

Tillväxtmarknader för real avkastning

Investorerare i tillväxtmarknader har genomgått ett förlorat årtionde. Många har gett upp och allokeringen är historiskt låg. I media domineras nyhetsflödet av valutakris i Turkiet, fastighetskris i Kina och, nu på sistone, den ryska invasionen av Ukraina. Intrycket är att det mesta pekar i fel riktning, men verkligheten är som vanligt mer nyanserad. Den här rapporten börjar med en övergripande diskussion om tillväxtmarknader och fokuserar sedan på de tre tillgångar på temat som finns i fondens portfölj idag: statsobligationer i lokal valuta, aktier och asiatiska högavkastande obligationer.

Saxxum Aktivs portfölj består nu till ca 30 procent av tillgångar i tillväxtmarknader. För två år sedan var exponeringen någon enstaka procent. Dessa tillgångar finns i portföljen för att skapa långsiktig kapitaltillväxt, inte för att agera krockkudde under turbulenta perioder. Det finns andra tillgångar med det syftet. Pengar har sällan flödat till tillväxtmarknader i orostider. Snarare tvärtom. Med det sagt finns det goda skäl till att tillgångar i utkanten av det finansiella systemet skulle kunna stå emot lite bättre än vanligt även i perioder av riskaversion. Globala investerare har låg exponering mot tillväxtmarknader i dagsläget, vilket begränsar storleken på potentiella utflöden.

Tillväxtmarknader är inget tydligt "case" sägs det ibland. En godtycklig skara länder vars enda gemensamma nämnare är att de är fattigare och mindre utvecklade än oss. Godtyckligheten är emellertid också en fördel. Diversifiering är den enda gratislunchen. Den höga politiska risken gör att det är extremt svårt att förutspå utvecklingen för ett enskilt land. För vem vet om länder såsom Ryssland eller Turkiet är århundradets köptillfälle eller om de blir nästa Venezuela? För några månader sen gick det att bygga ett ganska tydligt case för Ryssland. Tillgångar var lågt värderade, statsfinanserna välskötta och den stora råvarusektorn skulle gynnas i en miljö med högt globalt inflationstryck. Idag är alla tillgångar värderade till noll för västerländska investerare. Ryssland är således inte med i någon av tillgångarna som diskuteras i den här rapporten. Exponeringen är noll.

Bakgrund och nuläge

Under åren precis före och efter finanskrisen 2008 var det tillväxtmarknader som gällde. Tillgångar i tillväxtmarknader hade utklassat det mesta. Det är svårt att föreställa sig att folk för bara tio år sedan pratade om BRIC på ett liknande sätt som det idag pratas om FAANGs eller någon annan populär akronym. Precis efter finanskrisen ansågs tillväxtmarknader vara det enda som skulle kunna ge en rimlig framtida avkastning. Det fanns även en moralisk aspekt. Genom att allokera kapital till den mindre välbärgade

delen av världen kunde investerare bidra till minskade ekonomiska klyftor. Det var en "win-win".

I diagram 1 åskådliggörs utvecklingen för statsobligationer och aktier i tillväxtmarknader sedan 2000. Efter att ha slagit aktier i mogna marknader (vilka kämpade med övervärderingen efter IT-bubblan) med 9 respektive nästan 14 procent årligen mellan 2000 och 2010 blev det knappt någon avkastning alls under årtiondet som följde. Samtidigt lyckades mogna marknader prestera relativt väl tack vare att framför allt amerikanska aktier på nytt värderades upp till bubbliknande nivåer.

Ett förlorat årtionde i tillväxtmarknader...

