



Januari 2017

Strategirapport

Är Trump-rallyt här för att stanna?

Strategi & Marknadssyn	3
Sammanfattning	4
Rekommendationer	5
 Makroekonomiska förutsättningar	7
Globalt	8
I fokus: Politiska risker 2017	10
USA	12
Europa	14
Sverige	16
Japan	18
Tillväxtmarknader	20
 Utsikter för de finansiella marknaderna	24
Globala aktiemarknader	25
Svensk aktiemarknad	30
Räntemarknad	34
Alternativa placeringar	38
 Tema: Sekventiell boom – tillväxt och inflation växlar upp	41
 Appendix	48

Denna rapport publicerades den 18 januari 2017 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Skribenter, från vänster: Matthias Gietzelt, Sina Kazemi, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå och Linda Jägerstad

Strategi & Marknadssyn

Sammanfattning

Vad sade vi sist?

Vår strategirapport i september innebar marginella förändringar av vår syn. Bedömningen var att de politiska riskerna förvisso var höga, men att dessa inte skulle återspeglas mer än kortsiktigt på värdepappersmarknaderna. Vi kvarstod med en positiv syn på aktiemarknaden och en negativ syn på räntemarknaden, medan vi sänkte vår rekommendation för Alternativa Investeringar ett steg till ljusgrönt. Regionsynen på aktier kvarstod, då vi fortsatt fann gott stöd för tillväxtmarknader medan de utvecklade marknaderna hade en tydlig premievärdering. Inom räntemarknaden föredrog vi fortsatt kredit- framför ränterisk, men valde att sänka vår rekommendation något för Investment Grade, främst på grund av den starka utvecklingen för segmentet efter ECB:s tillgångsköp. Vi räknade inte med någon makroekonomisk avmattning utan lyfte fram den allttjämt stimulerande miljön, stabiliseringen i kinesiska och europeiska tillväxtprognoser samt expansiva ledande indikatorer och fortsatt återhämtning för råvarupriserna.

Vad har förändrats sedan dess?

Hösten handlade till stor del om det amerikanska presidentvalet och jämfört med den brittiska Brexitomröstningen var marknadsturbulensen än mer kortsiktig. Investerare fokuserade snabbt på Trumps tillväxtvänliga politik och de inflationistiska tendenserna som mer protektionism skulle innebära. En effekt av detta var en stärkt dollar, vilket överraskade oss något och var till last för tillväxtmarknadsinvesteringar under hösten. Det visade sig dock snabbt att inflationen även tilltar på annat håll och vår bedömning är att den starka marknadsutvecklingen främst är en effekt av förbättrad makrostatistik. Ledande indikator visar en hög expansionsnivå i flera delar i världen och de flesta sentimentsindikatorer pekar på ett mycket starkt förtroende hos både hushåll och företag. Detta gör oss mer övertygade om att recessionsrisken just nu är relativt liten samtidigt som det ger signaler om att vi befinner oss sent i konjunkturcykeln, åtminstone i USA. Det är därför också troligt att Federal Reserve fortskrider med räntehöjningarna, vilket man gjorde senast i december. Vår bedömning är fortsatt att den amerikanska dollarn inte kommer att stiga till så pass

hög nivå att det denna gång ger samma negativa påverkan på tillväxtmarknaderna som under den senaste apprecieringsfasen. Tydligt stöd finns från den kinesiska utvecklingen och de stigande råvarupriserna även om vinstestimat under senare tid inte har utvecklats lika starkt som på de utvecklade marknaderna.

Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Tillväxtprognoserna har reviderats marginellt under senare tid men har varit till fördel för de utvecklade marknaderna, där det är framförallt den japanska ekonomin som återhämtas från en låg nivå. För den amerikanska ekonomin har det skett en viss nedrevidering inför år 2017. Inköpschefsindex visar för de flesta regioner fortsatt en expansiv nivå och andra mätningar indikerar tydliga förbättringar för främst industrin den närmaste framtiden. Vi räknar med att penningpolitiken inte är lika stimulerande under året i takt med att inflationsförväntningar är ökande och där den amerikanska centralbanken nu har fortsatt med höjningar av styrräntan. Däremot väntas istället stöd från finanspolitiken och förhoppningar kring detta har även stärkt förtroendet, vilket kan leda till en ökad investeringstakt och kredittillväxt. På tillväxtmarknaderna visar prognoserna en relativt stabil tillväxt i Kina, medan en tydlig ekonomisk återhämtning väntas under året för Ryssland och Brasilien, vilka befunnit sig i recession. Vinstrevideringstrenden förbättrades länge under föregående år, men för tillväxtmarknaderna avtog denna under slutet av året. Värderingar på de utvecklade marknaderna är allttjämt över det historiska snittet medan värderingsstödet kvarstår för tillväxtmarknader.

Summering av vår syn

Vi kvarstår med vår positiva syn på aktier relativt räntor, men ser att det finns något förbättrade möjligheter inom segmentet statsobligationer efter ränteuppgången i främst USA. Samtidigt sänker detta potentialen något för Alternativa Investeringar, vilket gör att räntemarknadens betyg lyfts till orange och Alternativa Investeringar sänks till gult. Vår bedömning är att vi inte står inför en nära recession och att stimulanser fortsatt leder till förbättrad efterfrågan.

Rekommendationer

Rekommenderad tillgångsklassfördelning

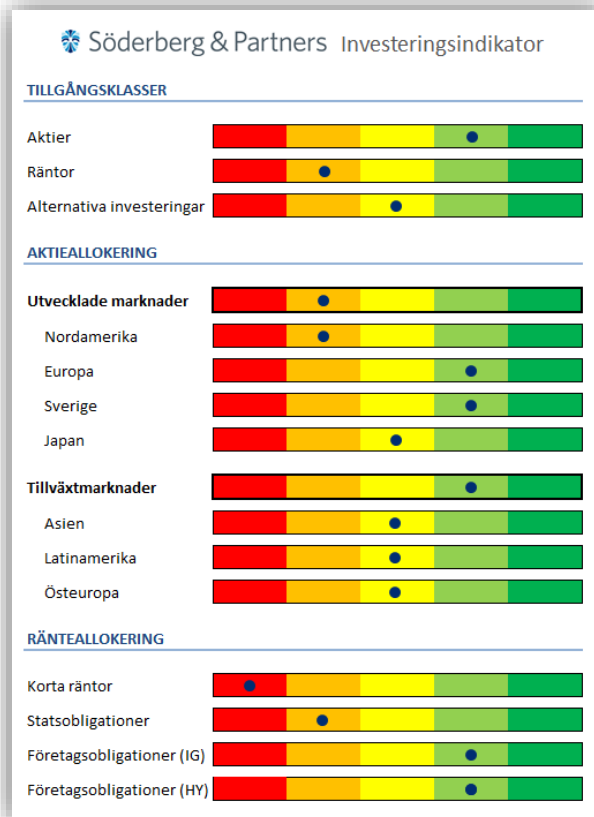
Aktiemarknaden har haft en stark utveckling och värderingar globalt har ökat något, vilket innebär att premievärderingarna kvarstår. Samtidigt ser vi att vinstrevideringstrenden förbättras och att relativvärderingen mot obligationer fortsatt framstår som attraktiv. Aktiemarknaden kvarstår med ett ljusgrönt betyg, medan vi lyfter upp räntemarknaden ett steg. Detta på grund av det relativt branta fallet för amerikanska obligationsinvesteringar, där nu den kortsiktiga risken är mer begränsad. Vi föredrar dock alltjämt kredit- framför ränterisk och anser att både Investment Grade och High Yield fortsatt har gynnsamma förutsättningar. Generellt ser vi en större potential för den amerikanska företagsobligationsmarknaden, även om riskerna har ökat.

Vi har under en lång period haft ett grönt betyg för Alternativa investeringar. Inom tillgångsklassen finns dessvärre få likvida placeringsmöjligheter och på grund av hedgefonders svårighet att skapa avkastning reducerade vi redan i föregående strategirapport betyget ett steg. Denna gång sänker vi tillgångsklassen till neutral, vilket främst är en effekt av något mer försiktig syn på de segment som främst gynnas av låga finansieringskostnader, såsom fastigheter och private equity. Vår syn är dock fortsatt att råvarusektorn har mer att ge i denna del av konjunkturcykeln.

Rekommenderad regionfördelning

Sedan slutet på april föregående år har vi ett orange betyg för utvecklade marknader till följd av att vi bland annat såg att marknadens förtroende för centralbankernas stimulanser börjar minska. Dessutom såg vi att råvarupriser bör ge stöd för tillväxtmarknaderna, som vi i samband med detta höjde till ljusgrönt. Även om hotet om en stark dollarutveckling kan sätta käppar i hjulen för vissa av ekonomierna är vår bedömning att förutsättningarna är goda efter en längre tid av sämre utveckling. Vi får även stöd av en vändning i konjunkturen i Brasilien och Ryssland, vilket bidrar till att vi väljer att lyfta vårt betyg för Latinamerika och Ryssland. Uppgången har varit stor främst i Brasilien, men vi har även haft en accelererande vinsttillväxt och vi finner inte värderingen avskräckande. Vi sänker också den asiatiska marknaden ett steg för att få balans i vår investeringsindikator och där vi finner viss osäkerhet

något längre fram under året avseende den kinesiska utvecklingen. Inom de utvecklade marknaderna gör vi inga förändringar i vår syn. Nordamerika är fortsatt högt värderat och det finns risk att de återköp som till stor del har drivit börsen minskar under året om ränteläget fortsätter att stärkas. Dessutom ser vi att Europa signalerar en bättre makroekonomisk potential samt att värderingsskillnaden har ökat något. Stöd finns även från en alltjämt stimulatív penningpolitik medan de politiska riskerna generellt är höga. Ytterligare stöd erhålls från en relativt tung banksektor som gynnas vid ett högre ränteläge samt en generellt större effektiviseringspotential i börsbolagen. Vi har även en fortsatt positiv syn på den svenska aktiemarknaden, då det är en relativt cyklisk marknad som bör gynnas i detta marknadsklimat. Den alltjämt svårbedömda japanska marknaden kvarstår på ett gult betyg, där makroprognoser förvisso kortsiktigt har reviderats upp och börsen utvecklats bra, men där yenens utveckling och de långsiktiga hoten är svårbedömda.



Makroekonomiska förutsättningar

Globalt

Historiskt svag återhämtning

När vi summerar 2016 kan vi konstatera att det varit ett år som präglats av stora och överraskande politiska händelser, med Brexit och presidentvalet i USA som de mest uppmärksammade hållpunkterna. Effekterna av dessa är än så länge oklara och politisk osäkerhet kommer sannolikt att vara ett tema som präglar även 2017. Den 20 januari kommer Donald Trump att formellt bli USA:s president och som vanligt kommer analytiker att noggrant följa hans första 100 dagar med förhoppningar om att den politiska riktningen ska bli tydligare. Fokus lär bli på åtgärder som kan påverka den globala handeln, stimulanser för den inhemska amerikanska ekonomin samt den säkerhetspolitiska agendan. I Europa kommer det brittiska utträdet ur den europeiska unionen självklart att vara en huvudpunkt, men även valen i Tyskland, Frankrike och Nederländerna skapar osäkerhet. På tillväxtmarknaderna kommer mycket att styras av USA:s politik och generella valutarörelser, men även hur Kina agerar för att bibehålla tillväxt och undvika tillgångsbubblor lär tilldra sig stort intresse.

Den globala tillväxten väntas 2016 landa på 3,1 procent och en viss ökning till 3,4 procent ligger i förväntansbilden för 2017. Fjölåret ser därmed ut att bli det svagaste tillväxtåret sedan finanskrisen. När vi gick in i året bedömdes den globala tillväxten uppgå till 3,6 procent, och vi kan därmed notera att BNP-prognoserna under snart ett årtionde konsekvent har överskattat tillväxten. Mest tydligt var denna trend under fjölåret i USA där det inför 2016 väntades en ökningstakt i BNP om 2,8 procent, en nivå som i IMF:s senaste uppdatering bedöms landa på 1,6 procent. För amerikansk räkning innebär det att återhämtningen efter finanskrisen är den svagaste sedan andra världskriget. Letar vi förklaringar till den relativt svaga trenden pekar det mesta på att en låg investeringsnivå hos företagen och dämpad global handel ligger bakom de lägre tillväxttalen. Det är därutöver osäkert om och hur de enorma stimulanserna från centralbankerna påverkat utvecklingen, och hur den långsiktiga påverkan från dessa åtgärder kommer att vara.

Tecken finns på att den globala deflationstrenden kan vara på väg att brytas, och räntenivåerna börjar sakta men säkert att röra sig uppåt. Hur centralbankerna agerar i denna miljö är oklart, men efter att Federal Reserve börjat en åtstramningsfas, om än i måttlig takt, så har vi divergerande centralbanker där ECB och

Bank of Japan fortsatt agerar med kraftiga stimulanser.

För 2017 bedöms konjunkturen vara relativt stabil, men det finns bland flera bedömare en oro för att Trumps åtgärdsplan med kraftfulla stimulanser kan skapa en överhettningssituation. Under 2017 bedöms den amerikanska tillväxten trots det enbart nå drygt 2 procent, och i förväntansbilden ligger att en bredare konjunkturrell avmattning kan inledas under avslutningen av 2018 eller under 2019. Under det kommande året avtar BNP-uppgången även i Europa där samtliga större länder väntas oförändrad eller lägre tillväxttakt. På tillväxtmarknaderna bedöms aktiviteten tillta och länder som Brasilien och Ryssland lämnar negativt territorium och under 2017 väntas uppvisa en ökningstakt på 0,2 respektive 1,1 procent.

Stark trend i ledande indikatorer

Under senare månader har makrostatistik pekat på en starkt trend i den globala ekonomin, bland annat har inköpschefsindex för industrin stärkts. Den globala mätningen visade i december ytterligare en uppgång till indexnivån 52,7 vilket var den högsta sedan februari 2014. Detta är dock en trend som är tydlig i framförallt Europa och USA, där inköpschefsindex nådde de högsta nivåerna på 68 respektive 21 månader. Inom euroregionen var uppgången bred, där Grekland var enda land som inte stärktes. Samtidigt var signalerna från tillväxtmarknaderna mer blandade, där en uppgång noterades i bland annat Kina, Vietnam, Thailand, Filippinerna och Ryssland, medan en vikande trend noterades i Indien, Sydkorea, Indonesien och Brasilien. Även Citigroups Economic Surprise Index, som mäter marknadens reaktion på publicerad makrodata visar höga nivåer för såväl USA, Europa som tillväxtmarknader. Samtliga regioner befinner sig i den senaste mätningen på eller i närheten av de högsta nivåer vi sett under de senaste åren. Det förstärker bilden av att vi har ett mycket starkt underliggande sentiment i makromiljön som också återspeglas på de finansiella marknaderna.

Globalt

Prognoser för global BNP-tillväxt

	2016		2017		2018
Global tillväxt	3,1	(0,0)	3,4	(0,0)	3,6
Mogna ekonomier	1,6	(-0,2)	1,9	(0,1)	2,0
USA	1,6	(-0,6)	2,3	(-0,2)	2,5
Eurozonen	1,7	(0,1)	1,6	(0,0)	1,6
Tyskland	1,7	(0,1)	1,5	(0,1)	1,5
Frankrike	1,3	(-0,2)	1,3	(0,1)	1,6
Italien	0,9	(0,0)	0,7	(-0,3)	0,8
Spanien	3,2	(0,6)	2,3	(0,2)	2,1
Storbritannien	2,0	(0,3)	1,5	(0,2)	1,4
Sverige	3,4	(-0,3)	2,4	(-0,4)	2,2
Japan	0,9	(0,6)	0,8	(0,7)	0,5
Tillväxtmarknader	4,1	(0,0)	4,5	(-0,1)	4,8
Brasilien	-3,5	(-0,2)	0,2	(-0,3)	0,5
Ryssland	-0,6	(0,6)	1,1	(0,1)	1,2
Indien	6,6	(-0,8)	7,2	(-0,2)	7,7
Kina	6,7	(0,1)	6,5	(0,3)	6,0
Asean-5*	4,8	(0,0)	4,9	(-0,2)	5,2

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

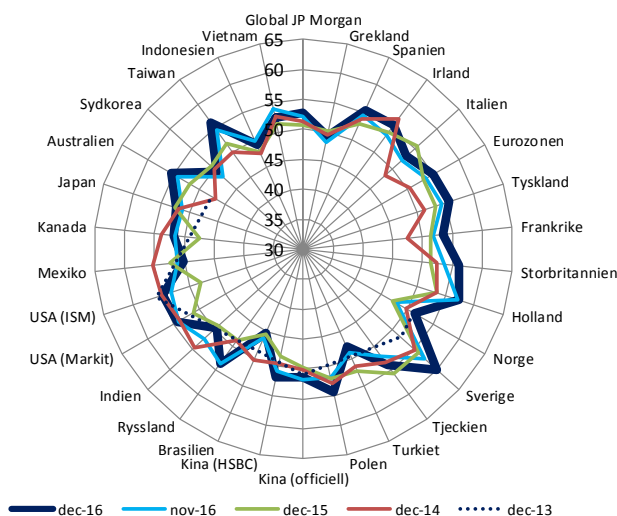
Inom parentes förändring relativt prognos i juli

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Global tillväxt fortsätter att ligga relativt stabil på drygt 3 procent under prognosperioden. Den amerikanska tillväxten bedöms tillta något, men trots det inte nå mer än 2,3 respektive 2,5 procent under de kommande två åren. Samtidigt väntas den europeiska BNP-tillväxten att stanna av och plana ut på 1,6 procent. Den svenska tillväxttakten prognostiseras till i sammanhanget goda 2,4 procent under innevarande år för att landa på 2,2 procent under 2018. Japan är ett av de länder där vi sett störst upprevideringar av prognoserna under det senaste halvåret, men förväntningarna är fortsatt lågt ställda vad gäller den ekonomiska aktiviteten i landet.

På tillväxtmarknaderna ökar tillväxttakten successivt de kommande åren till 4,8 procent under 2018. En viktig faktor i detta är att både Brasilien och Ryssland lämnar recessionen bakom sig under 2017. Avmattningen i Kina fortsätter, samtidigt som Indiens tillväxt väntas stiga efter en något svagare avslutning av 2016 på grund av den reformagenda som initierats.

Globalt inköpschefsindex för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det globala inköpschefsindex som presenteras av JP Morgan visar på fortsatt styrka, där en nivå på 52,7 nåddes i decembermätningen. Den starkaste trenden ser vi i Europa och USA där indexnivåerna i flera fall är de högsta vi sett på ett antal år. I Sverige nåddes en nivå på 60,1 vilket är den högsta bland de länder som finns med i vår sammanställning. Den svenska KI-barometern visar dessutom samma trend som inköpschefsindex, vilket förstärker bilden av ett land med hög ekonomisk aktivitet och stark optimism.

Bland tillväxtmarknader är utvecklingen mer blandad och medan vi sett stärkta nivåer i exempelvis Kina och Ryssland, så är signalerna för Indien och framförallt Brasilien fortsatt svaga.

I fokus: Politiska risker 2017

I denna fokusdel har vi i tidigare strategirapporter sett på de möjliga effekterna av en Brexit och det amerikanska presidentvalet. Dessa händelser ledde till att den politiska osäkerheten steg kraftigt under föregående år, men det finns all anledning att räkna med ytterligare turbulens under året, inte minst efter att Donald Trump invigs i presidentrollen den 20 januari. Mätningar som bedömer den politiska risken pekar på den högsta nivån sedan det andra världskriget och indikatorer som mäter den ekonomisk-politiska osäkerheten har stigit för alla större ekonomier. Nedan vill vi försöka sammanställa några av de främsta politiska riskerna framöver, vad vi tror är den mest sannolika utvecklingen och vad som kan bli effekten på värdepappersmarknaderna.

USA blir mer protektionistiskt?

