



Maj 2017

Strategirapport

Börscykeln vid vägs ände?

Strategi & Marknadssyn	3
Inledning/Sammanfattning	4
Vår investeringsstrategi	5
Regioner	11
USA	12
Europa	15
Sverige	18
Japan	22
Tillväxtmarknader	24
Räntemarknad	27
Alternativa placeringar	31
Tema: Investera med stil	34
Appendix	45

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



Skribenter, från vänster: Matthias Gietzelt, Sina Kazemi, Linda Jägerstad, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå, Johanna Gustafsson, David Hjelmberg

Strategi & Marknadssyn

Inledning/Sammanfattning

Vad sade vi sist?

Vår strategirapport i januari innebar mindre förändringar av vår syn. I vår investeringsindikator höjde vi betyget för statsobligationer efter att ha noterat en snabb ränteuppgång på främst den amerikanska marknaden. Vår bedömning var att penningpolitiken under året inte skulle komma att vara lika stimulatив och att tillväxtförutsättningarna fortsatt var goda, både med stöd från en god utveckling i Kina och på grund av de positiva ledande indikatorerna. Vi såg en positiv vinstrevideringstrend och kvarstod med vårt gröna betyg på aktiemarknaden trots att vi noterade förhöjda värderingsnivåer. Potentialen ansåg vi framförallt fanns på tillväxtmarknaderna och i Europa och Sverige. Vi sänkte vårt betyg för Alternativa Investeringar ytterligare, till neutral nivå, för att återspegla svårigheterna att hitta likvida investeringar som är okorrelerade med aktie- och räntemarknaden.

Vad har förändrats sedan dess?

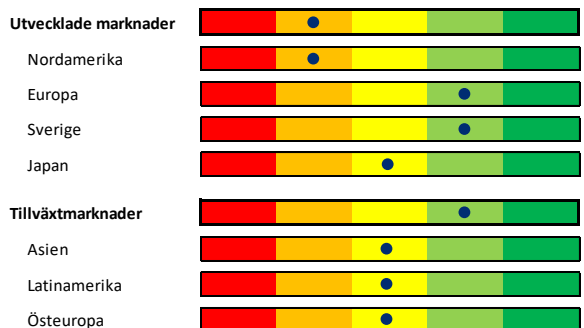
Världens aktiemarknader inledde året starkt och värderingsmultiplarna steg. Samtidigt fanns den politiska oron kvar och i mitten på mars gjorde vi bedömningen att en stor del av den väntade vinstförbättringen i börsbolagen hade börjat prisas in. Dessutom såg vi att vissa sentimentsindikatorer började visa nivåer av överoptimism. Med risk för en rekyll och i kombination med en aktiemarknad som sent i börscykeln får anses vara känslig för negativa nyheter valde vi att kommunicera en mer försiktig hållning och sänkte vårt betyg till gult. Samtidigt lyfte vi vårt betyg för räntemarknaden till gult, vilket innebar en neutral syn på tillgångsklasserna. Sedan dess har bolagsrapporterna för det första kvartalet varit över marknadens förväntningar och vinstprognoser har behövt justeras upp. Dessutom har den politiska risken minskat efter de holländska och franska valen. De makroekonomiska förutsättningarna ser alltjämt goda ut och börsutvecklingen har tagit ny fart, främst i våra föredragna regioner. Vår bedömning är dock fortsatt att det finns risk för en rekyll och flertal indikatorer ligger nära nivåer som historiskt har börjat signalera risk för recession. Förmodligen är ett sådant scenario väl tidigt och vi ser inte att centralbanker behöver strama åt i snabbare takt än vad som väntas, inte minst då inflationsförväntningar alltjämt är låga.

Söderberg & Partners Investeringsindikator

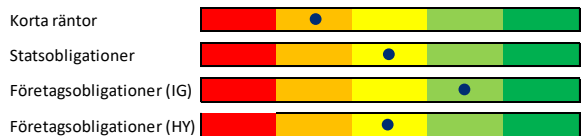
TILLGÅNGSKLASSER



AKTIEALLOKERING



RÄNTEALLOKERING



Summering av vår nuvarande syn

Vi befinner oss sent i investeringscykeln och manar till viss försiktighet. Flertalet indikatorer pekar på överoptimism och det är rimligt att anta att även innevarande år kan uppvisa en större korrigering. Samtidigt är förutsättningarna goda och vinstutvecklingen i börsbolagen tar fart. Vi kvarstår med vårt gula betyg på tillgångsklasserna och fortsätter att rekommendera en övervikt mot tillväxtmarknader och Europa. På kreditmarknaden har potentialen tydligt minskat i takt med att kreditspreadar gått ihop. High Yield-segmentet har dessutom en hög korrelation med aktiemarknaden, vilket gör att riskerna har ökat. Vi rekommenderar alltjämt en övervikt mot kreditrisk och då främst mot segmentet Investment Grade, medan korta räntor bör underviktas relativt den strategiska portföljallokeringen.

Vår investeringsstrategi

Inledning

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

Makroekonomiska förutsättningar - kan den globala tillväxten ge fortsatt stöd?

Finanskrisen känns numera avlägsen och den globala konjunkturen har länge varit i en expansionsfas, om än inte lika tydlig som vid tidigare återhämtningar. Alltjämt är dock fokus på en stimulatív penning- och finanspolitik i och med inflationsförväntningar som inte tar fart. Långa obligationsräntor pressas ned av både centralbanker, ett stort sparande och förväntningar om en låg tillväxt drivet av faktorer såsom digitalisering och demografi. Samtidigt finns en viss oro för att inflationen tar fart om hotet om ökad protektionism infrias. Den politiska osäkerheten är alltjämt hög, men efter de nederländska och franska valen har populism mött viss motgång.

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

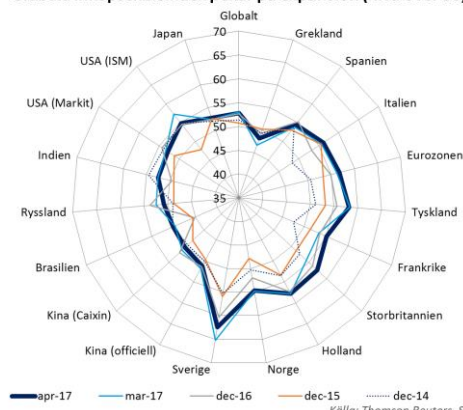
Inom parentes förändring relativt prognos i januari

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Under årets inledning har tillväxtprognoser snarare stärkts och sett till IMF:s senaste tillväxtprognoser i

april har den förväntade takten reviderats upp för både europeiska länder, Japan och för tillväxtmarknaderna medan den förväntade amerikanska tillväxten ligger kvar. Även om man blickar framåt ser de makroekonomiska förutsättningarna ut att vara goda. Ledande indikatorer såsom inköpschefsindex pekar alltjämt på en expansion, där numera såväl tjänstesektorn som industrin ser allt ljusare på den framtida efterfrågan. Även här är det framförallt den europeiska ekonomin med Sverige i spetsen som sticker ut med en mycket stark väntad utveckling för industrin. Sammantaget ser vi idag inga hinder för att den ekonomiska aktiviteten ska vara fortsatt ökande, vilket även bör gynna börsbolagens tillväxt.

Globala inköpschefsindex pekar på expansion (nivå över 50)



Källa: Thomson Reuters, Söderberg & Partners

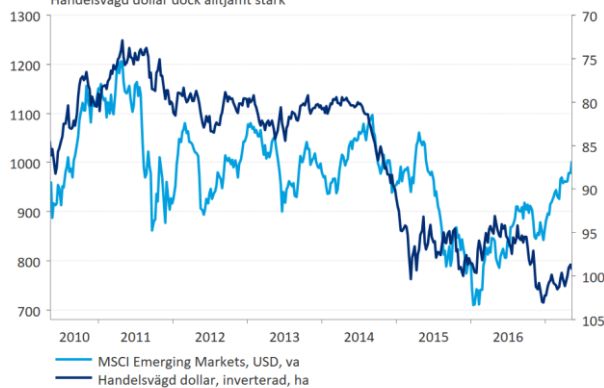
Var i konjunkturcykeln befinner vi oss?

Vi har i tidigare strategirapporter pekat på att den globala tillväxten inte sker synkront. Den amerikanska ekonomin har länge befunnit sig i en expansionsfas drivet av snabba stimulanser och en ökad konsumtion till följd av en starkt arbets- och bostadsmarknad. Den mer splittrade europeiska ekonomin har emellertid kämpat med återhämtningen. Vår bedömning är att den europeiska ekonomin nu är i en tydlig expansionsfas, medan den amerikanska ekonomin uppvisar avmattningstendenser. Tillväxtmarknaderna har uppvisat skilda förutsättningar, men tydligt är nu att Brasilien och Ryssland har tagit sig ur den recession som har varit och givet att råvarupriser kan hållas uppe och dollarn inte ånyo stärks räknar vi med att förutsättningarna successivt kan förbättras.

Vår investeringsstrategi

Tillväxtmarknader har stärkts

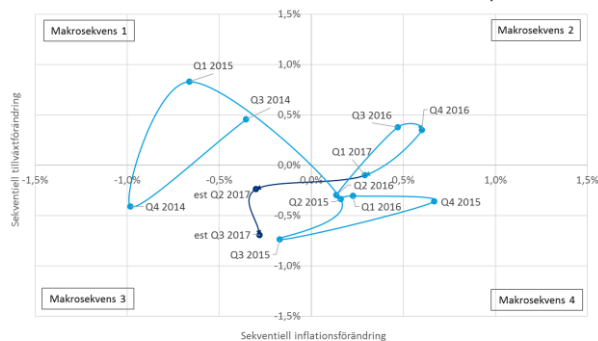
Handelsvägd dollar dock alltså stark



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Med utgångspunkt i temadelen i vår strategirapport från i januari anser vi det dock vara av värde att se till mer kortsiktiga ekonomiska sekvenser för att få en bättre koppling till värdepappersmarknadernas utveckling. Vi redogjorde då för vår syn genom att dela in den ekonomiska aktiviteten i fyra faser. Blickar vi framåt är vår bedömning att vi går mot en fas där både inflation och tillväxt på årsbasis är sekventiellt fallande, det vill säga rör sig inom Makrosekvens 3. Historiskt har det inneburit en svagare period för aktiemarknad och en god miljö för obligationsinvesteringar.

Sekventiellt fallande tillväxt och inflation huvudspåret



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

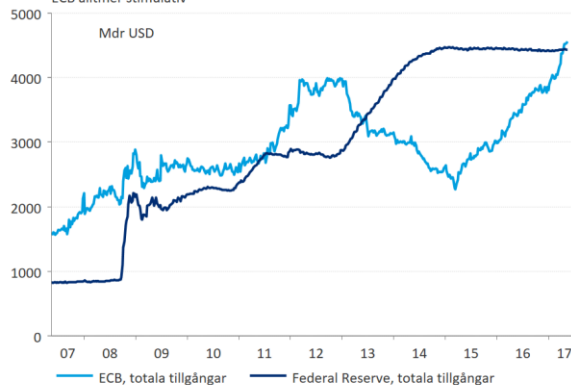
Vad är centralbankernas nästa steg?

Centralbankerna har haft en stor påverkan på marknaderna under de senaste åren. Amerikanska Federal Reserves räntehöjningscykel inleddes i december 2015 trots att exempelvis amerikansk sysselsättning stärkts under lång tid och kärninflationen uppvisat viss återhämtning.

Anledningen har varit en generell global osäkerhet, men i takt med att bland annat oron för den EU:s framtid har lättat och ekonomisk statistik fortsatt tala för återhämtning pekar mycket på åtminstone två räntehöjningar till under året. Dessa lär fortsätta under 2018, men framförallt räknar vi med att återinvesteringar av obligationsköpen avtar och att det kommuniceras under slutet av året.

Centralbankernas tillgångar

ECB alltmer stimulativ



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

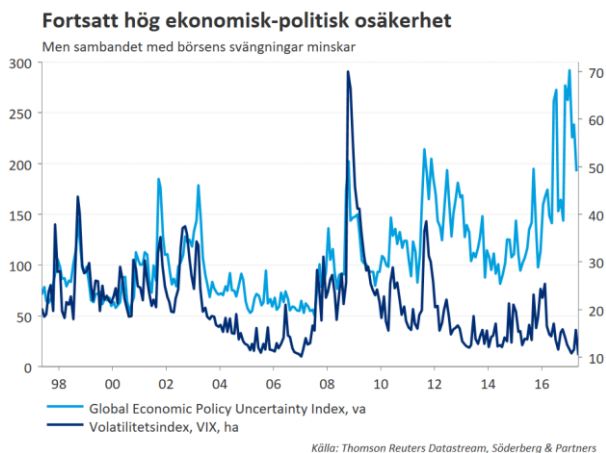
Det skulle innebära en minskad balansräkning i USA medan den europeiska centralbanken kommer till en fas under nästa år där man initialt minskar obligationsköpen. I marknadens förväntningar ligger en räntehöjning i Europa mycket långt bort. Därmed gör vi bedömningen att Fed:s normalisering av balansräkningen kommer att uppbära störst fokus. Det kommer att dröja, men frågan är vad en initial effekt blir på långa obligationsräntor. Studier visar att en höjning av amerikansk tioårig obligationsränta på uppemot 50 – 60 punkter ligger i korten, medan andra mer långsiktiga faktorer kan motverka detta.

Hur stor roll spelar den politiska osäkerheten?

Osäkerheten kring den ekonomiska politiken har under senare år ökat alltmer. Under föregående år ledde folkomröstningen i Storbritannien kring medlemskap i EU till en ökad oro för en europeisk splittring med risk för fallande förtroende hos både hushåll och företag. Vi fann den oro något överdriven på grund av Storbritanniens globala diversifiering samt framtida goda förutsättningar och det visade sig att pundets depreciering istället åtminstone kortsiktigt lyfte den brittiska ekonomin.

Vår investeringsstrategi

Även Donald Trumps väntade politik har hittills emottagits positivt och efter de nederländska och franska valen gör vi bedömningen att det inte är politiken som väntas ge det största genomslaget på ekonomisk tillväxt och värdepappersmarknaderna.

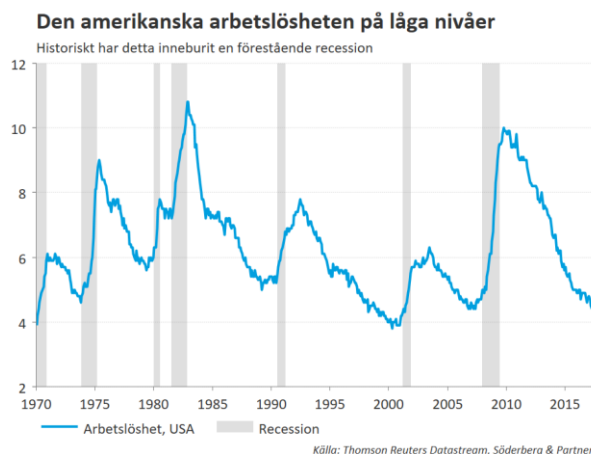


Andra lärdomar och samband

Till viss del är dagens situation unik, aldrig tidigare har räntorna varit så låga och avkastningsmöjligheterna inom lågrisksegmentet så små. Dessutom är det penningpolitiska experimentets utfall mycket svårt att bedöma. Vi finner ändå stor anledning att se tillbaka på tidigare studier och håller fast vid vår syn kring en konjunkturcykels uppbyggnad. Avseende centralbankerna är vår bedömning att Federal Reserves räntehöjningstakt kommer att fortsätta och att det snarare finns en risk för att den tilltar. Däremot gör vi inte bedömningen att dollarn kommer att stärkas från dagens nivå, då vi inte heller vid tidigare räntehöjningar har sett en initial förstärkning. Istället kan kraften i den europeiska återhämtningen överraska ECB och även för svensk del är det inte ovanligt historiskt att en räntehöjningscykel har inletts tidigare än kommunicerat trots att inflationen understigit uppsatt mål. Ytterligare lärdomar man kan dra av räntehöjningscykeln är att det initialt inte är negativt för aktiemarknaden med högre styrräntor. Vi vill i samband med det återigen lyfta fram att den sekventiella utvecklingen för inflationen under kommande kvartal är en viktigare faktor. Demografiska förutsättningarna spelar också in. När räntor väl höjs är sannolikheten stor att dessa inte når upp till de höga nivåer vi har noterat historiskt. Demografin leder även

till att exempelvis konsumtion får en allt större roll, varför det är viktigt att se på sammansättningen både i världens ekonomier och i borsindex.

Andra samband som vi bevakar är faktorer som historiskt kunnat ge indikationer på att en recession är nära förestående. Bland dessa kan nämnas den amerikanska arbetslösheten som, när den väl har bottnat, tydligt signalerat att en recession inte är alltför långt bort. Fortsatt faller den amerikanska arbetslösheten, men nivån befinner sig nu under det som centralbanken anser vara en strukturell lägstanivå.



En annan indikator som har varit tillförlitlig är den amerikanska räntekurvans lutning, det vill säga differensen mellan lång och kort ränta. Idag är skillnaden närmare en procentenhet mellan kort och lång ränta, men när räntor väl är på samma nivå brukar det innebära en tydlig risk för recession. Vi befinner oss inte där än, men om Federal Reserve höjer i snabb takt samtidigt som långa räntor faller något så kan situationen snabbt vara en annan.

Hur kan vårt makroekonomiska scenario appliceras?

Som vi konstaterade inledningsvis är tillväxten god och den ekonomiska aktiviteten väntas vara fortsatt hög. Vårt makrosenario pekar därmed på fortsatt återhämtning, centralbanker som till viss del stramar åt och räntor som stiger, om än i maklig takt. Värt att komma ihåg är att sambandet mellan BNP-tillväxt och avkastningen på värdepappersmarknader inte är alltför starkt historiskt, vilket är ett av skälen till att vi hellre vill lyfta fram vår syn kring de ekonomiska sekvenserna.

Vår investeringsstrategi

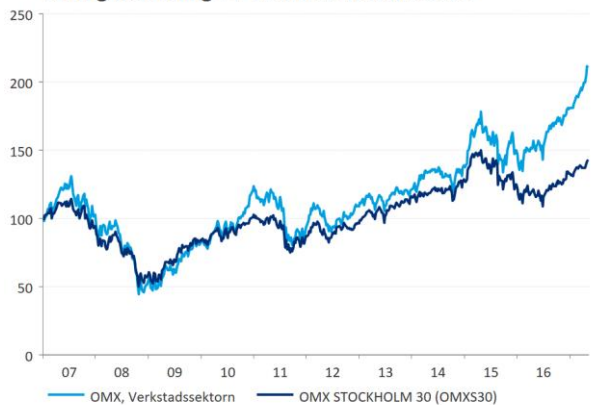
Enligt vår bedömning kommer den amerikanska tillväxten och inflationen i nästa kvartal vara sekventiellt fallande, vilket innebär att vi förväntar oss att vi kommer befinna oss i det vi definierar som Makrosekvens 3. Historiskt har det varit en dålig signal för aktiemarknaden, medan obligationsinvesteringar har utvecklats väl. Däremot visade vår studie att avkastningen på aktiemarknaden är positiv även i Makrosekvens 3 om börsen är i en positiv trend, vilket den är idag. Det är också en mycket positiv miljö för företagsobligationer, främst inom segmentet Investment Grade.

