



Söderberg  
& Partners

Wealth  
Management

UTBLICK JUNI 2025

# Wacko or Taco

Ständigt nya utspel, men marknaderna  
börjar vänja sig



# Wacko or Taco

USA:s finanspolitik har inte gett önskat stöd till marknaden. Ändå gick börsen mycket starkt i maj. Resan framöver kan bli fortsatt skakig.

Amerikansk politik är fortfarande i centrum med efterverkningar på såväl aktie- som räntemarknaderna. Samtidigt som aktiemarknaden har avslutat en bra rapportsäsong i USA och fokuserat på tullarna, har nya orosmoln dykt upp på räntemarknaden.

### Budgetoro utöver tullstök

Efter en vår med kraftigt upptrappat handelskrig var maj något "lugnare". Istället blossade diskussionen om det amerikanska budgetunderskottet upp, vilket påverkade ränteplaceringar negativt.

Redan inför presidentvalet var det känt att Trumps politik skulle elda på det amerikanska underskottet. Nu, drygt fyra månader in på mandatperioden, har fler detaljer utkristalliserats kring politiken.

Representanthuset har godkänt "the One, Big, Beautiful Bill" som ska godkännas av senaten innan det kan undertecknas av Trump. Lagförslaget kan dock justeras i senaten, i vilket fall det på nytt behöver röstas igenom i representanthuset.

Befintligt förslag föreslår bland annat en höjning av skuldtaket. Skuldtaket reglerar hur mycket den amerikanska statsapparaten får låna för att betala sina räkningar. Enligt finansministern kan USA slå i taket i augusti medan budgetkontoret bedömt att detta troligen sker i augusti eller september. Vid den tidpunkten riskerar alltså USA behöva ställa in sina betalningar, vilket skulle öka oron på räntemarknaden.

### En dyr historia

Den partiobundna forskningsorganisationen Penn Whartons budgetmodell visar att USA:s underskott (exklusive räntebetalningar) ökar med cirka USD 2 800 miljarder över tio år. Om beteendeförändringar tas i beaktning ökar underskottet istället till cirka USD 3 200 miljarder.

Budgetkontorets initiala skattning var lägre medan det partioberoende [Committee for a Responsible Federal Budget](#) kommit fram till en liknande siffra som Penn Whartons sistnämnda.

Oavsett prognos sker ökningen från en redan mycket hög skuldnivå, motsvarande över 120 procent av BNP.

Redan ifjol var det dyrt att underhålla den amerikanska skulden. Räntemarknaden är fullt medveten om det ansträngda läget och har, i takt med att budgetpolitiken hamnat i fokus, blivit nervös för statsfinansernas hållbarhet. Mer om detta går att läsa i Fokusdel I.

### Ränteplacerare oroas för budgetunderskottet

Amerikanska räntor har mot bakgrund av ovan stigit i maj. Sedan årsskiftet är nu räntan på en amerikansk statsobligation med 30-årig löptid svagt upp medan korta räntor fallit. I maj passerade den långa räntan fem procent, vilket är en nivå som senast noterades 2023. Då sammanföll det med centralbankens (Fed:s) räntetopp, till skillnad från nu då styrräntan varit oförändrad sedan årsskiftet.

Fed har betonat att data och framtida utsikter avgör penningpolitiken. Arbetsmarknaden har förblivit stabil med en hyfsad sysselsättningstillväxt och låg arbetslöshet. Vad gäller inflationsförväntningarna är de bara något förhöjda.

Därför har marknaden ändrat förväntningarna och räknar nu med cirka två räntesänkningar i år från att tidigare ha förutspått minst fyra. Fokus har alltså flyttats från recessionsoro, med fallande marknadsräntor som följd, till oro för statsfinanserna vilket kan motivera en ökad riskpremie.

Både den förväntade finanspolitiken, och i viss mån ändrad prissättning på Fed, har bidragit till att amerikanska marknadsräntor har slutat falla.

Utvecklingen har främst påverkat ränteplaceringar med längre löptider negativt eftersom de är känsligare för ränteförändringar. Därför har våra långa globala företagsobligationer med högre kreditbetyg (Investment Grade, IG) haft det relativt tufft.

Vår vy är ändå att marknadsräntorna kommer att falla tillbaka, vilket motiverar vår fortsatta övervikt mot obligationer med betyget IG.



# MARKNADSKOMMENTAR

## Börsen bryr sig mer om tullarna

De amerikanska statsfinanserna har inte gått aktiemarknaden obemärkt förbi. När USA nyligen gav ut en ny obligation med lång löptid var försäljningen mindre framgångsrik. Det fick amerikanska aktier att falla.

