



Januari 2016

Strategirapport

"En drake lyfter bäst i motvind"*

** Kinesiskt ordspråk, som dels kan appliceras på Kinas svåra omställningsprocess och dess stora marknadspåverkan men hänvisar även till vår temadel kring de demografiska utmaningarna.*

Strategi & Marknadssyn	3
Sammanfattning	4
Rekommendationer	5
 Makroekonomiska förutsättningar	 7
Globalt	8
USA	10
Europa	12
Sverige	14
Japan	16
Tillväxtmarknader	18
 Utsikter för de finansiella marknaderna	 22
Globala aktiemarknader	23
Svensk aktiemarknad	28
Räntemarknad	32
Alternativa placeringar	36
 Tema: Påverkan från demografisk motvind	 39
 Appendix	 46

Denna rapport publicerades den 21 januari 2016 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Från vänster: Matthias Gietzelt, Sina Kazemi, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå, Thomas Grönqvist, Peng Zhou

Sammanfattning och rekommenderad portföljallokering

Strategi & Marknadssyn

Vad sade vi sist?

I den senaste strategirapporten fortsatte vi att rekommendera en övervikt mot aktiemarknaden relativt räntemarknaden, medan vår positiva syn på alternativa tillgångsklasser kvarstod. Vi hade ett grönt betyg på utvecklade marknader medan vår gula signal på tillväxtmarknader kvarstod. Vi blev tydligare i vår kommunikation kring räntesynen och rekommenderade fortsatt en ökad kreditrisk framför ränterisk. Vi lyfte fram den ökade risken för långa obligationer och fann ingen anledning att rekommendera korta ränteplaceringar. Vi lyfte fram riskerna för en ökad osäkerhet i samband med Federal Reserves första räntehöjning och lade stor vikt vid makroindikatorer främst på de utvecklade marknaderna.

Vad har förändrats sedan dess?

Vi har under en längre tid överviktat länder och regioner med en stimulerande penningpolitik, såsom Europa, Sverige och Japan medan vi har varit mer avvaktande till den amerikanska värdepappersmarknaden. Vi har också under längre period valt att undervikta tillväxtmarknader på grund av råvaruberoende, skuldsättningen som ofta sker i dollar och ett svagt sentiment. I december valde vi dock att ändra vår investeringsindikator och har sedan dess en neutral syn på utvecklade marknader relativt tillväxtmarknader. Ett av skälen är bland annat att vi tror på att dollarns styrka kan börja mattas av. Vi fann också argument för en övervikt för aktiemarknaden och lyfte den till en grön signal i oktober samtidigt som vi sänkte räntemarknaden till rött. Vårt huvudscenario har varit och är att en inledning av räntehöjningscykeln inte samtidigt innebär en försvagad konjunktur och aktiemarknad. Förutom att Federal Reserve agerade som man kommunicerade har det nya året främst inneburit en förnyad oro kring den kinesiska tillväxten främst på grund av en ny försvagad valuta i inledningen på året. Vår bedömning är att det även denna gång främst handlar om en marknadsanpassning och att avmattningen sker i tidigare takt. Det är också värt att påminna om att indikatorer på de utvecklade marknaderna inte har påverkats. I fokus ligger även oljeprisets branta fall. För oljeproducerande länder innebär det stora utmaningar men för de flesta länder är det positivt. Dock ökar det på de geopolitiska spänningarna, som tydligt har accelererat under inledningen av året.

Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Under vintern har de globala tillväxtprognoserna endast ändrats marginellt. USA står fortsatt för en bättre tillväxttakt än andra utvecklade marknader, men förbättringstakten är högre i Europa och Japan där också ledande indikatorer håller upp bättre. Centralbanker är fortsatt stimulerande i dessa länder medan den amerikanska centralbanken har inlett åtstramningar. Den kinesiska tillväxten mattas av, men det finns även ljuspunkter såsom bilförsäljningen, vilket visar att omställningsprocessen av ekonomin pågår. Utvecklingen i Latinamerika är fortsatt svag med allt större oro för den brasilianska ekonomin. Ett skäl är den alltför svaga råvaruprisutvecklingen, en faktor som påverkar även rysk ekonomi. Vinstprognoser för börsbolagen har fortsatt att revideras ned och vi ser en risk för att trenden fortsätter. Samtidigt har börskurser fallit vilket gör att värderingar nu endast ligger kring historiskt snitt på de flesta marknader och där tillväxtmarknader handlas än lägre. Vi ser fortsatt det bästa vinstsentimentet i Japan där vinster inte har reviderats ned under de senaste månaderna.

Summering av vår syn

Långsiktigt talar fortsatt mycket för en positiv syn på aktie- relativt räntemarknaden, där vi anser att riskerna på räntemarknaden är historiskt höga. Alternativa tillgångar är den tillgångsklass vi har starkast tro på till följd av lågräntemiljön och möjligheten till diversifiering. Vi har kommit långt i konjunkturcykeln men expansionen sker långsamt och över längre tid, vilket innebär att vi inte räknar med någon större avmattning på flera av de utvecklade marknaderna. Räntehöjningscykeln i USA har precis inletts, vilket historiskt inte har lett till en snabbt efterföljande recession. Den kinesiska avmattningen har dessutom inte det stora genomslag i andra ekonomier som prisas in idag.