En viss höjning av ränteläget, inte minst genom den väntade normaliseringen av centralbankernas balansräkning, kommer att möjliggöra placeringar även i korta räntor, även om avkastningen fortsatt kommer att vara låg. Fortsatt ser vi kapitalstarka bolag och låg risk för betalningsinställelser, vilket gör att vi fortsatt även rekommenderar viss exponering mot kreditmarknaden. Det är dock möjligt att de senaste årens goda trend, med stärkta balansräkningar och ökade utdelningar samt återköp, närmar sig en situation där bolagen faktiskt även ökar kapitalinvesteringarna.

Råvaror brukar generellt gynnas i ett stigande ränteläge. Historiskt har detta framförallt varit fallet för oljan och till viss del basmetaller, medan ädelmetaller inte har utvecklats lika bra. Vi gör även bedömningen att dollarns utveckling har en större påverkan på guldpriset än vad ökad inflation har.

Vårt scenario innebär även att främst den europeiska ekonomin stärks, där Sverige sticker ut med mest positiva utsikter från ledande indikatorer. Sveriges exportberoende och verkstadssektorns stora vikt på Stockholmsbörsen gynnas av nuvarande trender, men vår bedömning om en försvagad dollar och stärkt krona motverkar de positiva effekterna. Dollarn är övervärderad i absoluta termer och även i förhållande till flertalet andra valutor, medan kronan bör gynnas givet att tillväxtförutsättningarna fortsatt ser starka ut och den svenska inflationen kan överraska något framöver. I kombination med en hög värdering i verkstadssektorn börjar vi emellertid finna mer värde på annat håll, även om förutsättningarna alltså är goda för bättre försäljnings- och vinstutveckling.

Kraftig utveckling för svensk verkstadssektor



Är den ansträngda värderingen på tillgångsklasserna ett hinder framöver?

Värderingen på aktiemarknaden är fortsatt på en nivå som är cirka 20 procent högre än det historiska tioårsnittet, oavsett om man tittar på den amerikanska, europeiska eller svenska aktiemarknaden. Naturligtvis finns olika typer av nyckeltal och relativt obligationsmarknaden kvarstår en stor skillnad om man ser till direktavkastningen relativt långräntorna. Detsamma gäller om man ser till historisk värdering givet olika inflationsnivåer. Med dagens nivå på inflationen är vinstnyckeltal normalt högre än när inflationen antingen är mycket låg eller hög. Vår åsikt är att hög värdering i sig inte är ett hinder för fortsatt god börsutveckling, däremot bör toleransen för sänkta vinstprognoser minska. Det vi ser idag är att vinstprognoser på flera marknader revideras upp, vilket kan ge fortsatt stöd för aktier som tillgångsslag.

Varför tillväxtmarknader framför utvecklade?

Tillväxtmarknader har inlett året starkt, men sett över några år har de gått sämre än utvecklade marknader. Värderingarna är tydligt lägre än på många av de utvecklade marknaderna och givet vår syn om en något svagare dollar gör vi bedömningen att tillväxtmarknader fortsatt erbjuder attraktiva investeringsmöjligheter. Dollarn är enligt vår mening den absolut viktigaste faktorn, medan en ökad inflation och högre ränteläge inte har samma betydelse. Ser man tillbaka på utvecklingen innan finanskrisen finns många likheter, men naturligtvis även skillnader.

Vår investeringsstrategi

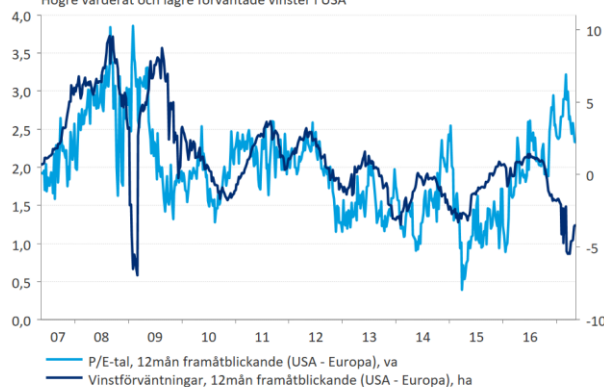
Inte minst gäller det de ekonomiska förutsättningarna som skiljer sig beroende på tillväxtmarknad. Kina spelar alltjämt en viktig roll, men många ekonomier kan också bättre stå på egna ben. Långsiktigt talar mycket för dessa marknader, men även kortsiktigt finns potential från högre råvarupriser och ökade stimulanser. Även om den kinesiska ekonomiska aktiviteten inte kan ge samma stöd har tillväxtmarknader aggregerat alltjämt högre tillväxt än de utvecklade marknaderna.

Europeiska aktier fortsatt bättre än amerikanska?

Den europeiska aktiemarknaden har inlett året starkt, men sett till uppgången sedan finanskrisens slut är den amerikanska marknaden långt bättre. Till stor del är detta drivet av tidigare stimulanser och en stärkt dollar, men framförallt ligger en annorlunda sektorsammansättning, ett mindre exportberoende och en kraftig ökning av börsbolagens återköp bakom utvecklingen. I vårt huvudscenario med fortsatt stärkt ekonomisk aktivitet och en ökad global handel gör vi bedömningen att det mer cykliska Europa gynnas. Värderingen är oavsett nyckeltal mycket hög i USA, medan det finns viss potential i Europa sett till exempelvis P/E-tal med genomsnittliga, inflationsjusterade, tioårsvinster.

Värderingsskillnad talar för Europa

Högre värderat och lägre förväntade vinster i USA



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Vår syn om långsamt ökande ränteläge bör även gynna den pressade banksektorn i Europa, som fortsatt är mycket attraktivt värderad. Ett omvänt förhållande till

ränteutvecklingen gäller konsumentcykliska aktier.

Allt större utmaningar på räntemarknaden – viss kreditrisk alltjämt intressant?

Kreditmarknaderna har haft en mycket lugn period och kreditspreadar har gått ihop under en längre tid. Det gör att avkastningsmöjligheterna har krympt avsevärt. Samtidigt har korrelationen med aktiemarknaden varit stigande, vilket innebär att riskerna är höga den dag det sker en rekyl. I fokus har även exponeringen mot oljesektorn varit. Den risken har minskat något i takt med att oljepriset har stigit och breakeven-nivåer för amerikanska skifferproducenter har minskat. Inte heller är risken hög att den svaga utvecklingen i detaljhandeln drabbar den amerikanska High Yield-marknaden. Istället vill vi lyfta fram att riskspridningen genom en investering har minskat samtidigt som skillnaden jämfört med övriga ränteinstrument fortsatt talar för kreditmarknaden.

Sentimentsindikatorer - spelar dessa någon roll?

Det finns en mängd olika indikatorer som mäter förtroende hos företag, hushåll och investerare. Dessa har olika grad av värde i att bedöma konjunkturen och värdepappersmarknaderna. En indikator såsom inköpschefsindex har ett starkt samband till industriproduktionen medan exempelvis den tyska sentimentsindikatorn IFO-index ger en relativt bra känsla för vart den tyska ekonomin är på väg. Däremot har ett högt konsumentförtroende i USA under det första kvartalet inte lett till en ökad detaljhandelsförsäljning.

Bättre stämningsläge i Tyskland

Tyskt affärsklimat har starkt samband med BNP-tillväxt



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Vår investeringsstrategi

Investerares förtroende svänger normalt relativt mycket och de mätningar som görs får endast kortsiktig påverkan. Viss överdriven optimism noteras i flertalet av de indikatorer vi tittar på, vilket skulle kunna föranleda en rekyl. Däremot har svängningarna på börsen blivit allt mindre och volatilitetsindex VIX noterade 23-årslägsta i början på maj. Anledningen till detta är svår att bedöma, men även här har förmodligen den stimulerande penningpolitiken spelat en stor roll. Några större slutsatser går dock inte att dra. Sett till tidigare tillfällen med mycket låg volatilitet så har efterföljande år både uppvisat kraftiga uppgångar och kraftiga nedgångar på aktiemarknaden. Vår bedömning är att det är rimligt att räkna med högre svängningar, vilket brukar sammanträffa med rekylar på aktiemarknaden. Tekniska indikatorer i övrigt visar dock fortsatt på intakta positiva trender.

Vi vill även peka på de samband som har förändrats, vilket exempelvis gäller korrelationen mellan aktiemarknader på olika regioner som idag är hög. Innan finanskrisen hade vi en kraftigt fallande korrelation som sedan ökade när aktiemarknaden försämrades och normalt sett brukar så vara fallet. Vi räknar dock inte att den blir lika höga i nästa nedgångsfas som när dollarn stärktes och centralbanksstimulanserna var som störst. Minskad korrelation, bland annat i och med viss frikoppling från penningpolitiken, skulle föra med sig större riskspridningsmöjligheter i diversifiering och öppnar även upp ytterligare potential inom aktiv förvaltning (se diskussion i temadelen).

Vad är det som knäcker cykeln denna gång?

Det finns en rad varningssignaler som vi ser idag. Dessa stärker oss i vår tro att vi befinner oss sent i såväl konjunktur- som investeringscykeln. Även den optimism som råder på aktiemarknaderna får oss att tro att vi närmar oss en sen fas även i börscykeln. Men oftast är det varken dessa signaler eller en hög värdering som får värdepappersmarknader att vika. Inte heller tror vi att det är de alltför höga politiska riskerna som utlöser ett större börsfall. Istället är det normalt något som avviker från det förväntade. Det deflationsscenario man kunde se som ett hot för några år sedan är just nu inte aktuellt, men likväl kan en

accelererande inflationstakt överraska marknaden. Även om det är vår bedömning att det är farligt att tro att lågräntemiljön håller för all evighet ser vi att den största risken framförallt finns i den kinesiska kreditillväxten. Kriser uppstår ofta i slutet av en kraftig kreditexpansion och med tanke på de kinesiska företagens ökade skuldsättning ser vi en situation som inte är hållbar på sikt. Även på andra tillväxtmarknader finns risk att företagsskuldsättningen är för hög och där studier pekar på att räntetäckningsgraden är alltför låg. Plötsligt ökad protektionism med minskad världshandel som följd skulle för flertalet av dessa ekonomier innebära stora problem. Ett annat problem som kvarstår är de dåliga lån som finns kvar i den europeiska banksektorn. Att dessa till viss del värdepapperiseras och säljs till investerare får ses som en varningssignal i sig.

Vad är vårt nästa steg?

Med utgångspunkt i ovan gör vi i samband med denna strategirapport ingen större förändring av vår generella syn. Sedan någon månad tillbaka har vi en mer neutral syn på tillgångsklasser, vilket innebär att investerare bör hålla den från början uppsatta strategiska aktie- och räntevikten i portföljerna. Det innebär inte att vi har för avsikt att kvarstå med denna syn under lång tid. Om konjunkturutvecklingen fortsätter i samma takt och aktiemarknaden prisar in allt högre vinster samtidigt som vi inte ser någon kortsiktig rekyl är vårt nästa steg att bli än mer försiktiga. Skulle vi däremot få en nedgång, exempelvis till följd av förnyad politisk oro så kan nästa steg mycket väl vara en ökad aktieexponering igen. Vårt att komma ihåg kring detta är att varje år normalt innehåller en nedgång på uppemot 10-15 procent, vilket är något vi inte har sett under innevarande år. I och med att vi är sent i konjunkturcykeln och det finns tydliga varningssignaler är det inte orimligt att anta att nästa nedgångsfas riskerar att bli större.

Regioner

USA

Makroekonomiska förutsättningar

Fortsatta tröga första kvartal

Första kvartalets svaga tillväxt i amerikansk ekonomi bör inte längre vara några nyheter, vi har varit här förut. Men trots lågt ställda förväntningar blev utfallet överraskande lågt på 0,7 procent i annualiserad kvartalstakt. Samtidigt vet vi också att svagheten är övergående, och blickar vi tillbaka i historien ser vi att tillväxten brukar återhämta sig snabbt till andra kvartalet. Vi känner oss bekväma med den iakttagelsen mot bakgrund av en stark konjunktur som understryks av förhöjda framåtblickande sentimentsindikatorer. Det ska dessutom läggas till att den faktiska årliga förändringstakten ligger på 1,9 procent, vilket alltså skiljer sig stort från den annualiserade takten. Inköpschefsindex för både industrin och tjänstesektorn ligger tydligt över balansnivån på 50, samtidigt som småbolagsindex från National Federation of Independent Business (NFIB) har noterat mycket höga nivåer under flera månader. Detta har också letat sig in i faktiska siffror, med exempelvis starka siffror för industriproduktionen de senaste månaderna. Till viss del kan denna tydliga optimism härledas till att Donald Trump vann presidentvalet och de löften som gavs om finanspolitiska stimulanser. Enligt vår mening var dock detta mer av en katalysator än den faktiska orsaken, och vår bild är att det är den reella ekonomiska utvecklingen som har trissat upp sentimentet. Vi bedömer inte att Trumps politik kommer att få genomslag i år, och den boost som marknaden förutsåg vid valvinsten bör med andra ord utebli i det korta perspektivet. Detta accentueras av den otroliga svårighet han har haft att få sin vilja igenom. Med det sagt så är vår åsikt att de utlovade finanspolitiska stimulanserna inte behövs i det läge som den amerikanska ekonomin befinner sig i för tillfället, och skulle istället kunnat leda till överhettning på sina håll. För helåret 2017 räknar IMF med en tillväxttakt på 2,3 procent som sedan ska stärkas till 2,5 procent året därpå.

Arbetslösheten i mål, men är lönetillväxten nog?

Det kan i viss mån kännas överflödigt att gång på gång ta upp styrkan i amerikansk arbetsmarknad då den nu

har visat styrketecken under en väldigt lång period, och även om det exempelvis har funnits korta månadsvisa svackor i sysselsättningstillväxten har den snabbt återhämtat sig och fortsatt på den inslagna banan. Det skapas fortfarande arbetstillfällen utanför jordbrukssektorn, men i en ekonomi som den amerikanska hör det också till att denna tillväxttakt bromsar in allteftersom arbetsmarknaden blir stramare. Detta lär fortsätta, och är med andra ord ingenting vi oroar oss för. Samtidigt har arbetslösheten fallit kraftigt, och nivån på 4,4 procent är idag lägre än den av Federal Reserve (Fed) definierade jämviktsarbetslösheten (NAIRU). Detta är givetvis ett gott tecken då färre och färre är arbetslösa, men frågan är hur pass mycket lägre den kan bli. Historiskt sett har nämligen botten i arbetslösheten varit en varningssignal för en stundande amerikansk recession. Många menar dock att vi ännu inte har sett den lönetillväxt som denna arbetslöshetsnivå bör föra med sig, men nivån varierar beroende på vilken mätning man tittar på. Den genomsnittliga timlönen har ökat med 2,5 procent i årstakt enligt Bureau of Labour Statistics, medan Atlanta Fed:s löneindikator istället pekar på 3,4 procent. Faktum kvarstår dock att lönetillväxten har stigit successivt de senaste åren, även om den inte har uppnått de nivåer vi såg innan finanskrisen. Detta kan förvisso bero på strukturella faktorer som exempelvis demografiska förändringar, men vi ser trots det att lönetillväxten kommer att tilltaga ytterligare härifrån.

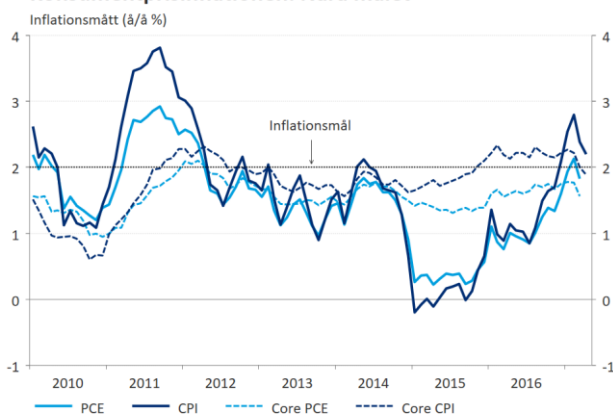


USA

Fed höjer enligt plan

En snabb överblick på inflationen visar att Fed även där, precis som för arbetsmarknaden, är i mål. Frågan som uppstår då är huruvida centralbankens tröghet med att höja räntan har inneburit att man hamnat efter och riskerar en överhettning i ekonomin, något som vissa skulle påstå redan är fallet. Men tittar vi lite närmre på det hela så är det kanske inte så kritiskt som man vid första anblick kan tro. Förvisso är den totala inflationen mätt som KPI idag 2,4 procent och därmed över inflationsmålet på 2 procent, men rensar vi för volatila energi- och matpriser så tangerar den istället målnivån och är dessutom lägre än den var för ett år sedan. Vänder vi istället blicken mot Fed:s favoritmått för inflation, Core PCE (Personal Consumption Expenditures, exkl. energi- och matpriser), landar vi på 1,6 procent och exakt samma nivå som motsvarande månad i fjol. Detta är förmodligen anledningen till att Fed-ledamöterna ännu inte har stressat upp sig nämnvärt inför risken för överhettning. Med det sagt bedömer vi ändå att riskerna för kommande räntehöjningar är på uppsidan. Om lönetillväxten accelererar ytterligare, något som enligt oss är troligt, kommer även den underliggande inflationen ta fart, samtidigt som Trumps finanspolitik kan få genomslag längre fram och innebära en snabbare räntehöjningstakt än vad marknaden har prisat in. Näst i tur är en höjning i juni, en höjning som idag är nästintill fullt inprisad av marknadsaktörerna.

Konsumentprisinflationen: Nära målet



Aktiemarknad

Hög värdering och högt ställda förväntningar

Året har inletts som fjolåret avslutades, med en positiv aktiemarknad som stigit med stöd av förhoppningar gällande omfattande stimulanser för ekonomin. I dollar är uppgången goda 7,5 procent medan den uttryckt i svenska kronor är mer beskedliga 4,7 procent. Den amerikanska ekonomin har uppvisat fortsatt styrka beträffande sysselsättningsökningar, men både detaljhandelsförsäljning och tillväxt har utvecklats svagare under inledningen av 2017. Marknaden både tror och hoppas på betydande förändringar beträffande bolagsbeskattning samt lättnader i regelverket för exempelvis finanssektorn. Utöver detta finns en förväntansbild kring infrastruktursatsningar och att industrins investeringar skall öka markant från de senaste årens låga nivåer. Det har sammantaget lyft samtliga större amerikanska börsindex till nya rekordnivåer.

