarutveckling runt första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Historiskt sett så har dollarn försvagats något mot en handelsvägd korg av valutor både inför och efter första räntehöjningen. Denna gång har vi dock upplevt en mycket stark utveckling i dollarn inför första räntehöjningen, vilket vi dock bedömer har mer koppling till höstens kraftiga oljeprisfall.

Svenska Riksbankens agerande runt FED:s räntehöjningar

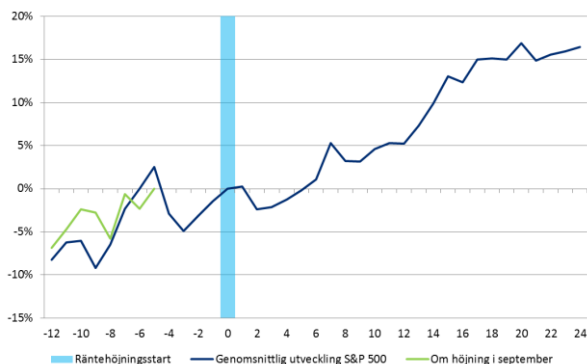


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Normalt sett har den svenska Riksbanken påbörjat sin räntehöjning strax efter amerikanska FED. I snitt har Riksbanken höjt styrräntan med 0,25 procentenheter sex månader efter den första amerikanska höjningen. Idag bedömer Riksbanken att första räntehöjningen dröjer till andra halvan av 2016 vilket då sker senare än historiskt snitt.

Tema: Vad händer när (om) Federal Reserve höjer räntan?

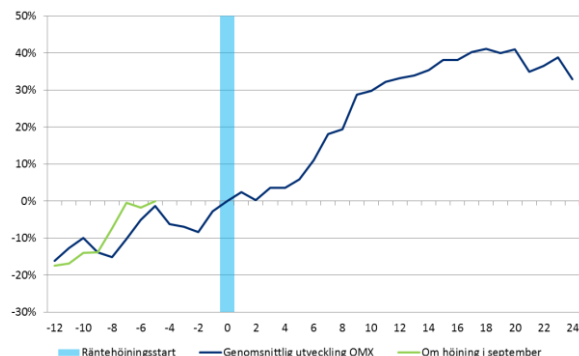
Amerikanska aktiemarknaden omkring första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Påbörjandet av en räntehöjningsperiod har historiskt medfört initial orolighet på aktiemarknaderna med i princip sidledes utveckling under perioden sex månader före och efter första räntehöjningen. Därefter har dock startskottet gått för en stark utveckling under de efterföljande 18 månaderna.

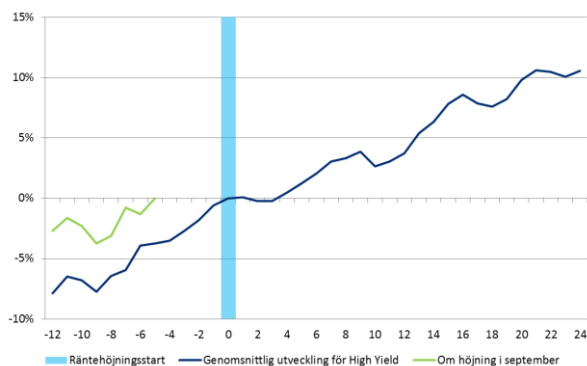
Stockholmsbörsen omkring FED:s första räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även Stockholmsbörsen uppvisar ett liknande mönster som den amerikanska börsen med en initial oro och därefter mycket stark utveckling. I snitt har Stockholmsbörsen stigit med cirka 40 procent under de första 18 månaderna efter den första amerikanska räntehöjningen.

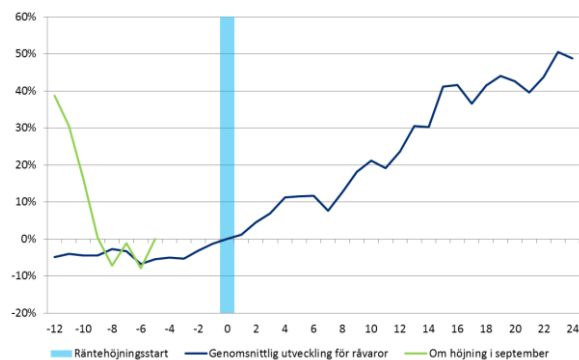
Amerikansk High Yield-marknad omkring första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Amerikansk High Yield-marknad verkar inte ta någon större notis kring räntehöjningsperioder. I snitt har marknaden givit nästan 8 procents avkastning under de tolv månader före första räntehöjningen och sen fortsatt med god utveckling under den efterföljande perioden.