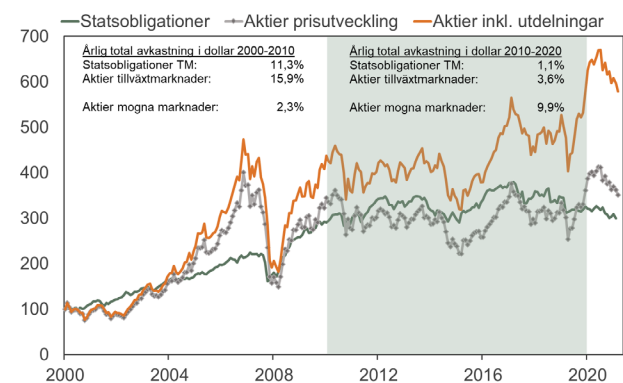


Diagram 1

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Nollnolltalet var inte första gången som tillväxtmarknader var populära. Tillgångsslaget upplevde en jätteboom i slutet av åttio-talet och början av nittiotalet, vilken kulminerade i och med Feds räntehöjningscykel 1993 till 1995. Sen följde drygt sju år av klassiska kriser och fallande intresse. Till dess att BRIC-eran tog fart 2002. Diagram 2 belyser den relativa prisutvecklingen¹ för aktier i tillväxtmarknader sedan 1987. När den gröna linjen stiger presterar

¹ MSCI Emerging Markets/MSCI World. Tyvärr saknas utdelningshistorik för hela perioden, vilket gör att prisindex används. Förhållandet påverkas sannolikt inte märkbart.

tillväxtmarknader bättre än mogna marknader och vice versa. Den här 35-årsperioden innefattar två starka och två svaga perioder för aktier i tillväxtmarknader.

Tillväxtmarknader relativt mogna marknader

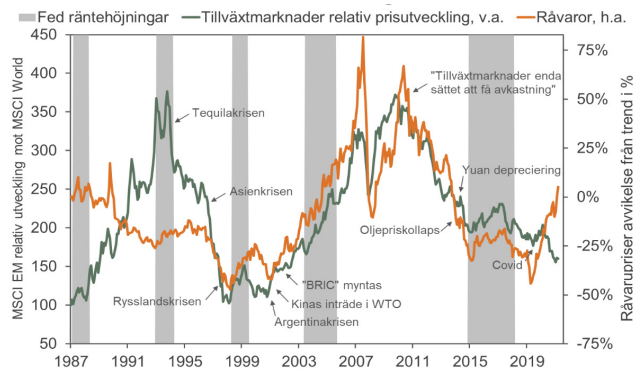


Diagram 2

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Det sägs ofta att ett stramare Fed är negativt för tillväxtmarknader, men det är inte riktigt sant. Utöver räntehöjningarna i mitten av nittioalet verkar inte den amerikanska penningpolitiken ha påverkat den relativa utvecklingen för tillväxtmarknader märkbart. När Fed började med kvantitativa lättnader efter finanskrisen sås det även att de "nyskapade" pengarna skulle flöda till tillväxtmarknader och skapa finansiella bubblor, men så blev det inte alls. Bubblorna skapades på hemmaplan istället. Däremot har relationen med råvaror varit stark de senaste 20 åren, vilket tydliggörs i diagrammet. Ett rimligt antagande är därför att en ny stark period för tillväxtmarknader kommer att sammanfalla med stigande råvarupriser.

Det är värt att påpeka att media oftast inte tar upp positiva nyheter i mindre utvecklade länder. Det berättas sällan om hur saker och ting tuffar på och välståndet sakta ökar. Däremot blir vi väl informerade så fort det blir någon militärkupp, finanskris eller valutadevalvering. Faktum är att många saker har förbättrats under det senaste årtiondet även om inte det reflekteras i börskurserna. Tillväxten har lyft miljontals människor ur fattigdom. Bytesbalanserna har förbättrats, valutaserverna har byggts upp och många länder är inte längre känsliga för kapitalflöden i samma utsträckning som förr i tiden.

En annan väsentlig skillnad idag jämfört med tidigare är hur mycket bättre tillväxtmarknader har hanterat nuvarande inflationssmiljö. Rimliga fiskala stimulanser under COVID och aggressiva räntehöjningar under det senaste året har medfört att inflationstakten i tillväxtländer nu för första gången är lägre än den i mogna länder. Inflationstakten för tillväxtländer jämfört med G7-länderna åskådliggörs i diagram 3.