Hittills har marknader tolkat Trumps tillväxtvänliga politik som positiv och vi räknar med att tillväxten gynnas under året, inte minst då exempelvis den väntade sänkningen av bolagsskatten har ökat optimismen kraftigt bland bolagen. Även de väntade infrastruktursatsningarna lär bli relativt enkla att ta beslut kring. Det är förmodligen för tidigt att oro sig över det ökade budgetunderskottet som följer innan vi ens vet vilka beslut som fattas, men vår bedömning är att alltmer fokus hamnar på den ökade protektionism. Den amerikanska globala ledarrollen har minskat och inte minst i samband med Trumps presskonferens har det blivit allt tydligare att amerikanska intressen kommer att vara prioriterade under de närmaste åren. Kommer straffullar att införas mot Kina och Mexiko kommer det att initialt leda till ett ökat inflationstryck på den amerikanska ekonomin och ett högre ränteläge, men framförallt ökar även risken att andra länder med stort exportberoende kommer att bli förlorare. De länder som de senaste decennierna har varit vinnare på globaliseringen kan därför initialt försvagas relativt, men samtidigt ska man komma ihåg att exempelvis den stora kinesiska ekonomin nu kan stå på egna ben.

Vår bedömning är inte att det blir ett regelrätt handelskrig utan att en del av detta handlar om retorik. Trump har exempelvis anklagat Kina för att försvaga sin valuta, men den fallande valutareserven pekar snarare på stödköp från den kinesiska centralbanken samtidigt som vi ser fallet för yuane främst som en effekt av den starka dollarn. En viss

fortsatt negativ påverkan på den globala handeln är dock att räkna med, vilket är inflationsdrivande.

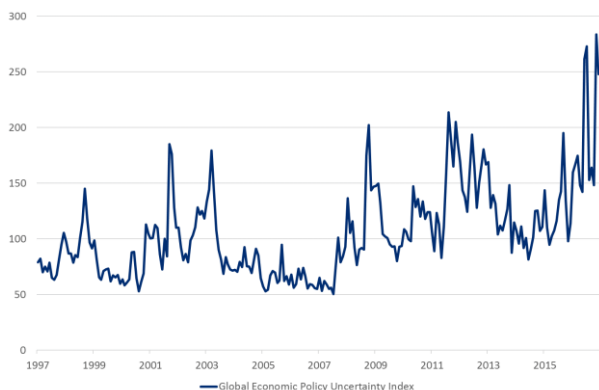
Ett splittrat EU?

Föregående års oväntade utfall i Brexitomröstningen ligger naturligtvis fortsatt i fokus. Tidigast i slutet av mars är det tänkt att aktiveringen av EU-fördragets Artikel 50 kan ske, men även om detta görs kvarstår många år av förhandlingar där ett nytt handelsavtal förmodligen kommer att kunna vara på plats tidigast år 2020. För Storbritannien kan detta innebära en fortsatt press på pundet, men internationella investerare oroar sig även för eurons framtid. Under året väntar en rad val i bland annat Tyskland och Frankrike. Angela Merkels stöd har minskat och partiet AfD har nått högre opinionssiffror, men det är ändå troligt med en fortsatt stor koalition med CSU/CDU och SPD. I Frankrike har det största stödet för Marine Le Pen minskat något de senaste åren, men på senare tid är det ändå tydligt att valet står mellan henne och Francois Fillon. Le Pen har lovat en folkomröstning om den Europeiska Unionen och osäkerheten kring EU-samarbetet skulle förmodligen bli än större än vid Brexitomröstningen. Med det sagt är stödet för den Europeiska Unionen fortsatt högt i de flesta mätningar, där undersökningar i de stora ekonomierna med övervägande majoritet visar ett fortsatt önskat medlemskap. Skulle dock Le Pens förutsättningar förbättras de närmaste månaderna kan vi räkna med en ökad riskpremie för främst franska statsobligationer, som under de senaste månaderna redan har stigit. Detsamma gäller förutsättningarna i Italien, där man i slutet på föregående år röstade nej till en ny konstitution och där Matteo Renzi valde att avgå. I Italien är befolkningen något mer negativt inställd till euron, men samtidigt gynnas landet relativt mycket av medlemskapet. Fortsatt är fokus på den underkapitaliserade italienska banksektorn och den ökade statsskulden. Skulle oron i samband med det väntade valet under slutet av året öka kan vi även här räkna med en tydlig riskpremie.

Slutligen kan vi räkna med att ovan risker kan ge spridningseffekter och i sämsta fall leda till oväntade överreaktioner från bland annat ryskt och kinesiskt håll. Vårt huvudscenario är dock fortsatt en begränsad marknadspåverkan även om vi kan räkna med något förhöjda riskpremier.

I fokus: Politiska risker 2017

Hög politisk risk



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En mätning över den globala ekonomisk-politiska osäkerheten är alltjämt ökande. Risker finns i flera delar av världen, men hittills har värdepappersmarknader inte reagerat på det.

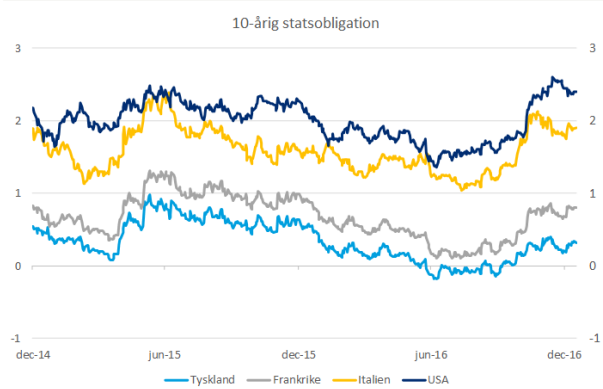
Utvecklingen för den globala handeln har varit svag



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tillväxten för den globala handelns volym visar en lägre förändringstakt. Hotet om mer protektionism från främst amerikanskt håll kan drabba exportberoende nationer.

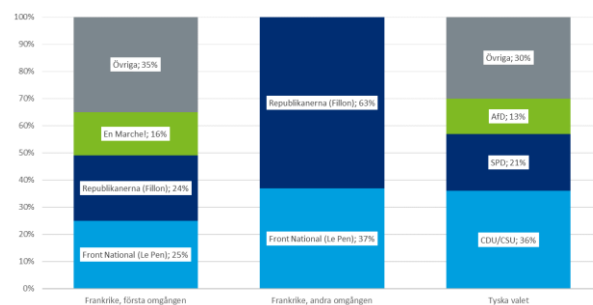
Långa obligationsräntor har börjat stiga



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Om osäkerheten kring valen i Tyskland och Frankrike tilltar kan vi räkna med att marknadens oro för EU-samarbetet skulle öka. Det i sin tur kan leda till högre obligationsräntor, hittills har dessa dock främst stigit på grund av förbättrade framtidsutsikter.

Aktuella opinionsundersökningar i Frankrike och Tyskland



Källa: BVA, Forschungsgruppe Wahlen, Söderberg & Partners

Aktuella opinionsundersökningar visar att det finns ett tydligt stöd för Front National i Frankrike och AfD i Tyskland, men att en valvinst inte är huvudspåret. Om så mot förmodan sker kan förnyad oro för den europeiska unionens framtid uppstå.

USA: Makroekonomi

Fjölåret avslutades med ett starkt sentiment

Fjölåret startade i enlighet med säsongsmönstret med ett svagt första kvartal tillväxtmässigt. Sedan dess har det sett allt bättre ut, och tredje kvartalet visade en uppräknad årstakt om hela 3,5 procent. För helåret väntas dock en tillväxt på 1,6 procent, för att sedan öka till 2,3 och 2,5 procent för 2017 respektive 2018. Något som talar för en stark ekonomisk aktivitet är framåtblickande sentimentsindikatorer. En sådan är ISM:s inköpschefsindex för industrin som i december noterades till 54,7. Så sent som i augusti låg indexet under det 50-streck som skiljer kontraktion från expansion. Detta accentueras ytterligare av att den mest framåtblickande komponenten i indexet, orderingången, noterades till hela 60,2. Även optimismen bland småföretag är på mycket höga nivåer, den högsta sedan 2004 enligt National Federation of Independent Business (NFIB). Ytterligare dollarstyrka kan dock komma att sätta framförallt exportbolagen under press, orsakad av bland annat minskad konkurrenskraft på ett globalt plan. Detta var ett tydligt problem när dollarn var som starkast inför den första räntehöjningen i december 2015. Även konsumtionen fortsätter att driva på den ekonomiska utvecklingen med en gynnsam konsumentmiljö som grund. Ett högre ränteläge och återhämtade energipriser kan matta av detta framöver, men en fortsatt stark arbetsmarknad och en lönetillväxt som har tagit fart lär hålla hushållens förtroende på tillväxtfrämjande nivåer.

Fortsatt Trump-fokus

Inte helt oväntat tog Donald Trump mycket av rampljuset under fjölåret, och det krävs inte mer än en titt på den nyvalde presidentens Twitter-konto för att konstatera att den kommande mandatperioden kan bli av det ovanligare slaget. Hittills har dock mycket av informationen ute i etern handlat om åsikter och spekulation kring kommande politik. Marknaden tycks ha fokuserat på den tillväxt- och inflationsutveckling som Trump väntas föra med sig, och det vi har sett sedan valutgången är stigande marknadsräntor och inflationsförväntningar, om än från mycket låga nivåer. Den potentiella uppsidan tyngs dock något av risken för handelskrig, men vi behöver invänta tillträddandet 20 januari för att kunna bedöma hur dessa faktorer kommer spela ut. På bolagsnivå kan de sänkta skatter

och avregleringar som Trump premierar innebära en skjuts, men å andra sidan kan som tidigare nämnt en alltför stark dollar komma att hämma framförallt exporten.

Strama arbetsmarknadsförhållanden

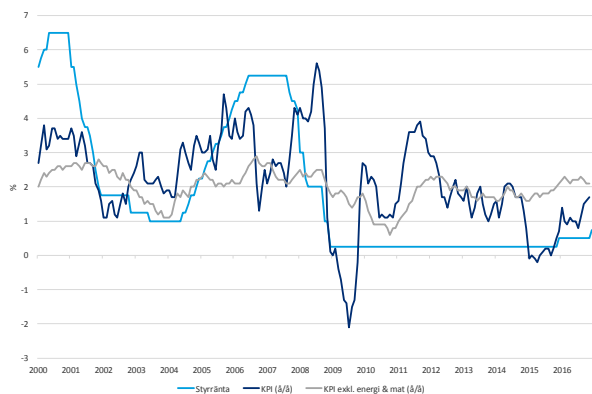
Den amerikanska arbetsmarknaden har, en kortvarig svacka i maj till trots, visat styrka och förbättring under en längre tid. Den genomsnittliga månatliga sysselsättningstillväxten har förvisso bromsat in sedan 2015, men som vi har nämnt vid tidigare tillfällen är detta en naturlig utveckling för en allt stramare arbetsmarknad. Värt att poängtera är att nivån fortsatt ligger över det spann som Federal Reserve (Fed) bedömer är tillräckligt för att hålla arbetslösheten på dagens nivåer. Just arbetslösheten är också praktiskt taget på den nivå som bedöms utgöra full sysselsättning. I ett sådant arbetsmarknadsklimat har vi tidigare poängterat att lönetillväxten bör ta fart, något som också har skett. Ser vi till två av de vanligare måtten för lönetillväxt, genomsnittliga timlöner och Atlanta Feds lönemått, så är den årliga löneinflationen idag 2,9 respektive 3,9 procent. För den sistnämnda så är det högsta tillväxten sedan november 2008.

Ett mer optimistiskt Federal Reserve

Precis som väntat höjde Fed i december styrräntan med 0,25 procent vilket gör att den nu ligger i spannet 0,50-0,75 procent. I grund och botten berodde höjningen på att man ser att den amerikanska ekonomin har stärkts, och att man är nära att nå målen med sina två mandat vad gäller inflation och arbetsmarknad. Då beslutet att höja i sig var helt inprisat av marknaderna var det än mer intressant att få vetskap om hur ledamöterna ser på framtida höjningar. För första gången på länge ser vi faktisk att medianen av de individuella ledamöternas prognoser faktiskt justeras upp. Man väntar sig nu tre höjningar under 2017, upp från två höjningar under septembermötet. Den totala inflationen ligger i dagsläget på 1,7 procent medan den underliggande inflationen, rensat för energi- och matpriser, noteras till 2,1 procent och har varit relativt oförändrad det senaste året. Eventuella finanspolitiska åtgärder initierade av Trump gör att riskerna snarare är på uppsidan denna gång, och skulle kunna innebära en snabbare räntehöjningstakt än vad marknaderna har prisat in i dagsläget.

USA

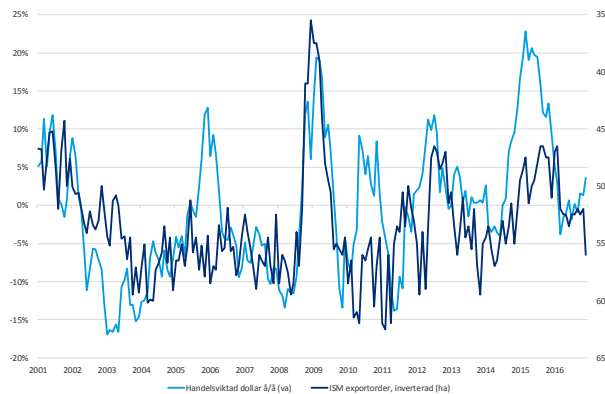
Federal Reserve höjde återigen räntan i december



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med både en total och en underliggande inflation kring målnivån bedömde Federal Reserve att det var dags för denna räntehöjningscykels andra höjning, ett år efter den första.

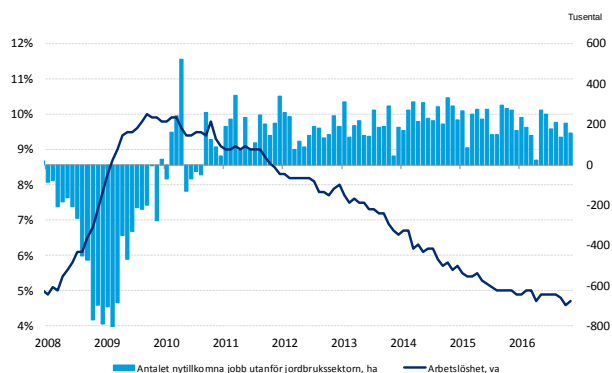
Exporten ännu ej påverkad av stark dollar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Teoretiskt sett bör en stark dollar hämma exporten, vilket den också har tenderat att göra historiskt sett. Den dollarförstärkning vi har sett efter valet har ännu inte haft denna negativa effekt. Tvärtom har ISM:s exportorderkomponent stärkts.

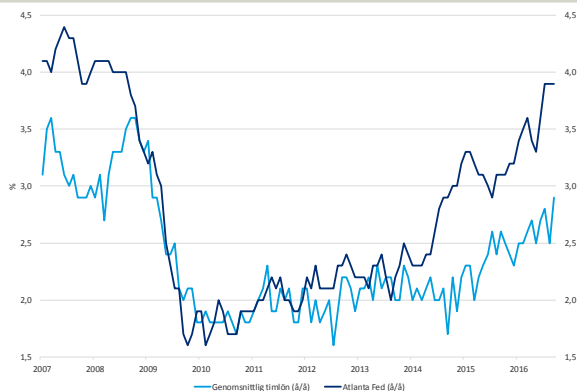
Fortsatt stram arbetsmarknadsmiljö



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En ihålligt stark arbetsmarknad var en av faktorerna som möjliggjorde ytterligare en räntehöjning från Federal Reserve i december månad.

Tydlig löneinflation



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den starka arbetsmarknaden har inneburit att lönerna äntligen har börjat röra sig uppåt, en utveckling som lär fortsätta.

Europa: Makroekonomi

Inköpschefsindex vittnar om starkt ekonomi

Fjolåret präglades för europeisk del av politisk oro. Trots detta har den ekonomiska utvecklingen tuffat på i relativt stabil takt, och framförallt det avslutande halvåret visade ökad stabilitet inom regionen. Denna utveckling har fortsatt in i 2017, där de få indikationer vi har fått vetskap om hittills har överraskat på uppsidan. December månads inköpschefsindex, både för industrin och tjänstesektorn, underströk och förstärkte bilden av en accelererande ekonomisk aktivitet. Mätningarna för respektive sektor är tydligt över 50-strecket, och för de enskilda medlemsländerna kröp exempelvis den tyska industrisiffran upp till 55,6. Även motsvarande siffra för Storbritannien, som fick sig en ytterst kortlivad kallduch precis efter Brexit-omröstningen, stärktes till hela 56,1. Hushållens konsumtion kommer fortsatt vara en viktig faktor även framledes, och även om högre inflation kan dämpa utvecklingen något så ger den senaste tidens ökade sysselsättning stöd åt ytterligare styrka i det avseendet. IMF:s tillväxtprognoser tyder dock på en marginell inbromsning i relation till fjolårssiffrorna, där tillväxten väntas bli 1,7 procent och 1,6 procent under 2016 respektive 2017.

Lägre takt för tillgångsköp

Efter en period med relativt händelsefattiga besked från Europeiska centralbanken (ECB) presenterade Mario Draghi i december ett penningpolitiskt besked som i många avseenden var tvetydigt. Samtliga räntor lämnas oförändrade, men man kommer från och med april 2017 att minska sina tillgångsköp från 80 till 60 miljarder euro per månad. Det ska dock tilläggas att tillgångsköpsprogrammet förlängs i nio månader till och med december 2017, vilket är ett längre tidsspann än marknadens förväntning på en förlängning med sex månader. Summerar vi detta innebär det att man totalt sett har aviserat mer köp, även om den lägre månatliga nivån i sig kan ge signaler om fortsatta reduktioner. Det kan också ses som att man efter en period med mörkare utsikter återgår till den ursprungliga nivån på tillgångsköp. Den viktigaste punkten var dock detaljerna om att man tar bort regeln om att bara kunna köpa obligationer som handlas till en ränta ner till och med depositräntan, det vill säga -0,4 procent, samt att man minskar den lägsta löptiden på obligationerna från två till ett år. Detta

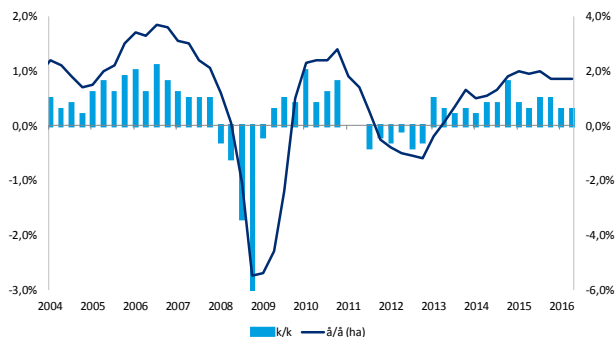
utökar det möjliga utbudet för köp ganska markant, då man nu teoretiskt sett skulle kunna köpa tyska femåriga statsobligationer. Ovan nämnda faktorer resulterar framförallt i en viktig punkt, att avkastningskurvans lutning ökar. Det faktum att man nu kan köpa obligationer med räntor under depositräntan och möjligheten att inkludera kortare löptider pressar de kortare räntorna, medan nedtrappningen i sig gör att långräntor stiger. En brantare avkastningskurva är exempelvis gynnsam för bankernas intjäning och bör i sig ge större möjligheter för utlåning till den privata sektorn, något som i sin tur parerar den minskade penningtillväxt som reduktionen av ECB:s tillgångsköp medför.

Politiken fortsatt i centrum

Som konstaterats i avsnittets första mening var Europa kantat av stor oro under det gångna året, inte minst en politisk sådan. Allra störst plats tog Brexit-omröstningen, men den initialt negativa reaktionen blev mycket kortlivad. Senare under året fick vi se en folkomröstning i Italien där folket röstade ner de konstitutionella reformer som tidigare premiärminister Matteo Renzi föreställde sig skulle få ordning på den italienska ekonomin, ett steg bort från dagens politiska dödsläge. Inte heller det utfallet, om än väntat, innebar någon större påverkan. Precis som 2016 kommer 2017 bli ett år där politiken står i fokus, där bland annat Brexit-förhandlingarna ska inledas i praktiken. Vi väntar även flera viktiga val i de europeiska kalendrarna, där orosmomentet är att populistiska partier ska vinna allt mer mark. Valen i Nederländerna, Frankrike och Tyskland kommer bli viktiga hållpunkter under året. Ska fjolårets utveckling lära oss något är det dock att inte överskatta marknadspåverkan som dessa politiska händelser medför. Faktum är att vi tenderar att överskatta sådana eventrisker på kort sikt då de präglas av en stor osäkerhetsfaktor, men givetvis kan politiska förändringar få betydande genomslag på lite längre sikt. Medan dessa risker fortfarande finns på nedsidan så är det mesta förmodligen redan inprisat av marknaderna, vilket betyder att det finns potential på uppsidan om det så kallade politiska etablissemang gör bättre ifrån sig än väntat. För även om de populistiska partierna inte kommer till makten innebär deras framfart en stor press på unionens legitimitet.