Håll koll på detta framöver

Makrostatistik har hållit uppe relativt väl trots det försvagade sentimentet vilket är fortsatt viktigt inte minst för Federal Reserve. De geopolitiska riskerna är högre än på mycket länge och det alltför fallande oljepriset är en orosfaktor som dessutom gör att de disinflationistiska tendenserna hänger kvar.

Strategi & Marknadssyn

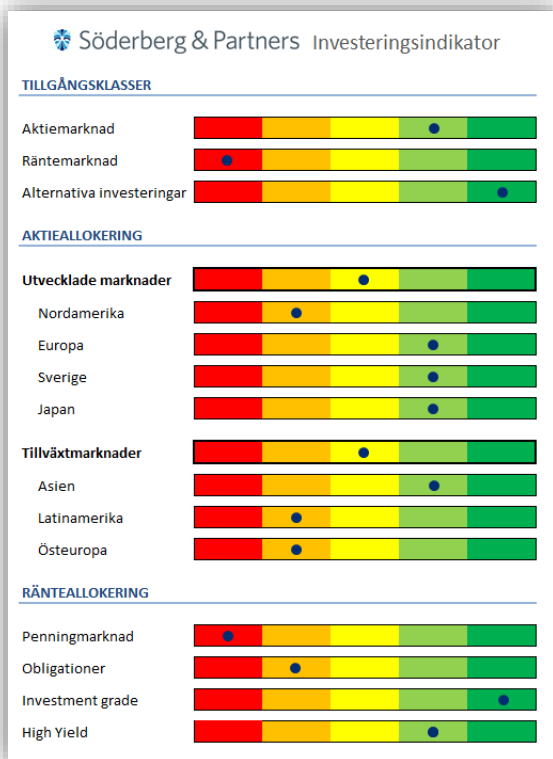
Rekommenderad tillgångsklassfördelning

Vi rekommenderar en viss övervikt mot aktiemarknaden. Efter den stora turbulensen som har varit kan det vara värt att se över portföljallokeringen då börsutvecklingen kan ha medfört en minskad aktieandel. Oro över dagens sentiment har inte återspeglats i makrostatistik och vi finner att det finns en viss "kudde" i värderingen av aktiemarknaden inte minst genom den attraktiva direktavkastningen. Orosmoln finns i form av de vinstprognosnedrevideringar som sker där vi ser en risk för fortsatta neddragningar.

De höga riskerna på obligationsmarknaden kvarstår och de negativa korträntorna ger ingen anledning att äga exempelvis fonder av detta slag mer än av portföljtekniska skäl. Vi viktas därför ned penningmarknadsinvesteringar ytterligare ett steg till röd signal.

Kreditrisk är fortsatt att föredra och placeringar i företagsobligationer med hög kreditrating ger ett bra alternativ till kortränteplaceringar, varför vi också lyfter upp vår rekommendation en nivå. Inom High Yield finns vissa risker i form av exempelvis en ökad andel betalningsinställelser främst på den amerikanska marknaden, men vi finner ändå goda skäl att rekommendera en viss övervikt mot segmentet.

Vi lyfter upp vår rekommendation på alternativa investeringar ytterligare en nivå. Riskerna i aktiemarknaden bör därför främst spridas genom investeringar i hedgefonder som kan gynnas av den ökade volatiliteten. Inom segmentet ingår även andra tillgångsklasser såsom fastigheter och private equity, områden som i likhet med tidigare bör gynnas av lågräntemiljön och som ger en god diversifiering. Råvaror har vi haft en mer försiktig syn på och risken finns att svängningarna kortsiktigt kommer att vara fortsatt stora inte minst för oljepriset. Bedömningen är svår då det främst är en utbudstörning som ligger bakom fallet, men viss stabilisering bör kunna skönjas om vårt huvudscenario om fortsatt återhämtning materialiseras.



Rekommenderad regionfördelning

Sedan december har vi en neutral syn på utvecklade marknader relativt tillväxtmarknader. Inom delarna rekommenderar vi fortsatt en övervikt mot Japan, Europa, Sverige och Asien exkl. Japan. Trots oron i Kina är återhämtningstendenserna intakta i Europa, Japan får stöd främst av goda fundamenta för aktiemarknaden och Sverige har bland den högsta tillväxten på de utvecklade marknaderna. Asien exkl. Japan uppvisar goda tillväxt relativt andra tillväxtmarknader och värderingen är nu mycket låg. Vi är mer försiktiga till USA, där marknaden har prisat in den goda konjunkturutvecklingen, där centralbanken har inlett åtstramningar och där dollarn missgynnar industrin. En avmattning i den kinesiska efterfrågan och låga råvarupriser missgynnar Latinamerika och de politiska utmaningarna är stora. Dessutom skapar det låga oljepriset fortsatt oro för många tillväxtmarknader, däribland Ryssland.