Inflationstakt i tillväxtländer vs. G7-länder

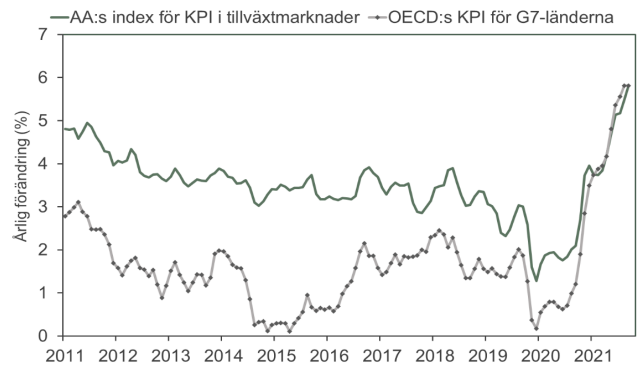


Diagram 3

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Inflationsskorgen för tillväxtländerna i diagram 3 är specifikt framtagen för att matcha vikterna på de länder som ingår i obligationskorgen i diagram 4. Detta innebär att ländernas vikter i inflationsskorgen förändras med tiden. Turkiet var exempelvis en betydande emittent för åtta år sedan, men utgör idag en nästan obetydlig andel av obligationskorgen. Nuvarande höga inflationstakt i Turkiet får därför knappt något genomslag i diagram 3. Vilka länder som är viktiga kommer att framgå senare. Det är dags att diskutera fondens placeringar.

Statsobligationer i lokal valuta

Många tänker automatiskt på aktier när tillväxtmarknader nämns, men det är inte alls nödvändigt att välja den mest riskfyllda tillgången i de länder med högst risk. Statsobligationer i lokal valuta är speciellt intressanta i en allokeringsfond eftersom korrelationen med både aktier och obligationer i mogna marknader är begränsad. Beroende på situation kan dessa obligationer bete sig som en risktillgång eller i viss mån leva sitt eget liv. Samtidigt kan den riskjusterade avkastningen vara hög.

Räntenivån för statsobligationer i lokal valuta åskådliggörs i diagram 4. Räntorna föll under COVID precis som i mogna marknader, men nivåerna är nu tillbaka över det historiska snittet. Nuvarande räntenivå på drygt 5,7 procent är ungefär i linje med nuvarande inflationstakt i diagram 3, medan ränteläget i mogna ekonomier är långt under dagens inflationstakt. En spännande nyhet är att Indien kommer att inkluderas i index under året. Den indiska marknaden har tidigare varit stängd för utländska investerare. Ränteläget i Indien är en dryg procent högre, vilket gör att obligationskorgens räntenivå kommer att stiga någon tiondel eller två. Indien förväntas nå en vikt på ca 10 procent, vilket är i linje med vikten för Kina, Indonesien och Sydkorea (de tre största emittenterna i skrivande stund).

Statsobligationer i tillväxtmarknader

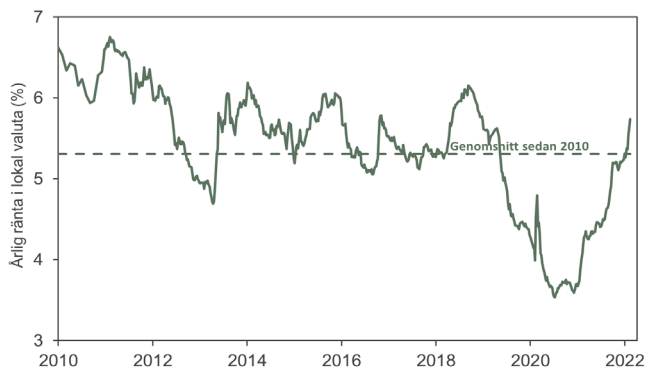


Diagram 4

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Eftersom även tillväxtländer kan trycka nya pengar vid behov är inte betalningsinställelse den primära risken. Investerare måste istället väga räntan på obligationerna mot risken för valutaförluster. Traditionella obligationsinvestorer är generellt sett inte bekväma med den här valutarisken, vilket gör att tillgångsslaget främst efterfrågas av ländernas inhemska investerare, fonder specialiserade på tillgångsslaget och globala opportunistiska allokeringfonder såsom Saxxum Aktiv. Det är värt att framhäva att det är de relativt stabilare tillväxtländerna som dominerar den här marknaden. Länder som missköter sig ekonomiskt tvingas istället låna på dollarmarknaden, vilket ofta slutar med en kris och betalningsinställelse.