Europa

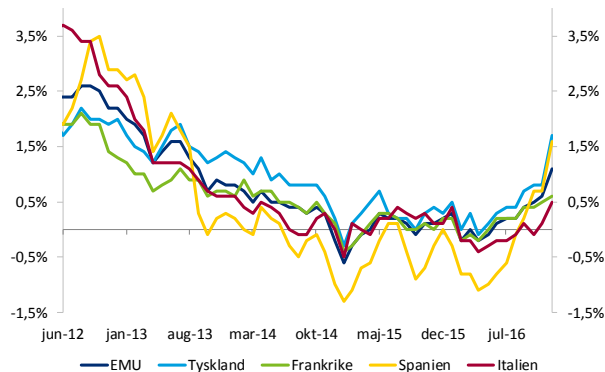
Stabil tillväxttakt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en överhängande politisk oro har den ekonomiska utvecklingen inom Eurozonen påvisat god stabilitet.

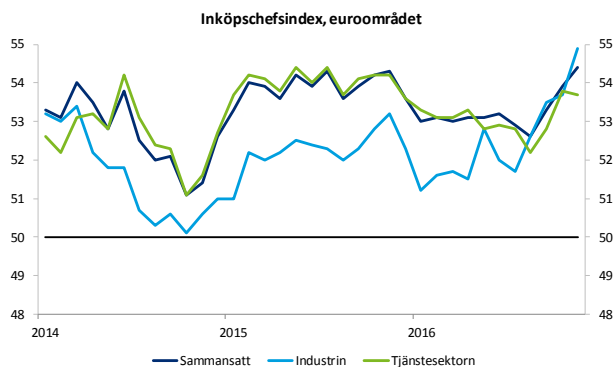
Tillfällig skjuts från energipriser



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den senaste mätningen av den totala inflationstakten pekar rakt uppåt, men då utvecklingen grundar sig i baseffekter från tidigare mycket låga energipriser är den av mer tillfällig karaktär.

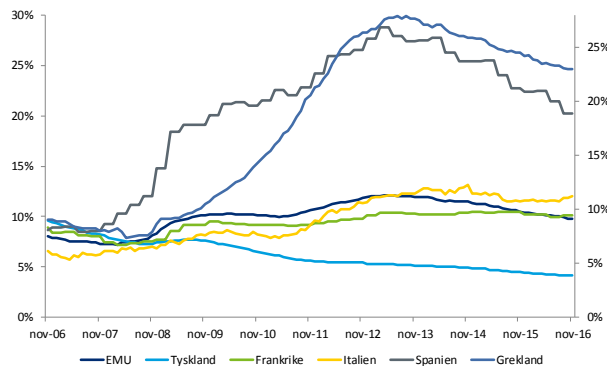
Mycket starka sentimentssiffror



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inköpschefsindex för både industrin och tjänstesektorn pekar på en ekonomisk tillväxt utöver det vanliga för regionen.

Arbetslösheten faller sakta men säkert



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten faller sakta men säkert samtidigt som sysselsättningen har ökat den senaste tiden, något som ger stöd för hushållens konsumtion.

Sverige: Makroekonomi

Lägre, men fortsatt stark tillväxt

Fjölåret innebar något av en nedväxling för svensk ekonomi, något som framförallt kunde urskönjas av det första kvartalet. Men någon kräftgång handlar det inte om överhuvudtaget, och senaste BNP-mätningen visade en årlig tillväxttakt om 3,6 procent, en mycket stark tillväxt ur ett globalt perspektiv. Enligt IMF:s tillväxtprognoser kommer den slutgiltiga tillväxten under 2016 ligga på 3,4 procent, och kommer sedan bromsa in ytterligare till 2,4 procent. Detta är inga dåliga siffror i relation till övriga utvecklade marknader.

Goda förutsättningar för industrisektorn

Med ett allmänt pressat ränteläge och energipriser som trots en stark återhämtning fortsatt är låga är det inte konstigt att konsumtionen är en viktig drivande faktor i den totala ekonomiska utvecklingen. En faktor som dock har dämpat denna effekt är att hushållen faktiskt har ökat sitt sparande. Blickar vi framåt bedömer vi att de konsumentvänliga tendenserna ovan kan komma att sakta ned. Botten är enligt våra bedömningar nådd när det kommer till ytterligare räntesänkningar och en övergång till en räntenormaliseringsprocess inom en inte alldeles för avlägsen framtid går inte att utesluta, samtidigt som konsumtionsutrymmet från tidigare mycket låga energipriser klingar av något. En annan viktig och drivande faktor har varit det mycket omfattande bostadsbyggandet som fortsätter att överraska positivt, samtidigt som den svaga kronan bör gynna den exporttunga industrin framledes. Detta vittnar även det senaste inköpschefsindexet för industrin om, som med en notering på hela 60,1 är betydligt högre än balansgränsen vid 50 och bör innebära en stark ekonomisk aktivitet utöver det vanliga. Även KI-barometern spelar på samma melodi, och ska gamla samband hålla bör vi få se en tillväxttakt klart över dagens nivåer.

Tydligare löneinflation kan ligga i korten

Trenden inom arbetsmarknaden fortsätter att peka åt rätt håll, även om det går i en långsam takt, där både arbetslösheten och sysselsättningen visar goda tecken. Precis som vi har flaggat för i tidigare strategirapporter så drivs denna förbättring i huvudsak av svenskfödda, medan bilden ser klart mer kontrasterande ut för

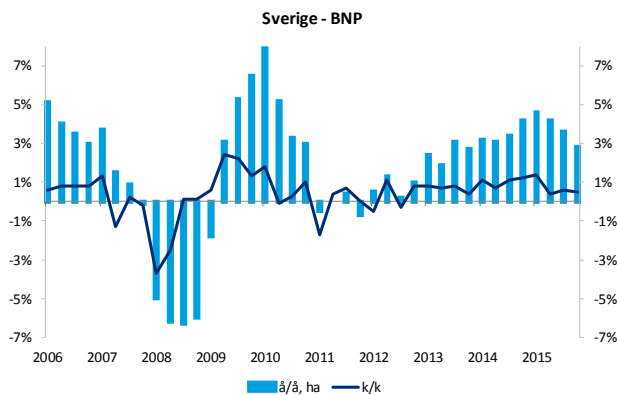
utlandsfödda. Detta ger givetvis skäl till oro, inte minst då kommande integrationsproblematik grundade i flyktingsituationen 2015 kan accentuera detta faktum ytterligare. En mer positiv utveckling är dock att vägen tycks vara breddad för en accelererande lönetillväxt. Något som talar för det är att mer än en tredjedel av de svenska företagen uppger att de har svårt att hitta den arbetskraft de behöver. Stigande löner kommer att vara en av de största drivkrafterna för ett stigande underliggande inflationstryck.

Inflationstakten över Riksbankens prognosbild

Vid det senaste penningpolitiska mötet valde Riksbanksdirektionen att lämna reporäntan oförändrad på -0,50 procent samtidigt som man förlängde tillgångsköpsprogrammet med totalt 30 miljarder kronor. Det innebär en fortsatt expansiv penningpolitik från Riksbankens sida, men det finns en oenighet inom direktionen som enligt vår bedömning tyder på att man har kommit till slutstationen vad gäller ytterligare stimulanser och framförallt när det kommer till räntesänkningar. Penningpolitiken har under en längre tid varit frikopplad från den realekonomiska styrka som vi har sett i Sverige, något som accentueras ytterligare av de tidigare nämnda sentimentsindikatorerna, exempelvis KI-barometern. Att man trots detta har haft en dragning mot mer lättnader beror givetvis på att inflationen tidigare har understigit målbilden. Den har dock rört sig tydligt uppåt, och det finns tecken på att den kan accelerera ytterligare. Efter en lång period av fallande råvarupriser, som har pressat inflationen, kommer vindarna vända framöver och dessa kommer istället ha motsatt effekt. Den utvecklingen och dess effekter kan givetvis bli tillfällig, men det finns även andra faktorer som talar för en högre inflation, exempelvis de tidigare nämnda utsikterna för löneutvecklingen. Skulle dessa faktorer materialiseras finns det en risk att Riksbanken tvingas höja räntan i en snabbare takt än man själva tror idag, där man väntar sig en första höjning i början av 2018. I dagsläget ligger KPI på 1,7 i årstakt, medan KPI med fast ränta (KPIF) ligger strax under inflationsmålet på 1,9 procent. Den viktigaste siffran, KPIF exklusive energi- och matpriser, ligger dock på lägre 1,3 procent, men samtliga mått ligger för en gångs skull norr om Riksbankens egna prognoser.

Sverige

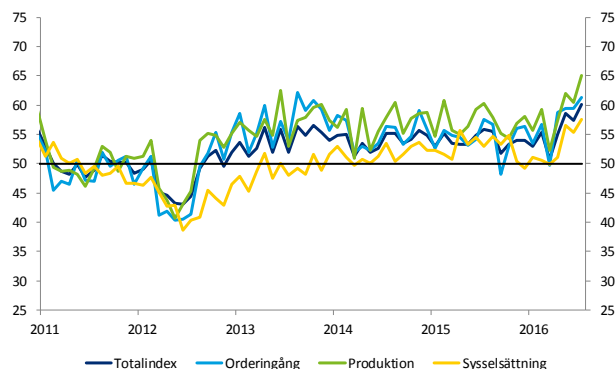
Svensk tillväxt är fortsatt stark



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svensk BNP-tillväxt är fortsatt starkast bland de utvecklade ekonomierna, men har bromsat in något.

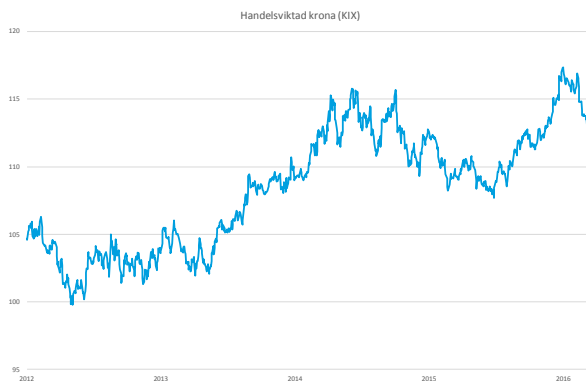
Mycket starkt inköpschefsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Precis som de europeiska motsvarigheterna så har de svenska inköpscheferna blivit mer optimistiska. Noteringen för industrisektorn låg i december på höga 60,1.

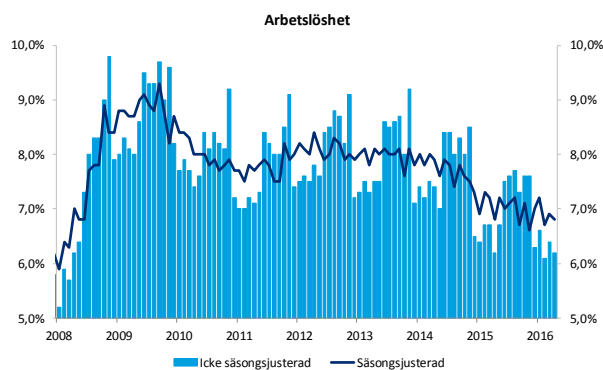
Kronkursen i fokus



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Kronans växelkurs är en viktig parameter för Riksbanken och har stärkts något den senaste tiden. Den ligger dock troligtvis fortsatt i ett spann som Riksbanken är relativt komfortabel med.

Obalanser på arbetsmarknaden



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lägre arbetslöshet och fortsatt god sysselsättningstillväxt i Sverige, men parallellt med detta finns det stora obalanser där arbetslösheten bland utrikesfödda fortsatt är mycket hög.

Japan: Makroekonomi

Fortsatta makroekonomiska motvindar

Att penningpolitiken i stor utsträckning har nått vägs ände har varit ett relevant tema ur ett globalt perspektiv, och för Japans del är det extra tydligt. Premiärminister Shinzo Abe tycks dock fortsatt hängiven sitt trehövdade reformprogram Abenomics, som i form av penningpolitik, finanspolitik och strukturella reformer är tänkt att uppnå långsiktigt hållbar tillväxt och leda till en inflationstakt kring två procent. Vägen dit har inte varit den lättaste, och ännu är det långt kvar innan man kan kalla Abenomics för ett lyckat projekt. Ett fortsatt problemområde är privatkonsumtionen, där en mycket stram arbetsmarknad ändå inte har lyckats få upp löneinflationen i den mån att hushållen är villiga att spendera. Detta är ett stort problem, då uteblivna löneökningar kommer att dämpa hushållens tro om bättre tider, vilket gör att den positiva spiral Abe önskar inte tar fart. Även åtgärder för att få bolagen att börja spendera i en större utsträckning behövs då investeringstakten inte har legat på önskade nivåer. Det finns dock vissa positiva tecken, bland annat tillväxttakten som för första gången sedan 2013 har visat positiva utfall tre kvartal i följd. Enligt IMF:s tillväxtprognoser väntas en BNP-tillväxt på 0,9 procent för helåret 2016, för att sedan uppvisa en tillväxt på 0,8 procent under innevarande år. Detta är ganska markanta upprevideringar sedan sommarens prognoser som pekade på en tillväxt kring 0,1 procent för helåret 2017.

Nytt fokus för Bank of Japan

Vår positiva syn på regionen under större delen av 2015 grundade sig i den mycket stimulerande penningpolitik som centralbanken förde med en deprecierad yen som resultat, samtidigt som stort fokus riktades mot aktieägarvänlighet hos de japanska bolagen. Men utvecklingen under 2016 var minst sagt problematisk för Bank of Japan, som i och med införandet av minusränta under inledningen av året hade hoppats på en svagare yen och i förlängningen högre inflation och skjuts till exporten. De finansiella marknaderna reagerade dock med motsatt effekt, var på Bank of Japan gjorde en djuprotad utvärdering av sin penningpolitik, något som resulterade i en ny

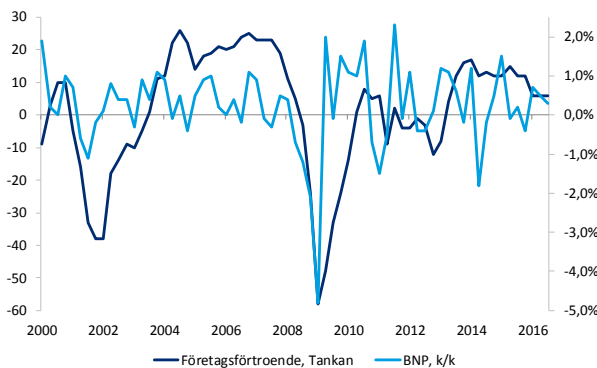
parameter för centralbanken att ta hänsyn till. Förutom verktyg som stödköp och styrräntan kommer man numera även ägna sig åt så kallad kurvkontroll, med andra ord att styra avkastningskurvan. Detta går i stora drag ut på att räntan på alla japanska statspapper upp till tio år ska ligga på eller under nollstrecket, detta i ett försök att ge skjuts åt ekonomin och uppnå sitt inflationsmål. Att lyckas hålla den japanska tioåriga statsobligationen på 0 procent i ett skede där marknadsräntorna på ett globalt plan stiger är må hända inte det lättaste, men taktiken lär resultera i en fortsatt ökad räntedifferens med resten av världen med en försvagad yen som resultat.

Finans- och penningpolitik, sida vid sida

Medan det är just penningpolitiken som har haft en central roll inom Abenomics sedan start har man inte längre riktigt alla ägg i samma korg. Under fjolåret presenterade man ett omfattande finanspolitiskt program som kommer att försöka tackla de problem man har framför sig från ett annat håll. Exempelvis kommer stora infrastruktursatsningar att finansieras, men även åtgärder riktade direkt till hushållen är på agendan. Ökade minimilöner är en sådan åtgärd och förhoppningarna är precis som tidigare att årets löneförhandlingar, Shuntō, ska komma att försäkra arbetarna om en mer hållbar löneutveckling framöver. Andra åtgärder är bland annat en reducering av antal arbetade år för att inkluderas i det nationella pensionssystemet, samt räntefria studiemedel och stipendium. Målsättningen med samtliga av dessa åtgärder är att minska de finansiella kostnaderna för hushållen och ändra den inpräntade mentaliteten, där hushållen hellre håller i pengarna och sparar till framtida utgifter, och istället få dessa att börja konsumera i en högre utsträckning. Lyckas man med detta finns det anledning att tro att snabbare tillväxtsiffror kan ligga i korten. Enligt vår bedömning bör även fortsatta insatser gällande strukturella reformer genomföras för att motverka de demografiska motvindar som föreligger. Man har redan idag kommit en bit på vägen i det avseendet, men frågan är om det är tillräckligt.

Japan

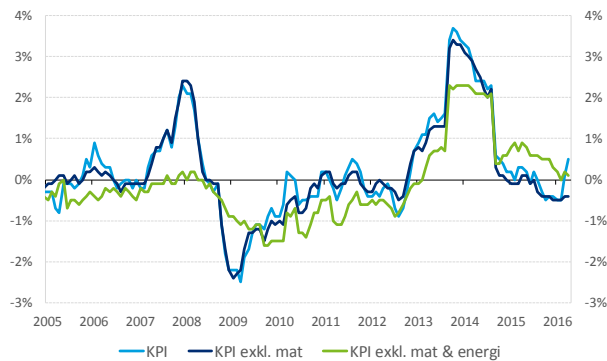
Trög realekonomisk utveckling



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

För första gången sedan 2013 har tillväxttakten varit positiv tre kvartal i följd, men företagsförtroendet har fallit tillbaka.

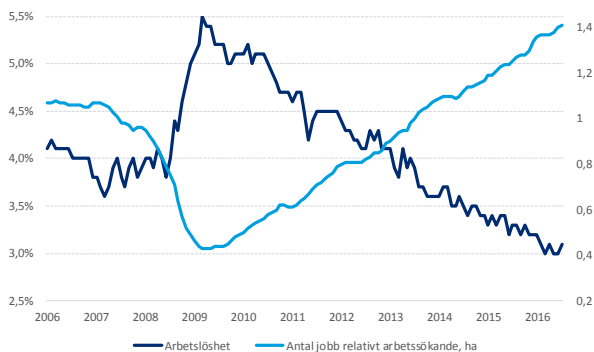
Fortsatt lågt inflationstryck



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Utan ett tydligt underliggande inflationstryck kommer Bank of Japans expansiva penningpolitik fortlöpa.

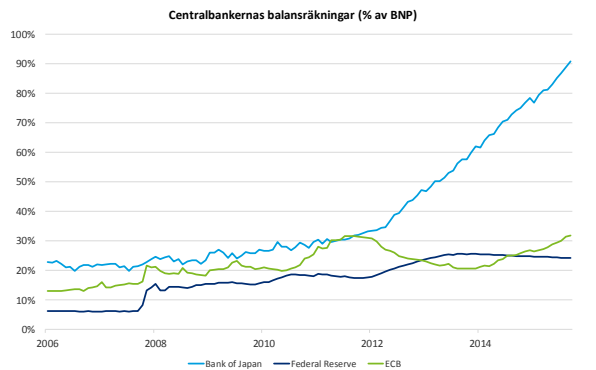
En mycket stram arbetsmarknad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med en arbetslöshet på 3,1 procent och en nivå på antal jobb i relation till arbetssökande som har ökat stadigt de senaste åren är förhoppningarna att lönetillväxten ta vid. Detta har ännu inte skett, och förblir en viktig faktor för att få igång konsumtionen.

Har penningpolitiken nått vägs ände?



