



Söderberg  
& Partners

Wealth  
Management

FOKUSDEL I — FÖRDJUPNING

# Tyskland

- Dags att bli bekymrad?



# Tyskland — dags att bli bekymrad?

Riksbankens sänkta styrränta, en gradvis förbättrad konjunktur och en attraktiv värdering talar för Stockholmsbörsen. Samtidigt ser vi att återhämtningen i euroområdet knakar i fogarna. Nyligen reviderades de tyska BNP-utsikterna ned till -0,2 procent i år. Det skulle innebära att tysk ekonomi krymper för andra året i rad i ett läge där det samtidigt uppstått rege- ringskris i landet.

Givet den starka kopplingen till Sverige väcks farhågor om svensk återhämtning och börsens utveckling. Idag är vi positiva till nordiska aktier och negativa till europeiska ak- tier. Är detta ett rimligt antagande när ekonomierna är beroende av varandra? Vad talar för Stockholmsbörsen? Och hur starkt kan Stockholmsbörsen gå jämfört med Europa?

## Svensk ekonomi beroende av närområdet

Ifjol uppmättes svensk BNP till drygt 6 200 miljarder kro- nor. Utav detta motsvarade hushållens konsumtion 45 procent. Exporten av varor och tjänster och importen av varor och tjänster utgjorde vardera drygt 50 procent av BNP (det är nettot av dem som bidrar till BNP).

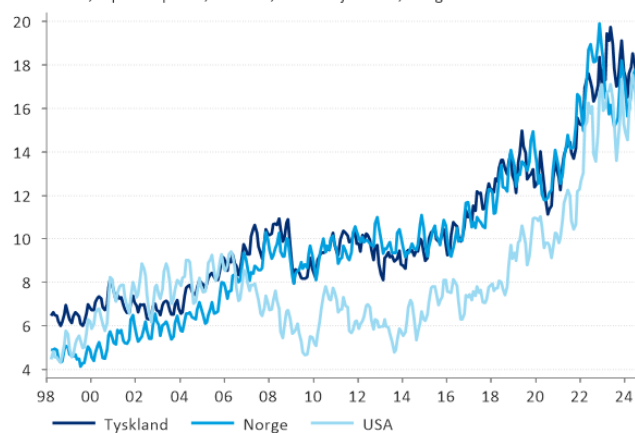
Varor står för majoriteten av exporten där tillverkningsin- dustrin väger tungt. Tjänsteexporten består främst av af- färstjänster, telekommunikation, data och information samt transporter.

**"Den enskilt viktigaste handels- partnern är Tyskland"**

En betydande andel av svensk handel sker med närområ- det såsom euroområdet. I topplistan över stora handels-

Svensk varuexport till våra tre största marknader

Mdkr, löpande priser, icke-s.r., bortfallsjusterat, 3m gm



Source: LSEG Datastream, Söderberg & Partners

partners för varor finns bl.a. grannländerna (Norge, Dan- mark och Finland). Även USA och Nederländerna är viktiga motparter. Den enskilt viktigaste handelspartnern är dock Tyskland.

I synnerhet exporterar svensk basindustri pappersvaror, metaller, maskiner, fordon och kemikaliska produkter till Tyskland.

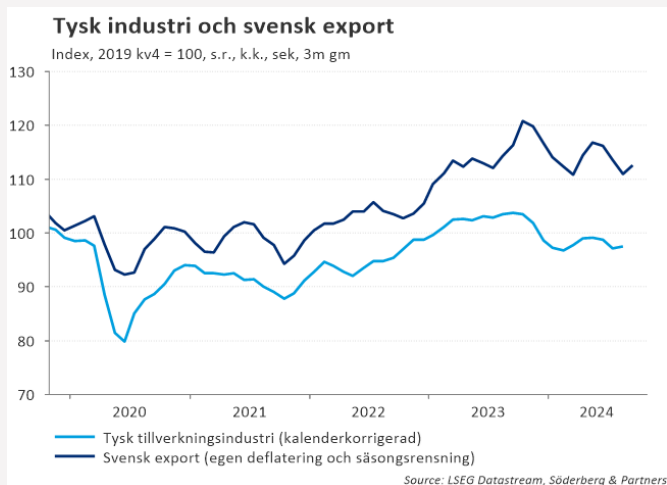
För att förstå landets storlek kan det jämföras med Spa- nien, Italien och Frankrike som tillsammans utgör en näst- an lika viktig exportmarknad som Tyskland isolerat. Troj- kan når dock inte alls upp till tyska mått vad gäller impor- ten.