När tillväxtmarknader var hett brukade nationalekonomer och andra experter säga att dessa länders valutor skulle stärkas med tiden. Det blev inte så. I teorin var påståendet emellertid delvis korrekt. I det längre perspektivet är nämligen differensen i den relativa produktivitetstillväxten en viktig faktor för den reala växelkursen. Detta innebär att ett land med snabbare produktivitetstillväxt bör se den reala växelkursen stärkas över tid. Eftersom tillväxtländer i genomsnitt växer snabbare är därför en starkare real växelkurs ett rimligt antagande. Men observera att det är den REALA växelkursen som ska apprecieras.

Den nominella växelkursen (den växelkursen det normalt pratas om) påverkas också av den relativa differensen i inflationstakt på lång sikt. Detta innebär att ett land med snabbare inflationstakt bör se den nominella växelkursen försvagas över tid. Eftersom tillväxtländer allt som oftast även har högre inflationstakt än mogna ekonomier så pressas växelkurserna nedåt. Historiskt har inflationsdifferensen överskuggat tillväxtdifferensen och de nominella växelkurserna har deprecierats.²

Diagram 5 belyser tillväxtmarknadsvalutors utveckling mot

kronan och dollarn sedan 2000. Efter en försvagning under slutet av nittio- och början av nollnolltalet följde en period när valutakurserna apprecierades eller var stabila relativt valutor i mogna marknader. De senaste tio åren har tillväxtmarknadsvalutor på nytt befunnit sig i en fallande trend. Sannolikheten är nu högre än vanligt för att valutorna som grupp ska kunna apprecieras under kommande år.

JP Morgans index för tillväxtmarknadsvalutor

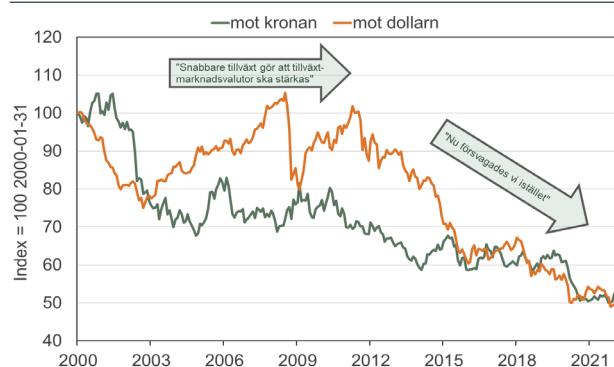


Diagram 5

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Att tillväxtmarknadsvalutor har blivit "billiga" givet produktivets- och inflationsdifferenser är inte det enda argumentet. Många andra faktorer påverkar också växelkurser i det kortare perspektivet såsom bytesbalanser, kapitalflöden, politiska händelser med mera. Den viktigaste kortsiktiga faktorn tenderar dock att vara relativa räntenivåer, speciellt realräntenivåer.

I diagram 6 illustreras nuvarande realräntedifferenser mot dollarn för de tio största valutaexponeringarna i obligationsindexet i diagram 4 med orange färgade prickar (efter att Indien inkluderas). Dessa länders valutor utgör över 80 procent av exponeringen. De gröna staplarna visar intervallet under de sista dryga tio åren. I nästan alla fall är nuvarande nivå i toppen av intervallet, vilket innebär att dollarinvestorer sällan har blivit så väl kompenserade för att ta valutarisk i tillväxtmarknader. Situationen är snarlik för euro- och kroninvestorer.