Makroekonomiska förutsättningar

Globalt

Måttlig återhämtning ligger fortfarande i korten

Den globala ekonomin fortsätter att förstärkas i måttlig takt. Under 2016 och 2017 väntas tillväxttakten enligt IMF:s uppdaterade prognos till 3,4 respektive 3,6 procent, att jämföra med 3,1 procent under 2015. Det är en viss nedjustering jämfört med tidpunkten för vår senaste strategirapport i september. Under slutet av prognosperioden är det framförallt en stabilare utveckling på tillväxtmarknaderna som ska stärka den globala tillväxten, medan trenden för de mogna ekonomierna är stabil men utan någon nämnvärd förbättring. Konjunkturen i de mogna ekonomierna gynnas allttjämt av en expansiv penningpolitik samt de pressade råvarupriserna. För USA bedöms BNP dock plana ut på 2,6 procent i linje med den konjunkturbild vi tidigare målat upp, där vår bedömning varit att USA kommer att gå mot en konjunkturavmattning under 2017. För euroregionen stärks tillväxten successivt under de kommande åren, men även om så är fallet så kommer BNP-tillväxten att ligga under 2 procent. Återhämtningen är fortsatt skör och yttre störningsfaktorer kan förändra bilden. För svenskt vidkommande bedöms den goda trenden under andra halvåret 2015 att bestå, och BNP väntas öka med cirka 3 procent under prognosperioden. Även Storbritannien har en stabil men utplanande tillväxttakt på drygt 2 procent. Den japanska tillväxten är något av en besvikelse och förväntas inte heller under 2016 eller 2017 att nå högre än 1,0 procent. Effekterna av den reformagenda som genomförs i landet låter således vänta på sig, och den ynförsvagning som skett bedöms således inte ge önskad effekt.

En viss optimism kan skönjas avseende tillväxtmarknaderna under de kommande åren, men för flera av de större ekonomierna är utsikterna grumliga. Den kinesiska omställningen av ekonomin fortgår enligt plan, men får effekter inte bara inom landet utan även i närregionen, hos större handelspartner och inte minst på råvarupriserna, vilket vi belyste i strategirapporten i september. Tillväxten i Kina bedöms falla till 6,0 procent under 2017. Den svaga prisutvecklingen för oljan och andra råvaror har fått stora effekter på exempelvis Ryssland och Brasilien, båda dessa länder har fortsatt problem med negativ tillväxt även under 2016 för att sedan förbättras. Bland de fyra stora tillväxtländerna är det

endast Indien som väntas att presentera en stabil och till och med stigande tillväxttakt under 2016 och 2017.

Lägre nivå för inköpschefsindex, Europa ett undantag

JP Morgans globala inköpschefsindex för industrin visar allttjämt på en expansionsnivå, utfallet på 50,9 under december är dock en tillbakagång till nivåerna vi såg under sensommaren. Flertalet tillväxtmarknader har under slutet av 2015 sett vikande nivåer i mätningen. Såväl Kina, Indien, Brasilien, Ryssland, Indonesien som Malaysia låg alla under 50-nivån, vilket är gränsen för expansion. Detsamma gäller trenden i USA som för andra mätningen i rad noterade ett värde under 50 och nu är på lägsta nivån på tre år. Styrka ses framförallt i Europa och Japan, som båda visar en positiv trend. För Japan noteras en successiv förbättring i indikatorn, som nu är på den högsta nivån sedan våren 2014. I Europa är samtliga länder i euroregionen, inklusive Grekland, nu över 50-nivån. Regionen har visat stigande indexnivåer under hösten och nådde i december sin högsta nivå på 20 månader. Även Sverige indikerar tydlig expansionsnivå med ett indexvärde på 56. Situationen i Norge ser fortsatt dyster ut, efter en viss uppgång efter sommaren har indikatorn åter börjat att vika och avslutade året med en nivå på 46,8. Motsvarande trend noteras i andra indikatorer, exempelvis Citigroups Economic Surprise Index som tar fasta på valutarörelser i samband med att ekonomisk statistik presenteras. Indexet har under senare månader försvagats successivt i USA och är nå på nivåer där vi tidigare ofta sett en vändning i sentimentet. Tillväxtmarknaderna har stärkts sedan sommaren men under de inledande dagarna av 2016 har trenden åter vänt nedåt. För Europa är situationen emellertid mer positiv och indexet kvarstår i den trend som varit sedan våren 2015.

Risker

Osäkerheten avseende konjunktur och tillväxt rör en rad faktorer, bland dessa anser vi att Kinas avmattning, effekter av lägre råvarupriser, samt påverkan från räntehöjningscykeln som nyligen inletts i USA vara de mest framträdande. Men även effekter av flyktingströmmarna till Europa, geopolitiska spänningar i Mellanöstern samt den frostiga relationen mellan Ryssland och Europa/USA är faktorer som skulle kunna förändra bilden.

Globalt

Prognoser för global BNP-tillväxt

	2015	2016	2017		
Global tillväxt	3,1	3,4	(-0,2)	3,6	(-0,2)
Mogna ekonomier	1,9	2,1	(-0,1)	2,1	(-0,1)
USA	2,5	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,2)
Eurozonen	1,5	1,7	(0,1)	1,7	(0,0)
Tyskland	1,5	1,7	(0,1)	1,7	(0,0)
Frankrike	1,1	1,3	(0,1)	1,5	(-0,1)
Italien	0,8	1,3	(0,0)	1,2	(0,0)
Spanien	3,2	2,7	(0,2)	2,3	(0,1)
Storbritannien	2,2	2,2	(0,0)	2,2	(-0,1)
Sverige	2,1	3,5	(0,3)	2,8	(0,2)
Japan	0,6	1,0	(0,0)	0,3	(-0,1)
Tillväxtmarknader	4,0	4,3	(-0,2)	4,7	(-0,2)
Brasilien	-3,8	-3,5	(-2,5)	0,0	(-2,3)
Ryssland	-3,7	-1,0	(-0,4)	1,0	(0,0)
Indien	7,3	7,5	(0,0)	7,5	(0,0)
Kina	6,9	6,3	(0,0)	6,0	(0,0)
Asean-5*	4,7	4,8	(-0,1)	5,1	(-0,2)