Ändå har börsen fortsatt att återhämta sig tack vare en bra rapportsäsong och en inledningsvis beskedlig handelspolitik. Det bidrog till att amerikanska aktier uppvisade sin bästa månadsavkastning sedan slutet av 2023, vilket återförde amerikanska börsen (S&P 500) till plus på året (räknat i dollar).

Den senaste tiden har värderingen på amerikanska börsen stigit något, även om p/e-talet fortfarande är på en lägre nivå än strax efter Trumps tillträde i Vita Huset.

Den högre värderingen har främst drivits av stigande aktiekurser och bolagen på S&P 500 har slagit vinstförväntningarna med 76 procent samtidigt som vinstprognoserna för helåret tagits ned.

Vi fortsätter att vara försiktigt positiva till amerikanska aktier mot bakgrund av bolagens framträdande roll inom AI, börsens fördelaktiga sektorsammansättning och företagens historiskt goda vinsttillväxt vilket bidragit till deras lönsamhet.

Ett utmärkande tema har tidigare varit amerikansk tech. Vi är fortfarande positiva till både IT och Kommunikationstjänster eftersom jättarna har god lönsamhet, vilket kvartalsrapporterna bekräftat. Dessutom har värderingen på flera av bolagen kommit ned från årsskiftet och AI väntas generera nya kunder samt driva framtida vinsttillväxt.

## Wacko or Taco

Direkt när börsen fick en välbehövlig andhämtningsspaus tog det åter fart i Vita Huset. Trump tycks ogilla akronymen TACO (Trump Always Chickens Out) och kanske är det därför som nya tullutspel skett.

Dels har Trump anklagat Kina för att bryta mot vissa utlovade åtaganden, dels har tullsatserna på stål och aluminium höjts.

Vändningarna i tullpolitiken är snabba och vissa anser nog att politiken är galen (wacko). Kanske passar därför tidigare akronym, som igen fått fäste, FAFO (F\*ck Around and Find Out), bättre. Det refererar till finansmarknadens turbulens och kaos som uppstått i spåren av Trumps politik och beslutsfattande process.

Frågan är dock vad Trump har för befogenheter vad gäller att implementera tullar utan kongressens stöd.

## Osäkert på obestämd tid

I maj beslutade en federal domstol för internationell handel att Trumps tullar ska blockeras. (Tullarna på stål, aluminium, bilar och bildelar påverkades inte. Dessa kan snarare utökas till fler sektorer och material). Strax efter beslutet meddelade en appellationsdomstol att blockeringen hävs och att tullarna gäller tills dess att rättsprocessen avgjorts i en högre instans.

Tullarna är tänkta att delvis finansiera Trumps reformer och utan dem riskerar budgetunderskottet, åtminstone i närtid, att bli än större samtidigt som risken ökar att USA slår i skuldtaket. En [tidigare skattning](#) av budgetkontoret visar exempelvis att importtullar på varor på 10 procent från 2025-2034 skulle inbringa minst USD 2 000 miljarder.

Vår bedömning är att Trump, alldeles oavsett rättsprocessens utfall, kan fortsätta med handelskriget eftersom tullar kan motiveras på flera sätt. Därmed borde inte finansieringen av vissa budgetreformer vara hotad.

Men osäkerhet kring framtida politik gäller på obestämd tid med implikationer för inflation, konjunktur och finansmarknad.



**Cathrine Danin**

INVESTERINGSSTRATEG

# Bra läge för ökad aktiv förvaltning i Japan

För att bättre ta tillvara på de möjligheter som nu växer fram i Japan ersätter vi delar av vår tidigare passiva exponering med två aktivt förvaltade fonder: Lazard Japanese Strategic Equity och M&G Japan. Genom detta byte drar vi nytta av de pågående strukturella förändringarna i Japan och stärker portföljens avkastningspotential.

Japan befinner sig i början av en betydande ekonomisk omvandling efter decennier av deflation. Inflationen har återvänt, vilket ger japanska företag bättre förutsättningar att investera och expandera både lokalt och globalt.

Samtidigt genomförs omfattande reformer inom bolagsstyrning, vilket har förbättrat transparensen hos japanska företag. Den ökade transparensen uppskattas särskilt hos utländska investerare, vilket väntas bidra till ytterligare kapitalinflöden till marknaden.