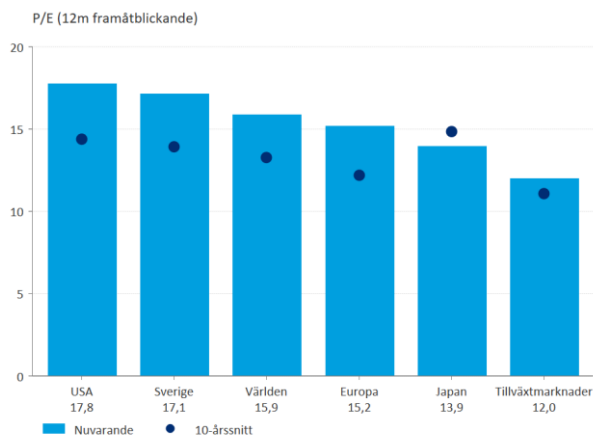
Tidigare i investeringscykeln fick kursuppgångarna generellt främst stöd av det låga stimulativa ränteläget utan att bolagsvinsterna följde med och vi konstaterade då att en betydande multipelexpansion ägde rum, vilket innebar att varje vinstdollar värderades allt högre. Sedan ett par kvartal tillbaka är dock vinsttillväxten tillbaka och kursuppgångarna har stöd, om än från redan höga värderingar, av att företagens vinster ökar och försäljningen stiger. Vinstmultiplern, uttryckt som P/E tal, ligger för närvarande på 17,8 för S&P 500 baserat på förväntade vinster kommande tolv månader, vilket kan sättas i relation till snittet de senaste tio åren på 14,2. Sektormässigt finner vi de högsta vinstmultiplarna inom energibolagen med 27,3 följt av konsumentvaror på 20,6 och de lägsta multiplarna finns inom teleoperatörer på 13,3 följt av finans på 13,9. Vinsttrenden är positiv och de amerikanska bolagen som ingår i S&P 500 förväntas öka vinsterna med 10,7 procent i år och 9,7 procent nästa år. Tillväxtbidraget på sektornivå förväntas till stor del komma från energi, som sticker ut positivt med 29 procent och IT-sektorn som ger ett 9-procentigt bidrag.

USA

Det högre oljepriset slår igenom tydligt på vinstförväntningarna. För exempelvis teleoperatörer förväntas ingen vinsttillväxt innevarande år vilket också återspeglas i relativt låga vinstmultiplar.

Direktavkastningen är cirka 2 procent att jämföra med ett globalt genomsnitt på 2,5 procent men kan även ses i relation till en 10-årig amerikansk statsobligation som för tillfället handlas till cirka 2,3 procent i årlig ränta.

Den amerikanska aktiemarknaden har en mycket betydande ställning i ett globalt aktieperspektiv. Förutom att marknaden utgör drygt hälften av det totala börsvärdet är antalet noterade bolag stort och innebär både en stor bredd i olika sektorer och ett djup beträffande likviditet och möjlighet att göra bolagsval. Många framgångsrika globala amerikanska företag har först vuxit sig starka på en ofta hårt konkurrensutsatt inhemsk marknad för att sedan bli framgångsrika globalt. Ett antal sådana riktigt stora företag, exempelvis Apple och Microsoft, har börsvärden på 800 miljarder dollar respektive 530 miljarder dollar vilket är i nivå med Nederländernas respektive Sveriges BNP. Ur ett investerarperspektiv väcker det frågan om den amerikanska aktiemarknaden i själva verket är dominerad av ett fåtal väldigt stora företag och att koncentrationsrisken blivit väl hög. En genomgång av de tio största bolagen sett till börsvärde i S&P 500 visar dock att dessa utgör 20 procent av det totala börsvärdet samtidigt som andelen har pendlat från 17 till 27 procent och i snitt legat på 21 procent de senaste årtiondena. Som en jämförelse utgör de tio största bolagen på Stockholmsbörsen cirka 34 procent av börsvärdet. Amerikanska marknaden har en stor och framgångsrik IT-sektor som är intressant ur ett investeringsperspektiv. Flera bolag har världsdominerande positioner, Googles ägarbolag Alphabet, Facebook och Amazon är några av de mest välkända.



Vi ser fortfarande värderingen av den amerikanska aktiemarknaden som hög, ur både ett historiskt och relativt perspektiv. Vinsttrenden är dock tydligt positiv men i kombination med den uppdrivna förväntansbilden föredrar vi andra regioner som värderas lägre och där den ekonomiska aktiviteten accelererar, företrädesvis Europa men även tillväxtmarknader.

Europa

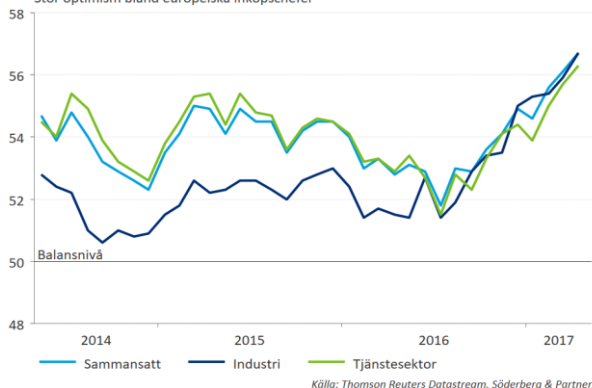
Makroekonomiska förutsättningar

Uppsving för sentimentet

Strålkastarna i Europa senaste tiden inte legat på den ekonomiska utvecklingen utan snarare den politiska osäkerhet som har präglat regionen. Men bakom rubrikerna om Brexit-förhandlingar och det franska presidentvalet har återhämtningen visat mycket goda tecken. Tillväxttakten för årets första kvartal hamnade på 1,7 procent i årstakt, och framåtblickande indikatorer pekar på att det finns ytterligare utrymme på uppsidan framöver. Den bilden ger inte IMF:s tillväxtprognoser som stannar vid just 1,7 procent 2017, för att sedan falla tillbaka något till 1,6 procent nästa år. Inköpschefsindex för både industri- och tjänstesektor vände kraftigt uppåt sommaren 2017 och har sedan dess fortsatt sin bana upp mot dagens sammansatta nivå på 56,7. Det är tydligt över balansnivån på 50 som skiljer expansion från kontraktion. Hushållen kommer dock precis som tidigare vara den drivande kraften för europeisk ekonomi. De har tidigare gynnats av både låga räntor och låg inflation, men denna effekt väntas vara avtagande framöver. Den underliggande inflationen har förvisso inte visat tecken på att vända uppåt, men för hushållen får också volatila energi- och matpriser effekt i vardagen. Något som väger upp detta är arbetslösheten som successivt har rört sig nedåt sedan 2013 till dagens nivå på 9,5 procent, den lägsta noteringen sedan 2009. Om detta får effekt på löneutvecklingen återstår att se, men hittills har den uteblivit.

Eurozonens inköpschefsindex

Stor optimism bland europeiska inköpschefer

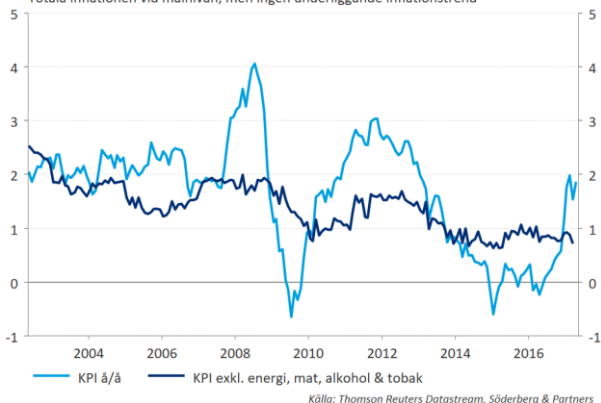


Ingen brådska för ECB

Sedan decembers penningpolitiska möte då man tillkännagav en reducering av de månatliga tillgångsköpen har Europeiska centralbanken (ECB) varit passiv. Allteftersom den totala inflationen har rört sig uppåt har marknadsaktörer siat om huruvida centralbanken bör fortsätta nedtrappningen av tillgångsköp och intaga en mer hökaktig ställning. Från ECB:s sida har man dock varit tydliga med att den första nedtrappningen inte indikerade något successivt avtagande mot noll, samtidigt som man har understrukt att man ser igenom den totala inflationen och istället fokuserar på det underliggande inflationstrycket. Exkluderat för energi- och matpriser lämnar prisutveckling betydligt mer att önska och har egentligen inte visat någon tydlig förändring sedan slutet av 2013.

Eurozonens inflation

Totala inflationen vid målnivå, men ingen underliggande inflationstrend



Både de globala som intraeuropeiska riskerna har förvisso avtagit, men det är just inflationen som oroar Mario Draghi med kollegor, vilket också är en av anledningarna till att vi bedömer att ECB:s extremt expansiva penningpolitik kommer att kvarstå i närtid. Detta innebär en nivå på euron som fortsatt gynnar exportbolagen, även om ljusare tillväxtutsikter till slut bör innebära högre löner och priser längre fram.

Andrum efter politisk oro

Vi har vid flertalet tillfällen lyft upp de politiska riskerna som de allra mest påtagliga för regioner, och detta kulminerade nu under våren i och med det franska presidentvalet.

Europa

Glädjande nog prickade opinionsmätningarna rätt denna gång. Efter första valomgången stod det klart att det blev Emmanuel Macron och högerpopulistiska Marine Le Pen som skulle duellera i den andra omgången i början av maj. Redan i detta skede upplevde marknaderna en lättnad då mardrömsscenarioet om en andra omgång mellan två EU-skeptiker, vänsterkandidaten Jean-Luc Mélenchon och Le Pen, hade undvikits. I slutändan blev det precis som väntat en bekväm seger för Macron, som med hjälp av strax över 66 procent av rösterna valdes till Frankrikes president för de kommande fem åren. Med det sagt kan vi inte helt och hållet lämna det franska valet bakom oss förrän efter valet till Nationalförsamlingen som äger rum i två omgångar 11 och 18 juni. Där kommer det framgå hur mycket stöd Macron egentligen har för att driva igenom de ekonomiska reformer som har utlovats och som behövs för att vända den franska ekonomin där arbetslösheten alltjämt är högre än EU-snittet samtidigt som budgetunderskottet kvarstår och statsskulden stiger. Macrons val av premiärminister, republikanen Édouard Philippe, kan ses som ett drag för att skapa större enighet i parlamentet. Efter detta valutfall kan vi dock skifta fokus från politiken en stund och dra en lättnadens suck för att de populistiska vindarna verkar blåsa klenare än befarat i det kontinentala Europa, även om vi framför oss har fortsatta Brexit-förhandlingar och även en valrörelse i Tyskland att vänta.

Aktiemarknad

Hävstång på global tillväxt

Oro kring de politiska riskerna har tillsammans med svag ekonomisk tillväxt präglat många europeiska aktiemarknader de senaste åren. Efter att den initiala chocken i samband med Brexitomröstningen har lagt sig och det nederländska samt det franska valets utfall blev mindre extremt än befarat, ser det nu ljusare ut. Brexitförhandlingarna inleds i närtid, men kommer sannolikt att pågå under flera års tid och vi kan egentligen bara spekulera i hur eller om ett utträde för Storbritannien ur EU kommer att materialiseras.

Marknadens fokus flyttar nu i allt högre grad till det faktum att den ekonomiska aktiviteten sedan snart ett år tillbaka förbättrats. Detta ger nu även tydligt avtryck på flera av börsbolagens försäljnings- och resultatrader. Kursutvecklingen har också varit god med en uppgång på 10,6 procent i euro och 11,6 procent i svenska kronor.

Europeiska aktier utvecklas starkt



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

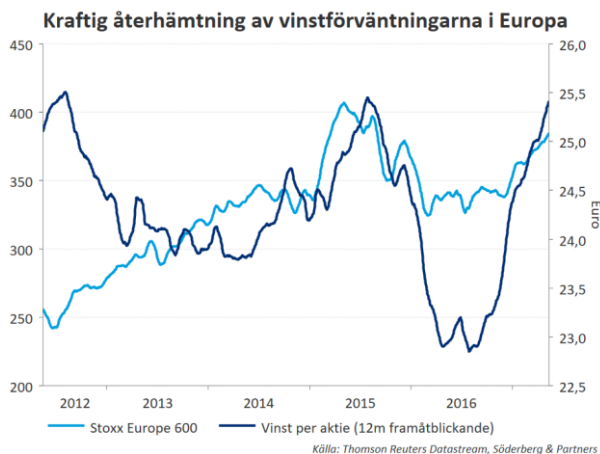
Många europeiska länder har varit sena med att hantera banksektorns problem i efterdyningarna av finanskrisen 2008. Stora utmaningar kvarstår i exempelvis flera italienska banker vilket i sig har verkat hämmande för lånetillväxt och därigenom den ekonomiska aktiviteten. Europeiska centralbanken, ECB, har genom sina omfattande stimulanser också bidragit stort till att upprätthålla förtroendet för euron men också tillhandahållit billig finansiering för såväl banksektorn som eurozonen i övrigt.

ECB har även pressat bankerna att stärka sitt kapital, bland annat via offentliga stresstester. Det börjar sedan en tid att materialiseras. Deutsche Bank, Credit Suisse med flera stora europeiska banker har samtliga påbörjat eller genomfört omfattande åtgärder för att stärka sin kapitalbas.

Globala tillväxtförväntningar har sedan i höstas börjat stiga igen och europeiska börsbolag är i högre grad än företag på övriga utvecklade marknader

Europa

exportorienterade. 47 procent av försäljningen för bolagen i STOXX 600 går på export vilket kan jämföras med 31 procent för bolagen i S&P 500 och 36 procent i japanska börsbolag. Effekten av det blir en relativt större försäljningsökning för de europeiska börsbolagen när global tillväxt stärks mer utanför USA och Japan.



Vinstmultipeln, uttryckt som P/E-tal, för de kommande tolv månaderna är 15,2 vilket är högre än tioårssnittet på 12,2, men innebär samtidigt att vinsterna värderas 12 procent lägre än de amerikanska.

De europeiska börsbolagen inom STOXX 600 förväntas generera en vinsttillväxt på hela 18 procent i år och 9,2 procent nästa år. Sektormässigt väntas de största bidragen att komma från banker samt energisektorn. Flertalet banker har genomfört stora rationaliseringar, kostnader som de nu sannolikt kan lägga bakom sig samtidigt som den starkare konjunkturen bör ge volymtillväxt. Det högre oljepriset ger stöd till vinstutvecklingen i energisektorn. På nationell nivå förväntas de italienska, spanska och norska aktiemarknaderna stå för de största vinstlyften, med tydliga kopplingar till bank och energisektorn.

Det finns fler skäl till att vi ser positivt på vinstutvecklingen för europeiska aktier. De fasta kostnaderna tenderar exempelvis att vara högre i

europeiska bolag jämfört med amerikanska, som generellt har en rörligare kostnadsmassa. Detta medför en potentiell marginalförstärkning när försäljningen ökar eftersom kostnaderna inte stiger i samma utsträckning för europeiska bolag som för amerikanska.

Direktavkastningen förväntas bli 3,4 procent, vilket är högre än globalt snitt på 2,5 procent och kan även sättas i relation till en tysk 10-årig obligationsränta på 0,43 procent eller en fransk motsvarande på 0,89 procent.

Kombinationen lägre värdering, bättre hävstång på högre global tillväxt och lägre politisk risk gör att vi ser relativt sett positivt på europeisk aktiemarknad.

Sverige

Makroekonomiska förutsättningar

Fortsatt starkt ekonomiskt klimat

Nedväxlingen i svensk ekonomi har fortsatt de senaste kvartalen till dagens tillväxt på 2,3 procent i årstakt, även om nivån fortfarande står sig bra jämfört med andra utvecklade ekonomier. Det finns dock vissa tecken på att ytterligare styrka ligger i korten. Precis som i övriga Europa har inköpschefsindex för industrin vänt upp rejält det senaste halvåret, men Sverige sticker sannerligen ut i sammanhanget med noteringar över 60 de senaste fem månaderna. Förhoppningen är såklart att tillverkningsindustrin tar vid där konsumtionen har varit något svag. Förutsättningarna för hushållen är fortsatt goda, men det finns en osäkerhet som har inneburit att sparkvoten har ökat. Samtidigt har KI-barometern under flera månaders tid pekat på en tillväxt över 5 procent. Detta är givetvis ett gott tecken för konjunkturen i Sverige, men det kan också ses som ett varningstecken då det tyder på en överdriven optimism som ofta har setts i slutet på cykler.



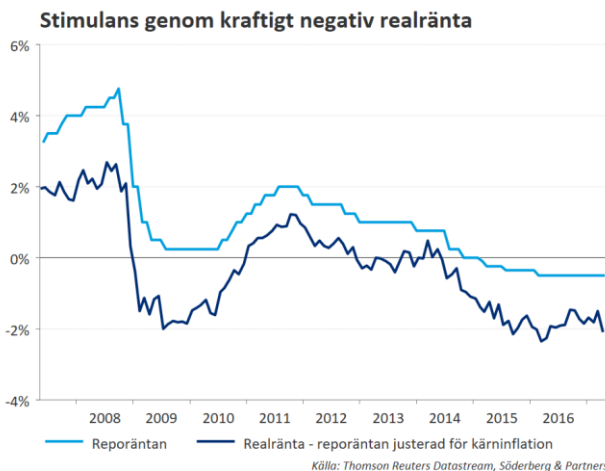
Vi bedömer att ekonomin kan fortsätta stärkas, men de nivåer som KI-barometern pekar på ser vi inte som troliga. Det räknar inte heller IMF med i sina senaste tillväxtprognoser, där de ser framför sig att ekonomin växer med 2,7 och 2,4 procent under 2017 respektive 2018.

Arbetsmarknaden växlar upp

Det tycks vara så att den positiva trenden på arbetsmarknaden har tagit ytterligare fart, något som vi bedömer kan komma att ge ytterligare konsumtionsskjuts i och med bättre jobbsikter och möjlig lönetillväxt. Detta skulle kunna vända spartrenden hos hushållen. Den säsongsjusterade arbetslösheten ligger idag på 6,4 procent, vilket är en nivå vi inte har sett sedan 2008. Detta är extra anmärkningsvärt om man har i åtanke att både antalet personer i arbetskraften och deltagandegraden har ökat. Denna ökade stramhet på arbetsmarknaden bör i sig innebära ett ökat lönetryck, likaså det faktum att andel bolag som uppger att de har svårt att hitta relevant arbetskraft är lika hög som innan finanskrisen.

En splittrad Riksbanksdirektion

Det är ingen nyhet att Riksbankens penningpolitik inte är helt förenlig med den styrka som svensk ekonomi har visat den senaste tiden, med resultatet att röster har höjts för att direktionen ska vända till en mer hökaktig ställning. Man valde dock oväntat nog att gå lite åt det andra hållet vid april månads räntemöte. Även om reporäntan lämnades oförändrad utökade man tillgångsköpen in i andra halvåret 2017 med 15 miljarder kronor. Dessutom indikerar räntebanan att man väntar sig att en första räntehöjning kommer att bli aktuell först i mitten av 2018.



Sverige

Det är denna gång en splittrad Riksbanksdirektion som ger beskedet, där Stefan Ingves fick använda sin utslagsröst för att få igenom beslutet. Meningsskiljaktigheten är i våra ögon befogad då divergensen mellan Riksbankens penningpolitik och den reala ekonomin är fortsatt mycket stor. Man ska inte heller glömma bort att realräntan, reporäntan justerad för inflationen, är lägre än -2 procent. Den penningpolitik som bedrivs är med andra ord extrem i alla avseenden, men enligt vår bedömning kommer inflationsbilden innebära att en större vändning kommer att dröja. Frågan är bara hur pass effektiva stimulanserna är i detta läge.