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

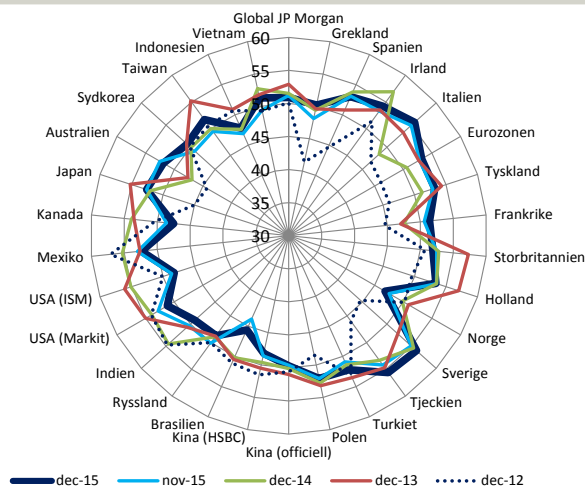
Inom parentes förändring relativt prognos i september

Källa: IMF, Söderberg & Partners

I tillväxtantagandena märks en försiktigare syn till den amerikanska tillväxten, som nu väntas plana ut på nuvarande nivåer. Vår tidigare bedömning att USA går mot en avmattning under 2017 bekräftas därmed i viss mån i marknadens BNP-prognoser. I Europa är signalerna mer positiva än tidigare vilket resulterat i en uppjustering av tillväxtantagandena. Även Sverige och Storbritannien visar en stabil tillväxttrend, men utan en förbättring från dagens nivåer.

För tillväxtmarknaderna är osäkerheten påtaglig, liksom den var i september. Inbromsningen i Kina, och eventuella effekter av detta, samt de allt lägre råvarupriserna har satt sina spår i prognoserna, där exempelvis Brasilien och Ryssland nu väntas visa negativ tillväxt även under 2016. I slutet av prognosperioden finns emellertid en viss optimism kring flera tillväxtnationer, där en starkt konjunkturbild ligger i korten.

Globalt inköpschefsindex för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En måttlig återhämtning antys i ett antal ledande indikatorer, såsom JP Morgans globala inköpschefsindex för industrin. Bilden stämmer väl överens med konjunkturprognoserna, det vill säga en allt mer optimistisk syn på utvecklingen i Europa samtidigt som USA och flera av tillväxtmarknaderna har en svagare trend än tidigare.

Samtliga länder i euroregionen noterade i december ett indexvärde över 50, samtidigt som USA uppvisar den lägsta nivån i mätningen de senaste tre åren. Råvaruproducerande länder och flera av de större tillväxtmarknaderna visar också en svag trend i indikatorn.

USA: Makroekonomi

Den inhemska efterfrågan driver tillväxten

Utvecklingen för den amerikanska ekonomin var något blandad under fjolåret första tre kvartal. Traditionsenligt upplevde vi ett mycket svagt första kvartal, som sedan följdes upp av en mycket stark BNP-tillväxt på 3,9 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet. Denna trappades dock ned under årets tredje kvartal till en nivå på 2 procent. Drivande för denna utveckling har i allra största grad varit den inhemska efterfrågan, som väntas förbli livlig även under 2016. Hushållens konsumtion har accentuerats av en förbättrad arbetsmarknad, och bör accelerera ytterligare om vi till slut får se de väntade effekterna på löneutvecklingen. Hushållen drar även nytta av det låga oljepriset och det överlag låga inflationstrycket, som trots i många meningar utebliven löneutveckling ger ett tydligt köpkraftslyft. En annan del av ekonomin som skönjt en positiv utveckling är bostadsmarknaden, där efterfrågan har ökat markant, både när det gäller köpare och hyresgäster. Efterfrågan är klart större än utbudet, och framöver kan denna obalans leda till ytterligare investeringar inom sektorn. På den negativa sidan finner vi återigen samma käppar i hjulet. Fallet för energipriserna har slagit hårt mot energirelaterade investeringar, och även om det mesta av detta kan vara bakom oss har det utökade prisfallet som vi har upplevt senaste tiden förskjutit en potentiell förbättring. Även dollarapprecieringen hämmar exporten på ett tydligt sätt, men även om ytterligare förstärkning inte är uteslutet är utrymmet idag mer begränsat. Om dessa faktorer avtager som väntat framöver, medan den inhemska ekonomin bibehåller dagens momentum, finns förutsättningar för att den amerikanska ekonomin ska utvecklas väl. Prognoserna pekar idag på en tillväxttakt om 2,6 procent de kommande två åren.