Realräntor tillväxtländers valutor vs. dollarn: differenser i ettåriga realräntor³

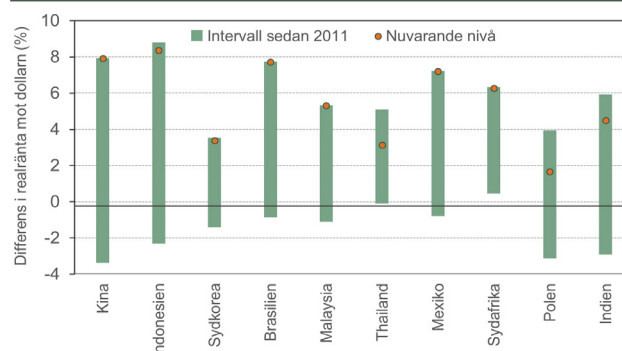


Diagram 6

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

² Kina är ett viktigt undantag där både den reala och den nominella växelkursen har stärkts under senare årtionden. Detta på grund av att tillväxttakten där har varit i en klass för sig samtidigt som inflationstakten har hållits i schack.

³ Stort tack till Gaurav Saroliya på Allianz Global Investors för idén till diagramet.

Förhållandet i diagram 6 såg likadant ut för en månad sedan och har därmed inte uppstått på grund av kriget i Ukraina. Faktum är tillväxtvalutor har klarat sig förvånansvärt bra i den geopolitiska turbulensen. Troligtvis på grund av att de redan var lågt värderade och att dessa länder hittills har hanterat den accelererande inflationstakten mycket bättre än mogna ekonomier. Saxxum Aktiv har idag en exponering på drygt 5 procent mot statsobligationer i lokal valuta. Med räntenivåer på nästan 6 procent och ytterligare potential från stigande valutakurser, kommer tillgångsslaget sannolikt att slå många mogna börser under de kommande fem till tio åren. Det ska åtminstone väldigt mycket till för att de inte ska slå obligationer i mogna marknader. Däremot erbjuder de inte samma potential som aktier i tillväxtmarknader.

Aktier

Under en kort period före finanskrisen 2008 värderades aktier i tillväxtmarknader högre än i mogna marknader. Detta var logiskt sas det. "De växer ju så mycket snabbare." Spola fram fjorton år och värderingen är nu hälften så hög som i mogna marknader. Och nu anses det logiskt. Vinsttillväxten var imponerande 27 procent om året mellan 2002 och 2008. Många gjorde nog det klassiska misstaget och extrapolerade, trots att den perioden föregicks av sex år utan vinsttillväxt. Efter 2008 var vinsttillväxten igen obefintlig under många år. Fram tills nyligen. Det är värt att poängtera att även mogna marknader har genomgått långa perioder av stagnerande vinsttillväxt historiskt. I slutet av såna perioder är både vinstmarginaler och värdering nedpressade, vilket brukar innebära goda köptillfällen. I diagram 7 belyses utvecklingen för det cykliskt justerade P/E-talet⁴ för både tillväxtmarknader och mogna marknader.

Cykliskt justerat P/E-tal (baserat på MSCI-data)

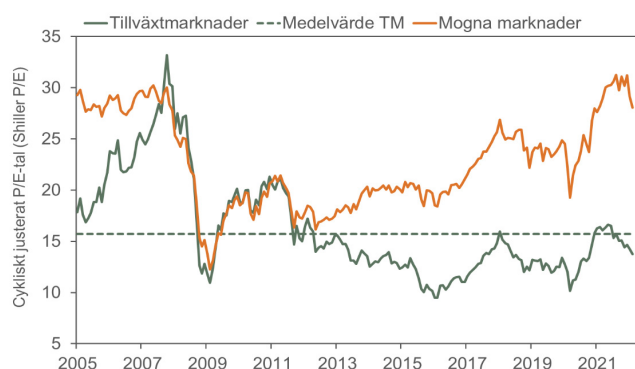


Diagram 7

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

I skrivande stund spelar det inte så stor roll vilket värderingsmått som används. Alla indikerar en normal- till svagt undervärderad marknad baserat på historiken sedan 2005, vilket är förenligt med en framtida avkastning i linje med det historiska snittet. Research Affiliates mer sofistikerade modell har i skrivande stund en tioårsprognos på 10 procent i årlig avkastning i dollar för det breda indexet från MSCI. Den prognosen är inte beroende av att aktierna värderas upp. Bara att de inte fortsätter värderas ned. Med en vinsttillväxt på 4 till 6 procent, utdelningar på dryga 3 och någon procent från valutaappreciering enligt tidigare diskussion, så landar avkastningsprognosen ungefär där.