Aktiemarknad

Stort cykliskt inslag talar för goda förutsättningar

2017 har börjat starkt för den svenska aktiemarknaden. Uttryckt som SIX Return Index, som inkluderar återinvesterade utdelningar utan skatt, är avkastningen till och med den 12 maj 13,3 procent. Marknaden har trendmässigt rört sig uppåt under året och fått initialt stöd av positiva bokslutsrapporter som nyligen följdes upp med än starkare rapporter för årets första kvartal. Flertalet orosmoln, exempelvis en nytilträdd och oprövad amerikansk administration samt de nederländska och franska valen, påverkade inte marknaden nämnvärt negativt utan innebar istället förnyad styrka när utfallen blev mindre dramatiska än befarat. Accelerationen i den globala ekonomiska aktiviteten som vi uppmärksammade under hösten 2016 återspeglades i många börsbolags kvartalsrapporter och för första gången på flera år är det nu en ökad försäljning som driver vinsttillväxten.

Vinstmultipeln uttryckt i form av P/E-tal på prognoserna för 2018 är för närvarande 17,2, men sjunker till 16,1 för 2019. Värderingen är tydligt högre än historiskt genomsnitt på cirka 15 och förutsätter en fortsatt god vinstutveckling för att motiveras. Ur ett internationellt perspektiv ligger Stockholmsbörsen på en högre nivå jämfört med de större europeiska marknaderna men en lägre än den amerikanska. Indexsammansättningen är av betydelse för att

jämförelser mellan olika marknader ska bli rättvisande och Stockholmsbörsen har, i likhet med den amerikanska marknaden, ett relativt stort inslag av stabila tillväxtbolag med god likviditet i handeln och hög transparens kring redovisning och informationsgivning. Bolag som uppfyller dessa kriterier åtnjuter oftast en högre värdering än illikvida aktier där insynen är begränsad.

Stockholmsbörsens marknadsvärde domineras av ett antal stora företag i olika sektorer. Förenklat kan börsvärdet delas in i en tredjedel verkstadsbolag, en tredjedel bank/finans och en tredjedel telekom och konsumentrelaterade bolag. Under 2017 är det framförallt de cykliska verkstadsbolagen som levererat klart starkare rapporter än vad marknaden förväntat sig och i flera fall har också kursutvecklingen varit väldigt positiv. Ett exempel på det är Volvo. Bolaget har under flera år genomgått ett omfattande omstruktureringsarbete för att sänka kostnadsnivån och synliggöra synergier från sin globala lastvagnstillverkning. Effekterna av arbetet började skönjas under hösten och när efterfrågan dessutom förbättras blir resultateffekten påtaglig. Kursmässigt tillhör Volvo ett av årets bästa större bolag med en uppgång på närmare 40 procent. Andra verkstadsbolag som uppvisat kraftig vinsttillväxt är Sandvik och Atlas Copco som båda dragit fördel av att deras kunder inom gruvsektorn återigen ökar investeringarna.

Inom bank/finans finner vi de fyra stora bankerna som generellt har haft en lugnare kursutveckling i år, trots utdelningar på mellan 5 till 7 procent. De fyra storbankerna som grupp fortsätter att generera vinster över 20 miljarder per kvartal, med ihållande låga kreditförluster. Bankerna drar nytta av fortsatt lånetillväxt även om den negativa styrräntan pressar marginalerna. En återgång till ett något högre ränteläge skulle, om det inte innebar krympande lånevolym, ge ytterligare stöd för bankernas resultat. Investmentbolagen ingår också i denna kategori och Investor uppvisar stark kursutveckling i år. Positiv kursutveckling för sina noterade innehav i kombination med ett ökat marknadsfokus på den goda utvecklingen

Sverige

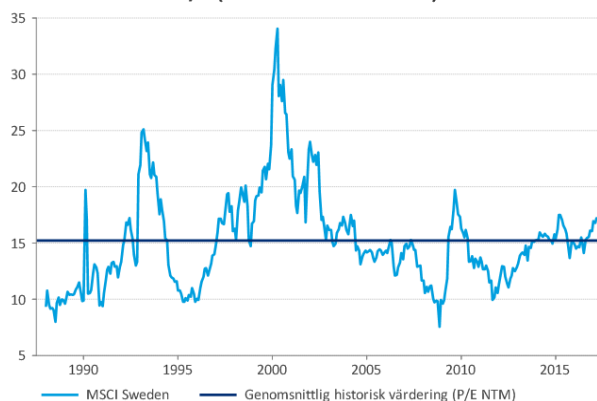
för Investors största innehav, Mölnlycke, samt den nya rapporteringsstrukturen, där marknadsvärdering sker av de onoterade innehaven, är några av skälen till det stora intresset.

Inom telekom/konsument fortsätter kräftgången för de stora bolagen H&M, Ericsson och Telia, även om Ericsson och Telia visar positiv kursutveckling i år. För H&M:s del är det en negativ försäljningsutveckling i befintliga butiker kombinerat med stora kostnader i samband med investeringar i onlinehandel under föregående år som fortsätter att dämpa intresset för aktien, vilken backat med drygt 15 procent i år. H&M och hela detaljhandeln står onekligen inför stora utmaningar i och med de förändrade konsumentbeteenden som följer med e-handels höga tillväxt och förändringstakt. Ericsson fortsätter att omstruktureras och det är en utmanande balansgång för företaget att fokusera på lönsamma segment och samtidigt bromsa eller avveckla mindre framgångsrika delar. Telia har inte helt kunnat lägga sin reträtt från Centralasien till handlingarna och korruptionsböter kvarstår att betala. Ett annat större bolag på Stockholmsbörsen inom denna kategori är SCA, som utvecklats relativt starkt i år. SCA meddelade under förra året att de hade för avsikt att dela bolaget i två delar, en konsumentinriktad hygien/mjukpappersdel och en del som äger skogsmarken och skogsindustrin. Utvecklingen är sannolikt en förlängning på ett regimskifte inom Handelsbankssfären där korsägandet nu upplösts och Fredrik Lundberg genom investmentbolaget Lundbergs fått stort inflytande. Uppdelningen ska ske i juni i år och enligt mediauppgifter finns flera intresserade budgivare på båda delarna.

Att dela ut bolag som inte tillhör kärnaffären eller som anses kunna växa bättre som självständiga bolag är ett sätt att skapa eller synliggöra aktieägarvärde. De bolag som delas ut är ofta välkapitaliserade, delvis för att ledning och styrelse vill att avknoppningen skall bli framgångsrik. Utdelade bolag är generellt inte genomanalyserade initialt då historik i form av självständiga kvartalsrapporter ofta saknas. Uppdelningar blir av dessa skäl ofta framgångsrika.

Under fjolåret delade NCC ut Bonava som så här långt blivit en kursmässig succé. I närtid delas SCA upp och senare står bland annat Getinge och Atlas Copco på tur att knoppa av delar av verksamheterna.

MSCI Sweden P/E (12m framåtblickande)



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsens utsikter

Vinsterna värderas högt ur ett historiskt perspektiv samtidigt som det cykliska inslaget är stort. Det innebär att om den globala konjunkturen fortsätter att vara stark finns goda förutsättningar för ytterligare vinsttillväxt. En fortsatt god konjunktur innebär sannolikt också att ränteläget blir successivt högre vilket initialt kommer gynna bankernas marginaler. Samtidigt som utsikterna ser positiva ut kan detta paradoxalt nog vara en av de största riskerna för marknaden, då förväntansbilden är väldigt hög. Vi ser fortfarande positivt på svenska aktier relativt andra aktiemarknader, men har en neutral syn på aktier generellt, då vi konstaterar att riskaptiten och värderingarna är på höga nivåer. De enskilda aktier vi ser mest positivt på just nu är våra Top Picks som presenteras på följande sida.

Sverige

Söderberg & Partners Top Picks

Söderberg & Partners aktieanalys omfattar närmare 70 procent av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. De mest omsatta 36 bolagen bevakas löpande och nedan följer en genomgång av de aktier som har grön trafikljussignal samt är Top Picks just nu.

Autoliv

Befäster fortsatt sin världsledande position som leverantör av passiva säkerhet till fordonsindustrin då en av Autolivs japanska konkurrenter har fortsatt stora problem. Teknikinnehållet kring aktiv säkerhet i personbilar växer vilket borgar för fortsatta framgångar för bolaget. På längre sikt har Autoliv stora ambitioner att delta i den pågående automatiseringen av transportsektorn, där utsikterna är mycket intressanta.

2017e

P/E:	16,0
Rörelsemarginal:	8,5 procent
Direktavkastning:	2,4 procent

Getinge

Företaget har tyngts av en rad interna problem vilket i kombination med en svag tillväxt har pressat aktien. Ny VD tillträdde i slutet av mars och vi bedömer att det nu finns en rad förutsättningar som talar för en mer positiv utveckling framgent, bland annat påvisade senaste kvartalsrapporten en bättre vinstutveckling än förväntat.

2017e

P/E:	17,0
Rörelsemarginal:	10,8 procent
Direktavkastning:	1,6 procent

Securitas

Fortsatt goda utsikter tack vare en stabil tillväxt för bolagets tjänster. Affärsmodellen styrs allt mer mot ett högre teknikinnehåll som vi bedömer kommer ge marginalstöd. Ett starkt kassaflöde och fortsatta förvärv i kombination med defensiva kvalitéer ser vi som ytterligare starka skäl för att äga aktien.

2017e

P/E:	16,2
Rörelsemarginal:	5,0 procent
Direktavkastning:	2,9 procent

Millicom

Kvartalsrapporten som nyligen presenterades visade på något bättre helårsutsikter än väntat och förtroende för en återgång till organisk tjänsteintäktstillväxt samt till förbättrad lönsamhet stiger. Till aktiens fördel talar även ett potentiellt utträde ur Afrika, vilket skulle reducera bolagets skuldsättning kraftigt och samtidigt förbättra kassaflödet. En långsamt förbättrad makroekonomisk situation på tillväxtmarknader och en svagare dollar i relation tilltillväxtmarknadsvalutor, så som den colombianska peson, kan också ge stöd.

2017e

P/E :	17,4
Rörelsemarginal:	15,1 procent
Direktavkastning:	4,9 procent

Trelleborg

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 en god förväntad marknadstillväxt. Bolaget gynnas av en svag krona relativt euron och har ett starkt kassaflöde.

2017e

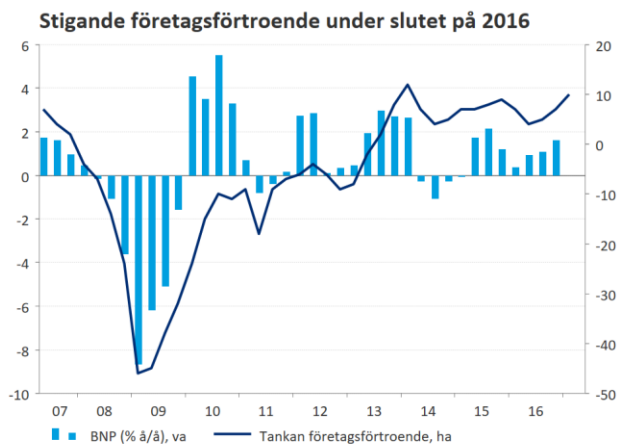
P/E:	18,1
Rörelsemarginal:	13,6 procent
Direktavkastning:	2,2 procent

Japan

Makroekonomiska förutsättningar

Stabilare tillväxt

Den japanska ekonomin har visat ett ovanligt stabilt rörelsemönster den senaste tiden, och efter att ständigt ha skiftat mellan expansion och kontraktion så var fjolåret det första året på länge där samtliga kvartal visade positiv tillväxt. Faktum är att exporten denna gång har varit en stor drivkraft. Den exportintensiva ekonomin har tidigare hämmats av en allmänt svag global efterfrågan, inte minst från Kina som är en mycket stor handelspartner, något som nu har vänt. Bolagsvinsterna är höga och möjliggör en utökad investeringstakt, men fortsatt väljer många bolag att förlägga sin produktion i utlandet. Detta är någonting man från regeringshåll är mycket angelägna om att ändra på för att få igång ekonomin och inflationen, speciellt om man till slut ska kunna sjösätta det andra steget i momshöjningen som hittills har skjutits på framtiden flertalet gånger. IMF justerade i sin senaste World Economic Outlook upp tillväxtprognoserna för Japan med hela 0,4 procent för 2017 till 1,2 procent. Detta kan jämföras med fjärde kvartalets notering på 1,6 procent i årstakt.



Stram arbetsmarknad, men ännu inget lönetryck

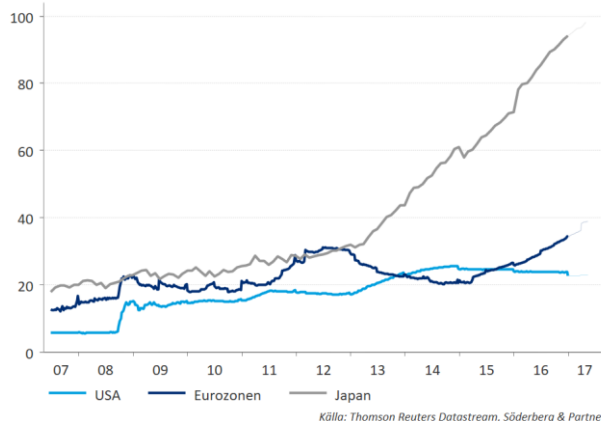
Att japansk arbetslöshet är låg är ingen nyhet, men den har fallit ytterligare och ligger idag på 2,8 procent. Denna situation bör i ett normalt läge ge goda förutsättningar för konsumtionen i landet, men faktum

är att den starka arbetsmarknaden ännu inte har letat sig in i lönebildningen. Det är givetvis problematiskt, synnerligen när man har så svårt att ta sig ur den deflationistiska miljö som har präglat ekonomin så pass länge samtidigt som de strukturella motvindarna kvarstår. Den åldrande befolkningen fortsätter att spara och det finns idag inga tydliga tecken på att detta håller på att vända.

Fortsatt expansiv penningpolitisk miljö

Även om inflationen har rört sig upp från negativt territorium sedan slutet på förra året är det mesta drivet av energiprisutvecklingen, och faktum är att den underliggande inflationen snarare ligger i en fallande trend. Detta kommer medföra en fortsatt expansiv penningpolitik från Bank of Japan som vill se en stabil inflation på över 2 procent. Vi är långt ifrån ett sådant scenario för tillfället, och kommer säkerligen vara det under en längre tid. Den japanska centralbanken är en av världens minst oberoende, med tydliga kopplingar till den förda finanspolitiken. En intressant, och inte omöjlig, utveckling framöver är att BoJ fortsätter att köpa upp utestående statsskuld och därmed blir ensam ägare av statens lån. Om regeringen då fortsätter på inslagen väg och fullt ut tar bort centralbankens oberoende genom att integrera den i finansdepartementet, och därefter helt sonika stryker BoJ tillgångssida mot finansdepartementets skuldsida, blir Japan som över en natt i princip skuldfritt. Det kan finnas stora fördelar med att inte finansiera skulder externt.

Centralbankernas balansräkningar (% av BNP)



Japan

Fokus i Japan kommer dock i större utsträckning än tidigare att ligga på finanspolitiken, en av pilarna i premiärminister Abes trehövdade reformprogram Abenomics. Gamla teman som att öka kvinnors och äldres deltagandegrad på arbetsmarknaden kvarstår, men även andra åtgärder som att bland annat subventionera viss typ av lönesättning för att komma bort från senioritetstänket som fortfarande präglar den japanska arbetsmarknaden i mycket hög utsträckning. Vår åsikt är att det är sådana reformer som behövs för att på längre sikt vända japansk ekonomi och skapa långsiktiga förutsättningar för ökad tillväxt och för att slå sig ur det deflationistiska tankesättet.

Aktiemarknad

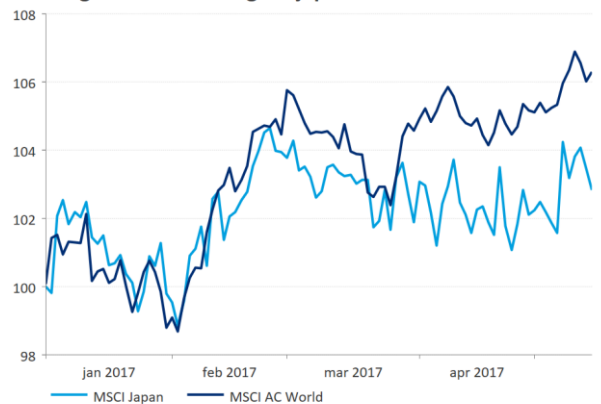
Fortsatt utmanande läge

Den japanska aktiemarknaden har utvecklats relativt blygsamt i år. I både lokal valuta och i svenska kronor är uppgången drygt 4 procent, detta trots förbättrade globala tillväxtprognoser. Japan har en utmanande makromiljö, där den krympande befolkningen utgör en tydlig motvind. De noterade företagen fortsätter dock generellt att öka transparensen kring styrning och på den inslagna vägen att öka distributionen till sina ägare, även om förändringarna tar tid. Återköpsprogram, där företagen köper tillbaka sina egna aktier, har varit ett allt mer vanligt förekommande tillvägagångssätt för börsbolag att minska sina stora likviditeter. Mellan 2013 och 2016 har de redovisade återköpsprogrammen fördubblats i volym, till en nivå som motsvarade 1,8 procent av de utstående aktierna för de bolag som tillämpat återköp. Årets inledande månader visar på en avtagande takt, men de flesta programmen redovisas normalt när de japanska börsbolagen offentliggör sina helårsresultat i maj. Ur ett västerländskt perspektiv är den japanska företagssektorn fortfarande relativt olönsam och avkastningen på eget kapital, ROE, är exempelvis cirka 9 procent. En tydlig förbättring har dock skett de senaste åren, men avståndet till de amerikanska börsbolagens avkastning på eget kapital, cirka 16 procent, är fortfarande stort.

Japanska bolag är världsledande inom flera teknologiska branscher som exempelvis automatisering och de innehar således en spännande position. Politisk osäkerhet i närområdet, gränstvister med Kina och närheten till den koreanska halvön tillsammans med risker i och med den nya amerikanska administrationen kring handelsavtal verkar hämmande på utsikterna. Vinstmultipeln uttryckt som P/E-tal för de kommande tolv månaderna ligger på 13,9 vilket är lägre än tioårssnittet på 14,8. I kombination med solida balansräkningar gör det att vi bedömer värderingarna som attraktiva. Försäljningstillväxten förväntas dock bli blygsam och vinsttillväxten härleds därmed till effektiviserings- och valutaeffekter.

Vi har en neutral inställning till japanska aktier, som hittills i år har utvecklats svagare än världsindex, men vi ser ett positivare läge om marknadsstemnet generellt skulle försämras då vi sannolikt skulle få ett visst skydd i relativt låga värderingar och i en starkt yen.