Stram arbetsmarknad bör ge skjuts åt löner

Arbetslösheten ligger i skrivande stund på 5 procent, vilket i stora drag är i nivå med det som anses vara full sysselsättning. Detta har stor betydelse i många avseenden, och inte minst på grund av att den nivån historiskt sett har sammanfallit med en signifikant löneutveckling. Den genomsnittliga timlönen visar på en årlig utveckling på 2,5 procent, och även om lönetillväxten inte har tagit vid i den mån många hade önskat får den ses som godkänd givet inflationsläget.

Räntehöjningscykeln inledd

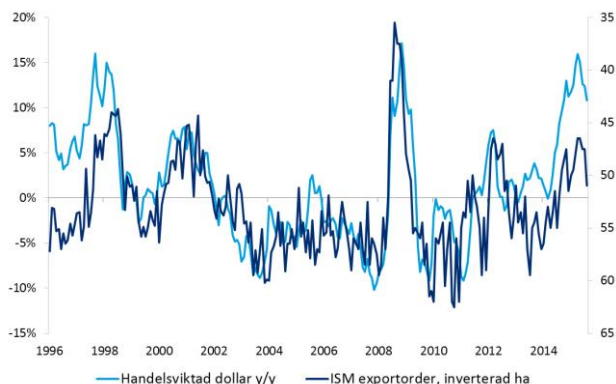
Efter nästan ett decenniums väntan och en lång följetång valde Federal Reserve att i samband med decembermötet inleda räntehöjningscykeln. Som vi har påtalat tidigare är den första räntehöjningen mer av symbolisk karaktär än någonting annat, och allt viktigare är takten för kommande räntehöjningar. Ledamöterna själva har förespråkat en försiktig och gradvis utveckling, där deras egna prognoser pekar mot fyra stycken höjningar under 2016. För tillfället är marknaden inte av samma uppfattning, och har prisat in en klart mer modest höjningstakt. Då man från centralbankens sida är av uppfattningen att dagens inflationsnivåer är av övergående karaktär var beslutet att höja räntan i stor utsträckning baserat på arbetsmarknadsstatistiken, som efter några svaga månader tydligt samlade kraft under årets avslutande kvartal. Detta visade sig vara ett välgrundat beslut, då december månads sysselsättningsstatistik levererade klart över förväntan. 292 000 nya arbetstillfällen utanför jordbrukssektorn i december och upprevideringar om totalt 50 000 arbetstillfällen under oktober och november innebar ett genomsnittligt jobbskapande kring 221 000 jobb per månad, vilket är en mycket stark siffra. Då mandatet för arbetsmarknaden i mångt och mycket redan är uppfyllt skiftar fokus allt mer till inflationen, och Janet Yellens blick kommer med största sannolikhet vara vänd mot oljepriset och dollarkursen. Med tanke på det förnyade oljeprisfallet kan just inflationstakten sättas under press, men borde vara av samma övergående karaktär som i tidigare fall.

Fokus på valet

Trots att följetången för den initiala räntehöjningen är förbi oss finns fortsatt anledning att följa utvecklingen för den amerikanska ekonomin. Utvecklingen i Kina förblir en risk, men på den punkten tror vi inte på en hårdlandning för världens näst största ekonomi. På uppsidan hittar vi möjligheten att lönetillväxten drar iväg i större utsträckning än väntat, till följd av en stramare arbetsmarknadssituation. Stort fokus kommer också att riktas mot det amerikanska valet i år. Det är idag för tidigt att sia om eventuella utfall, men klart är att möjligheterna för ett skifte i politisk riktning finns.

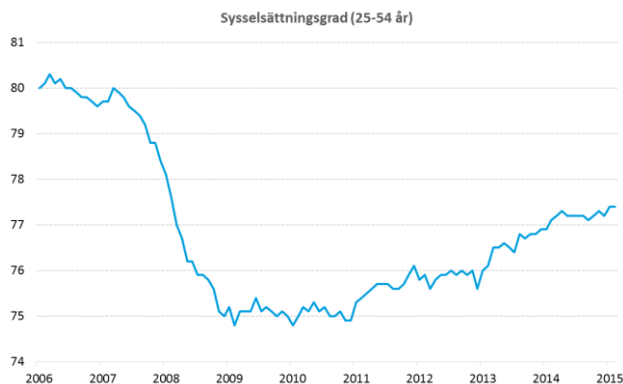
USA

Stark dollar hämmar exporten



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ger arbetslösheten en rättvisande bild av arbetsmarknaden?

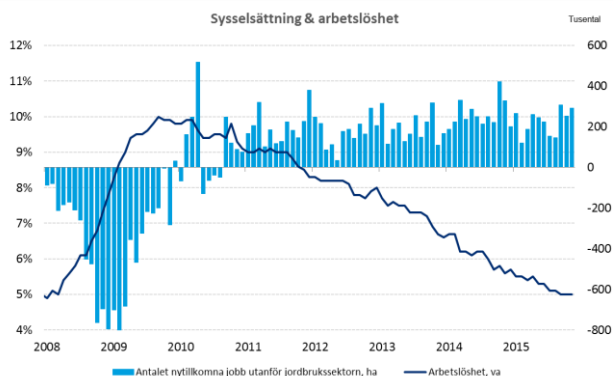


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ur grafen ovan kan man enkelt se korrelationen mellan dollarns effekt på exporten. Allteftersom dollarns årliga förändringstakt har dämpats har också exporten börjat röra sig uppåt. Industrin kommer ha det fortsatt tufft, men det värsta kan vara bakom oss.