För den som vågar avvika från index finns det ännu större möjligheter. Saxxum Aktiv äger aktier via ett fundamentalt index från Research Affiliates där korgens aktievikter sätts baserat på fundamentala data istället för marknadsvärde. Resultatet blir en form av värdeindex där lågt värderade aktier viktas upp och vice versa. Avvikelsen kan bli betydande både sektormässigt och geografiskt. Ett exempel i dagsläget är att indexet är kraftigt överviktat Brasilien och kraftigt underviktat Sydkorea.

I diagram 8 åskådliggörs aktiekorgens P/E-tal och direktavkastning baserat på analytikernas prognoser för kommande 12 månader. Det är svårt att inte bli exalterad när direktavkastning och P/E-tal knappt går att särskilja i diagrammet (även om den ena är i procent). Historiken är tyvärr ganska kort, men baserat på diagram 7 är slutsatsen att de senaste 10 åren knappast har varit en period där värderingen har varit exceptionellt hög i tillväxtmarknader.

Värdering Saxxum Aktivs tillväxtmarknadsaktier

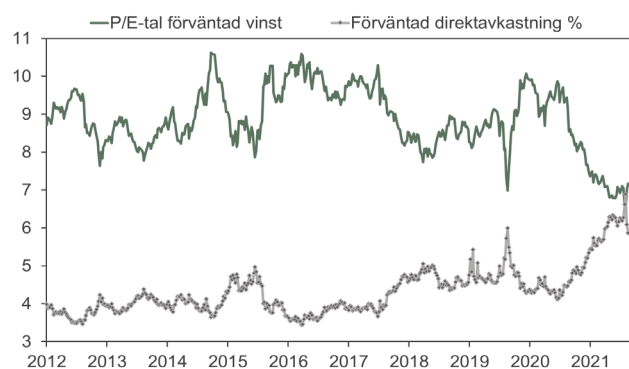


Diagram 8

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

⁴ Den inflationsjusterade prisnivån divideras med det tioåriga genomsnittet av den inflationsjusterade vinsten.

En hög direktavkastning kan ibland vara ett tecken på att utdelningsnivån är ohållbar - speciellt när den överstiger 6 till 7 procent. Detta verkar dock inte vara fallet nu eftersom bolagen endast delar ut drygt 30 procent av vinsten i skrivande stund, vilket är en historiskt låg andel. Det finns därmed utrymme för vinsten att falla utan att äventyra utdelningsnivån.

Baserat på värderingsnivåerna i diagram 8 är det naturligt att ifrågasätta potentialen för den här typen av aktier. Det kan därför vara värt att påpeka att det här indexet steg nästan 23 procent årligen under den första perioden i diagram 1 (2000–2010) och slog därmed det breda indexet för tillväxtmarknader med nästan 7 procent om året i tio år. En period som inkluderar två stora börsnedgångar, en mild lågkonjunktur och en global finanskris. En liknande avkastning kommande decennium är kanske inte realistiskt. Däremot är 12 till 15 procent årligen i dollar fullt rimligt givet nuvarande utdelningsnivån, värdering och historisk tillväxt.

Vinstutvecklingen för den här aktiekorgen illustreras i diagram 9. Efter många år av sidledes utveckling har vinsterna tagit fart under senare år. Tillväxten i utdelningar, vinst och kassaflöde har legat på drygt 6 procent årligen sedan 2012, vilket är klart godkänt. Samtidigt har aktiekurserna knappt rört sig och investerare har fått nöja sig med knappt 4 procent årligen i avkastning. S&P 500, som anses bäst i klassen, har haft en vinststillväxt på 8,5 procent under samma period. Investerare i det populära amerikanska indexet har dock belönats med hela 14,5 procent i årlig avkastning. Hur länge kan en sån här diskrepans bestå?