Råvarumarknaden omkring första räntehöjningen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Råvarumarknaden, med oljan i spetsen, uppvisar normalt en svagt stillastående och avvaktande utveckling inför första räntehöjningen, men därefter tar tillgångsslaget fart som den sencykliska marknad det brukar vara. Skillnaden nu är att vi kommer från en period med kraftigt fallande priser vilka verkar bottnat sex månader före första räntehöjningen.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	3,0	2,0	-0,1	5,5	-410,6	-2,2	-2,5
Europa	0,9	1,6	-0,1	11,3	298,6	2,7	-2,2
Tyskland	1,5	-0,3	0,4	6,4	290,1	7,6	0,7
Frankrike	0,2	0,6	-0,1	10,6	-18,3	-0,9	-4,2
Storbritannien	2,4	0,1	0,3	5,6	-161,3	-4,5	-4,4
Sverige	2,6	-3,9	0,2	8,0	35,7	5,9	-1,3
Japan	-0,8	-1,2	2,2	3,5	46,6	2,3	-6,9
Ryssland	0,4	-0,5	16,9	5,9	57,1	3,7	-2,6
Hongkong	2,2	-3,6	4,6	3,3	5,6	2,3	-0,2
Kina	7,0	5,6	1,4	4,1	219,7	2,7	-2,8
Indien	7,5	5,0	5,2	8,6	-27,4	-0,9	-4,1
Brasilien	-0,2	-9,1	8,1	6,2	-101,6	-3,9	-5,3

	Ränta 3 mån (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	0,1	2,2	318,9	0,8	19,4	14,5
Europa			511,4	0,2	15,4	18,5
Tyskland	-0,2	0,5	81,0	-0,2	13,0	21,1
Frankrike	-0,2	0,7	66,3	0,5	18,7	18,3
Storbritannien	0,5	2,0	63,7	0,5	17,3	17,5
Sverige	-0,3	0,6	9,7	0,8	16,9	19,8
Japan	0,0	0,4	127,1	-0,1	13,2	25,8
Ryssland	12,5	10,4	142,5	0,0	16,4	13,3
Hongkong	0,0	1,5	7,1	0,4	12,1	14,7
Kina	2,5	3,4	1355,7	0,4	17,1	9,6
Indien	6,5	7,9	1236,3	1,3	28,5	5,8
Brasilien	13,4	12,8	202,7	0,8	23,8	7,6

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2015	P/E 2016	Vinststillväxt 2015 %	Vinststillväxt 2016 %	Direktavkastning 2015 %
USA	17,8	15,9	3,4	13,1	2,2
Europa	15,7	13,9	6,1	12,8	3,4
Tyskland	14,7	13,3	11,4	11,2	2,7
Frankrike	15,2	13,4	-3,7	13,6	3,7
Storbritannien	16,3	14,2	-9,2	14,5	3,6
Sverige	17,1	16,5	12,3	10,1	3,7
Japan	16,2	14,7	13,5	10,4	1,8
Ryssland	3,3	2,8	-10,5	16,9	6,4
Hongkong	13,7	12,4	-3,9	1,0	2,9
Kina	17,9	15,4	15,7	14,3	1,6
Indien	17,2	14,6	14,1	18,4	1,6
Brasilien	10,6	8,8	-1,3	20,5	5,5
Världen	17,0	15,1	-1,6	12,5	2,5
Tillväxtmarknader	13,2	12,0	10,2	12,9	2,6

Utveckling finansiella marknader

Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2015
New York	S&P500	-1,2	0,4	1,7	2,9	11,9	52,6	1,5
Nasdaq	NASDAQ Comp	-2,3	0,4	4,1	6,5	21,0	67,1	4,3

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-1,3	-3,9	5,1	15,1	13,4	58,8	13,5
London	FTSE100	-1,1	1,7	1,4	6,1	2,3	22,9	5,9
Frankfurt	Dax30	-3,4	-4,7	5,2	21,7	20,5	73,9	16,3
Paris	CAC40	-3,5	-1,6	6,5	18,1	12,8	58,0	16,9
Stockholm	OMXSPI	-4,8	-3,6	1,5	15,6	19,4	62,0	11,0
Stockholm 30	OMXS30	-5,1	-4,8	-0,3	12,7	17,9	54,5	8,9

Japan

Tokyo	Topix100	-2,4	1,4	11,9	15,9	34,1	100,0	12,7
-------	----------	------	-----	------	------	------	-------	------

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	4,9	10,5	29,8	5,4	-8,6	-28,4	35,6
Kina	MSCI China 10/40	-3,4	11,7	19,7	28,9	41,7	37,6	24,0
Hongkong	Hang Seng	-2,8	9,4	12,0	16,9	25,8	31,1	17,1
Syd Korea	MSCI Korea	-0,8	3,9	6,9	7,9	2,5	0,1	8,7
Indien	Bombay100	-1,8	-6,0	-5,6	-1,7	22,5	61,6	-1,4
Brasil	Bovespa	4,5	8,0	19,0	10,3	7,9	-4,6	16,1
Mexiko	Bolsa	-0,9	0,5	5,6	0,5	8,7	14,4	4,5
Sydafrika	MSCI South Africa	-2,0	2,5	3,7	12,9	20,0	61,0	10,8

Världsinde (USD)

Världen	MSCI World Index	-1,3	0,5	3,1	3,9	5,3	40,2	3,7
---------	------------------	------	-----	-----	-----	-----	------	-----