En avtagande deltagandegrad ställer frågor kring huruvida arbetslösheten ger en rättvisande bild av arbetsmarknaden. Sysselsättningsgraden i åldrarna 25-54 är långt ifrån toppnivåerna 2007, men även där ser vi kontinuerliga förbättringar, om än i långsam takt.

Fortsatt stark arbetsmarknadsstatistik



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Sysselsättningsrapporten för december månad gav stöd till Fed:s initiala räntehöjning. God sysselsättningstillväxt och en arbetslöshet som närmar sig jämviktsarbetslösheten bör föranleda förbättrad löneutveckling.

Räntehöjningscykeln inledd



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I december höjde Fed till slut räntan, för första gången på nästan ett decennium. I de egna prognoserna spår man fyra ytterligare räntehöjningar under 2016.

Europa: Makroekonomi

Makroekonomiska läget intakt

Utvecklingen inom eurozonen går fortsatt i rätt riktning, och trots en överhängande Kina-oro har framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex varit relativt stabila och till och med positiva inom regionen. Ur ett makroekonomiskt perspektiv är de förbättringar som vi såg vid september månads strategirapport intakta. Trots detta finns det vissa moln på himlen, och ett av dessa är att tillverkningsindustrin ej har fått fullt den draghjälp som troddes komma från en tydlig euroförsvagning. Detta har troligtvis mycket att göra med en svagare efterfrågan från Kina, men återspeglar även den politiska osäkerhet som föreligger i bakgrunden. Utvecklingen inom regionen har till stor del varit driven av privatkonsumtionen; medan denna står för cirka 55 procent av eurozonens BNP har den bidragit med hela 72 procent till tillväxten de senaste åren. Detta beror framförallt på att hushållens disponibla inkomster har fått skjuts från en mycket låg inflationstakt, vilket även reflekteras i konsumentförtroendet som ligger över historiskt snitt. Framledes kan denna utveckling avtaga något om inflationen kryper uppåt, men tillsvidare kan detta höga förtroende för den egna ekonomin leda till lägre sparande och högre konsumtion. Investeringsnivåerna har dock varit begränsade, vilket till viss del kan förklara trögheten i återhämtningen. Även reformarbetet har varit under all kritik, och med tanke på framåtmarschen för EU-kritiska partier kommer detta förmodligen att bromsa in ytterligare. Vi kommer med stor sannolikhet att få vänja oss vid en återhämtning som är något långsammare än vi är vana vid, och även om den svaga euron ger stöd i form av export dämpas denna effekt av svagheten i den globala efterfrågan. Enligt IMF:s World Economic Outlook väntas Eurozonen som helhet växa med 1,7 procent per år under 2016 och 2017.

Fortsatt stimulativt framöver

Inflationen är fortsatt låg, och kommer förmodligen att vara det ett bra tag framöver. När fjolårets kraftiga oljeprisfall faller ur årssiffrorna skulle ge viss uppgång, men det fortsatta fall som vi har sett under slutet av förra året och inledningen av detta kommer att förskjuta denna process ytterligare. Den svaga euron ger fortsatt stöd för en högre inflation, men dagens nivå på 0,2 procent i årstakt är långt lägre än vad

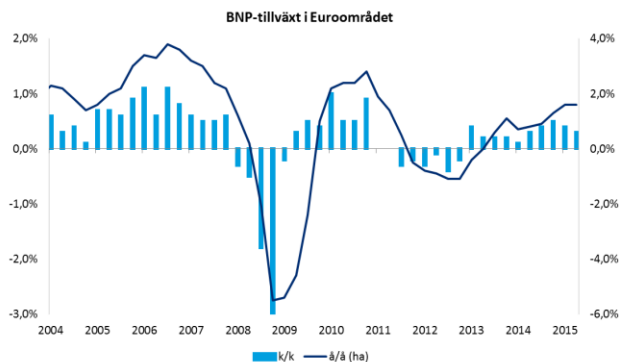
Europeiska centralbanken (ECB) önskar. Frågan som uppstår är huruvida man vid decembermötet gjorde tillräckligt för att ge stöd åt den redan idag mycket expansiva penningpolitiken. Mötet mottogs inte väl av marknaderna, som tycktes ha prisat in ett större stimulanspaket. Medan man som väntat sänkte inlåningsräntan till -0,30 procent och utökade tidsspannet för tillgångsköpen, hade man även väntat sig ett utökande av storleken på dessa från dagens 60 miljarder euro per månad. ECB:s ordförande Mario Draghi pekade i den efterföljande presskonferensen på den fortsatta återhämtningen inom regionen som anledning till att avvakta, men troligtvis inväntade man även den nästintill säkerställda räntehöjningen från Federal Reserve, som i viss mån skapade lättnad trots efterföljande marknadsrörelser. Mer än något annat ser vi den utvecklingen som en korrigering för de väldigt högt ställda förväntningarna, och det är värt att poängtera att det även fortsättningsvis kommer att handla om en mycket expansiv penningpolitik, som kommer att fortlöpa under en lång tid.