Vinstutveckling Saxsum Aktivts tillväxtmarknadsaktier

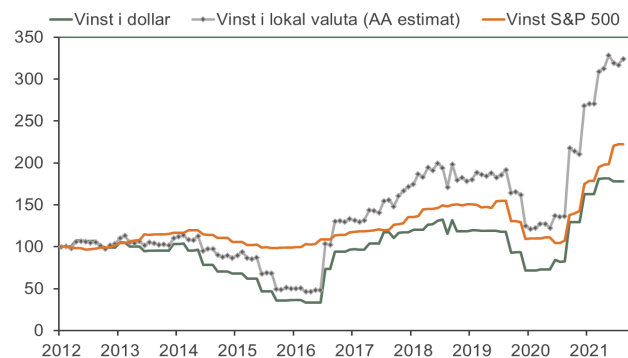


Diagram 9

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Argumentet är inte att den här typen av tillväxtmarknadsaktier ska värderas lika högt som S&P 500. Det vore orimligt. Däremot är förväntningen att värderingen på båda ska normaliseras och att övriga avkastningskomponenter ska följa det historiska mönstret. Saxsum Aktivts tillväxtmarknadsaktier kommer i så fall att slå

de amerikanska med mer än 10 procent årligen. Det ska i alla fall väldigt mycket till för att de ska prestera sämre. Fonden har idag drygt 15 procent allokering i ovan aktiekorg.

Asiatiska högvaxtande obligationer (high yield)

Asiatisk high yield utgör 10 procent av portföljen i fonden. Dessa obligationer skiljer sig markant från statsobligationerna som analyserades tidigare i rapporten. Till att börja med är det dollarobligationer, vilket gör att investerare inte behöver oroa sig för växelkurser i samma utsträckning. Istället är den stora risken att bolagen inte kan fullfölja sina åtaganden och ställer in betalningarna. Obligationer utgivna av kinesiska bolag utgör halva portföljen och merparten av dessa är länkade till bolag inom den problemfyllda fastighetssektorn. Kinesisk fastighetssektor utgör därmed drygt 30 procent av den totala exponeringen (och därmed 3 procent av fonden). Exkluderas den här sektorn blir tillgångsslaget inte längre intressant. Nuvarande räntenivå på över 20 procent årligen skulle sjunka till ca 6, vilket är i linje med amerikansk high yield.

Investeringen är därmed av en annan karaktär än de två andra i den här rapporten. Den är smalare och utfallet är lite mer binärt. Givet historiska samband borde avkastningen kunna bli så hög som 15 procent årligen i dollar över en tioårsperiod. Även om den blir 10 procent är det bra. Det är dock troligt att en stor del av avkastningen kan materialiseras redan under kommande år. Anledningen är att de kinesiska fastighetsobligationerna är krisvärderade, vilket åskådliggörs i diagram 10. Nuvarande nedgång är i linje med tappet under finanskrisen 2008 och tolv års avkastning har därmed raderats. Ett high yieldindex faller inte 67 procent om inte hela dess existens ifrågasätts. Över hälften av de här obligationerna handlas under 50 procent av par – en nivå som indikerar väldigt hög risk för kredithändelser.

Kinesisk high yield: fastighetssektorn

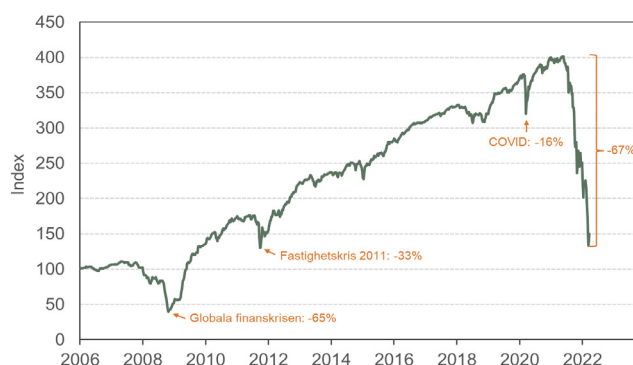


Diagram 10

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Enligt Goldman Sachs ställde nästan 29 procent av emittenterna in betalningarna under 2021.⁵ Drygt 5 procent har ställt in betalningarna hittills i år och prognosen är att det totalt kommer att landa på ca 20 procent för helåret.⁶ Marknaden har dock tagit höjd för detta och kanske lite till. Det är också viktigt att komma ihåg att nuvarande kris delvis är självförvållad. Allt började ju med specifika åtgärder för att kyla ned den heta fastighetsmarknaden.