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Bank of Japan driver fortsatt den överlägset mest stimulerande penningpolitiken i relation till BNP.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Tillväxtländer i bättre skick

Under 2016 gynnades tillväxtmarknaderna inledningsvis av en rekyt i råvarupriserna samt inbromsningen av dollarförstärkningen efter att Federal Reserve genomförde sin första räntehöjning under slutet av 2015. En viss osäkerhet har dock infunnit sig efter det amerikanska presidentvalet, där Donald Trumps planer kring handelsbarriärer sätter ett frågetecken kring möjligheterna för de exportinriktade tillväxtländerna. Den förnyade styrkan i dollarn utgör också ett upplevt hot mot framförallt länder med bytesbalansunderskott och/eller stor skuldsättning i dollar. Särskilt utsatt i detta avseende är Mexiko där amerikanska strafftullar och andra protektionistiska åtgärder är i fokus, och redan kan vi konstatera att amerikanska biltillverkare valt att lägga produktion på hemmaplan istället för planerad expansion i Mexiko. Vi anser dock att situationen förbättrats i de länder som tidigare bedömdes vara mest utsatta, bland de nationer som benämns som "fragile-5" (Brasilien, Indien, Indonesien, Turkiet och Sydafrika) har exempelvis bytesbalansunderskottet halverats de senaste åren. Inflationen har också mildrats och kommit ned från extrema nivåer, en trend som väntas fortsätta under 2017 vilket ger möjligheter för en mer expansiv penning- och finanspolitik. I ett par ledande tillväxtmarknader har vi dessutom sett ett skifte i den politiska makten till en mer reformsinnad ledning vilket bör öka förtroendet för den ekonomiska utvecklingen och medverka till ökade investeringar. Sammantaget bedömer vi att motståndskraften mot höjda amerikanska styrräntor har ökat.

Kreditexpansionen under åren som ledde fram till finanskrisen har lett till ett behov av åtstramning under framförallt 2013-2015, men situationen verkar åtminstone i viss utsträckning normaliserats under det gångna året, vilket också gynnar investeringsviljan. Samtidigt har råvarupriserna stabiliserats, i vissa fall efter att överutbudet reducerats, vilket gynnar tillväxtmarknaderna. Länder som Brasilien och Ryssland väntas därmed lämna den negativa tillväxtfasen bakom sig under 2017. Under året väntas tillväxten i Ryssland nå 1,1 procent och i Brasilien 0,2 procent, att jämföra med fjolårets nivå på -0,6 respektive -3,5 procent.

Brasilien återhämtas

Efter att den råvarudrivna tillväxten i Kina mattades av har även den ekonomiska utvecklingen i Brasilien varit svag, och landet har under ett par års tid visat negativ tillväxt. Situationen förvärrades av en oklar politisk situation som slutligen ledde fram till att president Rousseff avgick. Även om ledande indikatorer som inköpschefsindex fortsatt tyder på ett negativt sentiment i industrin, den senaste mätningen på 45,2 innebar ytterligare en nedgång i indexet, bedömer vi att landet passerat bottenläget och att en viss återhämtning kan inledas. Vändningen väntas främst drivas av nettoexport och investeringar. Vi noterar att en lägre andel av lånen nu är denominerade i utländska valutor och att skulderna i offentlig sektor reducerats, vilket kommer att fungera som stöd. Hushållens skuldsättning är dock kvar på en hög nivå och andelen problemlån hos bankerna ökar, vilket innebär att privatkonsumtionen till skillnad från tidigare tillväxtfaser inte bedöms kunna driva utvecklingen. Den politiska osäkerheten har minskat efter ledningsskiftet, men vi har svårt att se att reformagendan blir särskilt omfattande eller att processen är snabb. Den fallande inflationsnivån bedöms också kunna skapa utrymme för stimulanser, och landets centralbank genomförde under hösten den första räntesänkningen på fyra år, vilket har följts av ytterligare två sänkningar till 13,0 procent.

Rysk osäkerhet kvarstår trots oljeprisuppgång

Den ryska ekonomin återhämtar sig i måttlig omfattning, i takt med att oljepriset stigit. Fortfarande är dock ekonomin under press och underskotten urholkar de reserver som landet byggt upp. Om trenden fortsätter i oförminskad omfattning väntas Ryssland stå utan reserver under 2019. De senaste uttalandena från landets centralbank har lite oväntat varit mer hökaktiga och bland prognosmakare väntas nu inga större räntesänkningar från dagens nivå på 10,0 procent. Det politiska läget är oförändrat med fortsatta sanktioner och motsättningar. Hur den politiska retoriken eventuellt kan komma att förändras efter att Trump tillträtt som president är också ett oskrivet blad. Med en förväntad stabil konjunkturtrend i Västeuropa bedöms dock länder som Polen och Tjeckien gynnas av den nära kopplingen till denna region.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Kinas tillväxt 6,7 procent för tredje gången i rad

Den kinesiska tillväxten har till synes fastnat på 6,7 procent, tre gånger i rad har de officiella tillväxtsiffrorna varit just det. Även industriproduktionen verkar ha parkerat på en nivå runt 6 procent. Många bedömare lyfter därmed åter fram att tillförlitligheten i den offentliga kinesiska statistiken är låg och att stabiliteten i siffrorna i själva verket är ett bevis för att den verkliga ekonomiska aktiviteten är tydlig lägre än vad som presenteras. Vi har i en tidigare strategirapport gjort en analys av den officiella statistiken i Kina och konstaterade att den över längre perioder sannolikt är relativt rättvisande men att den både i upp- och nedgångsfaser inte på ett korrekt sätt återspeglar skeendet i ekonomin. I dagsläget är det inte orimligt att anta att inbromsningen är större än vad makrostatistiken visar. Vår bedömning är dock att det är en kontrollerad avmattning som pågår och att den kommer att fortskrida, med betydande statlig styrning och inblandning i ekonomin.

Det verkar oavsett trovärdigheten i rapporteringen rimligt att anta att det momentum i tillväxt som vi noterat i Kina och övriga Asien under det andra halvåret kommer att fortsätta under 2017. Inte minst är detta drivet av stora kinesiska stimulanser via infrastrukturinvesteringar, däribland satsningen på 160 miljarder dollar i det så kallade "One Belt - One Road" med avsikten att underlätta handeln mellan länder i Asien, samt med deras handelspartners utanför regionen. Om skuldsättningen på flera tillväxtmarknader förbättrats under senare år, så är situationen i Kina den motsatta och vi har sett en konstant kreditexpansion sedan 2014. Kredittillväxten, med kraftigt ökade investeringar i fastighetssektorn som följd, har medfört att vi åter befinner oss på en expensionsnivå som inte är hållbar. Vi ser också från tid till annan oroande tendenser till bubblor i bland annat aktier, bostäder och vissa råvaror. Myndigheternas försök att balansera tillväxt och undvika bubblor har resulterat i en stop/go-politik som inte är långsiktigt önskvärd och skapar snedvridna riskincitament. Samtidigt är landets ledning uppenbart oroad för effekterna av en fallande tillväxt och den sociala oro som detta skulle kunna medföra. I det kortare perspektivet kommer ökade krediter dock att hålla ekonomin under armarna. Vi väntar oss med anledning av den politiska agendan och kommande partikongress

under hösten, där en större rockad väntas ske i partiledningen, att de kraftfulla stimulansåtgärderna kommer att hålla i sig under åtminstone det första halvåret 2017. Under de senaste månaderna finns vissa tecken på inflation i landet, producentpriserna har vänt till positiva siffror efter att varit negativa sedan 2012. I december steg priserna med 5,5 procent i årstakt med uppgångar för flertalet delkomponenter. Konsumentpriserna ligger dock konstant kring 2 procent och varken vi eller marknaden i övrigt ser inflation som ett kortsiktigt hot. En stigande inflation kan dock på sikt hämma konsumtionen och därmed hela omvridningen av ekonomin som pågår till ett mer konsumtionsinriktat samhälle.

I övriga Asien har tillväxttakten varit förvånansvärt stabil de senaste åren, och även prognoserna för kommande år ligger en i det närmaste oförändrad BNP-ökning i korten. För Asean-5 bedöms BNP stiga med 4,9 procent under 2017, i nivå med de senaste årens tillväxttakt. Mycket av trenderna sätts dock av läget i Kina som är drivande för regionens utveckling. Med en inbromsning i den kinesiska tillväxten finns även en indirekt risk i att kinesiska företag hamnar i direkt konkurrens med konkurrenter i sina grannländer. Tillväxtprognosen för Indien har justerats ned till 6,6 procent för fjolåret med en väntad uppgång till 7,2 procent under innevarande år. Förra årets skattereformer väntas ge en positiv effekt under den kommande perioden, men en fortsatt hög skuldsättning i privata företag och svaga balansräkningar hos bankerna hämmar investeringsklimatet. Kontantreformen, där större valörer på sedlar tas bort från marknaden, är ett sätt att komma åt korruption och skattefusk men väntas också kunna ha en kortsiktigt hämmande effekt på den övriga ekonomiska utvecklingen och är den främsta orsaken till de sänkta prognoserna för 2016. Vi bedömer att viljan till att reformera landet finns, men att det är lätt att underskatta tidsåtgången för att nå politisk acceptans och implementera åtgärderna. Emellertid utgör Indien tillsammans med Indonesien och Filippinerna de tre länder som väntas vara drivande i regionens tillväxt i ett mer långsiktigt perspektiv, där demografiska förutsättningar med ökande arbetskraftspopulation är avgörande faktorer.

Tillväxtmarknader

BNP-tillväxt och inköpschefsindex på tillväxtmarknader

	2016	BNP-tillväxt 2017	2018	Inköpschefsindex dec-16
BRIC-länderna				
Brasilien	-3,5	0,2	0,5	45,2
Ryssland	-0,6	1,1	1,2	53,7
Indien	6,6	7,2	7,7	49,6
Kina	6,7	6,5	6,0	51,4
Övriga tillväxtmarknader				
Mexiko	2,2	1,7	2,0	50,2
Sydkorea*	2,7	3,0	e.m.	49,4
Turkiet*	3,3	3,0	e.m.	47,7
Sydafrika	0,3	0,8	1,6	46,7
Östeuropa	2,9	3,1	3,2	
Asean-5**	4,8	4,9	5,2	

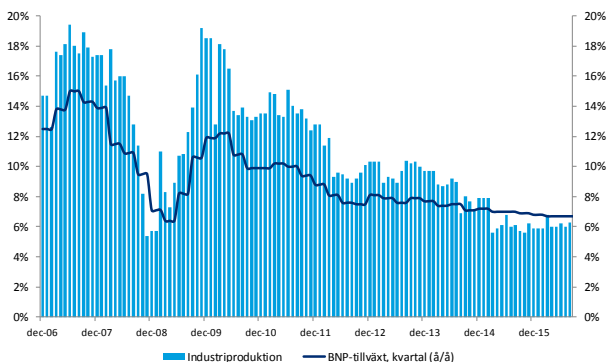
* Prognoserna ej uppdaterade i samband med IMF:s senaste revision den 16 januari 2017

** Indonesien, Malaysia, Filippinerna, Thailand, Vietnam

Källa: IMF, Söderberg & Partners

IMF:s uppdaterade prognoser från 16 januari i år visar på en återhämtning för Brasilien och Ryssland, men i en relativt långsam takt. Prognosen för Indien har justerats ned något och Kinas avmattnings fortgår. Övriga Asien och Östeuropa bedöms dock visa en fortsatt god tillväxttrend kommande år.

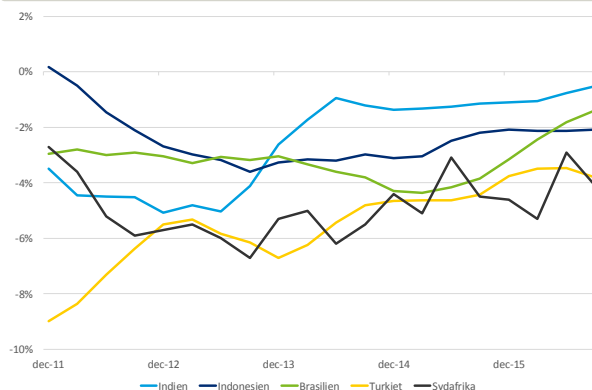
Kina: Både BNP-tillväxt och industriproduktion stabila



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den kinesiska tillväxten har planat ut under senare år. Under samtliga hittills rapporterade kvartal under 2016 har den officiella statistiken visat en BNP-tillväxt på 6,7 procent. Även industriproduktionen har legat stilla med en ökningstakt runt 6 procent. Fortsatta stimulanser talar för att tillväxten även under kommande år hålls uppe, inte minst med tanke på den stundande partikongressen under hösten.

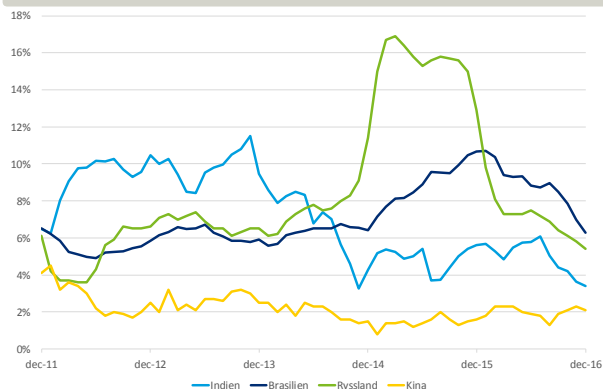
Förbättrad trend i bytesbalans hos de mest utsatta länderna



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Länder med stora bytesbalansunderskott bedöms vara mer utsatta vid valutarörelser. De senaste åren har det dock skett betydande förbättringar med minskade underskott. I kombination med fallande inflation och mer reforminriktad politik talar det för att motståndskraften är bättre denna gång.

Inflationen (KPI) på flera tillväxtmarknader faller från höga nivåer



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Råvaruprisernas påverkan på inflationen är tydlig på flera av tillväxtmarknaderna. De senaste åren har rörelserna varit dramatiska i framförallt Ryssland och Brasilien, men trenden har vänt och nedgången är snabb och öppnar upp för en mer expansiv penningpolitik. Även i Indien har inflationen under senare tid fallit snabbt. Den kinesiska inflationsnivån har dock varit stabil under en rad år.

Utsikter för de finansiella marknaderna

Globala aktiemarknader

Politik och stimulanser spelar fortsatt en central roll

Under hösten fortsatte politik och centralbankers agerande att stå i fokus på aktiemarknaden. Den globala konjunkturen stärktes och på börserna världen över syntes optimism. Börsåret 2016 avslutades starkt, uttryckt som MSCI World AC i kronor med 15,9 procent. Till grund för den rådande optimismen står bland annat den stärkta tillväxttron i spåren av Donald Trumps seger i det amerikanska presidentvalet i november. Förhoppningarna på reformer är stora, men i vanlig ordning är framtiden oviss och dessutom är osäkerheten stor gällande hur mycket av rådande reformförhoppningarna som kommer att bli verklighet. Att börserna idag styrs mycket av politik och stimulansers vara eller icke vara gör läget svårbedömt och det är ett beroende vi menar kommer att bestå under våren 2017.

Under åren som följt efter finanskrisen har fallande obligationsräntor och svaga inflations- samt tillväxtförväntningarna fått defensiva sektorer att överträffa cykliska, tillväxtaktier att gå starkare än värdeaktier och aktier med låg volatilitet att gå bättre än marknaden i stort. 2016 kom dock en vändpunkt och under hösten började tron på tillväxt att återvända. Penning- och finanspolitiska stimulanser gav en mer entydigt positiv effekt på ekonomisk tillväxt, inflationsförväntningarna började stiga och investerares intresse för mer riskfyllda placeringar ökade. Det fick till följd att samtliga tre trender vände tvärt och förhållandet har sedan dess varit det omvända. Vi bedömer att förutsättningarna för mer cykliska bolag såsom verkstadsbolag och banker är fortsatt goda varför vi förespråkar övervikt cykliskt framför defensivt som exempelvis telekom och dagligvarubolag. En väldiversifierad portfölj innehåller dock inslag av mer defensiv karaktär och bland annat erbjuder de underliggande trenderna inom hälsovård goda förutsättningar på lång sikt.

Den globala aktiemarknaden har stigit fem år i rad och en sådan uthållighet har inte skådats sedan i mitten av 1990-talet. Vi befinner oss sent i rådande konjunkturcykel och räntehöjningar har inletts i USA trots att den ekonomiska tillväxten är relativt svag, även om den förväntas öka, och inflationen stiger.

Då aktiemarknaden tenderar att vika ner tidigare än konjunkturen, är frågan vad det får för effekt på potentialen på börserna. I vår temadel i strategirapporten maj 2015 visade vi att historiskt sett stiger börserna inte bara inför att den amerikanska räntehöjningscykeln inleds utan även de första åren efteråt, eftersom klimatet för aktier då är gynnsamt, med god ekonomisk tillväxt och en högre riskvilja.

På global basis har de senaste årens negativa vinstrevideringstrend vänt till positiv, något som ger stöd för en fortsatt god börsutveckling och vår syn är att styrkan på börserna snarare kommer att underbyggas av stigande vinster än expanderande värderingar. Idag väntas vinsttillväxten på utvecklade marknader uppgå till 12 procent 2017 och 10 procent 2018 medan den för tillväxtmarknader motsvarande år väntas landa på 14 respektive 11 procent. Föregående års stora skillnaderna i försäljnings- och vinsttillväxt mellan USA och andra delar av världen bedöms därmed minska rejält under innevarande år, något som talar till andra marknaders fördel relativt USA.

Värderingen är på många håll hög, även om den i relation till ränteläget inte bör ses som alltför ansträngd. Däremot gör värderingsnivån tillgångsslaget känsligt för olika typer av negativa överraskningar. På 2017 års vinstprognoser ligger P/E-talet globalt på 16 och multipeln dras upp av värderingen på den amerikanska marknaden, som både i absoluta tal och sett relativt historiken är högt värderad. I andra änden av skalan återfinns Japan och till viss mån tillväxtmarknader.

Direktavkastningen i aktier världen över är idag hög och fortsatt på en högre nivå än historiskt snitt. Det gör att relativvärderingen mot obligationer ser mer attraktiv ut och lägger vi till faktorer som tron på en högre ekonomisk tillväxt och att stigande räntor slår mot obligationer är det svårt att inte se aktier som ett intressant placeringsalternativ.

Fortsatt gynnsamt aktieklimat

Sammantaget har vi fortsatt en positiv syn på aktier. Vi ser stöd i stigande vinster och en starkt konjunktur samtidigt som tillgångsslaget framstår som attraktivt i

Globala aktiemarknader

ett relativspel. Centralbanksstimulanser utanför USA och en rotation ut ur obligationer in i aktier när långräntorna stiger kommer även kunna bidra positivt, liksom att bolagen tack vare starka balansräkningar kan genomföra aktieåterköp. Vi ser även att förvärvsaktiviteten kan förbli hög tack vare starka balansräkningar. Förvärv bidrar till att skapa ytterligare värden på börsen och inte sällan gynnar det mindre bolag som ofta är uppköpskandidater. Stigande räntor och inflation är som tidigare inte nödvändigtvis ett problem för aktiemarknaden utan tenderar snarare att korrelera med en gynnsam utveckling på börsen, så länge förändringen sker kontrollerat och successivt samt grundar sig på en ökad tro på tillväxt. Historiskt är det istället framförallt under perioder av mycket snabbt stigande räntor och så kallad stagflation som aktier har gått dåligt, alltså när hög inflation mött låg tillväxt.

I investerares bakhuvud bör finnas att vi befinner oss sent i konjunkturcykeln samtidigt som förväntningarna är höga. Vi ser en ökad risk för tillväxtbesvikelse på lite sikt och såväl den politiskautvecklingen som centralbanksagerandet är fortsatt påtagliga risker. I Europa väntar ett antal politiska val, men också potentiellt startskott för Brexit. I USA ska Trumpadministrationens politik implementeras och i både USA och Europa är ökad protektionism ett växande orosmoln. Att det finns en stor portion hopp men också flera hot, inte minst mot global handel och säkerhetspolitiskt, gör att vi bedömer att svängningarna på aktiemarknader kommer att öka.