Svag relativutveckling för japanska aktier



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

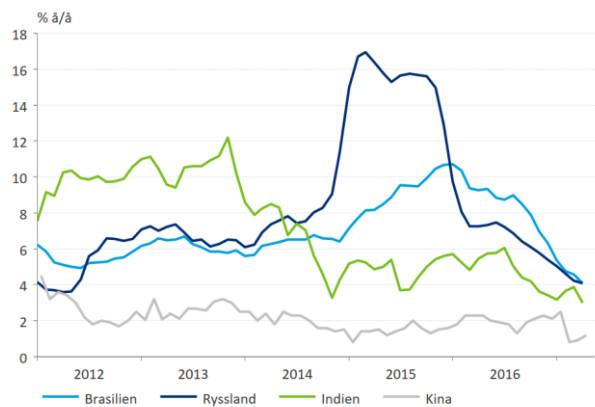
Tillväxtmarknader

Makroekonomiska förutsättningar

Bättre förutsättningar för tillväxtländerna

Tillväxtmarknaderna har åkt något som kan liknas en bergochdalbana de senaste åren, inte helt okorrelerat med den svängiga oljeprisutvecklingen som främst slog mot de oljeproducerande länderna och inte minst visade sig i tillväxten för Brasilien och Ryssland. Ett stabilare oljepris på lite högre nivåer har dock inneburit att den ekonomiska situationen för dessa länder har vänt, även om den senaste tidens mycket volatila oljeprisutveckling skapar viss oro. En annan lättnad för tillväxtmarknaderna är att den handelsvägda dollarn har försvagats sedan slutet av fjolåret eftersom många har stor skuldsättning denominerad i dollar. Många länder visar förbättrade bytesbalansunderskott, vilket också innebär att man inte längre är lika känsliga för fluktueringar i dollarkursen. Ett annat stort orosmoln har varit Donald Trumps protektionistiska tendenser och planer kring handelsbarriärer och strafftullar, en mycket väsentlig fråga för de många exportberoende tillväxtländerna. Vi bedömer att denna oro har dämpats kraftigt under våren, något som inte minst understryks av det nya handelsavtal som ingicks mellan USA och Kina tidigare i maj. Förutom externa faktorer har inflationen inom regionen varit ett fokusområde, och där ser vi fortsatta förbättringar. En fallande inflation från mycket höga nivåer ger också större möjligheter för mycket välbehövda penning- och finanspolitiska stimulanser.

Inflationen i BRIC-länderna



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

De förbättrade makroekonomiska förutsättningarna återspeglas också i IMF:s tillväxtprognoser, där Brasilien och Ryssland väntas lämna recessionen bakom sig och växa med 0,2 respektive 1,4 procent innevarande år, och för Brasiliens del väntas tillväxten accelerera ytterligare till 1,7 procent 2018. Indien väntas fortsätta sin marsch som tillväxtledare, medan inbromsningen i Kina inte helt oväntat fortsätter.

Återhämtningen fortsätter i Brasilien

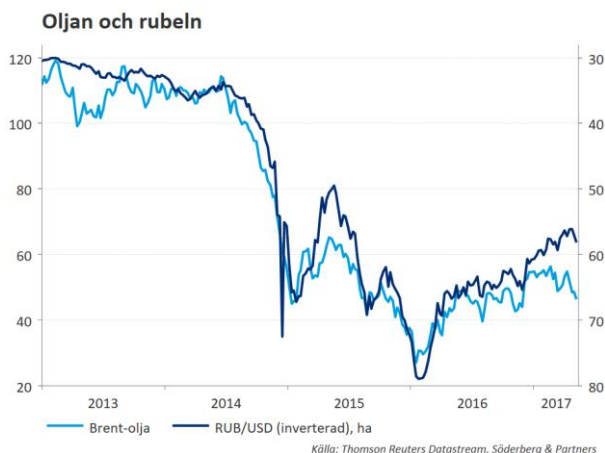
I takt med att oljan har stabiliserats på högre nivåer har också den brasilianska ekonomin återhämtat sig, om än i långsam takt. Det har blivit tydligt att botten är nådd och vändningen har påbörjats, men i och med den långa period som landet har visat negativ tillväxt kommer det ta lång tid att ta sig ur den problematiska läge som har skapats. Situationen hjälptes inte heller av att den globala efterfrågan tidigare var svag, inte minst på grund av avmattningen i Kina. Även där har vi sett en vändning som i kombination med en svagare valuta har gynnat exporten. April månad noterade också ett inköpschefsindex för industrin som rörde sig över 50-strecket för första gången sedan januari 2015. Samtidigt har inflationen fallit tillbaka ordentligt, från närmre 11 procent i januari 2016 till dagens 4,1 procent. Det har skapat utrymme för räntesänkningar, och vi bedömer att fler sådana är att vänta det kommande året vilket blir en viktig komponent för att få igång utlåningen och i förlängningen konsumtionen. Medan många indikatorer pekar åt rätt håll kvarstår fortfarande faktum att det politiska läget i landet är osäkert. Denna har förvisso minskat i och med att den tidigare presidenten Dilma Rousseff fick avgå, men i och med korruptionsanklagelserna är frågan om Michel Temer är rätt man att driva igenom de reformer som Brasilien behöver.

Ryssland kantas av politiska spänningar

Även den ryska ekonomin återhämtade sig i och med oljeprisutvecklingen, även om tillväxten för helåret 2016 var svagt negativt på -0,2 procent. Vi väntar oss att detta vänder snabbt till tidigare nämnda 1,4 procent för 2017. Till skillnad från Brasilien har Ryssland till viss del kunnat parera oljeprisfall genom en försvagad valuta, men landets underskott innebär fortsatt urholkning av reserverna. På grund av sanktioner kan Ryssland inte

Tillväxtmarknader

heller till fulla åtnjuta de positiva effekterna av den starkare globala konjunkturen, något som exempelvis länder som Polen och Tjeckien tar del av. Vi bedömer inte heller att denna situation kommer att förändras i närtid. Att EU kommer att stå på sig råder det inga tvivel om. USA har dock sedan presidentvalet varit lite av en joker i sammanhanget, men i och med senaste tidens händelseförlopp i Syrien och anklagelserna mot Trumps administration om samröre med Ryssland lär situationen förbli oförändrad.



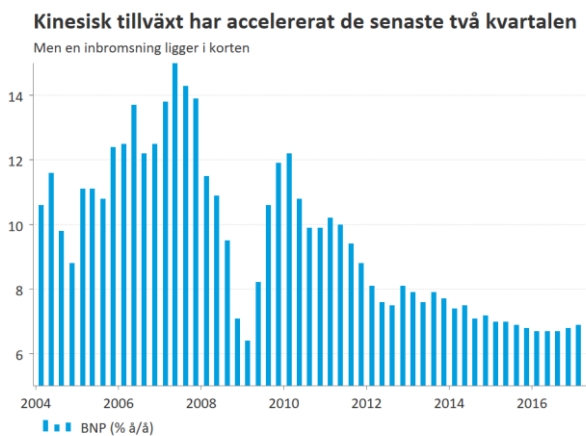
Förnyad inbromsning i Kina

Världens näst största ekonomi har inte varit i fokus i samma utsträckning som i fjol, då en förnyad Kina-oro inledningsvis skakade marknaderna rejält. Framför oss ser vi en fortsatt inbromsning, om än en kontrollerad sådan. Ekonomin ska vridas om till att bli mer konsumtionsdriven, men på samma gång måste styret stimulera ekonomin för att inte låta tillväxten falla för snabbt och på så sätt skapa oro. Samtidigt måste man väga in risken för de obalanser som har skapats, främst kredit- och tillväxten som vi tidigare har benämnt som ohållbar på sikt.

Året inleddes starkt med en tillväxt som steg till 6,9 procent i årstakt, men redan nu börjar indikatorer peka nedåt. I april såg man att både detaljhandeln och industriproduktionen tappade mark, något som sedan tidigare hade indikerats av kinesiska inköpschefsindex som har fallit tillbaka. Detta är i sig inte oväntat då det kinesiska styret har försökt lugna ned en bostadsmarknad som ses som överhettad. Detta har

man gjort bland annat genom högre bolånenivåer och handpenningar, vilket redan nu har inneburit en minskad försäljningstakt. Detta lär framöver även återspeglas i lägre priser och en långsammare byggnadstakt. Vår åsikt är att regeringen kommer att fortsätta på denna bana, vilket agerar dämpande för tillväxten.

Kapitalrestriktioner har förvisso motverkat utflöden ur landet, men har i samma veva skapat en stor politisk osäkerhet. Vi ser dock ingen hårdlandning i sikte, utan den kommande inbromsningen ska snarare ses som en återgång till den omvridning av ekonomin som man tidigare har velat göra, en omvridning som förutom en svagare tillväxt kommer innebära en mer balanserad ekonomi i det långa perspektivet. Samtidigt har styret varit mycket beslutsamma om att nå sina tillväxtmål, varför vi bedömer att det "stop and go"-liknande agerandet kommer att fortgå.



Övriga Asien påverkas så klart av utvecklingen i Kina, men visar i dagsläget goda tecken. Tillväxten för Asean-5 bedöms noteras till 5,0 procent 2017 för att sedan accelerera till 5,2 procent 2018. Bäst ser det ut för Indien, där prognoserna pekar på en tillväxt om 7,7 procent 2018. Reformarbetet för premiärminister Modi fortgår, och den kontantreform där större valörer på sedlar togs bort från marknaden för att komma åt korruption och skattefusk fick inte så stor hämmande effekt som först befarades. Reformarbetet måste dock fortgå för att ge stöd åt tillväxten, något som kommer ta tid.

Tillväxtmarknader

Aktiemarknad

Relativt låga värderingar

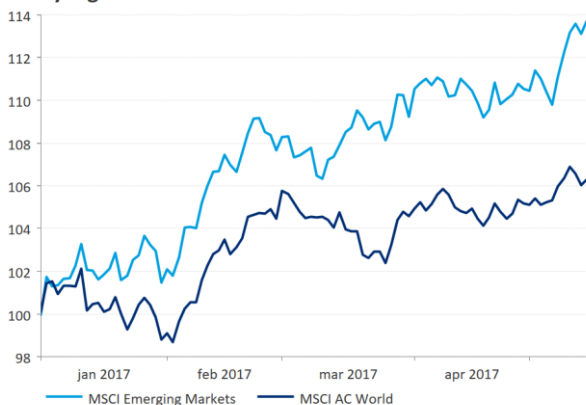
Tillväxtmarknaderna är en grupp länder med relativt olika förutsättningar. Generellt är länderna mer snabbväxande och mindre ekonomiskt mogna än västerländska, utvecklade marknader. Några länder, exempelvis Ryssland och Brasilien är stora råvaruexportörer medan Indien och Kina är stora importörer av råvaror. Sydkorea är en lite udda fågel i sammanhanget då industriell utvecklingsgrad och demografi påminner om den japanska men där bolagsstyrningen ännu inte är på västerländska länders nivå. Investeringsuniverset erbjuder således stora möjligheter för urval även om likviditet och lokala transaktionskostnader kan utgöra begränsningar. Bolagsstyrningen är generellt svagare än på utvecklade marknader och korruptionen är en betydande riskfaktor i vissa länder.

Kina har efter förra årets marknadsturbulens visat att staten har kontroll över valutaflöden och har så här långt fortsatt vara framgångsrika i sin delikata balansgång att ställa om ekonomin från en tillverkningsdominerad till en mer tjänste- och konsumtionsinriktad. I Indien pågår omfattande reformer i syfte att förenkla handel och minska den höga andelen dåliga lån i främst de statsägda bankerna. Förväntningarna på att reformtempot fortsätter är höga och aktiemarknaden har utvecklats starkt under året. Omfattande pågående politiska förändringar i bland annat Polen, Ungern och Turkiet samt fortsatt spända relationer mellan Nato och Ryssland beträffande konflikten i Ukraina och kriget i Syrien innebär att vi fortsatt ser en hög politisk risk i Östeuropa. Flera länder kan dock dra fördel av en ökad ekonomisk aktivitet i Västeuropa och för Rysslands del ger en stabilisering av oljepriset på nuvarande nivåer ett stöd för intjäningen.

Ökad global ekonomisk aktivitet, högre råvarupriser och låga relativa värderingar ger stöd medan risker kring kinesisk skuldsättning och ökad protektionism utgör tydliga risker för tillväxtmarknaderna.

Kursutvecklingen för tillväxtmarknaderna har varit starkast bland de globala regionerna, med en uppgång på hela 13,8 procent i år. Värderingmässigt är gruppen relativt övriga regioner dock fortfarande lågt värderad. Vinstmultipeln, uttryckt som P/E-tal för kommande tolv månader är 12 att jämföra med tioårssnittet på 11,1. Aggregerat förväntas tillväxtmarknaderna uppnå en vinststillväxt på hela 21,8 procent i år respektive 10,4 procent för 2018. Energi står för det största förväntade vinstlyftet även i denna regionkategori. Värderingmässigt syns stora skillnader mellan länderna. De högsta vinstmultiplarna noteras för den indiska aktiemarknaden med ett P/E-tal för de kommande 12 månaderna på 17,8 tätt följt av Mexiko med 17,2. De lägsta vinstmultiplarna finner vi i Ryssland med 6,2 följt av Turkiet med 8,5. Beträffande prissättningen av de bokförda tillgångarna, Price to Book (P/B), sticker Grekland ut lågt med 0,5 gånger och Indien ligger högst med ett P/B-tal på 3,3 gånger det bokförda tillgångarna. Direktavkastningen på 2,6 procent innebär att tillväxtmarknaderna ligger något högre än det globala snittet.

Tydlig fördel tillväxtmarknader



Källa: Thomson Reuters Datastream, Söderberg & Partners

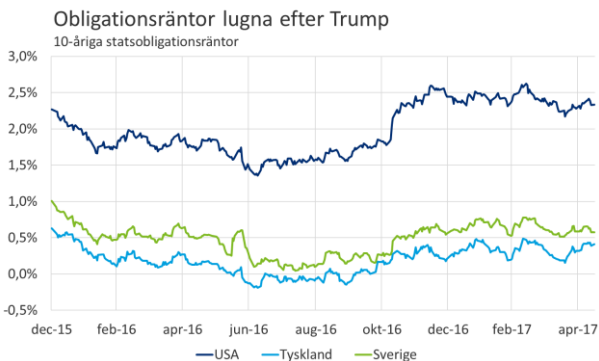
Sammanfattningsvis är vi fortsatt positiva till aktieinvesteringar på tillväxtmarknader då vi ser att relativt låga värderingar och förbättrad global tillväxt ger stöd för vinstutvecklingen. Omfattande reformer pågår i flera större länder och den kinesiska utvecklingen är fortsatt stabilare än vad många befarat.

Räntemarknad

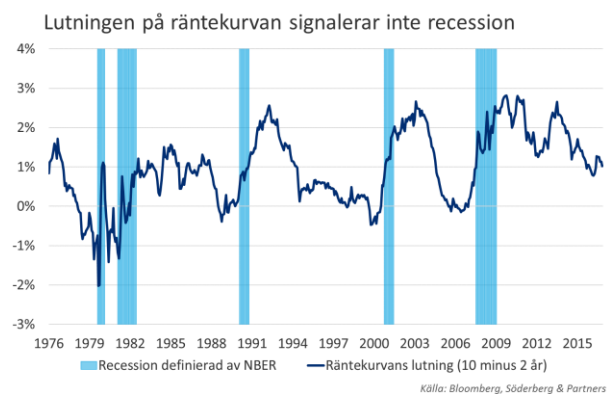
Räntemarknad

Utifrån ett räntemarknadsperspektiv har inledningen av 2017 varit mycket mindre dramatiskt än inledningen av föregående år. För ett år sen hade amerikanska centralbanken Fed höjt styrräntan för första gången på närmare tio år och omvärlden oroade sig för den kinesiska tillväxten, samtidigt som kraftiga fall i oljepriset satte press på High Yield-marknaden i USA och Norden. I år har det istället varit kav lugnt med större fokus på europeisk politik där ränteskillnaden mellan Frankrike och Tyskland ådragit sig störst intresse. Låg osäkerhet och avsaknaden av större rörelser är en bra marknad för företagsobligationer som inlett året bra.

Fed har samtidigt höjt styrräntan för en tredje gång i denna räntehöjningscykel. Höjningen i mars månad till spannet 0,75 – 1,00 var välkorrigerad och sammanföll inte med någon större dramatik. Inte heller mötet i början på maj, där man höll räntenivån stilla, passerade med någon större dramatik och fortsatt höjningar enligt Fed:s egen räntebana är att vänta. Marknaden prisar i dagsläget in 100 procents sannolikhet för ytterligare höjning på junimötet och sedan cirka 65 procents sannolikhet för ytterligare minst en höjning till i år. De gradvisa höjningarna och kommunikationen från Fed har fått räntan på den amerikanska 2-årsobligationen att stiga successivt under året och den uppgår i dag till 1,3 procent, långt högre än europeiska och svenska motsvarigheter. Tvåårsräntan följer i mångt och mycket den styrränta som Fed sätter medan längre obligationsräntor, exempelvis 10-årsräntan, ger bättre uttryck för den långsiktigt förväntade tillväxttakten i ekonomin. Därmed är det intressant att se hur just längre obligationsräntor förändras i takt med att Fed höjer räntan. I direkt anslutning till Trumps valseger i



november i fjol steg långa obligationsräntor ordentligt på oro kring ökad protektionism och därmed ökad risk för tilltagande inflationstakt. Denna rörelse har helt kommit av sig sedan mitten av december och den amerikanska 10-årsräntan på 2,4 procent är idag lägre än i december. Skillnaden mellan räntan på 10-åriga statsobligationer och dess 2-åriga motpart ger en indikation på lutningen på den amerikanska kurvan, en indikator som historiskt varit mycket bra på att förutse sämre ekonomisk utveckling framöver, något vi har behandlat flera gånger i tidigare strategirapporter.

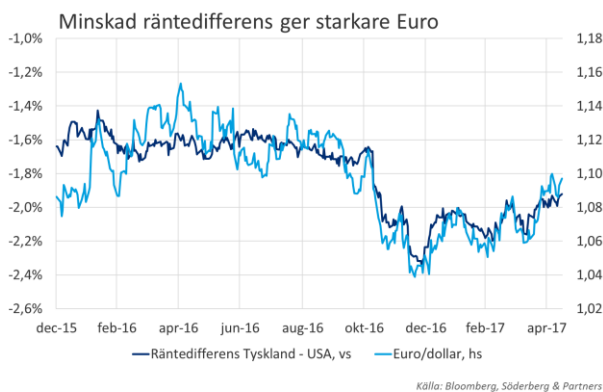


När den 10-åriga räntan inte längre stiger, eller till och med faller något, samtidigt som Fed höjer styrräntorna får det till följd att räntekurvans lutning faller snabbt. Ett par höjningar till i år samtidigt som långa obligationer inte stiger skulle ge en signal om att en större konjunkturedgång är i antågande, men vi är inte där än. Vi har tidigare argumenterat för att de globala demografiska motvindarna vi står inför framöver kommer lägga ett effektivt tak för hur hög den potentiella tillväxten, och därmed obligationsräntan, kan bli, en syn som vi fortfarande håller för trolig. Det som skulle kunna slå håll på det utfallet är en kraftigt högre inflationstakt framöver, något vi inte ser i korten just nu. En annan högst påtaglig risk framöver är hur och när Fed tänker minska sin balansräkning. Diskussioner kring detta förfarande har börjat dyka upp i Fed:s protokoll och skulle kunna medföra större störningar på obligationsmarknaden. Från finanskrisen 2008 och framåt expanderade Fed sin balansräkning genom att köpa obligationer på marknaden. Under de senaste två dryga åren har balansräkningen hållits konstant och Fed återinvesterar endast kuponger och

Räntemarknad

obligationsförfall. Beroende på hur och när Fed väljer att minska sin balansräkning kan detta få marknadsräntorna att stiga.