Politiska utmaningar

I dagsläget står Europa inför många svåra utmaningar, och EU-samarbetet känns idag mer bräckligt än någonsin. Detta har accentuerats av den flyktingkris som har inneburit att den fria rörligheten har begränsats, och EU-skeptiska partier fortsätter att vinna mark. Det föreligger idag en risk för ett brittisk utträde ur EU, en så kallad Brexit, vilket hade varit en stor förlust för Europaprojektet. David Cameron förhandlar just nu gällande förutsättningarna för ett fortsatt medlemskap, och en folkomröstning kommer vid ett senare tillfälle att hållas. Från den brittiska regerings sida vill man vara tillmötesgående gentemot sina väljare, allt för att partier som UKIP inte ska vinna ytterligare mark. Men samtidigt som EU vill undvika en Brexit behöver man vara hårda i förhandlingarna för att dessa frågor inte ska bli aktuella i andra länder. Situationen skapar givetvis en osäkerhet, där Bank of England kommer att behöva hålla styrräntan låg en längre tid samtidigt som den påbörjade räntehöjningscykeln i USA innebär en ökad räntedifferens och en tydlig nedåtpress för pundet. Men framförallt sätter det unionen som helhet på prov.

Europa

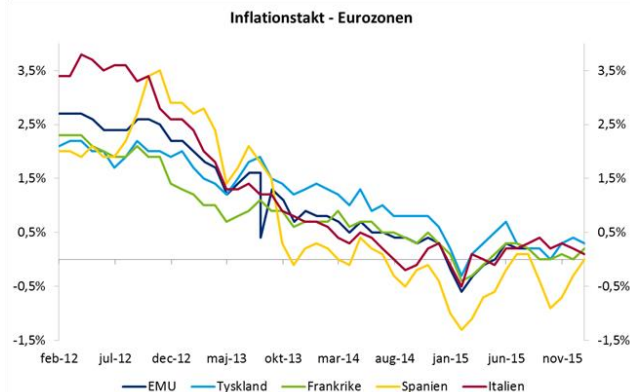
Tillväxten har växlat upp



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Eurozonens tillväxt uppmättes till 1,6 procent i årstakt under årets tredje kvartal, och väntas stiga 1,7 procent i årstakt de kommande två åren.

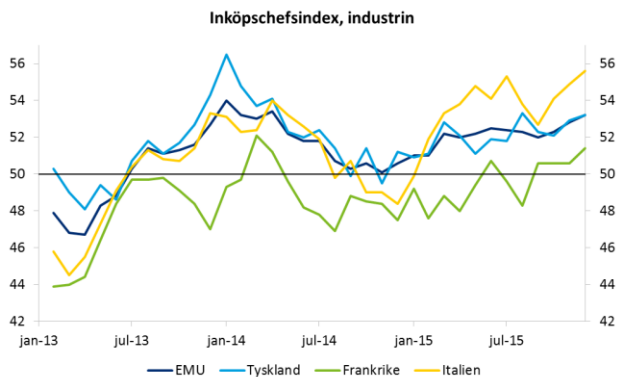
Fortsatt pressad inflation



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även om inflationen har återhämtat sig från bottennivåerna i början av fjolåret finns ingen tydlig trend uppåt. Således kommer penningpolitiken behöva vara fortsatt stimulatив framöver.

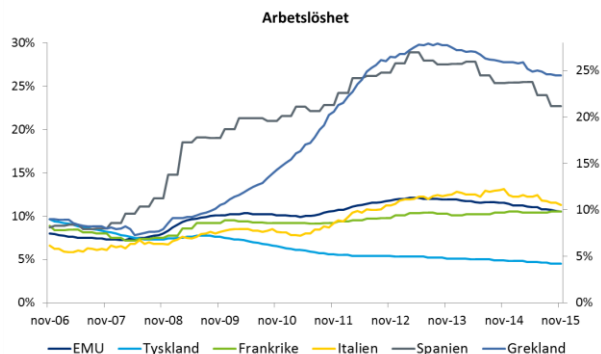
Inköpschefsindex pekar uppåt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en global oro kring den kinesiska ekonomin pekar framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex på fortsatt tillväxt inom industrin i regionen.

Fortsatt hög arbetslöshet i eurozonen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en alltjämt hög arbetslöshet kan man se förbättringar, om än marginella sådana. Under kommande år kommer dagens flyktingströmmar skapa stora utmaningar, varvid integrationen kommer vara av större vikt än någonsin.

Sverige: Makroekonomi

En tillväxt i framkant

Svensk ekonomi visar återigen på styrka, en trend som inte väntas avtaga det kommande året. En tillväxttakt på 3,9 procent i årstakt för årets tredje kvartal är mycket stark i ett internationellt perspektiv, och inte minst i relation till våra europeiska grannar. Alla förutsättningar finns för att hushållen ska driva denna trend vidare, med ett historiskt lågt ränteläge och en kontinuerligt förbättrad arbetsmarknad. En annan bidragande faktor har visat sig vara exporten, och det är framförallt tjänsteexporten som ger skäl att vara optimistisk. I föregående strategirapport berörde vi det faktum att industrin inte riktigt hade lyckats lyfta, och medan denna sektor fortsätter sin något trevande utveckling finns det tecken som tyder på att en vändning kan vara på tapeten. En sådan indikator är industriproduktionen, som ser ut att ha börjat vända trenden, men även sentimentsindikatorer som inköpschefsindex pekar mot en tilltagande aktivitet inom sektorn. Samtidigt stiger efterfrågan kraftigt i kölvattnet av de kraftiga flyktingströmmarna. Detta kommer de närmsta åren leda till ytterligare skjuts för BNP-tillväxten, men på längre sikt innebär det givetvis stora utmaningar ur ett politiskt perspektiv. Hur lyckat, eller misslyckat, detta blir kommer i stor grad grunda sig i hur väl dessa flyktingar integreras i samhället. Stora resurser kommer behövas tas i anspråk för bostadsbyggande och utbildning, och med tanke på hur situationen ser ut i dagsläget är det tydligt att det från politikernas sida behöver komma förbättringar inom integrationen för att få så många som möjligt in på arbetsmarknaden. I slutet på förra året verkade det tveklöst som att situationen blev ohållbar för Sverige, och regeringen införde åtgärder för att minska inflödet. Huruvida dessa får önskad effekt eller inte återstår att se, men situationen som helhet ställer frågetecken kring EU-samarbetet.