## Tysk industri inte helt oviktig

Givet ovan är det inte förvånande att svensk exportut- veckling har en stark koppling till tysk tillverkningsindustri, som utgör en betydande del av tysk ekonomi.

Jämfört med prepandemin har den tyska tillverkningsindu- strin krympt medan svensk exportvolym för varor växt med ca 10 procent, men sedan hösten 2023 har båda en fallande trend.





Både konjunkturella och strukturella faktorer förklarar den svaga tyska utvecklingen. Strukturellt handlar det om energiomställningen och den tyska bilindustrins elektrifiering.

Innan ryska invasionen av Ukraina var tysk produktion beroende av rysk naturgas och olja, men det har nu bytts till andra energislag och leverantörer.

Även svensk ekonomi står inför en omfattande energiomställning, men svensk mineral- och tillverkningsindustris främsta energianvändning är bibränsle och el. Energianvändningen av petroleumprodukter är liten och ytterst begränsad vad gäller natur- och stadsgas.

Därtill skiljer de konjunkturella förutsättningarna sig åt. Exempelvis är både svensk och tysk industriproduktion beroende av global efterfrågan men Kina utgör en toppdestination för tysk export, vilket det inte gör för Sverige.

Givet vårt tyska beroende är det lätt att tro att en svag utveckling i Tyskland, som tynger euroområdets tillväxt, kan resultera i en kräftgång för svensk export och BNP. Så behöver dock inte nödvändigtvis bli fallet.

## Sverige bättre rustat för återhämtning

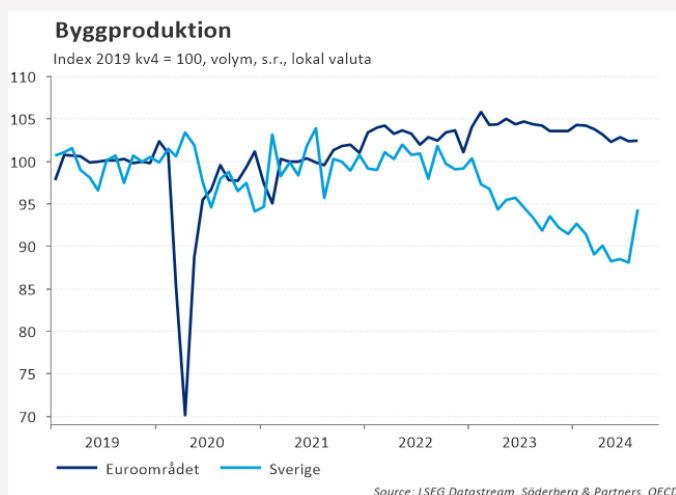
Svensk ekonomi har stagnerat och i september var både BNP och detaljhandeln svaga. Det finns dock förutsättningar för en förbättring med ett måttligt pristryck och fortsatta räntesänkningar.

Inflationen har fortsatt att falla, och även om det är ett globalt fenomen har nedgången varit snabbare i Sverige än i omvärlden.

Både i Sverige och euroområdet väntas BNP-tillväxten öka 2025, men de inhemska förutsättningarna är olika. I regionerna har konsumentförtroendet normaliserats, vilket stödjer svensk och europeisk konsumtionsutveckling framöver.