### **Större möjligheter för skickliga förvaltare**

Dessa strukturella förändringar skapar särskilt goda möjligheter för skickliga aktiva förvaltare att identifiera undervärderade företag med potential.

Till skillnad från passiv förvaltning, där investeringar automatiskt följer ett marknadsindex, innebär aktiv förvaltning att förvaltare aktivt väljer ut specifika aktier baserat på deras förmåga att överträffa genomsnittet på marknaden.

### **Vårt val av aktiva fonder**

För att dra nytta av dessa förändringar har vi valt två kompletterande aktiva strategier.

Lazard Japanese Strategic Equity drivs av ett erfaren team som kombinerar japansk marknads-kännedom med ett internationellt perspektiv. Det

internationella perspektivet är något vi bedömer som särskilt värdefullt i ett läge där utländskt kapital väntas spela en stor roll i den japanska marknadens utveckling.

Fondens dynamiska, makrodrivna strategi fokuserar på investeringar med tydliga katalysatorer för värdeskapande, vilket passar särskilt väl i det nuvarande marknadsklimatet präglad av reformer och strukturella förändringar.

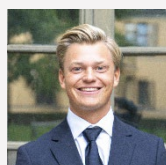
M&G Japan leds av ett team med omfattande erfarenhet från både hedgefondförvaltning och traditionell kapitalförvaltning, vilket resulterar i tydlig riskkontroll och stark portföljdisciplin. Deras process kännetecknas av analys med fokus på kvalitativa bolag och noggrann riskhantering.

Ett geografiskt utspritt analysteam ger fonden möjlighet att effektivt ta tillvara på förändringar inte bara i Japan utan även i den bredare asiatiska regionen, samtidigt som de kan kombinera lokala och internationella perspektiv likt Lazard.

### **En balanserad exponering**

Genom att kombinera Lazards dynamiska och makrodrivna strategi med M&Gs stabilitet och starka riskhantering får portföljen en välbalanserad exponering. Dessa två strategier kompletterar varandra väl och stärker vår förmåga att aktivt dra nytta av nya möjligheter på den japanska marknaden.

Förändringen påverkar både de kunder som valt en specifik vikt mot Asien & Stilla havet, där fyra fonder nu utgör en fjärdedel vardera (Lazard Japanese Strategic Equity, M&G Japan, Storebrand Japan och Vanguard Pacific ex-Japan), såväl som kunder med globala aktie- och bredare allokeringsmandat.



**Tim Nyllinge**

Analytiker Manager Research

# Svaga statsfinanser i USA håller uppe räntorna

USA:s växande skuldbörda kombinerat med oro för långsammare tillväxt bekymrar marknaden. För första gången på länge ifrågasätts landets kreditvärdighet på allvar – något som skulle kunna påverka såväl räntor, investeringar som den globala ekonomin.

USA:s statsfinanser har länge präglats av återkommande budgetunderskott. Det har visserligen varit känt sedan länge, men under våren har frågan om hållbarheten i skuldsättningen tagit allt större plats – både bland investerare och i den politiska debatten. Plötsligt ifrågasätts något som tidigare setts som självklart: USA:s kreditvärdighet. Vad ligger bakom det ökade fokuset?

## Skattepolitik driver på skuldsättningen

Trots en redan hög statsskuld, där räntekostnaderna nu överstiger de samlade utgifterna för både försvaret och Medicare, överväger kongressens majoritet nya skattesänkningar. Enligt den oberoende organisationen Committee for a Responsible Federal Budget kan räntekostnaderna stiga till över fem procent av BNP till år 2034 om förslagen realiserar.

Detta väcker frågan: Kommer USA någonsin kunna nå ett primärt budgetöverskott, alltså överskott före räntekostnader, som täcker ränteutgifterna?

Moodys har, som sista av de stora kreditvärderingsinstituten, sänkt USA:s kreditbetyg från den högsta nivån. Detta mot bakgrund av en hög offentlig skuld och en hög räntekvot jämfört med jämförbara stater.