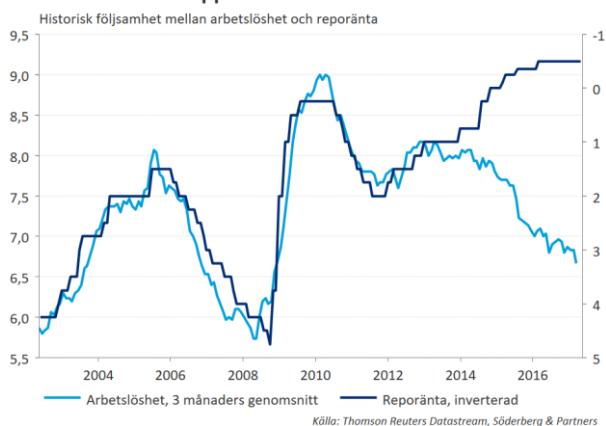
Här hemma i Europa är situationen en annan. Lägre tillväxt, högre arbetslöshet i flera delar av Europa, tillsammans med att ECB fortsätter stödköpa obligationer håller räntorna i schack. Med en styrränta på noll procent ökar skillnaden mellan den förda penningpolitiken i USA och Europa dag för dag. Dock kan vi skönja en viss förändring på marknaden i Europa under våren då de marknadsmässigt gynnsamma utfallen i valen i Holland och Frankrike minskat oron för den gemensamma valutaunionen och gett nytt hopp till en mer tillväxtvänlig och gemensam politik. Tvärtemot situationen i USA, med svagt fallande obligationsräntor, har räntorna i Tyskland stabiliserats och till och med stigit. Därmed har räntedifferensen mot USA minskat en aning vilket ger stöd åt euron som stärkts mot dollarn hittills under året. Det är en trend vi bedömer kommer att hålla i sig de närmaste månaderna.



Den svenska Riksbanken fortsätter med sin försiktiga hållning och är fast beslutsam att lyckas med sina försök att få upp inflationen till målet kring 2 procent. Man målar upp en kronförstärkning som det yttersta hotet mot detta och gör därmed allt i sin makt att följa framförallt ECB:s rörelser, eller icke-rörelser. Den totala frikopplingen från den reala ekonomin är påtaglig, särskilt om man betraktar diagrammet nedan och den historiska kopplingen till arbetslösheten. Baksidan blir förstås en förlängning och frikostighet

mot kredittagare varför bågen spänns ytterligare och Riksbanken i snabb takt förlorar kontrollen över räntevapnet. Eventuella framtida räntehöjningar skulle snabbt översättas i minskad konsumtion, vilket i Sverige och resten av västvärlden utgör cirka två tredjedelar av tillväxten, varför räntehöjningscykeln skulle vara kort i sin natur och knäcka konjunkturen snabbt. Riksbanken har förvisso tydligt kommunicerat problemet till det politiska etablissemanget men handlingskraften har lyst med sin frånvaro.

Riksbanken frikopplad från realekonomin



Något som skulle kunna få obligationsräntor att stiga är en tilltagande inflationstakt. Under det senaste halvåret har vi ställt oss frågande kring kommentarer om tilltagande inflation då allt pekar på att den stigande inflationen är tillfällig och härstammar från baseffekter från energi- och matpriser. Den underliggande inflationstakten, som har stigit något i USA under 2016, föll tillbaka rejält i mars månad och visar inga tecken på att lyfta i närtid. Högtrycket på den amerikanska arbetsmarknaden kan dock få fart på löneinflationen och därmed ge kraft till ett ökat underliggande generellt inflationstryck i landet, men vi bedömer inte att det utgör någon större risk i dagsläget då långsiktiga trender som den demografiska motvinden arbetar emot det scenariot.

Avkastningen på de olika delarna av räntemarknaderna har varit relativt god hittills under 2017. Svagt stigande räntor i Europa och Sverige har fått obligationsindex att falla något för att i skrivande stund närma sig

Räntemarknad

nollstrecket. Samtidigt har det varit väldigt lugnt på kreditmarknaden och både amerikanska, europeiska och nordiska företagsobligationer har utvecklats väl. Kreditspreadarna för företagsobligationer med bättre rating, så kallad Investment Grade, är i stort sett desamma som vid årsskiftet både i Europa och USA. Med en spread mot staten på cirka 1,1 procentenhet är dock kreditkompensationen inom segmentet på historiskt mycket låga nivåer. Vad gäller det mer riskfyllda segmentet av företagsobligationer med sämre rating, så kallad High Yield, har kreditspreadarna sjunkit ordentligt både i Europa och USA under året, vilket ligger i linje med den förbättrade makromiljö vi har verkat inom som dessutom givit stöd åt aktiemarknaden. Spreaden mot staten uppgår i dagsläget till 3,8 procentenheter i USA och låga 3,0 procentenheter i Europa, långt under det historiska snittet som varit nära det dubbla under de senaste tio åren.

och stabilitet till hela ränteportföljen. Samtidigt bedömer vi risken för kraftigt stigande obligationsräntor som liten och vi förordar vidare ett balanserat och måttfullt risktagande inom räntor framöver.

Kreditspreadar på historiskt mycket låga nivåer



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vi har under en längre tid förordat en låg ränterisk i exponeringen mot räntor och haft en positiv syn på företagsobligationer, både Investment Grade och High Yield. Geografiskt har vi föredragit en nordisk och amerikansk exponering då euro-marknaden är kraftigt påverkad av ECB:s agerande. Under mars månad valde vi dock att bli mer försiktig mot High Yield av värderingsskäl då man inte längre får en speciellt bra räntekompensation för den risk man bär inom segmentet. Dessutom höjde vi synen på obligationer en aning. Inte för att räntenivåerna i Sverige är speciellt tilltalande i absoluta termer, men införandet av viss ränterisk i en portfölj ger bättre riskspridning

Alternativa Investeringar

Alternativa placeringar

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

Likvida hedgefondsstrategier på global basis har inlett året bra med en uppgång om 2,3 procent. Uppgången kommer främst från aktierelaterade strategier, såsom Equity Long/Short, medan trendföljande fonder (CTA:s) haft det svårare under perioden som präglats av synnerligen låg volatilitet. Att aktierelaterade hedgefonder presterat bra under perioder med stigande aktiemarknad till låg volatilitet är inte förvånansvärt, utmaningen kommer i miljöer med högre volatilitet och eventuellt stigande räntor. Med en årlig avkastning om 1,6 procent under de senaste fem åren (HFRX Global Hedge Fund Index) har tillgångsslaget underpresterat klassiska tillgångsslag ordentligt.

Efter två svåra år stod oljepriset för en av fjolårets mest remarkabla återhämtningar med en uppgång på strax över 50 procent. Trots upphämtningen handlades ändå oljepriset cirka 50 procent lägre än vid utgången av 2013 till följd av den överproduktion från framförallt USA som skedde under slutet av 2014 och in i 2015. Utvecklingen hittills under 2017 har även den gått i moll då oljepriset trots en viss stabilisering ändå handlas 10 procent lägre än vid årsskiftet. Alltjämt är det den globala överproduktionen som spökar där det enligt IEA:s statistik sker en överproduktion om cirka 0,6 miljoner fat per dag. Det motsvarar en lägre överproduktion än under 2014 och 2015, men verkar ändå negativt för oljeprisutvecklingen. OPEC:s överenskommelse kring ett gemensamt

produktionstak verkar även svårt att hålla vilket ytterligare påverkar oljepriset negativt. Samtidigt har produktionskostnaderna för olja sjunkit markant efter priskollapsen 2014-2015 och en lägre produktionskostnad ger ytterligare skäl till förväntad ökning av produktionen, varför vi bedömer att risken för stigande oljepris är begränsad framöver, med hänsyn till marknadsmässiga avväganden. Eventuellt stigande geopolitisk oro, större produktionsstörningar och övriga exogena effekter kan förstås alltid påverka oljepriset kraftigt på kort sikt.

Med få undantag har metallpriserna stigit under året. Både basmetaller som aluminium och koppar har stigit, främst beroende på stark utveckling under januari månad, men även ädelmetaller som guld och silver har åtnjutit prisstegringar. Kopparpriset har historiskt haft en nära koppling till global tillväxt och steg därför kraftigt efter det amerikanska presidentvalet, i linje med exempelvis obligationsräntor, för att därför tappa fart. Guld, som har en särställning på marknaden som det ultimata skyddet mot pappersvalutor och inflation, brukar utvecklas tvärtemot den amerikanska dollarns utveckling. Under året, då värdet på dollarn har tappat något och reala amerikanska räntor utvecklats försiktigt, har guldpriset som förväntat stigit från bottennoteringarna i december. Då vi bedömer att vi kan förvänta oss ytterligare en period av svagare dollar, drivet av minskad differens i tillväxttakt mellan Europa och USA, ser vi att sannolikheten för ett högre guldpris under året ökar.

Bra start på året för globala hedgefonder



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tema: Investera med stil

Tema: Investera med stil

Att förvalta kapital handlar om att utifrån riskpreferens och rådande marknadsförutsättningar allokera lämplig vikt mellan aktier och räntor. Inom aktier står valet mellan olika regioner, länder och sektorer, men placeringsbeslut kan också fattas utifrån mer övergripande långsiktiga investeringsstrategier. En investeringsstrategi, eller investeringsstil som det ibland också benämns, kan till exempelvis vara inriktad på så kallade värdebolag eller på tillväxtbolag. Den kan också vara storbolags- eller småbolagsorienterad och passiv eller aktiv. I den här temadelen vill vi belysa de vanligaste typerna av investeringsstilar, hur de har utvecklats historiskt och dessutom hur avkastningen inom respektive kategori har varierat med konjunkturcykeln. Vi har valt att studera den svenska och den amerikanska marknaden sedan 1994 och med grund i den konjunkturfasstudie vi gjorde i föregående temadel från januari i år har vi studerat hur respektive investeringsstil avkastat beroende på vilken av de fyra konjunkturfaserna som ekonomin har befunnit sig i.

Utifrån förändring i BNP-tillväxt och inflationstakt kan konjunkturen och ekonomin delas in i fyra olika faser eller makrosekvenser, som alltså skiljer sig från mer gängse benämningar på en konjunkturcykels faser såsom återhämtningsfas, expansionsfas etc. Makrosekvenserna ger en mer nyanserad och detaljerad bild av konjunkturcykeln samtidigt som de är lättare att kvantifiera och prognostisera. Metoden vi i föregående rapport tog fram gjorde det möjligt att med god träffsäkerhet prognostisera i vilken makrosekvens ekonomin skulle komma att befinna sig kommande kvartal och genom att koppla ihop hur de olika tillgångsklasserna historiskt har utvecklats under respektive makrosekvens kunde vi på så vis också ge en tydligare bild av vilka typer av tillgångar som, baserat på historiska mönster, kunde tänkas avkasta bäst under kommande månader. I den här temadelen vill vi utveckla det resonemanget ytterligare ett steg och visa på vilka investeringsstilar som kan tänkas ge högst avkastning i respektive makrosekvens.

De fyra makrosekvenserna definierar vi baserat på om ekonomin på kvartalsbasis visar stigande eller fallande BNP-tillväxt relativt motsvarande fjolårsperiod, mätt sekventiellt (alltså mot kvartalet innan) och stigande

eller fallande inflationstakt på samma vis räknat. Sekvenserna ser ut som följer:

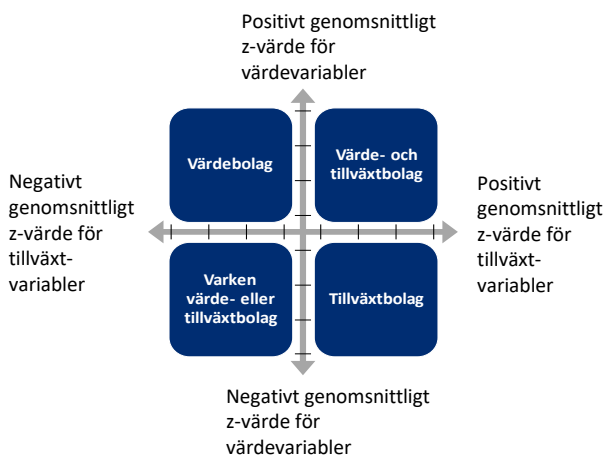
- **Makrosekvens 1:** Stigande tillväxt och fallande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal
- **Makrosekvens 2:** Stigande tillväxt och stigande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal
- **Makrosekvens 3:** Fallande tillväxt och fallande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal
- **Makrosekvens 4:** Fallande tillväxt och stigande inflationstakt under kvartalet jämfört med tidigare kvartal

Värdebolag respektive tillväxtbolag

Två av de vanligaste och mest omtalade stilinvesteringarna är investering i antingen värde- eller tillväxtbolag. Värdebolag definieras ofta som lågt värderade (undervärderade) bolag i förhållande till de vinster de genererar och orsaken till den låga värderingen ligger generellt i externa omständigheter som egentligen inte borde påverka värderingen. Den här typen av bolag är ofta mogna, lågt skuldsatta bolag som visar en stabil vinstutveckling, varför de även tenderar att erbjuda en relativt hög direktavkastning. I värdeaktier ligger fokus på vilket pris som betalas för bolagets befintliga tillgångar och inte på tillväxtpotentialer i framtiden. Då värdebolag tenderar att vara större och mer etablerade anses investeringar i sådana också typiskt sett vara mindre riskfyllda än investeringar i deras motpol tillväxtbolag. I motsats till värdebolag är framtida tillväxtpotentialer mycket centralt när det kommer till tillväxtbolag och generellt sett är tillväxtbolag sådana bolag som har goda förutsättningar för stark omsättningstillväxt (starkare än marknaden). En stor del av vinsterna återinvesteras för vidare tillväxt och värderingen är ofta hög. Exempel på sektorer som inrymmer många tillväxtbolag är tekniksektorn och läkemedelssektorn medan värdebolag är vanligare inom cykliska sektorer som exempelvis verkstadssektorn.

Tema: Investera med stil

Den välkända USA-baserade leverantören av olika typer av värdepappersindex, MSCI, använder sig av ett tvådimensionellt ramverk för kategorisering av värde- och tillväxtbolag. Ett antal variabler som definierar respektive stilinvestering standardiseras med hjälp av z-värden vilka beskriver hur mycket varje enskild variabel avviker från ett medelvärde. På så vis kategoriseras bolagen i fyra kvadranter, antingen som rena värde- eller tillväxtbolag eller som både och alternativt ingetdera. Exempel på variabler som definierar ett värdebolag är lågt bokfört värde på eget kapital relativt aktiekursen (P/B) samt hög direktavkastning medan exempel på variabler som är typiska för tillväxtbolag är hög tillväxt i vinst per aktie samt stark försäljningstillväxt per aktie. MSCI:s indelning ser ut som följer och i vår studie har vi använt oss av MSCI:s värde- respektive tillväxtindex både på den svenska och amerikanska marknaden.



Värdebolag är generellt mer attraktivt prissatta än tillväxtbolag, men frågan är hur de avkastar i relation till varandra över tid. Den frågan är vida diskuterad och analyserad, men utfallen varierar. I en studie över en 90-årsperiod gjord av Bank of America Merrill Lynch har amerikanska värdebolag i genomsnitt avkastat 17 procent per år medan amerikanska tillväxtbolag givit en årlig snittavkastning på 13 procent. Värdebolagen har således gått tydligt bäst sett över hela perioden och sammantaget under närmare 60 procent av tiden. Dock förekommer motsatt förhållande under kortare

perioder inom studien och ett exempel på det är under den senaste tioårsperioden då tillväxtbolag har gått bättre än värdebolag.

Makrosekvenser och tillväxt-/värdebolag

Vår studie sträcker sig tillbaka till 1994 och visar att under den här perioden har amerikanska tillväxtbolag givit den högsta avkastningen, men resultaten för Sverige är mer samstämmiga med de i Bank of America Merrill Lynchs rapport, nämligen att värdebolag har gått starkast. Vi tar dock vår studie ett steg längre och ser även till hur de två stilinvesteringarna står sig i olika typer av makroekonomiska klimat. Ur det hänseendet kan vi konstatera att utfallet totalt sett varierar beroende på marknad, men samtidigt att det i båda fallen pekar på att tillväxtaktier är att föredra i starkt börs klimat, medan värdeaktier ofta har en mer defensiv karaktär och därför tenderar att gå relativt sett bättre i sämre börs klimat.

Årlig total avkastning	USA		Sverige	
	Värdebolag	Tillväxtbolag	Värdebolag	Tillväxtbolag
Makrosekvens 1	16,9%	17,0%	30,1%	15,5%
Makrosekvens 2	16,2%	27,3%	25,8%	36,0%
Makrosekvens 3	-3,5%	-9,2%	-0,5%	-15,3%
Makrosekvens 4	6,8%	10,8%	0,9%	9,0%
Hela perioden	8,3%	9,7%	11,8%	8,3%

Vi finner att:

- Under Makrosekvens 1 och 2, som är de sekvenser där aktier som tillgångsslag går starkast, har tillväxtaktier överpresterat värdeaktier på den amerikanska marknaden men inte under Makrosekvens 1 på den svenska marknaden, det vill säga när den ekonomiska tillväxten stiger men inflationen faller.
- I Makrosekvens 3 och 4 utvecklas aktier som tillgångsslag generellt sett sämre, i synnerhet i Makrosekvens 3 när både tillväxt och inflation faller och då är resultatet det samma i båda regionerna; Makrosekvens 3 innebär en tydligt bättre relativutveckling för värdeaktier medan Makrosekvens 4 i likhet med ett och två har inneburit starkare utveckling för tillväxtaktier.
- I USA har tillväxtaktier gått bäst i tre av fyra sekvenser medan de i Sverige avkastat bäst i två av fyra sekvenser.

Tema: Investera med stil

- Beaktar vi den riskjusterade avkastningen, alltså avkastningen i relation till standardavvikelsen, talar resultatet fortsatt till värdebolags fördel på den svenska marknaden, både över hela studieperioden och i de tre första olika makrosekvenserna. Det är således endast i Makrosekvens 4, när den ekonomiska tillväxten faller och inflationen stiger som tillväxtaktier givit den högsta riskjusterade avkastningen. I USA syns ett annat utfall, nämligen att tillväxtaktier givit den högsta riskjusterade avkastningen under vår totala studieperiod samt under tre av fyra makrosekvenser medan värdeaktier endast givit bäst riskjusterad avkastning i Makrosekvens 3, alltså när aktier som tillgångsslag går dåligt.

Vi finner sammanfattningsvis stora skillnader mellan den svenska och amerikanska marknaden och i USA får vi dessutom motsatt utfall som det Bank of America Merrill Lynch 90-åriga studie indikerar. Följdfrågan blir varför utfallen går så pass mycket isär och utöver den uppenbara förklaringen i termer av studieperiodens längd har vi funnit tre viktiga förklaringar att belysa:

Ekonomi har i vår studie under närmare 60 procent av tiden visat fallande BNP-tillväxt relativt motsvarande fjolårsperiod mätt sekventiellt, vilket innebär att vår studie har en högre andel kvartal med negativ BNP-utveckling än den längre studien, räknat sedan 1950. Längre period av svagare ekonomisk utveckling har sannolikt under de senaste dryga två decennier intensifierat jakten på bolag som i mindre utsträckning drabbas av dämpad ekonomisk tillväxt och därmed ökat efterfrågan på tillväxtbolagsaktier som i ett sådant läge kan framstå som mer attraktiva. Värdeaktier har istället relativt sett gått starkt när den ekonomiska tillväxten varit god. Då tenderar investerare blicka bort från tillväxt och mer mot det faktiska priset för en tillgång, således mer mot värdebolag.