USA

Den amerikanska börsen nådde i mitten av december nya rekordnivåer och värderingen är tydligt högre än historiskt, oavsett vilket värderingsmått som beaktas. Sett till P/E-talet baserat på kommande tolv månaders vinstprognoser handlas den amerikanska börsen i termer av S&P 500 på högsta nivån sedan tidigt 2000-tal. Sedan bottennoteringen 2009 har värderingen stigit närmare 90 procent och de senaste 40 åren har mer kraftfulla multipelexpansioner än så endast ägt rum vid två tillfällen, i mitten på 1980-talet och under IT-bubblan. Expanderande värderingar hänger ofta samman med fallande räntor och försvagad inflation

vilket betyder att vi bedömer utrymmet för ytterligare multipelexpansion från där vi står idag, med stigande räntor samt inflation, som begränsat. Förbättrade vinster är istället avgörande för den amerikanska börsutvecklingen men förväntningarna är höga. Ett starkt konsumentförtroende, en god arbetsmarknad och förhoppningar om ytterligare förbättrad ekonomisk tillväxt spär på framtidsoptimismen och vi menar att nedsidesrisken är stor. Inte bara är förväntningarna högt ställda utan landets förmodade högre tillväxttakt ska dessutom finansieras med risk för ett stigande budgetunderskott. Den amerikanska statsskulden är redan hög och det kan aktualisera skuldtaksproblematiken igen, vilket i sin tur kan orsaka en kraftigare ränteuppgång än väntat och lägga sordin på optimismen på börsen.

För en svensk investerare är det dessutom viktigt att beakta dollarutvecklingen. Vi bedömer att mycket av dollarförstärkningen relativt kronan är historia och att det 2017 finns förutsättningar för en kronförstärkning. Svensk ekonomi befinner sig i högkonjunktur och samtidigt som minskade stimulanser kryper närmare även i Sverige minskar skillnaderna i relativ ekonomisk utveckling.

Europa

I Europa är vinstförväntningarna mer positiva än på länge och värderingen kommit ner. För första gången på sex år väntas vinststillväxt, även om mycket relateras till finans och råvaror. Tolv månaders framåtblickande P/E-tal i regionen är i nivå med hur det har sett ut historiskt och sett till så kallat cykeljusterat P/E-tal, alltså priset relativt bolagens inflationsjusterade snittvinster de senaste tio åren, handlas den europeiska aktiemarknaden till rabatt jämfört med historiken.

Den mest uppenbara risken för europeisk aktiemarknad, förutom risken att räntorna stiger snabbare än förväntat, är den politiska risken där bland annat ett antal val väntar under våren, såsom Nederländernas och Tysklands parlamentsval och Frankrikes presidentval. Till faktorer som kan påverka den europeiska aktiemarknaden positivt hör däremot finanspolitiska stimulanser, låga förväntningar på

Globala aktiemarknader

försäljnings- samt vinsttillväxt i jämförelse med USA och att tillväxtgapet mellan eurozonen och USA minskar. Europa är dessutom tydligt exportberoende och att tillväxtmarknaderna visar återhämtning ger stöd.

Japan

Den japanska aktiemarknaden är nära sammankopplad med utvecklingen i yenen, inte minst relativt den amerikanska dollarn. En yenförsvagning är positivt för den exporttunga japanska börsen och under hösten har utvecklingen därför varit god. Kurserna har stigit men även bolagsvinsterna, vilket har fått till följd att den japanska aktiemarknadens värdering inte har stigit på samma sätt som den har i exempelvis USA och Europa. Ur ett relativt värderingsperspektiv framstår därför japanska aktier som intressanta. Till deras fördel talar även andra faktorer såsom aktiemarknadsvänliga reformer som möjliggör stigande kapitaldistribution till aktieägare samt ökade aktieåterköp. Den positiva vinstrevideringstrenden bedömer vi kan bestå, dels tack vare viss makroekonomisk förbättring men också i och med en fortsatt svag yen. Skillnaderna mellan utvecklingen i den amerikanska ekonomin och den japanska är nämligen mycket stora och väntas dessutom öka. Detta medför att de stora räntedifferenserna mellan amerikanska och japanska långräntor kommer att bestå, vilket bäddar för en svag japansk valuta. Många utländska investerare är dessutom fortsatt underviktade japanska aktier vilket vi ser kan komma att reverseras om utsikterna förbättras och ge ökade inflöden. Vilket kan, om det infrias, ge stöd till den Japanska aktiemarknaden.

Tillväxtmarknader

Aktiemarknadsutvecklingen på tillväxtmarknader hänger ofta samman med rörelser i den amerikanska dollarn. Försvagas dollarn bli bolagen på dessa marknader i dollartermer finansiellt starkare och det får en positiv effekt på vinsttillväxt samt avkastning på eget kapital. Vidare brukar det vara en indikator på att investerarens riskaptit är högre vilket medför att kapital letar sig ut ur USA och in i mer riskfyllda marknader. Dessutom korrelerar ofta en svag dollar med stigande råvarupriser och det gynnar i sin tur många bolag i dessa regioner. Om dollarn tvärtom stärks tenderar

det att slå negativt, men det som framförallt är avgörande för utvecklingen på tillväxtmarknadsindex är i vilken hastighet dollarn och räntorna rör sig. Tillväxtmarknader har således även utvecklats väl under perioder av en stark dollar, men i större utsträckning underpresterat utvecklade marknader när dollarn stärks kraftigt. Under hösten syntes en anseilig dollarförstärkning och tillväxtmarknader, som fram till dess visat god utveckling under året utvecklades på nytt relativt sett sämre än utvecklade marknader.

Det finns idag många faktorer som talar till tillväxtmarknaders fördel och det i kombination med att vi inte tror på någon avsevärd dollarförstärkning från dagens nivåer resulterar i bedömningen att potentialen är fortsatt god, även om de makroekonomiska skillnaderna mellan länderna är stora. Två viktiga parametrar att beakta när det gäller tillväxtmarknaderna aktiepotential är den ekonomiska tillväxten och tillväxtmarknadernas inköpschefsindex (PMI), som tenderar att leda den ekonomiska tillväxten, har tydligt vänt upp. Dessutom väntas skillnaderna i tillväxttakt mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader öka under 2017 till tillväxtmarknaders fördel. IMF:s senaste prognoser indikerar att skillnaden i tillväxttakt mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader kommer att gå från 2,6 procentenheter 2016 till 2,8 procentenheter 2017 och korrelationen mellan den relativa BNP-tillväxten och den relativa börsutvecklingen är stark. När avståndet ökar och tillväxtmarknader växer snabbare än utvecklade marknader tenderar också deras börser att gå bättre.

Mycket av den stärkta BNP-tillväxten på tillväxtmarknader är relaterad till Brasilien och Ryssland, som i stor omfattning gynnas av stigande råvarupriser medan tillväxten snarare bromsar in i Asien. För att högre råvarupriser ska gynna en bredare grupp tillväxtländer än så kan prisförändringen inte vara relaterad till utbudsminskning som varit fallet med oljepriset under hösten 2016. Det behöver snarare vara resultatet av en ökad efterfrågan och dollarsvaghet, något vi ser vissa förutsättningar för framgent.

Globala aktiemarknader

Bolagsvinsterna på tillväxtmarknader har bottnat ur och börjat stiga samtidigt som prognosrevideringarna för 2017 inte längre är negativa. Under 2016 var det främst råvarurelaterat som låg bakom den förbättrade vinststillväxten, men under 2017 ser vinsterna ut att kunna drivas allt mer av cykliska bolag och banker utanför Kina. Värderingen på tillväxtmarknader är inte låg i absoluta tal, men attraktiv i relativa termer. Tillväxtmarknader handlas idag till P/E 12 på nästkommande tolv månaders prognoser och det kan ställas i relation till genomsnittet 11 de senaste fem åren. Trots de senaste årens svaga intäktsbild är bolagens balansräkningar dessutom starka och räntetäckningsgraden har förbättrats.

Kapitalflödena in och ut ur olika aktiemarknader är en annan faktor att se till vid bedömning av potential. Blickar vi några år bakåt i tiden och ställer utflödena ur tillväxtmarknader sedan 2013 i relation till inflödena under 2016 kan vi se att endast omkring 10 procent av det totala utflödet har återvänt. Det är allt sammanvägt troligt att mer kapitalinflöden väntar och det bör i sin tur kunna ge stöd åt kursutvecklingen.

Asien exkl. Japan

I Asien exkl. Japan är många länder tydligt beroende av export till USA och Europa samt av utvecklingen i regionens största land Kina. Samtidigt som vi gör bedömningen att Europa kommer kunna fortsätta bidra till en ökad efterfrågan ser vi en risk i den kinesiska ekonomin. Avmattningens magnitud förblir ett frågetecken och även om vi i nuläget inte bedömer att en hårdlandning väntar kan oro för försämring utgöra en risk, inte bara för länderna inom regionen utan också för tillväxtmarknader i stort. Obalanserna i den kinesiska ekonomin växer och vilken amerikanska handelspolitik som kommer att föras är osäkert. Kina har ett stort handelsöverskott till USA och en stark dollar relativt den kinesiska yuanen tillsammans med amerikansk protektionism riskerar att drabba regionens exportberoende länder, både i form av sämre konkurrenssituation och försvagad efterfrågan. Ett land i regionen med bättre förutsättningar är Indien. Den valutareform som pågår påverkar visserligen landets ekonomiska tillväxt negativt ur det kortare perspektivet men vi ser samtidigt att en fördelaktig demografisk profil och ett ytterligare antal

omfattande reformer ur ett längre perspektiv talar till den indiska aktiemarknadens fördel.

Östeuropa

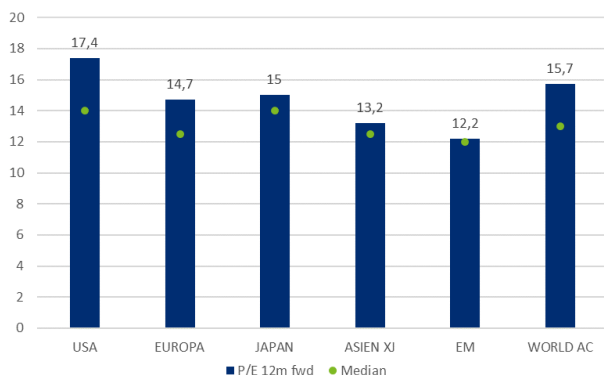
Östeuropeisk återhämtning fortsätter och den ryska ekonomin har under året fått stöd av ett stigande oljepris. Till den ryska marknadens fördel talar OPEC-uppgörelsen medan en utbredd korruption, begränsad reformvilja och västvärldens sanktioner mot landet talar emot. Den ryska aktiemarknaden tenderar även att uppvisa stora svängningar och är väldigt sammanhängande med råvarupriser. Regionen innefattar även länder som är betydligt närmare sammankopplade med Västeuropa, som exempelvis Polen och Tjeckien, vilka gynnas av den återhämtning som pågår där. Den östeuropeiska aktiemarknaden är förhållandevis neutralt värderad i relation till historiskt snitt.

Latinamerika

Den latinamerikanska regionen står för omkring 7 procent av världens BNP men endast 2 procent av marknadsvärdet i ett globalindex trots 2016 års uppgång. Under 2017 väntas den ekonomiska tillväxttakten i regionen öka kraftigt vilket tillsammans med utrymme för kostnadsbesparingar talar för god utveckling i vinststillväxten. Historiska mönster visar att Latinamerika ofta går starkare än ett globalt tillväxtmarknadsindex när dollarn faller och råvarupriser stiger. Under hösten har dollarn och råvarupriser stigit i tandem, men att mycket nu tyder på att dollarstyrkan inte kommer att fortsätta talar till den latinamerikanska regionens fördel. Både eftersom de är en stor råvaruexportör och samtidigt har stora skulder denominerade i dollar. Latinamerikanska aktier handlas till värderingsmultiplar i linje med globala index vilket är högre än historiskt snitt. Strukturella reformer är av stor betydelse för potentialen på aktiemarknaden och undantaget Mexiko har regionen ett litet engagemang med USA vilket gör dem mindre påverkade av en potentiellt ökad protektionism. De största riskerna utgörs främst av lägre tillväxt i Kina eftersom landet är en viktig exportpartner men också av politiska instabilitet och korruption. Vi ser en risk för fortsatt stora svängningar, men också ljuspunkter i och med tydligt förbättrade utsikter ur flera avseenden.

Globala aktiemarknader

Värderingarna generellt höga och högst relativt historiken i USA



Källa: Goldman Sachs, Söderberg & Partners

Utvecklade marknader uppvisar en högre värdering än tillväxtmarknader sett till kurserna relativt tolv månaders framåtblickande vinstprognoser.

Positiva vinstprognosrevideringar på global basis



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Analytikernas vinstprognosrevideringar har fortsatt att förbättras i takt med positiva framåtblickande indikatorer.

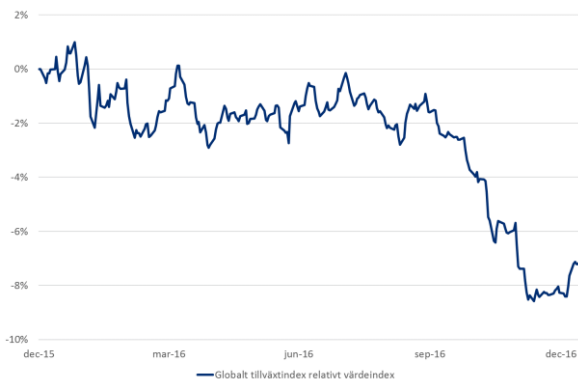
Regional utveckling jämfört med världsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Regional utveckling uppvisar relativt stora skillnader, amerikanska marknaden tog ordentlig fart efter presidentvalet.

Tillväxtaktier har utvecklats sämre än värdeaktier



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tvärtemot tidigare mångåriga trend har värdeaktier utvecklats starkare än tillväxtaktier under det gångna året och värderingsskillnaderna har minskat. Bakgrunden är högre tillväxt och ränteförväntningar.

Svensk aktiemarknad

2016 bjöd på en i flera avseenden ovanlig, slagig och stundtals dramatisk utveckling för Stockholmsbörsen. Uttryckt som SIX Return index, vilket inkluderar återinvesterade utdelningar utan skatt, är avkastningen 2016 trots allt positiv med 9,7 procent. Den panikartade inledande utvecklingen kulminerade i mitten av februari, för att följas upp av ny dramatik och svaghet i samband med Brexitomröstningen i Storbritannien lagom till midsommar. Dessa händelser sammanföll också med årets båda lågpunkter som vid de båda tillfällena innebar en nedgång i OMXS30 med 14 procent från årets början. Parallellt som den svenska aktiemarknaden återhämtat sig mellan och efter händelserna har en omfattande sektorrotation pågått under året. Bolag med starkt cyklisk verksamhet, exempelvis stål- och gruvbolag har efter att de bottnade i början på året utvecklats starkt. Detta efter att de generellt under flera år haft en mycket svag utveckling i spåren av fallande råvarupriser och hård priskonkurrens. Många bolag som varit de starkaste tidigare år, exempelvis de med relativ konjunkturokänslig verksamhet har istället blivit relativa förlorare då kapitalflödet vänt till de mer cykliska bolagen. Även inom de mest räntekänsliga sektorerna har det varit en omfattande rotation mellan bolag under det gångna året. Banker var länge i stryckklass och fastighetsbolagen länge vinnare på de fallande långräntorna. Mot slutet av sommaren började långa räntor att stiga då konjunkturutsikterna förbättrades och banker började utvecklas starkt på fastighetsaktierna bekostnad. Utveckling har förstärkts efter det amerikanska presidentvalet. Vår bedömning inför den brittiska omröstningen såväl som det amerikanska presidentvalet var att osäkerheten som präglade marknaden inför de båda händelserna skulle minska efteråt, oavsett utfall. I båda fallen blev så också fallet, dock hade vi inte förväntat oss den väldigt starka utvecklingen för dollarn och de snabbt stigande amerikanska långräntorna efter det amerikanska presidentvalet. Takten i Feds räntehöjningscykel är en fortsatt osäkerhetsfaktor, marknaden räknar för tillfället med två höjningar det kommande året jämfört med Feds prognos om tre. Sammantaget är den starka dollarn positivt för många svenska exportbolag men också negativt för flera bolag med inköp i dollar.

Den ekonomiska utvecklingen i Kina som tilldrog sig stor uppmärksamhet under årets inledning är också av stor vikt för många svenska exportbolag. Den initiala rädslan för en större, dramatisk, kinesisk devalvering har avtagit och men den kinesiska centralbanken har successivt låtit yuanen försvagats mot företrädesvis dollar under året. Kinesisk statistik över tillväxt och aktivitet i ekonomin har också först planat ut för att sedan förbättras under andra halvåret i år. Sammanfattningsvis har många tidigare givna korrelationer i marknaden förändrats i år vilket har medfört en upp och nedvänd utveckling där tidigare vinnare blivit förlorare och förlorarna blivit vinnare vilket för många marknadsaktörer varit en svårnavigerad och utmanande verklighet.

Värdering

Stockholmsbörsen värderas för närvarande till 15,9 gånger de förväntade vinsterna de kommande året, vilket är något högre än 10 årssnittet som ligger på 14,4. Trots de senaste årens blygsamma försäljningstillväxt har bolagen i stor utsträckning kunnat öka sina vinster genom att skära i kostnader och i flera fall förvärva tillväxt, vilket är en trend som vi ser fortsätter under 2017. Bolagsvärdet i förhållande till försäljningen på 1,6 för kommande år är inte heller speciellt utmanade. Sammantaget är inte den svenska aktiemarknaden billig men har inte heller en värdering som indikerar en överdriven optimism.

Försäljnings- och vinstförväntningar

De svenska börsbolagen har en fortsatt bra lönsamhet och vinstmarginalerna bedöms fortsätta stiga. Bakom de stärkta marginalförväntningarna ligger både en ökad försäljningsvolym och fortsatta besparingar såväl som stöd av en svag svenska krona. Låga finansieringskostnader har också påverkat positivt de senaste åren. Försäljningen uppskattas växa med 4,6 procent 2017. Detta medför att vinstökningen prognostiseras bli 10,7 procent 2017. Utsikterna för vinsttillväxt i många svenska bolag bedömer vi som fortsatt goda, vilket ger fortsatt bra stöd för en positiv kursutveckling.

Svensk aktiemarknad

Direktavkastning

Direktavkastningen utgör ofta en viktig komponent i totalavkastningen vid aktieäggande. De större bolagen på Stockholmsbörsen har generellt en god lönsamhet och kan därigenom välja att i viss mån distribuera kapital tillbaka till sina ägare. Detta sker både via utdelningar och aktieåterköp. För börsen som helhet ligger prognoserna för direktavkastningen 3,6 procent 2017. De fyra stora bankerna, som utgör mer än 17 procent av index, har en förväntad direktavkastning på mellan 4,7 procent och 6,0 procent. Teleoperatörerna är ett annat exempel på en sektor med hög direktavkastning. Millicom har enligt prognoserna en direktavkastning på hela 6,1 procent och Telia en nivå på 5,4 procent. Utdelningar avskiljs oftast samband med bolagsstämman under våren men fler och fler bolag sprider ut utdelningarna till en kvartalsvis eller halvårsvis frekvens, alternativt distribuerar kapital genom aktieåterköpsprogram. Återköpsprogram är en vanlig företeelse bland amerikanska bolag men ökar också i omfattning på Stockholmsbörsen.

Företagstransaktioner

Låga upplåningskostnader i kombination med relativt svag försäljningstillväxt de senaste åren har medfört att många företag ser möjligheter att kompensera låg organisk tillväxt med förvärv. En strid ström av nyintroduktioner är också ett faktum det senaste året efter en trög marknad för detta efter finanskrisen 2008. De större introduktionerna har främst varit företag som varit ägda av private equity bolag och som sålt ut hela eller delar av sina innehav på börsen. Detta innebär att dessa bolag nu har möjlighet att göra nya investeringar varför vi förväntar oss en fortsatt hög aktivitet bland dessa aktörer. Det är förvisso en högst varierande kvalitet på bolagen som söker kapital via aktiemarknaden men det är glädjande att marknaden härigenom kan fylla sin uppgift som ett sätt för företag att finna riskvilligt kapital.

Trender och sektorer

Stockholmsbörsen uppvisade omfattande trendskiten under det gångna året. Fastighetsbolag utvecklades starkt fram till sensommaren för att sedan tappa under andra halvåret. Bankerna var svaga första halvåret för att sedan gå starkt under slutet av året. I båda fallen

var utvecklingen för de långa räntorna den gemensamma nämnaren. Den tidigare väldigt starka spelsektorn utvecklades generellt relativt svagt då konkurrensen hårdnar och osäkerhet kring hur en reglering av sektorn i Norden slår på vinsterna för bolagen. H&M, Ericsson och Telia, tre av börsens största bolag, har av bolagsspecifika skäl utvecklats svagt under 2016. H&M har tagit stora investeringar för e-handels satsningar och har drabbats av en svag försäljningsutveckling som uppenbarligen marknaden ser negativt på. Ericsson har tydliga lönsamhetsproblem bland annat på grund av hård konkurrens och en styrelse och ledning som framstår som handfallna inför det utmanande läget. Telias tidigare expansion i Centralasien kommer att kosta stora summor, sannolikt över 10 miljarder kronor, då det amerikanska justitiedepartementet kräver böter för korruptionsbrott.