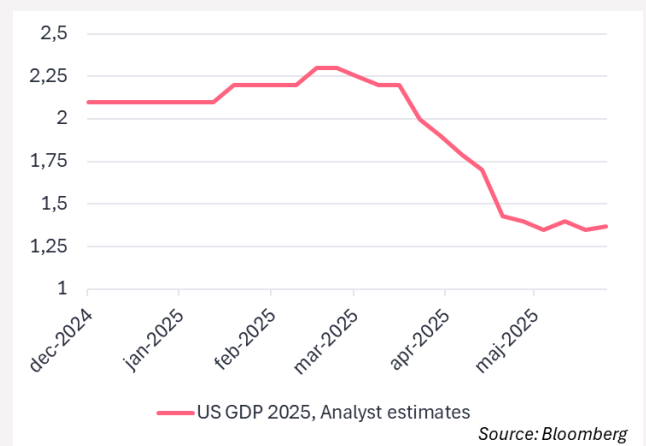
Representanthuset har redan röstat igenom ett nytt skatteförslag, men senaten väntas modifiera det. Trots detta bedöms det slutgiltiga paketet

leda till att skuldsättningen ökar betydligt snabbare än idag.

## När tillväxten inte längre räcker

Historiskt har USA:s starka tillväxt fungerat som en motvikt till en hög skuldsättning – en växande ekonomi minskar automatiskt skulden som andel av BNP. Men flera av den nya administrationens initiativ, inte minst inom handelspolitiken, riskerar att dämpa tillväxten framöver.

Lägre tillväxt innebär svagare skatteintäkter, högre offentliga utgifter och i slutändan en snabbare ökning av statsskuldens andel av BNP.



Analytikernas förväntningar på USA:s BNP-tillväxt för 2025 har successivt skrivats ned under våren.

## USA:s roll i världen ifrågasätts

Därtill har den amerikanska administrationen presenterat en rad kontroversiella idéer, alltifrån nedskrivningar av utländska fordringar till ett ifrågasatt engagemang för europeisk säkerhet.

Detta har väckt oro hos flera tidigare nära allierade – inte minst i Europa och Kanada – och lett till att vissa investerare börjat minska sin exponering mot USA.

Sammantaget har bilden av USA som en stabil och förutsägbar investeringsdestination fått en törn – mitt i ett läge där landet är mer beroende av utländskt kapital än på länge.

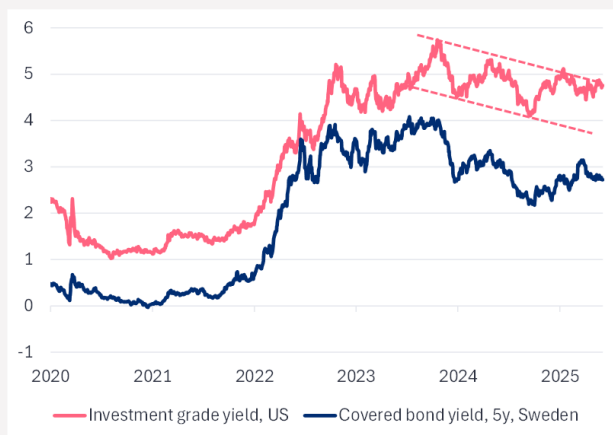
## FOKUSDEL I

### Räntefallet har bromsats upp

Före Trump-eran såg vi tecken på att USA rörde sig mot en period med lägre inflation, vilket möjliggjorde räntesänkningar från Federal Reserve.

Men med nya tullar och en svagare dollar har den utvecklingen bromsats upp. Det innebär inte att trenden med fallande räntor är bruten, men att räntenedgången kan ske långsammare än tidigare förväntat.

Trots osäkerheten har ränteplaceringar visat styrka. Under 2024 steg värdet på vår globala high yield-portfölj med över sex procent, medan den bredare ränteportföljen, inklusive säkrare obligationer, ökade med 3,5 procent.



*Trenden för räntorna är fallande om ett antal år beaktas, vilket illustreras av de streckade linjerna. I grafen visas en amerikansk ränta på en företagsobligation och en svensk ränta på en säkerställd obligation.*

Ränteplaceringar har även fungerat som en stabilisator under året. De har dels inte haft en alltför hög korrelation med aktier, dels är våra globala

ränteportföljer valutasäkrade och står således starka i en miljö där dollarn försvagas.

Med räntor fortsatt på historiskt höga nivåer ser vi därför potential för attraktiva avkastningar även under 2025. Givetvis kvarstår osäkerhet varför utvecklingen måste följas noga.

### Snöbollen rullas framåt

Vår bedömning är att de amerikanska statsfinanserna inte är långsiktigt hållbara, men att problemet skjuts på framtiden.

Hittills har räntemarknaden reagerat beskedligt men en statsskuld på över 120 procent av BNP med ett underskott på 6 procent av BNP behöver förr eller senare bemötas.

Skulle marknadsräntorna falla eller USA:s tillväxt återhämta sig kan problemet dock skjutas på framtida generationer. För närvarande tror vi att det är just detta som kommer att ske.