Hand i hand med den ekonomiska utvecklingen har också ränteläget varit ett annat under vår studieperiod och under stora delar av denna har styrräntorna varit betydligt lägre än tidigare. Låga eller fallande räntor gynnar i relativa termer tillväxtbolag som ofta är mindre och mer kraftigt växande bolag i större behov

av kapital och tvärtom tenderar sådana perioder att i relativt termer missgynna kapitalstarka värdebolag. Den lågräntemiljö som hägrat kan med andra ord vara en viktig delförklaring till varför vi får det resultat vi får, framförallt i USA. Den senaste periodens ihållande låga räntor har resulterat i att tillväxtaktier i större och längre utsträckning än historiskt visat styrka tack vare bättre access till kapital vilket skapar större möjligheter för tillväxtbolag att utveckla sina verksamheter, exempelvis genom att anställa, expandera och förvärva bolag. Lågränteläget har också tvingat investerare längre ut på riskkurvan i sin jakt på avkastning och även det hänger sannolikt samman med att tillväxtaktier varit mer eftertraktade än de mer defensiva värdeaktierna.

En tredje potentiell förklaring vi ser är indexkompositionen, sektormässigt men också i antalet bolag i respektive index. Den svenska börsen är i och med sin tydliga tyngdpunkt inom finans och verkstad betydligt mer cykliskt orienterad än den amerikanska, som har en jämnare spridning mellan sektorerna samt störst vikt inom IT. I goda tider tenderar cykliska aktier att överavkasta relativt bredare börsindex och i de svenska indexen finns många globala verkstadsbolag samt stora nordiska banker.

	USA		Sverige	
Sektorfördelning	Värdebolag	Värdebolag	Tillväxtbolag	Tillväxtbolag
Bank & Finans	23%	57%	5%	2%
IT	14%	9%	31%	7%
Hälsovård	13%	0%	15%	2%
Konsument dagligvaror	11%	1%	8%	16%
Konsument sällanköpsvaror	6%	3%	20%	17%
Verkstad	8%	23%	11%	47%
Telekom	4%	6%	0%	2%
Råvaror	4%	0%	2%	5%
Energi	9%	0%	4%	2%
Fastigheter	3%	0%	3%	0%
Utilities	6%	0%	0%	0%
Summa	100%	100%	100%	100%

I det svenska värdeindexet syns bolag som de fyra storbankerna samt Volvo, SKF och Skanska medan svenska tillväxtbolagsindex domineras av Atlas Copco, H&M, Assa Abloy och SCA. Det faktum att svenska värde- respektive tillväxtindex är betydligt snävare än de amerikanska gör att varje ingående bolag spelar en större roll. Indextunga bolag får således stor påverkan

Tema: Investera med stil

på relativutvecklingen och sedan finanskrisen har flertalet av de större bolagen inom det svenska tillväxtbolagsindexet gått mycket starkt.

Små och stora bolag

Ytterligare en faktor som ofta diskuteras i termer av stilinvesteringar är förutsättningarna för små respektive stora bolag och hur investerare kan tillgodogöra sig fördelar genom att investera i det ena eller andra. Vad som bedöms som ett stort eller litet bolag beror naturligtvis på geografisk marknad, men olika förvaltare och indexleverantörer har även egna definitioner av vad som omfattas av de olika begreppen. I USA är en vanlig definition att stora bolag har ett börsvärde som överstiger 10 miljarder dollar, medan småbolag har ett börsvärde som ligger lägre än 2 miljarder dollar. När det i Sverige talas om stora bolag avses ofta antingen de aktier som ingår i indexet OMX 30, vilket är de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen, eller de som ligger på Nasdaqs Large cap-lista. Den omfattar i dagsläget aktierna för cirka 90 bolag med ett börsvärde på 1 miljard euro eller mer. Medelstora bolag är de med ett marknadsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro. Småbolag är således de aktier som är listade på Small cap-listan och har ett marknadsvärde som är högst 150 miljoner euro. I förvaltningssammanhang definieras dock småbolag oftare som de aktier vilka ingår i Carnegies småbolagsindex, det vanligaste referensindexet för småbolagsfonder i Sverige. I detta index omfattas samtliga bolag med en indexvikt under 1 procent av Stockholmsbörsens totala marknadsvärde. I dagsläget motsvarar det ett börsvärde på omkring 40 miljarder kronor vilket i praktiken innebär att endast ett 30-tal storbolag står utanför det vanligaste småbolagsindexet.

Skilnader i att investera i små eller stora bolag har studerats och analyserats på en rad marknader. Det råder en relativt samstämmig bild om att småbolag över tid visat en överavkastning relativt investeringar i större bolag, och ofta hänvisas till Fama/French studie av den amerikanska marknaden från 1920-talet och framåt vilken visar på drygt 2 procent årlig överavkastning för småbolag. Det finns även studier med samma slutsatser för exempelvis Japan,

Storbritannien och på en rad övriga europeiska marknader.

Studierna bygger dock ofta på långa tidsserier och det finns därmed anledning att inte dra alltför generella slutsatser kring småbolagens överlägsenhet som investeringsobjekt vid varje given tidpunkt. Perioden 1984 till 1998 slog exempelvis stora bolag i USA de mindre bolagen under elva av de 15 åren, med en ackumulerad avkastning som var mer än dubbelt så hög. De följande 15 åren reverserades emellertid trenden helt och under tolv av dessa år var småbolag det bättre valet, med en avkastning som var drygt två gånger så hög som för de större bolagen.

Över tid och mellan olika regioner varierar även branschammansättningen vilket medför stora skillnader i egenskaperna mellan de olika stilarna. I Sverige domineras index för stora bolag av bank/finans samt verkstad, som tillsammans svarar för två tredjedelar av börsvärdet. I USA är istället IT den största branschen och står för 23 procent av börsvärdet. Amerikanska storbolagsindex är betydligt mer diversifierat och riskspridningen blir således större än i Sverige. Även bland svenska småbolag är dominansen av verkstadsbolag tydlig, men där återfinns även en stor andel fastighetsbolag, vilket är en bransch som saknas helt bland de större bolagen. Ser vi till amerikanska småbolag är branschfördelningen i högre utsträckning likartad den vi ser hos storbolagen, men även här är fastighetsbolagen en bransch som har större betydelse bland småbolagen.

	USA	Sverige	USA	Sverige
Sektorfördelning	Storbolag	Storbolag	Småbolag	Småbolag
Bank & Finans	14%	35%	17%	4%
IT	23%	8%	16%	5%
Hälsovård	14%	1%	12%	10%
Konsument dagligvaror	9%	7%	3%	6%
Konsument sällanköpsvaror	13%	10%	13%	19%
Verkstad	10%	31%	15%	29%
Telekom	2%	5%	1%	1%
Råvaror	3%	2%	6%	10%
Energi	6%	1%	4%	0%
Fastigheter	3%	0%	11%	15%
Utilities	3%	0%	3%	0%
Summa	100%	100%	100%	100%

Tema: Investera med stil

Småbolagsinvesteringar

Det finns en rad argument som talar för småbolag, men även ett antal punkter som potentiellt tillför risker med småbolagsinvesteringar.

- Bolagen ligger tidigare i sin utveckling och har en *högre investeringstakt och försäljningstillväxt*.
- De är *mål för uppköp*. Industriella köpare kan tillgodogöra sig synergier och är ofta beredda att betala en premie mot aktuell börskurs.
- Det är *färre antal analytiker* som följer de mindre bolagen, vilket skapar möjligheter för initierade investerare.
- Mindre bolag har ofta en större andel av *försäljning fokuserad på den inhemska marknaden* och mindre på den internationella exportmarknaden.
- *Beroendet av enskilda kunder eller personer i företagsledningen* tenderar att vara större.
- Det är *sämre likviditet* i småbolagsaktier, vilket framförallt kan bli ett problem i en nedåtgående marknad.

Inom småbolagssegmentet borde möjligheterna för aktiv förvaltning och att skapa mervärde genom en väl genomförd analys vara relativt stora. Det går också att se att andelen småbolagsförvaltare som slår index är högre än bland storbolagsförvaltarna. I en studie från USA noteras att 44 procent av småbolagsförvaltarna under decenniet 2005-2015 slog sitt respektive jämförelseindex medan motsvarande nivå för storbolagsförvaltarna var 18 procent.

Storbolagsinvesteringar

Större bolag saknar vissa av möjligheterna hos småbolagen, men besitter ofta en rad andra kvaliteter.

- *Bevisad affärsmodell*, kontinuitet i verksamheten.
- Bolagen är välanalyserade och därmed mer *effektivt prissatta*, samtidigt som likviditeten i aktierna är god.
- Bolagen är *indextunga* och är det självklara valet för investerare som vill följa avkastningsprofilen

för en viss underliggande aktiemarknad (index).

- Större *fokus på aktieägarvänliga åtgärder* såsom utdelningar och återköp av aktier. Detta kan även ge stöd i sämre marknadsklimat.
- *Mer exportinriktade* med en direkt exponering mot den globala konjunkturutvecklingen.

Makrosekvenser och storleken på bolagen

I vår studie av hur stora respektive små bolag i USA utvecklas i olika makrosekvenser noterar vi att båda kategorierna har sin starkaste kursutveckling i Makrosekvens 2, det vill säga i perioder när både BNP och inflation stiger sekventiellt. Även i Makrosekvens 1 uppvisar småbolagen en mycket stark utveckling med en uppgång på 21,2 procent, och det är i denna fas som småbolagen har sin starkaste trend relativt de större bolagen som i vår studie då stiger med drygt 16 procent. Småbolag ser därmed ut att vara ett bättre alternativ då ökad ekonomisk tillväxt är i fokus. De stora bolagen har endast en starkare utveckling än de små under Makrosekvens 3, som är den svagaste perioden för aktier i allmänhet. Att stabiliteten och likviditeten i de större bolagen får genomslag i denna sekvens är inte förvånande, och bilden förstärks av att det är i denna fas som värdebolag också har sin bästa relativa utveckling.

Situationen på den svenska marknaden skiljer sig i flera avseenden från den amerikanska, inte minst genom att storbolag har haft en bättre utveckling i två av makrosekvenserna, och att det är småbolagen som uppvisar den bästa relativutvecklingen under Makrosekvens 3. Dessa har i denna fas visat en positiv kursutveckling på 0,1 procent medan storbolagen fallit med 7,1 procent. Svenska storbolag har haft sin starkaste period i Makrosekvens 2 med en uppgång på närmare 29 procent, och det är även då storbolagen presterat bäst i jämförelse mot småbolagen.

Årlig total avkastning	USA		Sverige	
	Storbolag	Småbolag	Storbolag	Småbolag
Makrosekvens 1	16,1%	21,2%	21,3%	25,8%
Makrosekvens 2	22,4%	23,5%	28,8%	24,6%
Makrosekvens 3	-6,4%	-7,1%	-7,1%	0,1%
Makrosekvens 4	8,7%	10,0%	5,6%	3,8%
Hela perioden	8,9%	10,6%	10,0%	11,8%

Tema: Investera med stil

Mycket av förklaringarna ligger, som vi har lyft fram, i branschammansättningen, såväl inom kategorierna som mellan länderna. Bland amerikanska småbolag uppgår andelen försäljning på hemmamarknaden till exempel till hela 84 procent. Samtidigt härrör mindre än 40 procent av försäljningen för de större bolagen från den internationella marknaden, en andel som visserligen ökat under 2000-talet. På en marknad som den svenska är försäljningen mot den inhemska marknaden underordnad för de flesta större bolagen, finans borträknat, och kopplingen till den globala konjunkturen än mer accentuerad. Även bland de mindre bolagen är fokus i högre utsträckning på kunder utanför Sverige.

Det finns också anledning att tro att enskilda bolags utveckling kan få stort genomslag i statistiken, då dessa under perioder kan ha varit mycket dominerande i storbolagsindex. Exempel på det är när Ericsson svarade för omkring 40 procent av hela Stockholmsbörsens marknadsvärde under inledningen av 2000-talet.

Anmärkningsvärt är också att risken i svenska storbolag, i form av standardavvikelse, varit högre i samtliga fyra makroekvenser och småbolagen därmed har en högre riskjusterad avkastning under alla perioder. Det skiljer sig också tydligt från den amerikanska marknaden där risken konstant varit högre för småbolagen, men där den riskjusterade avkastningen varit likvärdig.

Storbolag USA			
	Avkastning	Standardavvikelse	Riskjusterad avkastning
Makroekvens 1	16,1%	16,2%	0,99
Makroekvens 2	22,4%	15,5%	1,44
Makroekvens 3	-6,4%	18,9%	-0,34
Makroekvens 4	8,7%	11,1%	0,78
Hela perioden	8,9%	16,1%	0,55

Storbolag Sverige			
	Avkastning	Standardavvikelse	Riskjusterad avkastning
Makroekvens 1	21,3%	25,9%	0,82
Makroekvens 2	28,8%	31,6%	0,91
Makroekvens 3	-7,1%	25,9%	-0,27
Makroekvens 4	5,6%	19,4%	-0,29
Hela perioden	10,0%	26,0%	0,38

Småbolag USA			
	Avkastning	Standardavvikelse	Riskjusterad avkastning
Makroekvens 1	21,2%	19,7%	1,07
Makroekvens 2	23,5%	16,8%	1,40
Makroekvens 3	-7,1%	22,3%	-0,32
Makroekvens 4	10,0%	15,4%	0,64
Hela perioden	10,6%	19,4%	0,54

Småbolag Sverige			
	Avkastning	Standardavvikelse	Riskjusterad avkastning
Makroekvens 1	25,8%	19,9%	1,30
Makroekvens 2	24,6%	23,7%	1,04
Makroekvens 3	0,1%	22,6%	0,00
Makroekvens 4	3,8%	16,5%	0,23
Hela perioden	11,8%	21,0%	0,56

Under senare år har vi sett en trend där allt större andel av investeringarna hamnar i indexprodukter, vilka i hög utsträckning är inriktade på stora bolag. Statistik visar att närmare en tredjedel av det förvaltade kapitalet i USA idag är placerat i passiva förvaltningslösningar. Om den trenden fortgår kan tidigare samband och kopplingen till underliggande ekonomiska cykler eventuellt frikopplas då trenderna blir mer flödesstyrda. Inte minst finns bedömare som drar slutsatsen att stora bolag kan komma att falla mer än tidigare i klimat som är svagare för aktier som tillgångsslag då större nedviktningar via indexprodukter väntas.

Passiv respektive aktiv förvaltning

Det leder oss vidare till valet mellan passiv eller aktiv förvaltning. Medan aktiv förvaltning innebär investeringsbeslut som grundar sig i någon form av analys så är en passiv förvaltning uppbyggd för att spegla utvecklingen på en underliggande marknad (index).

Debatten gällande aktiv och passiv förvaltning är vidsträckt och argumenten för passiv förvaltning grundar sig ofta i den effektiva marknadshypotesen, att all tillgänglig information speglas i priset på en tillgång och att det därför ska vara omöjligt för en förvaltare att över tid välja aktier som går bättre än genomsnittet. Det finns gott om forskningsstöd för den passiva förvaltningen, men studieresultaten varierar och det faktum att aktivt förvaltade fonder inte är en homogen grupp är en delförklaring till det. I en analys från 2014 belyser Söderberg & Partners behovet av båda investeringsstilarna i symbios och konstaterar att

Tema: Investera med stil

förutsättningar för god avkastning finns inom båda kategorierna.

Med allt mer indexinvesteringar skapas dock ett utrymme för investerare/förvaltare som fokuserar på tydligt aktiv förvaltning med goda möjligheter att tillföra ett mervärde.

- Passivt förvaltade fonder inriktade mot ett specifikt index avviker sällan från det som speglas, reducerat med fondavgiften.
- Låga kostnader och hög effektivitet i den passiva förvaltningen ökar möjligheterna till att följa index, vilket är en anledning till att investera i större bolag.
- Indexinvesteringar tar ingen hänsyn till vilka aktier som ingår. Inga anpassningar sker efter de förutsättningar som råder på marknaden eller värderingsnivå. Det gör att kapitalet riskerar att följa med i tillgångs- eller spekulationsbubblor i marknaden som helhet eller i enskilda aktier som ingår i indexet.
- Aktivt förvaltade fonder kan avvika både positivt och negativt mot index. Det krävs därmed egen analys för att veta vad man får i sin förvaltning.
- En genomgång olika studier visar att aktiv förvaltning har svårare att prestera på utvecklade marknader, men är ett mer framgångsrikt koncept på exempelvis tillväxtmarknader.
- På den svenska marknaden är passiva fonder allt som oftast inriktade på det snäva indexet OMX 30. Aktiva förvaltare har därmed stora möjligheter att avvika mot de passiva, men det är naturligtvis avhängigt deras skicklighet om de tillför värde.
- I USA har aktiva förvaltare ofta en preferens mot antingen värde- eller tillväxtaktier och denna stilpreferens får i perioder kraftigt genomslag i avkastningen, vilket inte ska förväxlas med förvaltarnas skicklighet.

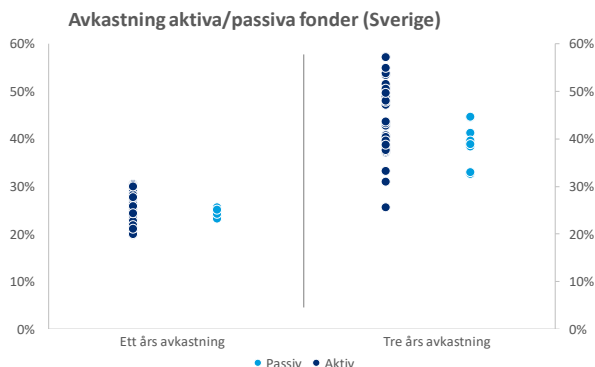
Vad väljer man?

Andelen aktiva fonder som slår sitt respektive jämförelseindex var under fjolåret nära en historisk bottennivå, vilket sannolikt spår på trenden med flöden till passiva investeringar. Vi anser dock att ryktet om den aktiva förvaltningens död är betydligt överdrivet.

En viktig parameter att ta hänsyn till är förvaltningsarvodet. När vi startar ett år vet vi med säkerhet inte om börsen kommer att stiga eller falla, om värde- eller tillväxtaktier kommer att utvecklas bäst eller om det är stora eller små bolag som ger bäst avkastning. Det enda vi med säkerhet vet är att de fonder som är dyrare har en nackdel redan från start. Medan en indexfond ofta har ett förvaltningsarvode på 0-0,5 procent per år ligger aktivt förvaltade fonder betydligt oftare på nivåer runt 1,5 procent. Det är dock en sanning med viss modifikation, eftersom en större aktör ofta har rabattavtal med fondförvaltare och alltså betalar en tydligt lägre nivå för förvaltningen. På Söderberg & Partners kommer denna rabatt kunderna till godo via arvodesmodellen Fair deal.