Nu eskalerade situationen mer än väntat och beslutsfattare har gjort en U-sväng, vilket är logiskt. Fastighetssektorns totala avtryck på ekonomin är nära 30 procent om alla närliggande industrier inkluderas. Ungefär 80 procent av hushållens besparingar är i bostäder. Många har redan betalat för bostäder som ännu inte har byggts. Ökade påtryckningar från västvärlden på grund av kriget i Ukraina har skapat ytterligare turbulens och gjort myndigheterna mer stimulansvilliga. Bara senaste veckan annonserades en rad åtgärder såsom likviditetsinjektioner i finansmarknaden, stöd till byggbolagen och senareläggning (kanske för alltid) av den nya fastighetsskatten. Förväntningarna är nu att det även kommer räntesänkningar under kommande veckor. Allt det här kommer att göra att kreditimpulsen⁷ i diagram 11 tar fart, vilket gynnar de nedpressade fastighetsobligationerna i diagram 10.

Kinas kreditimpuls



Diagram 11

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Avslutande reflektioner

Precis som i tidigare strategirapporter är målet att den här ska kunna läsas ett år senare och fortfarande vara relevant. Ämnet var bestämt sedan länge. Argumenten som har lagts fram är långsiktiga och fokuserar på fundamentala data, värdering, långsiktiga trender och det cykliska beteendet hos investerare. Nuvarande geopolitiska oro har knappt kommenterats. Inte för att den inte spelar någon roll, utan för att geopolitiska händelser är oförutsägbara och sällan avgörande för den långsiktiga avkastningen. Åtminstone inte för geografiskt diversifierade placeringar.

Däremot skapar de stor rädsla bland investerare. Tillgångar i tillväxtmarknader har därför varit under press de sista veckorna, vilket har gjort dem mer attraktiva på längre sikt. Med det sagt så har aktier i tillväxtmarknader inte presterat sämre än aktier i mogna marknader hittills i år. De har dessutom gått väsentligt bättre än Stockholmsbörsen.

I såna här lägen är det bra att vara diversifierad. Olika tillgångar i olika geografiska områden. Tillväxtmarknader i allmänhet kanske inte känns så frestande just nu, men värderingarna är attraktiva och det är en heterogen grupp länder. Det som händer i Ukraina har exempelvis relativt liten påverkan på utvecklingen i Latinamerika eller delar av Asien.

Inflationstakten har fortsatt att accelerera sedan förra strategirapporten och i dagsläget finns det få tecken på att trenden är på väg att brytas. Tillgångar i tillväxtmarknader har, utöver låg värdering, även en nära relation till råvaror, vilket möjliggör ökat inflationsskydd. Och till skillnad från en direktinvestering i råvaror är exempelvis aktier i tillväxtmarknader en stabilare tillgång att äga om inflationen faller tillbaka. Oddsden är helt enkelt bättre.

Den här strategirapporten publicerades den 24 mars 2022.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 20 mars 2022.



PEDER DU RIETZ, CFA

Peder Du Rietz har en bakgrund som handlare i statsobligationer hos Goldenberg, Hehmeyer & CO i London samt som makrostrateg hos Garantum Fondkommission. Sommaren 2015 tog Peder över ansvaret som förvaltare av *Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv*.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Peders syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Peder via Twitter.

[Peder Du Rietz på Twitter](#) >

[Senaste månadsrapporterna](#) >

[Senaste strategirapporterna](#) >

⁵ Eller rättare sagt, det sammanlagda nominella beloppet för de obligationer som drabbades utgjorde nästan 29 procent av korgen.

⁶ China Default Watch: All About the China Property Sector. Mars 18, 2022.

⁷ Kreditimpuls är ett nytt populärt mått som sätter tillväxt i kreditutgivning i relation till tillväxt i ekonomin.