Sist men inte minst ska man inte underskatta den amerikanska ekonomins flexibilitet och dynamiska bolag samt Feds lyhördhet för stress på finansmarknaden.



**Henrik Erikson**  
INVESTERINGSSTRATEG

# AI-Mållgan tar över scenen

Sommaren 2006 greps en 21-årig lastbilschaufför i Värmland av polis. Ett kort ögonblick tappade polisen fordonet med blicken och när han kom fram till den parkerade lastbilen stod mannen till höger och förardörren var öppen. I förhör förklarade den berusade mannen att Mållgan redan hade hunnit smita från platsen.

Mållgan ska ha varit 120 – 130 centimeter lång, haft långt hår till knäna, burit vita byxor och ha brutit på norska. Faktum är att mannen friades från misstanke om rattfylleri även om domen förkunnade att delar av berättelsen lämnade visst utrymme för tvivel.

Illustratören och författaren Gunilla Bergströms älskade barnbokskaraktär Alfons Åberg har berört generationer av läsare. Alfons är nyfiken, klok, ibland fundersam och hans låtsaskompis Mållgan fascinerar. Mållgan blir en trygg punkt för Alfons när han känner sig ensam eller missförstådd.

Affärsområdet Google Search & other står fortsatt för den största inkomstkällan för Alphabet och utgörs framför allt av världens dominerande sökmotor. Affärsområdet genererar drygt 56 procent av koncernens intäkter och nästan nio av tio av alla sökningar i världen görs via Google Search.

Alphabet är idag lägre värderat än världsindex i stort mätt som vinst i förhållande till bolagets börsvärde och är även det bolag som är lägst värderat av Magnificent 7-bolagen.

AI:s egen variant av Mållgan utmanar nämligen från sidan. Efter att ha använt AI-tjänster, såsom Copilot och Chat GPT ett tag, känns det som att funktionerna har förbättrats betydligt. Jag kommer på mig själv att allt oftare använda mig av min egen hemliga AI-kompis "Mållgan" snarare än att gå ut på Google och söka information på traditionellt vis.

Den första AI-bekantskapen, som på ett frustrerande sätt kunde komma med rena felaktigheter, har bytts ut mot en resonerande, klok, kunnig och

eftertänksam låtsaskompis. En som också är snabb till att erkänna fel, när man påpekar dem.

Jag gillar också hur AI-Mållgan skickar med länkar och erbjuder ytterligare förkovran på ett sätt som jag inte känner igen från de klassiska sökfunktionerna på internet. Det blir ett mer givande sätt att ta till sig information och jag inser att vi står inför en AI-revolution som kommer vara i många år framöver.

Den lönsamma och utökade annonsförsäljningen via sökfunktioner och sociala medier är en irritation för många användare. Jag köpte ett par skor på nätet för några veckor sedan och har nu sett reklam för den exakta modellen på skor sedan dess.

Jag är ingen elitsimmare. Det händer dock att jag tar en del simtag i motionsbanan. Reklamen som dyker upp i tid och otid på TV, internet och sociala medier kan jämföras med att det skulle dyka upp entusiaster som hoppar "bomben" från tiometersplattformen mitt ibland de förvånade motions-simmarna. Det vore förstås ett otyg men det är ändå vardagsmat för oss i den digitala världen. En bonus är att vi slipper sådant via AI-tjänsterna. I alla fall än så länge.

Den omtyckta Mållgan förekom faktiskt bara i en bok, nämligen "Vem spökar Alfons Åberg?" utgiven 1978. I slutet av boken försvinner Mållgan, vilket symboliserar att Alfons har blivit äldre och kanske inte behöver en osynlig låtsasvän. Alfons förklarar det med orden att Mållgan har flyttat. Och så var det med det.

Min relation till min egen variant av AI-Mållgan känns som att den kommer att bli mer långlivad än så.



**Kristian Hahne**

FÖRVALTARE GLOBAL TEMA

# Disclaimer

## Om Söderberg & Partners

Söderberg & Partners grundades 2004 och är en av Sveriges ledande finansiella rådgivare och förmedlare av försäkringar och finansiella produkter. Vi bedriver verksamheter inom bland annat tjänstepensionsrådgivning, försäkringsrådgivning och försäkringsförmedling samt kapitalrådgivning och kapitalförvaltning. Vi utvecklar och erbjuder även digitala verktyg för bland annat finansiell rådgivning och för löne- och förmånshantering.

## Viktig information

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

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

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

Avstämningsdatum för kurser är 2025-06-05