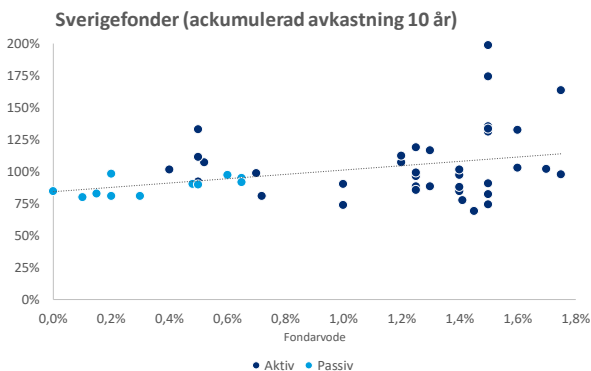
Rabatterna skiljer sig mellan olika aktörer och fondkategorier, och vi har i våra jämförelser i denna rapport därför lagt in en schablonmässig rabatt på hälften av det vanliga fondförvaltningsarvodet, både för passiva och aktiva fonder. I graferna på följande sida går att utläsa det ursprungliga fondarvodet, medan avkastningen är justerad för den antagna schablonrabatten. Det ger en mer korrekt jämförelse vad gäller avkastningsprofilen för de två stilarna. Såväl på ett som tre år är spridningen i resultat mellan svenska aktiva förvaltare som väntat betydligt större än för de passiva fonderna. Ser vi till det senaste årets utveckling har passiva fonder på den svenska marknaden givit en avkastning på i genomsnitt 24,7 procent, medan de aktiva fonderna presterat 25,4 procent. Spridningen bland de aktiva fonderna är dock stor och ligger mellan 19,8 och 30,4 procent.

Tema: Investera med stil



På tre år noterar vi att fler aktiva fonder presterar bättre än de passiva. I toppen återfinns inte oväntat framförallt fristående mindre förvaltningsbolag. Drar vi dessutom ut jämförelsen till tio år framgår att drygt 70 procent av de aktiva fonderna slagit den genomsnittliga utvecklingen hos indexfonderna. Den slutsatsen står i stark kontrast till den debatt som ofta förs kring resultatet hos aktiva förvaltare.

Samtidigt är det tydligt att fonder som av olika skäl inte vill/vågar avvika mot det index de utvärderas mot, men som samtidigt tar betalt på en annan nivå än uttalade indexfonder, redan från start är dömda att misslyckas och aldrig kan anses skapa ett mervärde för fondandelsägarna



I USA är jämförelsen svårare att göra, då stilenriktningen mot värde och tillväxt får så pass stora effekter. Under en längre tid har tillväxtaktier haft en starkare utveckling än värdeaktier, vilket också medför att aktivt förvaltade fonder till synes har stor spridning

i avkastning relativt passiva alternativ. Valet är därmed inte i huvudsak aktiv/passiv utan mer en fråga om värde/tillväxt. Svårigheter kring att avgöra vilken fas marknaden är i gör att passiva fonder ofta är det enklaste valet när en investerare söker exponering mot amerikanska storbolag utan önskemål om en viss stilenriktning.

Slutsats

Under den dryga 20-årsperiod vi har studerat kan vi konstatera att i USA har tillväxtbolag samt småbolag givit den högsta avkastningen medan värdebolag och småbolag varit de vinnande investeringsstilarna under samma period i Sverige. Längre studier indikerar dock att även i USA är värdebolag över en lång tidsperiod en mer högvärdande stil.

Perioden vi har studerat avviker från längre historik ur två viktiga aspekter, BNP-tillväxten har i högre utsträckning varit fallande än stigande än under perioden från 1950 till idag och styrräntorna har under en längre period varit mycket låga. Båda faktorerna talar till tillväxt- och småbolags fördel, bland annat då de är i större behov av lånat kapital än mer etablerade värde- och storbolag. Trots det har svenska värdebolag gått bättre än svenska tillväxtbolag och vi gör bedömningen att orsaken till det står att finna i skillnader i bolagsspecifika faktorer, men även i en högre utdelningsnivå samt att de svenska värdebolagen många gånger är av en mer exportinriktad cyklisk karaktär än deras amerikanska motsvarigheter.

Beträffande tillväxt och värdebolag går det således inte att generalisera kring vilken stil som är den bästa, eftersom vilken marknad som avses spelar en avgörande roll samtidigt som det är beroende av börsklimat. En tumregel kan dock vara att värdebolag är att föredra i tider av sämre börsklimat på båda marknaderna, medan tillväxtaktier i båda regionerna tenderar att utvecklas bäst när börserna går starkt.

Sett till stora och små bolag har småbolag stått sig starkast under vår studieperiod och även riskjusterat har småbolagen givit högst avkastning på den svenska marknaden medan det utfallet blir mer jämnt på den amerikanska.

Tema: Investera med stil

Svenska storbolag har dock både haft perioder då de avkastat betydligt mer och betydligt mindre än småbolagen och sådana skillnader syns inte på den amerikanska marknaden.

Passiv förvaltning har på senare år vuxit sig till en allt mer populär stilinvestering relativt aktiv förvaltning, men samtidigt är passiv förvaltning av naturliga skäl en betydligt mer homogen grupp än aktivt förvaltrade fonder där spridningen i avkastning är klart större. Framväxten av passiv förvaltning har sannolikt bidragit till den låga volatilitet som idag syns på aktiemarknaden och investeringsstilen har gynnats av högre korrelation mellan olika tillgångsslag och mellan olika typer av aktier än historiskt. Det är dock rimligt att anta att den situationen inte kommer att bestå och vi ser en risk i att den högre andelen passiv investeringsstrategi idag relativt tidigare ökar risken för mer omfattande negativa rörelser i storbolagen aktiekurser i klimat som är svagare för aktier som tillgångsslag eftersom större nedvikningar via indexprodukterna väntas.

Vår studie visar att aktivt förvaltrade fonder i Sverige som grupp utvecklats bättre än indexfonder som agerar på samma marknad. En viktig faktor för att aktiva fonder i ett längre perspektiv ska kunna mäta sig med passiva fonder är att avgifterna är konkurrenskraftiga och att förvaltarna använder sig av de möjligheter de har. Större aktörer har ofta möjligheten att ge rabattavtal vilka ökar konkurrenskraften för de aktiva fonderna, på Söderberg & Partners kommer rabatten kunderna tillgodo via arvodesmodellen Fair deal. I USA har en stor del av förvaltarna en uttalad eller outtalad preferens kring antingen värde- eller tillväxtinvesteringar. Svårigheten att avgöra vilken av dessa stilar som för tillfället gynnas medför att en passiv investering ofta kan vara att föredra för investerare som enbart söker en bred exponering mot den amerikanska aktiemarknaden.

Småbolag och högre andel värdeaktier

Frågan en investerare bör ställa sig är vad som eftersträvas med placeringen, om det är en indexlik avkastning eller om det är en så bra avkastning som möjligt givet den risk investeraren är beredd att utstå.

Svaret är avgörande för valet av investeringsstil och diversifiering mellan olika tillgångsslag och olika stilar är att rekommendera.

Mycket tyder på att vi idag rör oss mot Makrosekvens 3, alltså mot en period med fallande tillväxt och fallande inflation. Det skulle i så fall finnas anledning att fundera över om trenden av tillväxtaktiers starka relativutveckling kan komma att reverseras och värdeaktier bli en mer givande investeringsstil. Vi bedömer att flera tecken tyder på just det och att värdeaktier därmed kommer kunna få en bättre relativutveckling under det kommande decenniet. Att helt hänge sig åt en stil är dock en riskfylld strategi och även i det avseende är en riskspridning mellan olika förvaltningsstilar att föredra. Samtidigt ser vi fortsatt goda förutsättningar för småbolagsaktier och gör bedömningen att ett förändrat klimat av detta slag kan innebära att aktiv förvaltning, åtminstone jämfört med det senaste året, kan uppleva en mer positiv trend.

Fonder för respektive förvaltarstil

Som ett tillägg till vår studie har vi valt att ta fram fonder för respektive förvaltarstil, på den svenska respektive amerikanska marknaden. I USA står valet mellan värdebolag och tillväxtbolag betydligt mer i fokus varför amerikanska fonder i högre grad tenderar att korrelera med den ena eller andra stilen. På senare år syns att tillväxtaktiefonder haft en högre korrelation med sitt jämförelseindex än värdebolagsfonder och vi ser att orsaken till det främst ligger i att värdebolagsförvaltare letat sig mer mot tillväxtbolag efter en lång period av sämre utveckling för värdebolag.

Sverige				
Betyg	Fond	Förvaltarstil	P/E 17 (viktat)	P/B (viktat)
●	Lannebo Sverige Plus	Värdebolag	15,8	2,4
●	Enter Sverige Pro	Tillväxtbolag	17,3	2,6
●●	Clens Sverige Fokus A	Storbolag	17,6	2,8
●●	C WorldWide Sweden Small Cap 1A	Småbolag	19,1	3,4
●	Länsförsäkringar Sverige Aktiv A	Aktiv	17,7	2,5
●	Catella Sverige Index A	Passiv	16,3	2,0

USA				
Betyg	Fond	Förvaltarstil	P/E 17 (viktat)	P/B (viktat)
●	Fidelity America A-USD	Värdebolag	18,6	2,0
●	AB FCP I American Growth A Acc	Tillväxtbolag	24,1	5,2
●	T. Rowe Price US Large Cap Equity A USD	Storbolag	20,9	2,6
●●	JPM US Smaller Companies A (dist) USD	Småbolag	23,0	2,9
●	AMF Aktiefond Nordamerika	Aktiv	20,5	3,1
●●	SPP Aktiefond USA	Passiv	19,9	2,7

Tema: Investera med stil

Indexegenskaper:

	USA	Sverige	USA	Sverige
(mdr USD)	Värdebolagsindex	Värdebolagsindex	Tillväxtbolagsindex	Tillväxtbolagsindex
Antal bolag (st)	324,0	17,0	374,0	16,0
Marknadsvärde	10 553,1	225,0	10 912,4	165,2
Marknadsvärde största bolag	505,7	37,4	766,0	25,1
Marknadsvärde minsta bolag	1,4	2,7	1,4	2,1
Genomsnittligt marknadsvärde	32,6	13,2	29,2	10,3
Medianmarknadsvärde	13,4	8,7	12,5	7,0

(mdr USD)	Storbolagsindex	Storbolagsindex	Småbolagsindex	Småbolagsindex
Antal bolag (st)	625,0	31,0	1 808,0	99,0
Marknadsvärde	21 465,5	366,8	3 234,4	105,8
Marknadsvärde största bolag	766,0	36,7	9,2	5,0
Marknadsvärde minsta bolag	2,2	2,4	0,02	0,1
Genomsnittligt marknadsvärde	34,3	11,8	1,8	1,1
Medianmarknadsvärde	14,7	8,3	1,2	0,7

Stilkorrelationer i olika makrosekvenser:

USA		
Korrelation	Värde-/Tillväxtindex	Stor-/Småbolagsindex
Makrosekvens 1	0,78	0,84
Makrosekvens 2	0,78	0,97
Makrosekvens 3	0,84	0,96
Makrosekvens 4	0,91	0,94
Hela perioden	0,83	0,92

Sverige		
Korrelation	Värde-/Tillväxtindex	Stor-/Småbolagsindex
Makrosekvens 1	0,59	0,91
Makrosekvens 2	0,78	0,89
Makrosekvens 3	0,75	0,90
Makrosekvens 4	0,74	0,84
Hela perioden	0,67	0,85

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	1,9	1,5	2,4	4,4	-481,2	-2,7	-3,5
Europa	1,7	1,2	1,9	9,5	398,9	3,1	-1,5
Tyskland	1,8	1,8	2,0	3,9	287,2	8,1	0,5
Frankrike	0,8	2,0	1,2	10,1	-30,4	-1,1	-3,1
Storbritannien	2,1	2,8	2,3	4,7	-115,7	-3,3	-4,0
Sverige	2,3	3,8	1,3	6,8	23,7	4,8	-0,4
Japan	1,6	3,3	0,2	2,8	187,3	3,5	-5,3
Ryssland	0,3	0,8	4,1	5,4	34,9	2,8	-2,8
Hongkong	3,1	-0,9	0,5	3,2	14,5	6,5	1,5
Kina	6,9	7,6	1,2	4,0	170,1	1,7	-4,0
Indien	7,0	-1,2	3,8	5,0	-11,9	-1,1	-3,2
Brasilien	-2,5	1,1	4,1	13,7	-20,6	-1,4	-7,7

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	1,00	2,4	324,0	0,8	18,8	15,3
Europa	0,00	0,4	515,1	0,2	15,5	19,1
Tyskland	0,00	0,4	80,7	-0,2	12,8	21,8
Frankrike	0,00	0,9	66,8	0,4	18,6	19,1
Storbritannien	0,25	1,2	64,4	0,5	17,4	17,9
Sverige	-0,50	0,7	9,9	0,8	17,3	20,1
Japan	-0,10	0,0	126,7	0,2	13,0	27,3
Ryssland	10,00	8,1	142,4	-0,1	16,9	13,9
Hongkong	1,25	1,5	7,2	0,4	12,1	15,9
Kina	4,85	3,6	1373,5	0,4	17,1	10,4
Indien	6,25	6,9	1266,9	1,2	27,1	6,1
Brasilien	11,25	9,8	205,8	0,8	22,8	8,1

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2017	P/E 2018	Vinststillväxt 2017 %	Vinststillväxt 2018 %	Direktavkastning 2017 %
USA	18,2	16,6	10,5	9,8	2,0
Europa	15,2	13,9	12,9	9,4	3,3
Tyskland	14,2	13,2	8,9	7,6	2,9
Frankrike	15,3	13,9	8,6	9,6	3,3
Storbritannien	14,9	13,9	19,3	7,3	4,1
Sverige	17,0	16,1	4,9	5,3	3,6
Japan	14,6	13,5	12,3	9,7	2,1
Ryssland	6,5	5,9	20,3	10,0	6,5
Hongkong	12,5	11,6	7,3	8,3	3,4
Kina	13,0	11,6	15,6	11,6	2,3
Indien	18,7	16,0	16,6	16,9	1,5
Brasilien	13,7	11,4	32,9	20,6	3,8
Världen	17,3	15,5	12,6	10,3	2,5
Tillväxtmarknader	12,9	11,7	22,5	10,4	2,6

Utveckling finansiella marknader

Lokal valuta (%)	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Utvecklade marknader (USD)	-0,1	3,0	5,2	13,0	17,7	9,2
USA	-0,3	2,1	3,8	11,6	18,3	7,6
Europa	0,5	4,4	9,5	19,6	22,9	11,4
Sverige	0,6	5,9	9,7	19,7	30,2	13,4
Tyskland	0,4	5,1	9,5	19,7	29,5	11,2
Frankrike	-0,3	6,9	13,1	22,0	29,8	12,4
Storbritannien	2,1	1,6	4,0	12,5	26,7	5,8
Japan	2,0	6,8	3,2	15,9	20,8	5,1
Tillväxtmarknader (USD)	2,5	4,8	8,3	19,2	27,6	16,9
Hong Kong	2,8	3,5	7,3	12,4	31,0	15,0
Shanghai	0,2	-3,4	-0,6	-0,8	12,1	2,5
Indien	1,1	1,8	6,7	12,8	18,6	13,6
Ryssland	1,3	2,1	-5,4	15,4	26,5	-4,4
Brasilien	3,8	6,8	3,2	15,3	28,1	13,3
Världen (USD)	0,2	3,2	5,6	13,7	18,7	10,0

SEK (%)	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Utvecklade marknader	0,5	1,1	4,2	9,9	27,2	6,3
USA	0,3	0,2	2,8	8,6	27,9	4,7
Europa	0,5	5,4	11,5	17,0	27,2	12,3
Sverige	0,6	5,9	9,7	19,7	30,2	13,4
Tyskland	0,4	6,0	11,5	17,2	34,1	12,1
Frankrike	-0,3	7,8	15,2	19,4	34,4	13,2
Storbritannien	2,1	2,7	6,4	12,1	21,7	7,4
Japan	2,0	1,4	2,5	6,2	25,3	5,3
Tillväxtmarknader	3,1	2,8	7,2	15,9	38,0	13,7
Hong Kong	3,2	1,3	5,8	8,8	41,0	11,3
Shanghai	0,7	-5,4	-1,9	-4,7	14,3	0,4
Indien	1,7	0,5	9,8	14,5	32,9	16,6
Ryssland	1,9	0,2	-6,3	12,2	36,8	-7,0
Brasilien	5,9	5,3	1,7	24,9	54,4	14,6
Världen	0,8	1,3	4,6	10,6	28,3	7,1

Valutor (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Dollarindex	99,25	0,6	-1,5	-1,5	0,2	5,4	-2,9
EURUSD	1,09	-0,6	2,9	2,8	0,6	-4,2	3,6
USDSEK	8,84	0,6	-1,9	-1,0	-2,7	8,1	-2,7
EURSEK	9,66	0,0	0,9	1,8	-2,1	3,6	0,8
GBPSEK	11,40	0,0	1,1	2,3	-0,4	-3,9	1,5
NOKSEK	1,03	1,6	-1,8	-2,9	-4,6	3,6	-2,0
USDJPY	113,24	0,5	3,4	-0,3	6,2	4,2	-2,9
USDCNY	6,90	0,0	0,1	0,3	1,3	6,0	-0,7

Råvaror (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Råvaruindex	183,29	2,1	-3,0	-6,2	0,8	-0,6	-5,4
Olja (Brent)	50,63	2,7	-9,6	-11,0	14,0	7,3	-10,7
Olja (WTI)	47,83	3,5	-10,0	-11,2	10,2	2,6	-11,0
Koppar	5559,50	-0,5	-1,2	-8,7	0,2	20,5	0,4
Zink	2554,00	-1,1	-1,8	-12,7	3,3	36,6	-0,9
Guld	1229,69	0,2	-3,6	-0,1	0,1	-3,0	6,2

Volatilitet (nivå)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
VIX-index	10,40	10,6	15,8	10,9	14,2	14,4	14,0

Nominella räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2017
Sverige 2 år	-0,66	-0,62	-0,63	-0,56	-0,67	-0,60	-0,63
Sverige 5 år	-0,08	0,01	-0,09	0,01	-0,15	-0,20	-0,12
Sverige 10 år	0,57	0,65	0,56	0,66	0,48	0,73	0,55
USA 2 år	1,28	1,31	1,24	1,20	0,92	0,76	1,18
USA 5 år	1,85	1,88	1,83	1,89	1,55	1,24	1,92
USA 10 år	2,34	2,35	2,30	2,43	2,15	1,77	2,45
EMU 2 år	-0,71	-0,70	-0,84	-0,82	-0,62	-0,51	-0,80
EMU 5 år	-0,39	-0,37	-0,57	-0,49	-0,38	-0,43	-0,62
EMU 10 år	0,40	0,42	0,20	0,32	0,23	0,16	0,11
Japan 10 år	0,04	0,02	0,02	0,09	-0,03	-0,11	0,05

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

Övrigt	Idag
Stibor 3M	-0,48

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.