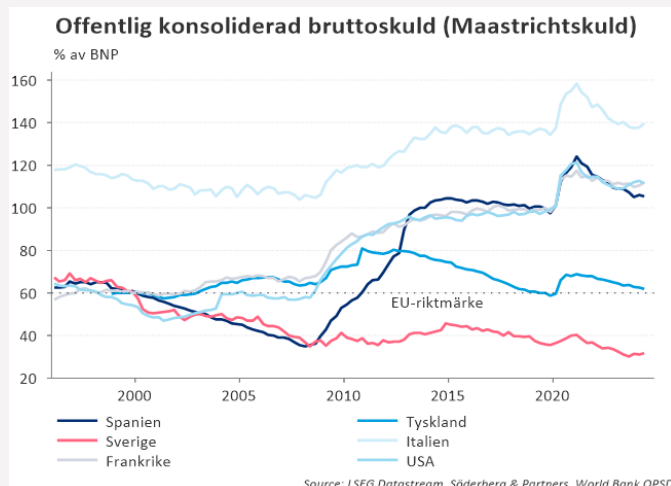
Dock finns det indikationer på att svenska hushåll är mer räntekänsliga än europeiska, vilket möjliggör en snabbare återhämtning här.

Även svensk byggproduktion lär förbättras gradvis efter att ha krympt sedan inledningen av 2023. I euroområdet har byggproduktion snarast stagnerat de senaste åren, vilket talar för en mindre gynnsam baseffekt än i Sverige.



Sist men inte minst skiljer sig förutsättningarna för den offentliga sektorn. Sverige har oerhört starka statsfinanser med en Maastrichtskuld på knappt 32 procent i slutet av 2023. Detta är under det Finanspolitiska ramverket på 35 procent av BNP, som ska vara ett riktmärke för Maastrichtskulden på medellång sikt.

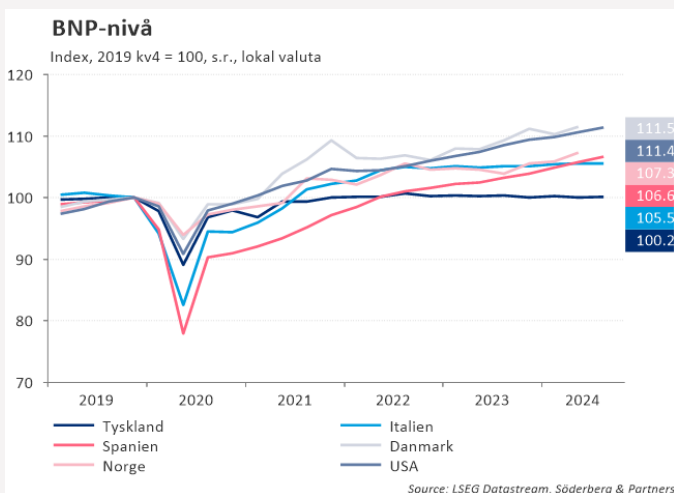
Det är också kraftigt under EU:s tröskelvärde på max 60 procent av BNP. Som jämförelse var motsvarande skuld över tröskelvärdet för både Tyskland (ca 63 procent) och euroområdet (drygt 87 procent). Därmed har Sverige betydligt större finanspolitiskt utrymme än vad Tyskland och flera av euroländerna har.



## Regeringskris som lök på laxen

I dagarna föll den tyska koalitionsregeringen efter diskussioner kring statens budget. Fokus har riktats mot skuldbromsen (som reglerar hur mycket staten får låna per år). Regeringspartierna SPD och De Gröna har nämligen velat göra ett undantag från skuldbromsen för att öka investeringar i bl.a klimatställningen. Detta har inte koalitionspartiet FDP gått med på.

Regeringskrisen kommer i en tid när de tyska utmaningarna redan är stora. Landet behöver öka investeringarna för att klara energiomställningen, bygga ut infrastrukturen och få fart på digitaliseringen. I skrivande stund väntas en förtroendeomröstning hållas den 15 januari. Faller minoritetsregeringen (SPD och De Gröna) blir det nyval.