Stockholmsbörsens utsikter

Den svenska aktiemarknaden har med stöd av lönsamma bolag och stark inhemsk konjunktur, trots alla makroekonomiska och politiska skeenden utvecklats på ett konstruktivt sätt under året. En omfattande sektorrotation har dock varit påtaglig och är något som sannolikt ligger i korten för 2017 också. Om global tillväxt växlar upp med stigande räntor som följd gynnas fortsatt cykliskt och bank. Marknaden har dock till viss del redan räknat in detta scenario och en lugnare utveckling för råvarubolag 2017 än 2016 bedömer vi är sannolik. Bankernas intjäning gynnas när de längre räntorna stiger mer än de med korta löptider men om även de korta mot förmodan skulle stiga distinkt kommer allt räntekänsligt att påverkas negativt. Dollarn har stärkts jämfört med förra året vilket ger bra stöd för vinstutvecklingen i exportbolagen. Vi föredrar som tidigare kvalitetsbolag som ligger högt upp i näringskedjan och som i viss omfattning själva kan påverka sina marginaler. Direktavkastningen på 3,6 procent kan sättas i relation till svensk 10 årig obligationsränta på 0,6 procent vilket framställer direktavkastningen på Stockholmsbörsen som intressant. Vi ser goda förutsättningar för en positiv inledning för Stockholmsbörsen 2017 men ser en risk för en större nedgång om förväntansbilden fortsätter att skruvas upp i stor omfattning.

Svensk aktiemarknad

Söderberg & Partners aktieanalys

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

Söderberg & Partners aktieanalys rekommenderar

SCA

Genom förvärv av BSN Medical breddar SCA sin tillväxtplattform inom hygienområdet samtidigt som bolaget blir mer renodlat i och med den stundande uppdelningen i en hygien- respektive skogsdel. Vi ser potential i en högre värdering tack vare ökat hälsovårdsfokus och i möjligheten för positiva överraskningar beträffande synergieffekter. Stark marknadsposition och ökande närvaro på tillväxtmarknader är dessutom faktorer som bäddar för fortsatt god tillväxtpotential.

2017e

P/E:	18,4
Rörelsemarginal:	12,1 procent
Direktavkastning (för 2016):	2,6 procent

Autoliv

Trots tillväxtnbromsning inom aktiv säkerhet har bolaget fortsatt goda tillväxtförutsättningar. Detta tack vare starkt marknadsposition inom passiv säkerhet, som även framgent väntas stå för omkring 90 procent av omsättningen och stor närvaro i Kina. Skuldsättningen är låg och ledningen har en bra historik av att få marginalerna att växa med omsättningen som gynnas av att den globala bilförsäljningen är stark.

2017e

P/E:	14,8
Rörelsemarginal:	8,6 procent
Direktavkastning:	2,4 procent

H&M

H&M har pressats av försämrade marginaler, men inför 2017 ser förutsättningarna ljusare ut. Efter omfattande prognosnedrevideringar under året är

estimaterna nu konservativa samtidigt som en vändning i den negativa marginaltrenden troligen står för dörren. Minskade investeringskostnader och något mindre omfattande prisnedsättningar kan ge stöd samtidigt som tillväxtförutsättningarna förblir goda.

2017e

P/E:	19,0
Rörelsemarginal:	12,6 procent
Direktavkastning (för 2016):	4,1 procent

SEB

Aktien har utvecklats mycket väl sedan juli efter en tuff period som kunde härledas till en regulatorisk oro och allmän oro kring intjäningen. Vi har under denna period ansett att marknaden prisat in dessa faktorer i alldeles för hög utsträckning, något som också är tydligt i och med de senaste månadernas återhämtning. Värderingen är dock fortsatt relativt attraktiv, samtidigt som den goda direktavkastningen är en av de stora attraktionerna. Intjäningsandelen från räntenetto är något mindre än i konkurrenters fall, men stigande marknadsräntor bör ge ett lyft till hela den svenska banksektorn.

2017e

P/E:	12,9
Kostnad/intäkter:	50,3 procent
Direktavkastning:	5,5 procent

Trelleborg

Bolaget har goda tillväxtförutsättningar med stor exponering mot en återhämtning i Europa samt en stark fordonssektor. Efter försäljningen av Vibracoustics och förvärv av CGS hamnar mer fokus på Sealing Solutions och Agriculture, två områden som har väntad god marknadstillväxt. Bolaget gynnas av en svag krona relativt euron och har ett starkt kassaflöde.

2017e

P/E:	16,3
Rörelsemarginal:	12 procent
Direktavkastning:	2,6 procent

Svensk aktiemarknad

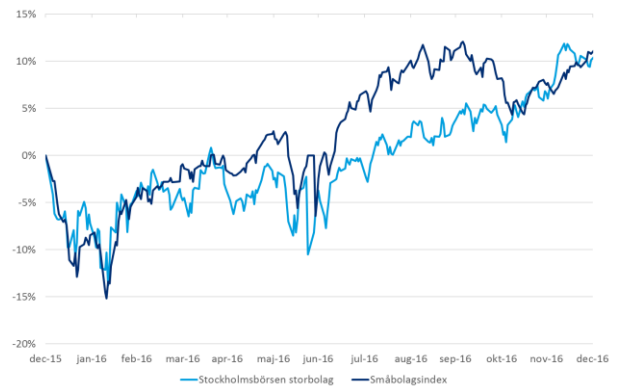
Stockholmsbörsens utveckling sedan årsskiftet



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen har under 2016 stigit med 9,6 procent inklusive utdelningar. Efter en mycket svag och turbulent start har en kraftfull återhämtning skett.

De mindre bolagen tappade försprånget mot de större



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Småbolagen utklassade utvecklingen för de större under merparten av året men tappade försprånget på slutet. Sett över hela året var utvecklingen därmed likvärdig.

Bankerna starka efter sommarens svaghet



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Marknadsräntorna fortsatte ner under sommaren, vilket gynnade fastighetsbolag men missgynnade bankernas räntenetto. Trenden reverserades därefter och banker utvecklades starkare under hösten.

Ericsson och Telia hade ett tufft år 2016, relativt index



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Flera av Stockholmsbörsens stora bolag utvecklades i både relativa och absoluta tal svagt under 2016, av bolagsspecifika skäl. Bland dessa återfinns exempelvis Ericsson och Telia.

Räntemarknad

År 2016 blev ett minst sagt intressant år på räntemarknaden. Året inleddes i efterdyningarna av den amerikanska centralbankens Federal Reserves (Feds) första räntehöjning på närmare 10 år, vilken genomfördes i december 2015. Under de första 6 veckorna föll marknadsräntorna på statsobligationer ordentligt från redan mycket låga nivåer i takt med en tilltagande oro över den kinesiska tillväxten. Resten av första och andra kvartalet blev relativt lugnt fram till Brexit-omröstningen kring midsommar vilken tryckte ner räntorna ytterligare. Som värst, i början av juli månad, hade den amerikanska 10-årsräntan sjunkit från 2,30 procent vid årsskiftet till rekordlåga 1,36 procent. Allteftersom de konjunkturrella signalerna hållit uppe under sommaren och till och med förbättrats under fjärde kvartalet har marknadsräntorna åter börjat stiga. Prick ett år efter den första höjningen, och cirka en månad efter det amerikanska presidentvalet, vågade Fed ta fasta på det förbättrade ekonomiska läget och höja styrräntan med ytterligare 0,25 procentenheter. Marknadsräntorna har förstås hängt med och amerikansk 10-årsränta ger i skrivande stund en ränta på 2,37 procent, alltså något högre än vid motsvarande tid föregående år.

Utvecklingen i Europa och Sverige har utvecklats ungefär på liknande vis med den stora skillnaden att både den europeiska centralbanken ECB och den svenska Riksbanken fortsätter med sina stödköp av obligationer i syfte att hålla räntorna artificiellt låga och därmed i högsta grad driver ett valutakrig. Svensk 10-årsränta har förvisso stigit något under hösten men handlas likväl till nästan hälften av räntenivån (0,59 procent) mot vid förra årsskiftet (1,00 procent).

Det är nu tydligare än någonsin att den amerikanska centralbanken Fed är i otakt med resten av den utvecklade världen. I USA har man tagit fasta på den förbättrade ekonomiska statistiken och utsikterna och därmed avslutat sina stödköpsprogram och dessutom höjt styrräntan två gånger. I Europa och Sverige utökas dessa tillgångsköpsprogram samtidigt som styrräntorna hålls stilla på noll eller minusränta. I Japan nöjer sig inte centralbanken BoJ med att köpa obligationer utan man köper till och med börshandlade fonder mot den japanska aktiemarknaden i syfte att hålla uppe investerarsentimentet.

Inflationstakten har dessutom stigit under hösten men till mångt och mycket är detta mest en baseffekt av förändringar i framförallt oljepriset. I spåren av en urstark dollar och ett stort överutbud på marknaden, så föll oljepriset som en sten under stora delar av 2014 och 2015 för att under föregående år vända upp från lägre nivåer. Det medför stora effekter på årstaktsförändringen av energikomponenten som nu slår igenom i inflationssiffrorna. Rensar vi bort effekter från energi och matprisförändringar är den underliggande inflationstakten alltså jämt dämpad kring de nivåer som gällt under de senaste fyra åren i USA. Däremot har sysselsättningen i USA ökat stadigt och en stigande trend för löneinflationen kan urskönjas under större delen av 2015 och 2016, vilket kan ge stöd för en högre kärninflationstakt. Även svensk kärninflation har tagit sig under senare tid och är nu uppe på mer normaliserade nivåer. Detta, tillsammans med en mycket stor efterfrågan på utbildad arbetskraft i Sverige och en KI-barometer på rekordnivåer, gör att man mycket väl kan ifrågasätta Riksbankens negativa styrränta.

Vi har under en längre tid förordat en låg räntekänslighet/duration i ränteallokeringen då obligationsfonder i det närmaste är att betrakta som avkastningsfri risk. Under 2016 fick vi återigen erfara att mycket låga räntor mycket väl kan bli ännu lägre, varför avkastningen på obligationsfonder under 2016 var relativt god. Avkastningen var dock i flera fall bättre för investeringar mot företagsobligationer, framförallt i USA och Europa, vilket vi förordat istället. Vi fortsätter att hålla oss försiktiga mot ränterisk och rekommenderar en balanserad exponering mot företagsobligationer, företrädesvis med inriktning mot den nordiska och amerikanska marknaden. Även om räntorna har kommit upp en del, framförallt i USA, och därmed blivit mer aptitligt prissatta, bedömer vi att det är för tidigt att öka andelen ränterisk. Med det sagt justerar vi ändå upp vårt betyg för räntemarknaden ett steg till orange.

Räntemarknad

Företagsobligationer

Marknaden för företagsobligationer inledde 2016 svagt med både oro för Kina och effekterna från energisektorn på grund av det fallande oljepriset. Resan från mitten av februari och framåt har däremot varit lugn, bortsett från mindre volatilitet i samband med Brexit-omröstningen. Avkastningen från den nordiska företagsobligationsmarknaden har varit relativt stabil med någon procents avkastning under året. Ser man till de betydligt större europeiska och amerikanska kreditmarknaderna har utvecklingen varit klart bättre. Den amerikanska marknaden för företagsobligationer med bättre rating, så kallad Investment Grade, gav 6,0 procent under 2016 medan den europeiska marknaden, vilken är kraftigt dopad av ECB:s stödköp av icke-finansiella företagsobligationer, maktade med en uppgång på 4,8 procent. Det ska nämnas att den europeiska, och särskilt den amerikanska, marknaden för företagsobligationer har mycket högre ränterisk (längre duration) än den nordiska varför dessa marknader i högre utsträckning gynnats av fallande underliggande marknadsräntor under större delen av året. Marknaden för företagsobligationer med sämre rating, så kallad High Yield, har under året verkat i en i det närmaste perfekt miljö med fallande underliggande marknadsräntor men samtidigt god makrostatistik och förbättrade utsikter. I en sådan miljö, med fallande underliggande ränta, och kreditspreaden samtidigt går ihop, åtnjuter investerare dubbel effekt från de fallande räntorna. Den europeiska High Yield-marknaden, som smittats av ECB:s stödköp inom Investment Grade vilket medfört att investerare söker sig längre ut på riskskalan, gav hela 9,1 procents avkastning under 2016. Den amerikanska marknaden, som förvisso inte påverkats av centralbanksköp men som istället har en klart högre andel energirelaterade företag som under året tagit ordentlig revansch, gav hela 17,3 procent på indexnivå under året. Man ska dock minnas att samvariationen mellan High Yield och aktiemarknaden är hög.

Under inledningen av året steg kreditspreadarna, den extra räntekompensation man får utöver statsobligationsräntan, på grund av försämrat risksentiment kring Kina och oljeprisutvecklingen, men har därefter gått ihop ordentligt, framförallt i USA. I Europa har ECB effektivt satt ett tak för hur högt kreditspreadarna kan gå. Kreditspreaden för

amerikansk Investment Grade inledde året på 1,7 procentenheter men har succesivt fallit tillbaka till 1,2 procentenhet i skrivande stund. För den mer riskfyllda High Yield-marknaden har motsvarande kreditspread gått från 6,9 procentenheter i USA vid föregående årsskifte till 4,1 procentenheter, en förbättring med hela 2,8 procentenheter på lite mer än 12 månader. Förbättringen är dels en effekt av de allt bättre konjunkturella signalerna men även av att de negativa effekterna från ett fallande oljepris spelat ut sin roll för energisektorn.

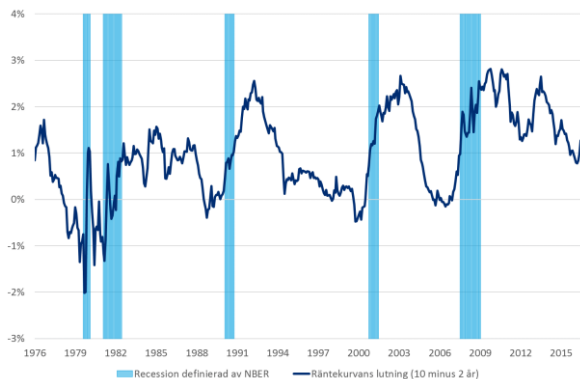
Ytterligare ett oväntat bra ränteår – nu då?

ECB har annonserat fortsatta tillgångsköp inom europeisk Investment Grade samtidigt som inga signaler kommer kring eventuell höjning av styrräntorna. Detta sammantaget sätter ett lock för volatiliteten för den europeiska marknaden där vi ser små möjligheter inför 2017 i dagsläget. Dagens kreditspread inom europeisk Investment Grade ligger klart under snittet för de senaste 10 åren och ger tillsammans med mycket låg underliggande ränta låg kompensation för eventuella betalningsinställelser. Den amerikanska marknaden är dock mer intressant med en högre underliggande ränta i utgångsläget och en marknad som inte är kraftigt manipulerad av centralbanker. Dock har det goda 2016 medfört att kreditspreadarna nu i genomsnitt är lägre än snittet både på 10 och 15 år men vi bedömer ändå att marknaden är mer intressant än den europeiska på grund av den klart högre underliggande räntenivån.

Även inom High Yield-segmentet är kreditspreadarna lägre än 10-årsnittet i både Europa och USA. Vi ser emellertid allt starkare makro signaler under hösten och vintern vilket är positivt för ett tillgångsslag som har hög samvariation med aktiemarknaden. Precis som för aktier bedömer vi att det är för tidigt att minska andelen amerikanska företagsobligationer inom High Yield. Med en förräntningstakt om totalt 5,8 procent årligen på indexnivå och en relativt låg räntekänslighet anser vi att det fortsatt är attraktivt ur ett riskperspektiv.

Räntemarknad

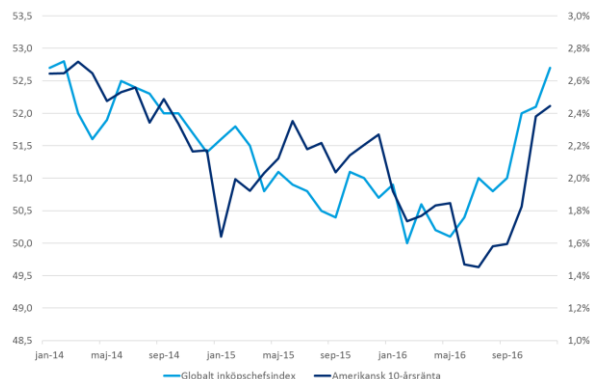
Amerikansk räntemarknad signalerar inte annalkande recession



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Räntekurvans lutning, här illustrerad av 10-årsräntan minus 2-årsräntan, har historiskt varit en mycket god indikator för annalkande amerikansk recession. Efter att ha fallit under 2014 och 2015 har det nu vänt upp något under 2016 och nivån är idag på tryggt avstånd från nollstrecket.

Stigande räntor på bättre ekonomiska utsikter



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter det amerikanska presidentvalet kunde räntemarknaden äntligen fokusera och ta fasta på de förbättrade ekonomiska utsikterna, vilka stigit från sommaren och framåt.

Tydliga skillnader i penningpolitik mellan USA och Europa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Räntedifferensen mellan USA och Tyskland, här exemplifierat genom skillnaden i ränta för statsobligationer med tio års löptid, har inte varit så här stor sedan Berlinmuren föll.

Svenska och tyska räntor kvar på låga nivåer

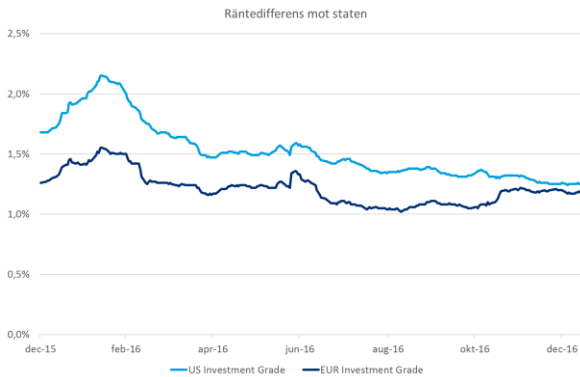


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Samtidigt som de amerikanska marknadsräntorna stigit under hösten så är de svenska och tyska marknadsräntorna kvar på mycket låga nivåer.

Räntemarknad

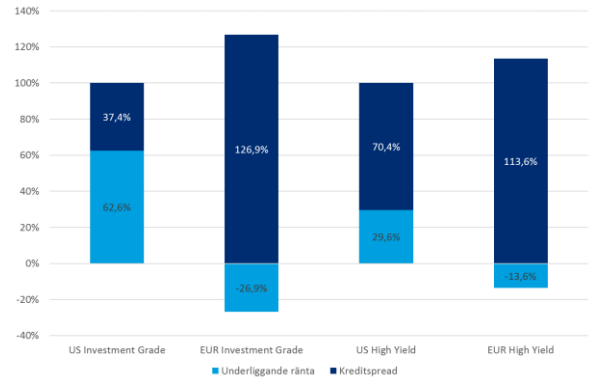
Relativt lugnt på kreditmarknaderna



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Kreditspreaden för företagsobligationer med bättre rating, så kallad Investment Grade, har varit lugn efter de turbulenta 6 veckor som inledde året. Den extra ränta utöver statsräntan som investerare erhåller är idag lägre än snittet för de senaste 10 åren både i USA och Europa.