Nominella Räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2015
Sverige 3m	-0,27	-0,27	0,10	0,10	0,05	0,12
Sverige 2 år	-0,21	-0,28	-0,30	-0,16	0,00	0,02
Sverige 5 år	0,26	0,06	0,04	0,19	0,30	0,13
Sverige 10 år	0,71	0,42	0,43	0,66	1,20	0,93
USA 3m	0,01	-0,03	0,01	0,01	0,03	0,01
USA 2 år	0,62	0,56	0,50	0,64	0,55	0,66
USA 5 år	1,54	1,42	1,30	1,48	1,67	1,65
USA 10 år	2,19	2,04	1,90	1,96	2,39	2,17
EMU 3m	-0,01	-0,01	0,02	0,05	0,08	0,08
EMU 2 år	-0,22	-0,24	-0,25	-0,21	-0,06	-0,10
EMU 5 år	0,06	-0,04	-0,09	-0,04	0,12	0,02
EMU 10 år	0,53	0,29	0,19	0,38	0,83	0,54
Japan 10 år	0,36	0,30	0,34	0,34	0,47	0,33

Styrräntor (%)

	Idag
Riksbanken	-0,25
FED	0,25
ECB	0,05

Övrigt

	Idag
Stibor 90dgr	-0,19

SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2015
New York	S&P500	-1,5	-2,7	0,6	14,6	39,7	52,2	7,9
Nasdaq	NASDAQ Comp	-2,6	-2,7	3,0	18,2	48,9	66,7	10,7

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-0,8	-4,4	3,1	16,3	16,3	57,6	12,1
London	FTSE100	-3,1	0,5	-0,1	13,2	16,6	25,7	9,5
Frankfurt	Dax30	-2,9	-5,2	3,2	22,9	23,4	72,6	15,0
Paris	CAC40	-3,0	-2,1	4,5	19,4	15,7	56,7	15,5
Stockholm	OMXSPI	-4,8	-3,6	1,5	15,6	19,4	62,0	11,0
Stockholm 30	OMXS30	-5,1	-4,8	-0,3	12,7	17,9	54,5	8,9

Japan

Tokyo	Topix100	-3,4	-2,0	10,2	23,2	42,6	77,4	19,0
-------	----------	------	------	------	------	------	------	------

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	4,6	7,3	28,7	17,1	19,3	-28,8	42,1
Kina	MSCI China 10/40	-3,7	7,5	19,3	38,9	70,1	43,9	30,5
Hongkong	Hang Seng	-3,2	5,2	11,5	26,9	54,2	37,3	23,6
Syd Korea	MSCI Korea	-2,1	1,4	6,9	21,2	24,7	5,3	17,1
Indien	Bombay100	-2,2	-11,2	-9,0	6,5	43,4	35,7	4,5
Brasil	Bovespa	1,1	7,0	8,9	3,4	1,2	-33,5	8,2
Mexiko	Bolsa	-1,9	-5,3	1,3	-0,1	17,4	5,5	6,9
Sydafrika	MSCI South Africa	-4,3	-2,5	-1,7	17,5	31,6	27,3	13,2

Världsinde (SEK)

Världen	MSCI World Index	-1,5	-2,7	2,0	15,6	33,2	39,8	10,1
---------	------------------	------	------	-----	------	------	------	------

Valutor (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
EURUSD	1,12	0,8	2,7	-0,9	-9,4	-19,5	-7,3
USDSEK	8,31	-0,3	-3,2	-1,1	11,7	27,9	6,4
EURSEK	9,32	0,5	-0,6	-2,0	1,2	3,0	-1,4
GBPSEK	12,61	-1,9	-1,2	-1,5	7,1	14,3	3,6
JPYSEK	6,93	-1,0	-3,4	-1,7	7,3	8,5	6,3
NOKSEK	1,10	-0,3	2,5	0,3	2,1	0,6	5,4
DKKSEK	1,25	0,5	-0,4	-2,3	0,9	2,9	-1,6
CNYSEK	1,34	-0,4	-4,1	-0,5	10,0	28,4	6,5
KRWSEK	0,01	-1,3	-2,5	0,0	13,2	22,2	8,5
INRSEK	0,13	-0,4	-5,2	-3,5	8,2	20,9	5,8
BRLSEK	2,72	-3,4	-1,0	-10,1	-6,9	-6,8	-7,9
MXNSEK	0,54	-1,0	-5,8	-4,2	-0,7	8,6	2,4
ZARSEK	0,69	-2,3	-5,0	-5,4	4,5	11,6	2,4

Råvaror (%)

	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
Zink	2433,5	5,6	14,7	13,9	9,7	19,2	12,3
Koppar	6481,8	6,8	8,0	12,9	-3,5	-4,1	1,8
Guld	1191,8	-1,1	-1,9	-3,4	4,4	-8,9	0,6
Olja (Brent)	68,8	4,5	18,4	19,0	-17,0	-35,7	20,0
Olja (WTI Crude)	61,7	5,4	15,3	12,5	-20,8	-31,6	10,9

Volatilitet (%)

	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
VIX (USA)	14,3	15,3	-2,9	-17,2	4,7	3,7	-25,5
VDAX (Tyskland)	24,2	17,0	29,8	30,8	38,1	40,7	24,1

Om Söderberg & Partners

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

Viktig information

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

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

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

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