## Överdriv inte den tyska marknaden

Återhämtningen i svensk ekonomi lutar sig mot en bättre inhemsk efterfrågan samtidigt som utvecklingen för industrin och exporten är skör i närtid. En fortsatt svag tysk ekonomi skulle inte gå oss helt obemärkt förbi.

Troligtvis tynger det svensk export men samtidigt går andra, för oss, viktiga marknader starkt. Detta gäller inte minst norsk och dansk ekonomi, men även vissa sydeuropeiska länder och USA har utvecklats hyggligt. Det kan i så fall utgöra viss motvikt.

Skulle de kinesiska stimulanserna dessutom öka kan de bidra till en ökad kinesisk efterfrågan, vilket kan förbättra de europeiska förutsättningarna.

## Stockholmsbörsen väntas överträffa Europa

Vi argumenterar för att Stockholmsbörsen (OMXS) ska stärkas mot bakgrund av en svensk konjunkturåterhämtning, som sannolikt kommer snabbare än i euroområdet. Då riskerna för svensk ekonomi avtar väntas också globalt kapital återvända, vilket skulle stödja börsen.

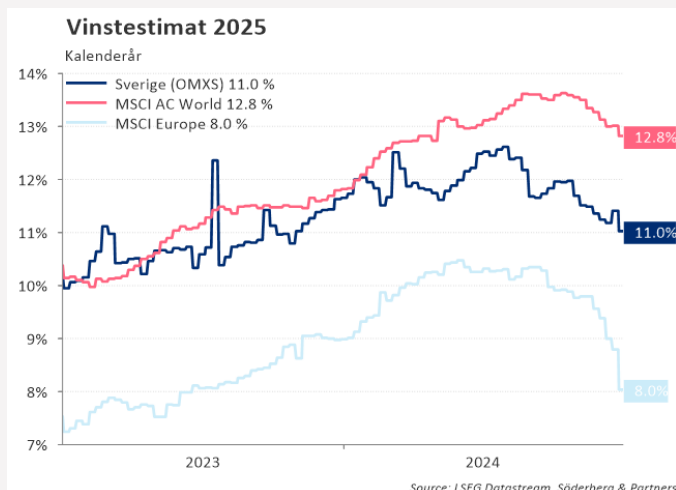
OMXS väntas också gynnas av dess fördelaktiga sektor-komposition med ett relativt större inslag av cykliska bolag. På OMXS är de största sektorerna Industri (ca 38 procent), Finans (25 procent), Sällanköpsvaror (7 procent) och Hälsovård (ca 7 procent och defensiv).

Det kan jämföras mot Europaindex (MSCI Europe) största sektorer som är Finans (drygt 19 procent), Industri (ca 17 procent), Hälsovård (ca 16 procent) och Dagligvaror (ca 11 procent och defensiv). Således är Stockholmsbörsen något mer koncentrerad till ett fåtal stora cykliska branscher, medan sektorerna i euroområdet är mer jämnstora och defensiva.

Värderingen på Stockholmsbörsen är fortsatt attraktiv, vilket även gäller för Europabörsen, och OMXS har hittills inte nått sin rekordnivå från januari 2022. Däremot är vinstestimatet för 2025 lite högre för Stockholmsbörsen än för Europabörsen.

Historiskt sett har svenska bolag också uppvisat betydligt högre vinsttillväxt än europeiska. Sedan januari 2012 har exempelvis den genomsnittliga vinsten per aktie ökat med knappt 130 procent i Sverige medan den bara ökat med knappt 60 procent i Europa.

Eftersom aktiekurser brukar gå dit vinster går talar det också för högre avkastning i Sverige än i Europa.





## Begränsad svensk exponering mot Tyskland

Bara för att Sverige har en stark koppling till Tyskland betyder det inte att svensk börs är extremt exponerad mot landet. Fokuserar vi på OMXS fyra största sektorer finns viss exponering inom Industrisektorn och Sällanköpsvaruhandeln.