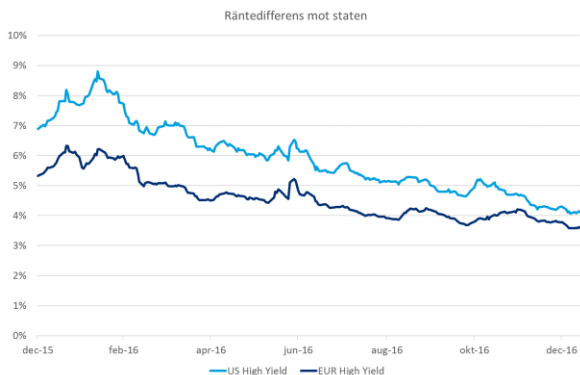
Andelen kreditrisk fortsatt skyhögt i Europa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

På grund av den förda penningpolitiken i Europa, med nollränta och stödköp av obligationer, är andelen kreditspread av totalt erhållen ränta över 125 procent. I USA är marknaden mer normal, både inom Investment Grade och High Yield.

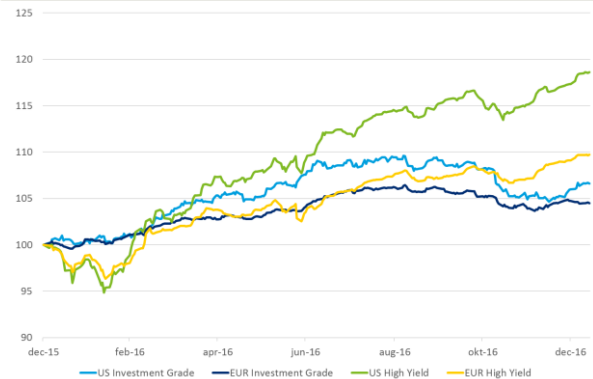
Kreditspreadarna fortsatt ihop även inom High Yield



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Precis som för företagsobligationer med högre rating (Investment Grade) så har kreditspreadarna mot staten för företagsobligationer med lägre rating (High Yield) gått ihop under året och är nu klart under snittet för de senaste tio åren.

Bra marknadsklimat för företagsobligationer



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Minskande kreditspreadar och fortsatt låga räntor gör att miljön för företagsobligationer varit god under året. Bäst har amerikanska High Yield presterat vilka har en hög samvariation med aktiemarknaden.

Alternativa placeringar

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

Olja och basmetaller

Oljepriset har stått för en av de mest remarkabla återhämtningarna under 2016. Oljeprisfallet inleddes under andra halvan av 2014 och fortsatte ända in i januari 2016, för att därefter påbörja rekyl. Sedan årsskiftet 2015/2016 har priset stigit med ca 50 procent i skrivande stund och sedan botten under januari månad är uppgången hela 100 procent. Det tidigare överutbudet, enligt International Energy Agency (IEA) som mest cirka 2 miljoner fat olja per dag sommaren 2015, har i takt med fallande oljepris nu i princip raderats ut. Relationen mellan utbud och efterfrågan har en viss eftersläpning på oljepriset i takt med att vissa utvinningsområden och tekniker är lönsamma vid vissa nivåer i oljepris. Överutbudet under sommaren 2015 var dock det högsta på 20 år och den globala efterfrågan är det inget fel på, den har med visst avbrott för 2008-2009 stigit varje år under lång tid. Efter att den globala produktionstakten av olja fallit under både det första och andra kvartalet 2016, steg produktionen återigen under tredje kvartalet till följd av det stigande oljepriset under året. I takt med allt bättre ekonomisk statistik under hösten och vintern har oljepriset stigit ytterligare med cirka 10 dollar fatet sedan oktober, trots en allt starkare amerikansk dollar.

Även priset på flertalet andra basmetaller har stigit under året till följd av bättre makrostatistik. Kopparpriset, som skämtsamt brukar kallas den enda råvaran med en doktorstitel, har efter en trevande

utveckling under årets första tre kvartal nu stigit med över 20 procent sedan årsskiftet 2015/2016 och likt marknadsräntor speglar att de finansiella marknaderna tagit till sig den bättre makrostatistiken under fjärde kvartalet.

Ädelmetaller

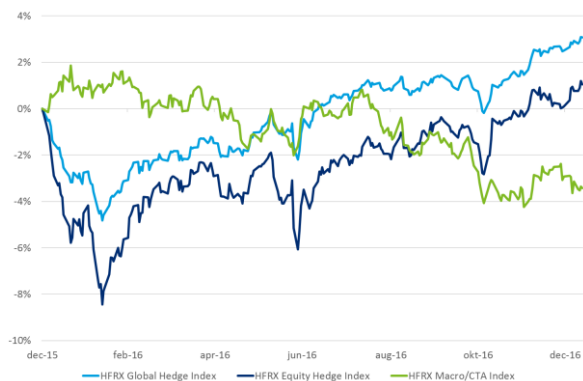
Guld har en särställning bland råvaror och är den råvara som har tydligast koppling till den amerikanska dollarn. Historiskt sett, vilket även utmärkt sig under 2016 och hittills i år, har guldpriset en tydligt negativ korrelation till den amerikanska dollarn. Guld har historiskt även varit ett skydd mot inflation varför intresset för guld har ökat under senare år då centralbanker runt om i världen expanderat sina balansräkningar. Än så länge har detta inte resulterat i någon inflation bland mer utvecklade länder men vid en ökad misstro mot centralbankernas agerande, och/eller ökad misstro mot enskilda länders framtida betalningsförmåga, kan intresset för guld öka markant.

Hedgefonder

På global basis har hedgefonder som aggregat haft ett knappt godkänt 2016 med en uppgång om 2,5 procent. Bryter man ner det på strateginivå har trendföljande fonder/CTA:s haft det svårare med en negativ avkastning om 2,9 procent medan både Equity Long/Short och mer eventdrivna strategier haft ett bättre år. På nordisk basis präglas marknaden av ett fåtal större aktörer där avkastningen varit mer skral under året. Flertalet strategier, framförallt mer marknadsneutrala strategier såsom Equity Long/Short, fortsätter att påverkas negativt av det rådande ränteläget men hedgefonder som aggregat fortsätter att framstå som mycket mer attraktiva relativt räntemarknaden, både vad gäller risk och avkastningsmöjligheter. För en svensk investerare, med krav på dagligt handlade fonder och där valutan ska vara hedgad till svenska kronor, är dock investeringsutbudet relativt skalt, vilket minskar möjligheterna till att skapa en väldiversifierad portfölj av hedgefonder.

Alternativa placeringar

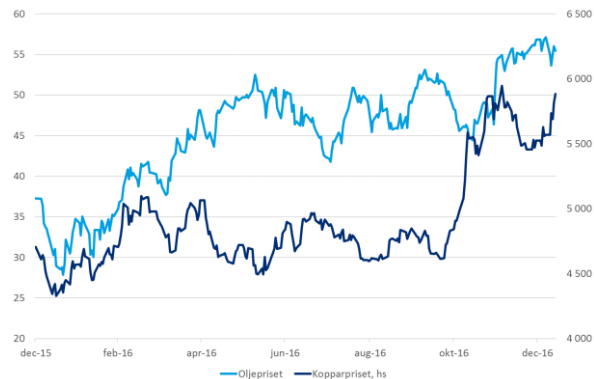
Knappt godkänd utveckling för hedgefonder globalt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Globala index över hedgefonders utveckling pekar på en avkastning på 2,5 procent för året. Efter en svag inledning på året för Long/Short Equity har detta segment kommit tillbaka starkt. Trendföljande fonder har som aggregat fallit ju längre året har gått.

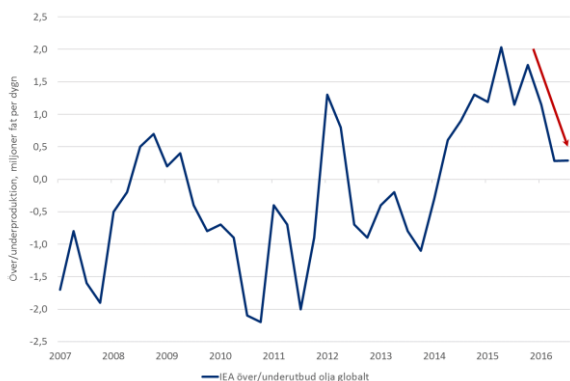
Stark utveckling för både olja och koppar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det senaste årets stora återhämtning står oljepriset för som stigit med nästan 50 procent sedan föregående årsskiftet. Även kopparpriset har återhämtat sig starkt under hösten i takt med bättre makroekonomiska utsikter.

Överutbudet av oljan har fallit tillbaka ordentligt under året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det kraftiga fallet i oljepriset under tidigare år har fått till följd att flera producenter tvingats skala tillbaka produktion, varför det tidigare överutbudet av olja nu i princip är borta.

Guldpriset – en effekt av rörelserna i den amerikanska dollarn



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Guldpriset har historiskt varit starkt negativt korrelerat mot utvecklingen för den amerikanska dollarn, något som även gällt under 2016.

Tema: Sekventiell boom – tillväxt och inflation växlar upp

Tema: Sekventiell boom

För ganska exakt två år sedan handlade temadelen i Söderberg & Partners strategirapport om konjunkturcykeln. Vår avsikt då var att finna detaljer kring historiska cyklers längd och uppbyggnad, utvärdera huruvida nuvarande cykel skiljer sig från tidigare och finna indikatorer som kan peka på dels var i cykeln vi befinner oss och dels kan peka på förutsättningarna framöver. En slutsats var att den expansionsfas vi såg i bland annat den amerikanska ekonomin inte skiljde sig avsevärt från tidigare, att en fallande genomsnittlig tillväxtnivå under cykeln inte var en avvikande trend och att den så kallade räntekurvan var den bästa indikatorn för att förutspå en recession.

Med ovan som grund har vi haft som avsikt att i denna temadel finna en metod som ökar sannolikheten för bedömning i vilken konjunkturfas vi befinner oss i, försöker göra en uppdelning av faserna i olika sekvenser och göra en tydligare koppling till avkastningen på tillgångsklasser. För att göra detta gör vi först en tillbakablick för att se hur dessa normalt agerar i olika delar av cykeln och vad den förväntade avkastningen och risken är givet historiken. I den framåtblickande delen tas hänsyn till dagens lågräntemiljö, men avsikten är att främst använda mycket lång historik för att öka träffsäkerheten. Fokus kommer att ligga på att skapa en modell för att bedöma tillgångsklassers förutsättningar i olika sekvenser av ekonomisk aktivitet och därmed öka sannolikheten för en höjd riskjusterad avkastning. Initialt kräver detta dock ett förtydligande vad olika konjunkturrella sekvenserna kan innebära och hur man bäst estimerar i vilken sekvens ekonomin är på väg in i.

Vår avsikt är att framöver kunna uppdatera delar ur detta avsnitt och därmed presentera ett verktyg som kan användas som ett delmoment i bedömningen av avkastningsförväntningar.

Långsiktiga antaganden för tillgångsklasser

Enligt finansiell teori är avkastningen på en tillgångsklass den riskfria räntan plus en "riskpremie". Med dagens lågräntemiljö är naturligtvis den senare av allt större vikt och för att uppnå en viss absolutavkastning behöver investerare antingen ta på sig mer alltmer risk alternativt öka fokus på riskhantering. De historiska riskpremierna behöver inte ge en korrekt vägledning för framtiden men en tillbakablick visar tydligt att skalan från låg till hög risk

på räntemarknaden går från amerikansk kortränta via amerikanska krediter och långräntor till obligationer på tillväxtmarknader. På aktiemarknaden är riskpremien på amerikanska storbolagsaktier som lägst medan exempelvis aktier på tillväxtmarknaderna historiskt har gett en riskpremie på uppemot 7 procent årligen. Inom alternativa tillgångsklasser har råvaror och defensiva hedgefonder en låg riskpremie historiskt medan fastighetsinvesteringar och Private Equity har haft en hög riskpremie. Vår sammanställning nedan visar den årliga avkastningen som svenska och globala aktier samt räntemarknaden har gett historiskt och vad risken har varit. En kombination av dessa tillgångsklasser har gett en stabil genomsnittlig årlig avkastning på närmare 7 procent.

Vi finner dock anledning att peka på sämre förutsättningar framöver. Den bästa prognosen för räntemarknadens avkastning historiskt är att titta på den faktiska räntenivån. För svensk del skulle detta innebära att långa statsobligationer idag endast har en förväntad årlig avkastningsnivå kring 0,6 procent givet dagens tioåriga statsobligationsränta. Vårt antagande för aktiemarknaden bygger på dagens räntenivå adderat med de riskpremier som respektive marknad har uppvisat historiskt. Sammantaget leder det därför till att avkastningsförväntningarna bör justeras ned relativt mycket för räntemarknaden och delvis för aktiemarknaden, vilket även för en kombinerad portfölj leder till lägre förväntad avkastning och framförallt närmare en halvering av den riskjusterade avkastningen.

I en portföljkonstruktionsprocess finns naturligtvis många andra faktorer att ta hänsyn till, där samvärelsen mellan olika tillgångsklasser får anses som en av de viktigaste för att bedöma effekten av den riskspridning man får. Dessutom spelar tillgångsklassallokeringen naturligtvis som tidigare en avgörande roll. Med ovan som grund vill vi hitta möjligheter att öka den riskjusterade avkastningen genom att dela in olika ekonomiska sekvenser och se om man kan hitta tillfällen där avkastningen är högre.

	Svenska aktier	Globala aktier (USD)	Globala aktier (SEK)	Räntor	50/50 portfölj	50/50 framöver
Årlig avkastning	10,2%	5,8%	7,4%	3,8%	6,7%	3,1%
Standardavvikelse	19,8%	15,8%	13,9%	2,1%	7,8%	7,8%
Riskjusterad avkastning	0,52	0,37	0,53	1,81	0,87	0,40

Tema: Sekventiell boom

Sekvensanalysens antaganden

För att kunna dra slutsatser för olika tillgångsklasser vill vi i denna del initialt redogöra för den metodik som vi finner mest lämplig för att bedöma i vilken sekvens en ekonomi befinner sig. För detta har vi använt oss av amerikansk statistik som är tillräckligt utförlig. Vårt grundläggande sätt att se på de olika sekvenserna börjar med utvecklingen för BNP-tillväxten. Det är det bästa måttet för att bedöma i vilket skick en ekonomi befinner sig och om aktiviteten är ökande eller fallande. Många beslut tas utifrån detta mått och det har därmed även haft stor påverkan på både finans- och penningpolitik. För att inte bara få en aktuell bild över ekonomin anser vi att det främst är intressant att se på förändringar av den årliga förändringstakten på kvartalsbasis, det vill säga den sekventiella förändringstakten.

Detsamma gäller vår andra indikator över en ekonomis tillstånd, inflationen. Tillväxt och inflation hänger självklart ihop, det normala är att när efterfrågan ökar så stiger till slut även prisnivån. Men det finns avvikelser, vilket inte minst har noterats de senaste åren. Hög tillväxt är normalt endast positivt, men med nackdelen att inflationen till slut har stigit till nivåer som dämpar efterfrågan. Det har därför varit svårt att bedöma hur mycket inflation som är bra för en ekonomi.

I denna temadel väljer vi dock som tidigare nämnt att enbart fokusera på förändringstakten, det vill säga den sekventiella förändringen på årssiffrors utveckling från kvartal till kvartal. Vi definierar därför de fyra olika sekvenserna en ekonomi befinner sig i som stigande/fallande tillväxt och stigande/fallande inflation. Framöver kommer vi att benämna dessa enligt nedan:

- Makrosekvens 1: Stigande tillväxt och fallande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal
- Makrosekvens 2: Stigande tillväxt och stigande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal
- Makrosekvens 3: Fallande tillväxt och fallande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal

- Makrosekvens 4: Fallande tillväxt och stigande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal

Viktigt här är att inte blanda ihop detta med mer gängse benämningar såsom återhämtningsfas, expansionsfas etc. Vår metod ger fler signaler under en klassisk konjunkturcykel och kan användas vid flera tillfällen i en cykel. Värt att notera i detta sammanhang är även att tiden som den ekonomiska aktiviteten befinner sig inom en av makrosekvenserna är ungefär lika långa i snitt, varför det ger en bättre helhetsbild än en konjunkturcykel där en expansionsfas oftast är mycket längre än en lågkonjunktur.

Naturligtvis försvårar detta också estimeringen framöver och vi har i denna temadel lagt stor vikt vid prognosmodellen för de kommande makrosekvenserna, inte minst eftersom vi finner en stor koppling till tillgångsklassernas avkastning. Vårt mål har varit att finna förändringstakten för tillväxt och inflation under kommande kvartal och vi har utgått från historiskt starka samband för att göra dessa estimat. Våra indikatorer, med högt förklaringsvärde för dessa, visas i diagram på följande sidor och vår bedömning är att dessa med stor sannolikhet kan prognostisera närmaste kvartalets makrosekvens.

De fyra makrosekvenserna och utvecklingen för tillgångsklasserna

Med ovan modell för att bestämma de olika sekvenserna kan vi se hur olika tillgångsklasser har utvecklats historiskt. För en utförlig genomgång av detta hänvisar vi till tabellerna på efterföljande sidor, där vi har använt oss av cirka 30 års historik. Men i vår studie har vi även använt oss av längre data för att säkerställa våra resultat och få med andra perioder av ekonomiska skeenden såsom 1970-talets höga inflationstakt.

Sammantaget finner vi att aktier utvecklas bäst i det vi definierar som Makrosekvens 1 och 2, där sekvens 1 framstår som starkaste period om vi inkluderar längre historik men där sekvens 2 är något bättre med kortare historik. Det ger en signal om att en sekventiellt stigande tillväxttakt under kvartalet är den enskilt viktigaste faktorn för aktiemarknadens utveckling.

Tema: Sekventiell boom

Vi finner även att Makrosekvens 3 är den sämsta för aktiemarknaden med en genomsnittlig negativ årlig avkastning under vår kortare analysperiod. Vi har även försökt att se hur avkastningen ser ut under perioder med tydlig positiv eller negativ trend, som vi har definierat som indexnivå i förhållande till långsiktigt glidande medelvärde. Det blir då än mer tydligt att en överavkastning främst kan nås inom Makrosekvens 2 om man investerar under positiva trender givet den något kortare historiken. Avseende sektorer är det också tydligt att de flesta sektorer gynnas i främst Makrosekvens 1 och 2 och där mer defensiva sektorer såsom konsumentrelaterat, hälsovård och samhällsservice visar bättre avkastning i Makrosekvens 4.

Även signalerna från räntemarknaden är tydliga. Avkastningen, och inte minst den riskjusterade avkastningen, är för amerikanska statsobligationer högst inom Makrosekvens 3, vilket alltså innebär en gynnsam miljö när tillväxt och inflation sekventiellt faller. Detsamma gäller för företagsobligationer med högre kreditrating, Investment Grade, som med en relativ hög ränterisk genom den längre genomsnittliga löptiden uppvisar liknande avkastningsmönster. Däremot noteras stor skillnad för segmentet med sämre kreditrating, High Yield, där avkastningen liknar mer den för aktiemarknaden.

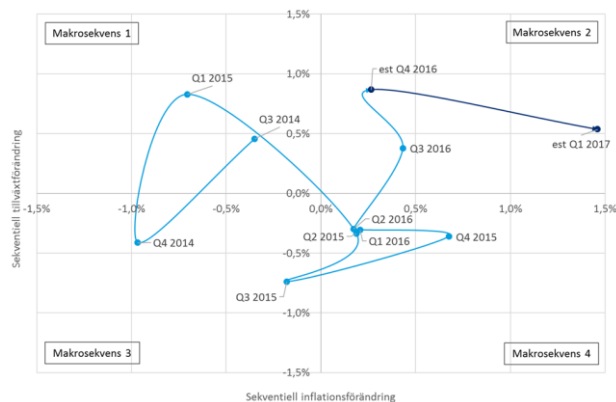
Vi har också valt att titta på den amerikanska centralbankens styrränta och den handelsvägda dollarns historiska utveckling, eftersom dessa har spelat och kommer att spela en avgörande roll under den närmaste framtiden, även för andra regioner. Dollarn visar historisk styrka främst i Makrosekvens 3, vilket därmed inte är något som inte överensstämmer med utvecklingen under de senaste månaderna. Svagast är normalt utvecklingen för dollarn i Makrosekvens 4. Den amerikanska centralbanken agerar i snitt relativt likt under Makrosekvens 1-3, men tydligt i vår sammanställning är att en höjning är mycket mer sannolik under Makrosekvens 4. Det är naturligt då styrräntor normalt höjs när expansionsfasen har pågått en längre tid, inflationstendenser har uppträtt och ekonomin når en avmattning.