Finanssektorn har snarare riktat in sig på hela eller delar av Norden. Det finns dock något undantag inom Finans där viss exponering finns. Vad gäller hälsovårdssektorn är sektorn defensiv och bör inte påverkas av konjunkturen, utan snarare påverkas den av faktorer som folkhälsa och demografi. Att flera EU-länder har en åldrande befolkning är exempelvis något som kan gynna branschen.

Sammanfattat bör det inte dras för stora växlar av kopplingen mellan länderna. Detta illustreras av grafen ovan som visar börsutvecklingen för svensk respektive tysk industri samt IFO-index, som är en ledande indikator på tysk ekonomi.

***"I en färsk rapport av Mario Draghi ... konstateras det att Europa ligger långt efter i ny teknik"***

Där ser vi att svenska industriaktier stigit med 50 procent sedan 2021 samtidigt som affärsklimatet i Tyskland försämrats sedan samma höst.

## Fortsatt stora utmaningar för europeiska bolag

I en färsk rapport av Mario Draghi, före detta premiärminister i Italien och ordförande för ECB, konstateras det att Europa ligger långt efter i ny teknik och endast fyra av världens topp 50 techbolag är europeiska. Till skillnad från USA, där de tre största satsningarna inom forskning och utveckling (R&D) görs av techbolag, görs de i Europa av fordonsbolag.

På grund av den ogynnsamma europeiska strukturen omlokaliseras sig också framgångsrika europeiska techbolag till andra marknader utomlands. Europeiska industribolag behöver integrera ny teknik såsom AI bättre.

Rapporten lyfter även fram den gröna omställningen och behovet av ökade investeringar. EU är världsledare i hållbar teknik och grön innovation. Av strategiska skäl rekommenderas det att EU behåller kunskap inom vissa områden, såsom batterier, för att inte vara alltför beroende av utländsk teknologi.

Svensk industri, som delvis består av innovativa bolag, kan här komma ut som vinnare och gynnas av den gröna omställningen. Att svenska bolag ofta ligger i framkant när det gäller hållbarhetsfrågor kan premiera Stockholmsbörsen, inte minst då vissa institutionella investerare beaktar hållbarhet i sina portföljer.

## Övervikt Norden och Undervikt Europa

Vi har argumenterat för att svensk ekonomi är beroende av närområdet när det kommer till utrikeshandeln. Kräftgång i Tyskland väntas sätta avtryck på svensk export och industri, men beroendet av marknaden ska inte överdrivas. Svensk konjunkturåterhämtning 2025 lutar sig snarast på inhemsk efterfrågan.

Konjunkturåterhämtningen lär bidra positivt till Stockholmsbörsen, som också får stöd av innovativa bolag och bolag som har en nyckelroll i den gröna omställningen.



**Cathrine Danin**  
Investeringsstrateg

# 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, org. nr 556674-7456 (nedan "Söderberg & Partners" och/eller "Bolaget"). Bolaget är ett värdepappersinstitut och har tillstånd att som sidotjänst utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument. Som grund för analysen har källor använts som i god tro bedömts vara tillförlitliga. Söderberg & Partners ansvarar inte för riktigheten av informationen eller för felaktigheter eller brister i bearbetningen därav.

Syftet med analysen är att ge Söderberg & Partners kunder allmänna rekommendationer och analysen utgör således inte tillhandahållande av personlig investeringsrådgivning enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden eller vid var tid gällande motsvarighet av nämnd lag. Analysen bör inte ensam ligga till grund för ett investeringsbeslut. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten i att investera i de värdepapper, investeringsstrategier eller försäkringsprodukter som diskuteras eller presenteras i denna analys och bör förstå att uttalanden om framtidsutsikter inte nödvändigtvis kommer att realiseras. Historisk avkastning är inte en garanti för framtida resultat.

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

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