Estimat och slutsatser från sekvensanalysen

Sammanfattningsvis anser vi att det finns ett stort värde att se på olika ekonomiska sekvenser än enbart konjunkturcykelns faser. Framförallt kan det bidra till att mer kortsiktigt bidra till allokeringsbeslut och i en portföljkonstruktionsprocess öka sannolikheten för en höjd riskjusterad avkastning.

I fokus ligger därför prognosen kring vilken Makrosekvens vi kommer att befinna oss i framöver. Vi har under det senaste året (se diagram nedan) rört oss från Makrosekvens 4 till Makrosekvens 2, vilket enligt vår bedömning är en av anledningarna till den starka aktiemarknaden. Givet att våra samband i prognosmodellen fortsatt håller så kommer vi under inledningen av innevarande år kvarstå i Makrosekvens 2, dvs. vi räknar med en sekventiellt ökande tillväxt och ökande inflation. Givet detta räknar vi med fortsatt bra förutsättningar för High Yield-marknaden, aktiemarknaden och cykliska sektorer såsom konsumentcykliskt, verkstad, råvaror och informationsteknologi. Det är därmed den sämsta miljön för placeringar i statsobligationer och placeringar i amerikansk Investment Grade.

Som tidigare nämnt ser vi denna sekvensanalys som ett bra verktyg framöver, men ser också förbättringsmöjligheter. Vi vill samtidigt också peka på att det finns flera faktorer att beakta i bedömningen av värdepappersmarknader. Vi tar i denna modell inte hänsyn till vare sig värderingar, regleringsförändringar, demografi, sammansättning av olika index, skillnader mellan olika regioner m.m.



Tema: Sekventiell boom

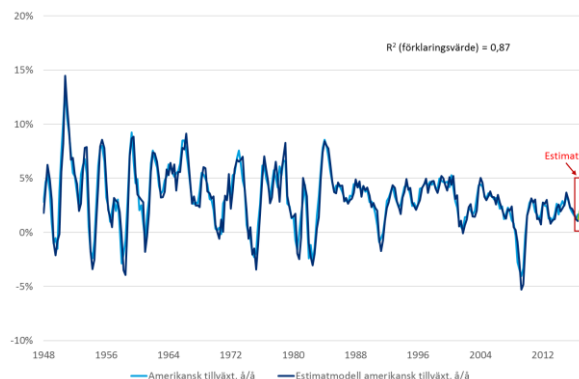
Aktuell räntenivå har varit en god indikator för framtida avkastning från räntemarknaden



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Avkastningen för en portfölj bestående av 50 procent aktier och 50 procent räntebärande har över lång tid visat en god nivå. Vi finner anledning att sänka förväntningarna framöver, bland annat beroende på att dagens räntenivå indikerar lägre avkastning för obligationer.

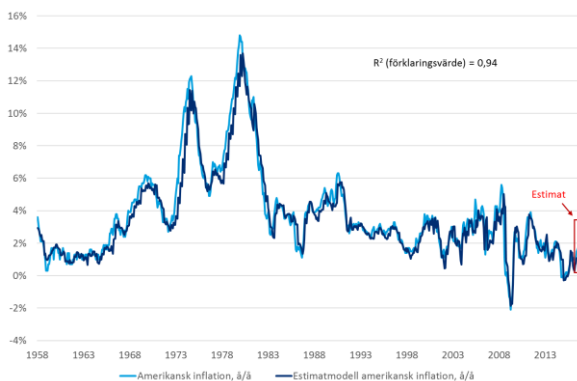
Vår sammanvägda modell för att estimerar amerikansk tillväxt visar på stigande sekventiell tillväxttakt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vår definition av de fyra olika makrosekvenserna möjliggör en historisk sortering. Vi har dessutom skapat en prognosmodell för att estimerar tillväxten under kommande kvartal och den därpå sekventiella förändringen.

Vår modell för amerikansk inflation pekar även den på sekventiell ökning av inflationen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även inflationstaktens förändring under nästa kvartal behöver estimeras. Vår modell pekar på en ökad inflationstakt. Både prognosmodellen för tillväxten och inflationen uppvisar ett högt förklaringsvärde.

Avkastning makrosekvenser: Aktiemarknaden

S&P 500	Årlig total avkastning	I positiv trend	I negativ trend
Makrosekvens 1	15,8%	9,6%	30,5%
Makrosekvens 2	17,3%	16,7%	6,1%
Makrosekvens 3	-1,2%	8,0%	-18,3%
Makrosekvens 4	7,7%	7,4%	0,4%
Hela perioden	9,3%	9,9%	-1,0%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Aktiemarknaden brukar utvecklas som bäst i Makrosekvens 1 och 2. Med något kortare historik så är det framförallt under Makrosekvens 2 som en överavkastning nås, än tydligare blir effekten när trenden är positiv. Sämst går aktiemarknaden under Makrosekvens 3.

Tema: Sekventiell boom

Makrosekvens 1 och 2 har i särklass varit bästa miljö för aktiemarknader

S&P 500	Årlig avkastning	Riskjusterad avkastning	Andel kvartal
Makrosekvens 1	15,8%	1,1	29,6%
Makrosekvens 2	17,3%	1,1	16,7%
Makrosekvens 3	-1,2%	-0,1	24,1%
Makrosekvens 4	7,7%	0,6	29,6%
Hela perioden	9,3%	0,6	100,0%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den riskjusterade avkastningen är dock relativt lik för Makrosekvens 1 och 2. Tabellen ovan visar även att andelen kvartal som ekonomin befinner sig inom en makrosekvens är relativt lik.

Makrosekvens 3 klart bäst miljö för statsobligationer

Statsobligationer	Årlig avkastning	Riskjusterad avkastning	Andel kvartal
Makrosekvens 1	6,4%	1,4	29,6%
Makrosekvens 2	1,5%	0,3	16,7%
Makrosekvens 3	10,5%	2,2	24,1%
Makrosekvens 4	5,0%	1,0	29,6%
Hela perioden	6,1%	1,2	100,0%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Statsobligationer utvecklas som sämst inom Makrosekvens 2 medan den bästa avkastningen uppnås i Makrosekvens 3. Än tydligare blir skillnaden om man ser på den riskjusterade avkastningen.

Företagsobligationer (IG) har en hög andel ränterisk varför samvariationen med statsobligationer varit hög historiskt

Företagsobligationer (IG)	Årlig avkastning	Riskjusterad avkastning	Andel kvartal
Makrosekvens 1	8,3%	1,7	29,6%
Makrosekvens 2	3,7%	1,1	16,7%
Makrosekvens 3	11,8%	2,6	24,1%
Makrosekvens 4	4,3%	0,7	29,6%
Hela perioden	7,2%	1,4	100,0%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den höga ränterisken inom segmentet Investment Grade leder till ett liknande avkastningsmönster som för statsobligationer.

Företagsobligationer (HY) har en lägre andel ränterisk och trivs därmed bättre i goda aktiemarknadsmiljöer

Företagsobligationer (HY)	Årlig avkastning	Riskjusterad avkastning	Andel kvartal
Makrosekvens 1	11,5%	1,4	29,6%
Makrosekvens 2	11,2%	2,3	16,7%
Makrosekvens 3	9,5%	0,6	24,1%
Makrosekvens 4	3,0%	0,4	29,6%
Hela perioden	8,4%	0,8	100,0%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inom High Yield syns ett liknande avkastningsmönster som för aktiemarknaden, men där det blir tydligt att risken är något lägre. Makrosekvens 2, vilket är den sekvens vi förväntar oss att ekonomin kommer att befinna sig i, är den sekvens som historiskt har gynnat High Yield mest.

Tema: Sekventiell boom

Stigande inflation och avtagande tillväxt är inte en bra miljö för den amerikanska dollarn

Dollar (handelsvägd)	Årlig avkastning	Riskjusterad avkastning	Andel kvartal
Makrosekvens 1	-0,8%	-0,1	29,6%
Makrosekvens 2	0,6%	0,1	16,7%
Makrosekvens 3	4,9%	0,6	24,1%
Makrosekvens 4	-3,7%	-0,5	29,6%
Hela perioden	-0,1%	0,0	100,0%

Med tanke på Feds inflationsmål är det inte oväntat att höjningar av styrränta sker i sekventiellt stigande inflationsmiljö

Fed styrränta	Höjning	Andel Oförändrat	Sänkning
Makrosekvens 1	15,6%	59,4%	25,0%
Makrosekvens 2	16,7%	66,7%	16,7%
Makrosekvens 3	15,4%	57,7%	26,9%
Makrosekvens 4	37,8%	43,2%	18,9%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vi har även valt att titta på den historiska dollarutvecklingen. Normalt stärks den handelsviktade dollarn som mest i Makrosekvens 3, medan Makrosekvens 4 är sämsta period. Här finner vi en avvikande utveckling under det senaste året.

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Amerikanska Federal Reserve höjer normalt räntan oftare under Makrosekvens 4.

Tydliga sektorspecifika karaktäristika går att utläsa inom de olika makrosekvenserna historiskt

Årlig avkastning för sektorer	S&P 500	Sällanköp	Dagligvaror	Energi	Finans	Hälsovård	Industri	IT	Råvaror	Samhälls-tjänster
Makrosekvens 1	15,8%	15,9%	14,7%	14,3%	17,4%	16,4%	13,8%	9,6%	12,4%	5,6%
Makrosekvens 2	17,3%	16,9%	12,3%	6,4%	7,3%	9,8%	18,0%	41,0%	18,0%	-9,5%
Makrosekvens 3	-1,2%	-0,1%	8,2%	-8,1%	1,3%	8,5%	-0,9%	-14,1%	-7,4%	6,6%
Makrosekvens 4	7,7%	3,1%	1,2%	13,9%	-4,0%	4,3%	2,3%	15,3%	1,9%	7,2%
Hela perioden	9,3%	8,2%	8,6%	7,1%	5,1%	9,7%	7,3%	9,4%	5,1%	3,6%

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tydliga sektorspecifika karaktäristika går att utläsa inom de olika makrosekvenserna. Sektorer som är mer cykliska och exponerade mot tillväxt såsom sällanköpsvaror, finans och industri har även tydliga avkastningsmönster baserat på sekventiella förändringar i framförallt tillväxttakten. Klassiskt defensiva sektorer såsom dagligvaror, hälsovård och samhällstjänster presterar tydligt bättre under sekventiellt fallande tillväxt.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	1,7	0,6	1,7	4,7	-476,5	-2,6	-3,2
Europa	1,7	0,6	1,1	9,8	380,4	3,3	-1,8
Tyskland	1,7	2,1	1,7	6,0	296,9	8,8	1,0
Frankrike	1,0	1,8	0,6	9,5	-28,6	-1,2	-3,3
Storbritannien	2,2	1,9	1,2	4,8	-138,1	-5,6	-3,7
Sverige	2,8	0,1	1,4	6,2	22,2	4,9	-0,3
Japan	1,1	4,6	0,5	3,1	189,1	3,7	-5,6
Ryssland	-0,4	2,6	5,4	5,4	29,0	2,3	-3,7
Hongkong	1,9	-0,1	1,3	3,3	13,3	2,9	1,6
Kina	6,7	6,2	2,1	4,0	264,6	2,3	-3,8
Indien	7,3	-1,9	3,6	5,0	-11,1	-0,6	-3,8
Brasilien	-2,9	-1,1	6,3	11,9	-20,3	-1,2	-6,3

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	0,75	2,4	324,0	0,8	18,8	15,3
Europa	0,00		515,1	0,2	15,5	19,1
Tyskland	0,00	0,3	80,7	-0,2	12,8	21,8
Frankrike	0,00	0,8	66,8	0,4	18,6	19,1
Storbritannien	0,25	1,3	64,4	0,5	17,4	17,9
Sverige	-0,50	0,6	9,9	0,8	17,3	20,1
Japan	-0,10	0,1	126,7	-0,2	13,0	27,3
Ryssland	10,00	8,0	142,4	-0,1	16,9	13,9
Hongkong	1,00	1,7	7,2	0,4	12,1	15,9
Kina	4,35	3,2	1373,5	0,4	17,1	10,4
Indien	6,25	6,4	1266,9	1,2	27,7	6,1
Brasilien	13,00	11,1	205,8	0,8	22,8	8,1

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2017	P/E 2018	Vinsttillväxt 2017 %	Vinsttillväxt 2018 %	Direktavkastning 2017 %
USA	17,1	15,3	11,5	11,8	2,1
Europa	15,0	13,6	14,4	9,8	3,6
Tyskland	13,5	12,4	8,0	8,6	3,0
Frankrike	14,2	13,0	7,8	9,3	3,6
Storbritannien	14,5	13,2	21,5	9,9	4,3
Sverige	16,2	14,8	5,9	9,7	4,0
Japan	15,0	13,7	13,1	9,0	2,1
Ryssland	6,6	5,8	e.m.	13,8	4,8
Hongkong	11,4	10,4	6,2	9,2	3,7
Kina	12,8	11,1	12,4	13,7	2,3
Indien	16,1	13,7	18,3	17,6	1,7
Brasilien	12,9	10,7	e.m.	20,6	3,2
Världen	15,9	14,2	10,9	11,5	2,6
Tillväxtmarknader	12,2	10,9	14,1	11,3	2,7

Utveckling finansiella marknader

Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	-0,1	0,7	6,6	5,2	21,0	23,2	1,6
Nasdaq	NASDAQ Comp	1,0	2,5	6,9	10,8	24,2	32,1	3,5

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	0,1	1,6	7,6	8,3	10,9	9,6	1,3
London	FTSE100	1,8	4,7	4,6	10,0	26,4	7,7	2,7
Frankfurt	Dax30	0,3	2,0	9,9	15,5	21,8	19,7	1,3
Paris	CAC40	0,3	1,8	10,1	12,6	16,9	14,0	1,2
Stockholm	OMXSPI	0,1	-0,4	4,0	9,7	18,4	24,6	0,4
Stockholm 30	OMXS30	0,0	-1,7	5,3	10,9	16,6	13,4	0,3
Stockholm	SIX RX	0,1	-0,4	5,2	10,9	17,2	39,9	0,3

Japan

Tokyo	Topix100	-1,5	-1,3	13,6	16,2	9,1	18,3	0,8
-------	----------	------	------	------	------	-----	------	-----

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-0,4	1,7	17,5	19,9	76,9	-17,3	0,3
Kina	MSCI China 10/40	1,6	4,9	-1,7	6,8	18,8	0,3	4,9
Hongkong	Hang Seng	0,8	3,3	-2,1	5,0	16,5	-1,1	3,4
Sydkorea	MSCI Korea	1,5	2,4	6,3	8,4	19,7	5,5	3,1
Indien	Bombay100	2,3	3,5	-2,3	-0,5	14,7	37,4	3,3
Brasil	Bovespa	3,2	9,0	3,1	14,5	65,0	28,1	5,7
Mexiko	Bolsa	0,2	2,4	-3,2	-1,1	13,1	9,5	1,2
Sydafrika	MSCI South Africa	1,8	6,2	1,3	-5,2	16,0	15,6	3,1

Världsindeks (USD)

Världen	MSCI World Index	0,6	1,9	5,6	5,2	17,6	7,8	2,1
---------	------------------	-----	-----	-----	-----	------	-----	-----

Nominella Räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2016
Sverige 3m	-0,80	-0,80	-0,80	-0,70	-0,65	-0,80
Sverige 2 år	-0,55	-0,62	-0,68	-0,67	-0,62	-0,62
Sverige 5 år	-0,01	-0,09	-0,08	-0,29	-0,26	-0,11
Sverige 10 år	0,63	0,60	0,64	0,29	0,22	0,56
USA 3m	0,51	0,49	0,45	0,24	0,24	0,42
USA 2 år	1,19	1,18	1,25	0,83	0,67	1,19
USA 5 år	1,90	1,87	2,07	1,29	1,10	1,93
USA 10 år	2,40	2,36	2,59	1,80	1,55	2,44
EMU 3m	-0,33	-0,32	-0,32	-0,31	-0,30	-0,32
EMU 2 år	-0,73	-0,73	-0,80	-0,66	-0,65	-0,77
EMU 5 år	-0,49	-0,49	-0,47	-0,48	-0,55	-0,53
EMU 10 år	0,31	0,28	0,31	0,06	0,01	0,21
Japan 10 år	0,06	0,06	0,08	-0,05	-0,23	0,05

Styrräntor (%)	Idag
Riksbanken	-0,50
FED	0,75
ECB	0,00

Övrigt	Idag
Stibor 90dgr	-0,55

SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	-1,4	-3,6	8,0	9,7	25,1	22,8	-0,3
Nasdaq	NASDAQ Comp	-0,3	-1,9	8,3	15,3	28,3	31,7	1,6

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-0,8	-1,3	5,4	8,4	12,4	8,3	0,2
London	FTSE100	-0,7	-3,4	4,5	4,7	14,3	10,4	-2,1
Frankfurt	Dax30	-0,7	-0,9	7,7	15,6	23,2	18,4	0,3
Paris	CAC40	-0,7	-1,1	7,9	12,7	18,3	12,7	0,2
Stockholm	OMXSPI	0,1	-0,4	4,0	9,7	18,4	24,6	0,4
Stockholm 30	OMXS30	0,0	-1,7	5,3	10,9	16,6	13,4	0,3
Stockholm	SIX RX	0,1	-0,4	5,2	10,9	17,2	39,9	0,3

Japan

Tokyo	Topix100	-0,8	-2,2	6,1	13,6	16,5	-4,3	1,6
-------	----------	------	------	-----	------	------	------	-----

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-1,7	-2,6	18,9	24,4	81,1	-17,7	-1,7
Kina	MSCI China 10/40	0,9	1,6	-2,6	8,4	18,1	6,5	3,8
Hongkong	Hang Seng	0,1	-0,1	-3,1	6,5	15,8	5,2	2,3
Sydkorea	MSCI Korea	2,8	-1,4	3,7	9,8	26,7	10,8	4,4
Indien	Bombay100	0,8	-1,3	-3,0	2,3	18,0	11,5	1,1
Brasil	Bovespa	1,2	9,7	3,8	20,1	96,0	-0,9	4,7
Mexiko	Bolsa	-1,7	-6,8	-14,3	-11,9	1,2	0,6	-4,3
Sydafrika	MSCI South Africa	1,3	5,1	6,9	4,4	45,3	-18,1	2,4

Världsindeks (SEK)

Världen	MSCI World Index	-0,6	-2,5	6,9	9,6	21,7	7,4	0,2
---------	------------------	------	------	-----	-----	------	-----	-----

Valutor (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
EURUSD	1,06	0,3	1,5	-3,5	-4,2	-2,6	0,9
USDSEK	8,93	-1,3	-4,4	1,3	4,5	4,1	-1,9
EURSEK	9,48	-0,9	-2,9	-2,2	0,1	1,4	-1,0
GBPSEK	10,73	-2,5	-8,1	-0,1	-5,3	-12,2	-4,9
JPYSEK	7,85	0,6	-0,9	-7,5	-2,6	7,3	0,8
NOKSEK	1,05	-1,0	-2,6	-2,6	3,6	8,8	-0,5
DKKSEK	1,27	-1,0	-2,9	-2,2	0,1	1,8	-1,1
CNYSEK	1,30	-0,7	-3,3	-1,0	1,6	-0,7	-1,1
KRWSEK	0,01	1,3	-3,8	-2,6	1,3	7,0	1,3
INRSEK	0,13	-1,4	-4,9	-0,7	2,8	3,3	-2,2
BRLSEK	2,77	-2,0	0,7	0,7	5,6	31,0	-1,0
MXNSEK	0,42	-1,9	-9,2	-11,1	-10,8	-11,9	-5,5
ZARSEK	0,66	-0,6	-1,0	5,6	9,6	29,4	-0,7

Råvaror (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
Zink	2774,3	6,7	3,3	24,6	27,7	87,1	8,5
Koppar	5883,8	5,6	3,6	25,4	19,6	34,1	6,5
Guld	1205,9	2,1	6,3	-3,6	-9,8	10,7	4,7
Olja (Brent)	55,3	0,7	0,2	6,5	16,2	91,2	-2,6
Olja (WTI Crude)	52,2	0,5	-1,4	1,0	5,5	40,9	-2,8

Volatilitet (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
VIX (USA)	11,2	-0,8	-8,0	-30,3	-11,4	-58,4	-20,0

Om Söderberg & Partners

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

Viktig information

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

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

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

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