God arbetsmarknadstrend

Sysselsättningsstillväxten har varit mycket god under en längre tid, men på grund av den kraftiga befolkningsstillväxten har arbetslösheten fallit långsamt. Denna har dock utvecklats mycket väl under de senare delarna av fjolåret, och har tydligt vänt nedåt till dagens säsongsrensade 7,0 procent.

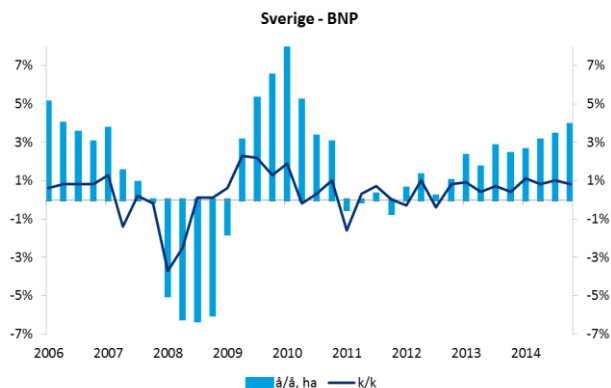
Underliggande är dock utvecklingen delad, där nivån är fortsatt hög för lågutbildade och folk födda utanför EU. Om vi ser fortsatt nedåtpress för den totala arbetslösheten kan vi precis som i exempelvis USA vänta oss ett ökat lönetryck, något som tillsammans med en svag krona kan ge en välbehövlig skjuts åt inflationen. Lite längre in i framtiden ser läget på arbetsmarknaden mer osäker ut. När dagens migrationsströmmar till slut letar sig in i arbetskraften blir det avgörande att integrationen fungerar, och helst bättre än den har gjort tidigare. För att de kortsiktiga positiva effekterna från migrationen inte ska raderas ut och istället få motsatt effekt måste de nyanlända komma ut på arbetsmarknaden på ett effektivt sätt.

Riksbanken öppna för valutainterventioner

Med bakgrund av den mycket positiva trenden för svensk ekonomi var det inte konstigt att Riksbanken i slutet av oktober valde att lämna reporäntan oförändrad på -0,35 procent. Detta var i linje med marknadens förväntningar, som under perioden hade skiftat på grund av ett ECB som levererade mindre stimulanser än marknaden hade förväntat sig, och även en stundande initial räntehöjning från Federal Reserve. Dessa två faktorer gav en välbehövlig lättnad för Riksbanken, då även inflationstakten i mångt och mycket följt deras prognoser. Detta blev dock inte fallet i december månad, där samtliga inflationsmått var lägre än Riksbankens nyligen sänkta prognoser. En stor besvikelse är också att även den underliggande inflationen, rensat från ränteförändringar och energipriser, sjunkit. Detta har inneburit en återkomst för diskussionerna kring ytterligare åtgärder från Stefan Ingves och direktionen, men i och med en mycket stark underliggande utveckling för ekonomin som helhet blir det något motsägelsefullt med ytterligare räntesänkningar. Ett rimligare alternativ skulle i så fall vara att rikta in sig mot valutan direkt, och just valutainterventioner är någonting som Stefan Ingves tydligt har flaggat för. Därför kan man med fördel noggrant följa kronans utveckling framöver, och skulle den stärkas till den mån att inflationsmålet hotas kan vi nog vänta oss att sådana interventioner kan triggas.

Sverige

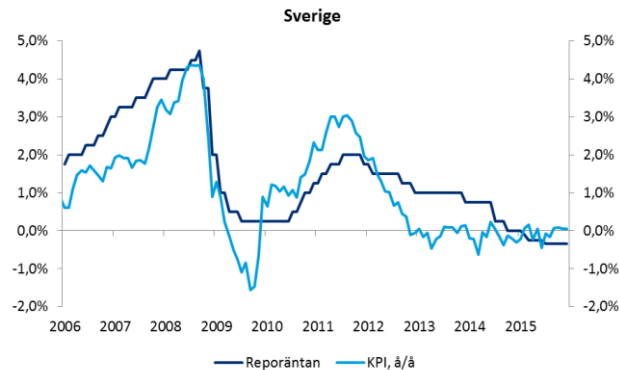
Mycket god svensk tillväxt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Senaste mätningen visade på mycket stark svensk tillväxt, även i internationella mått mätt. Ingenting tyder i dagsläget på att denna trend ska vända.

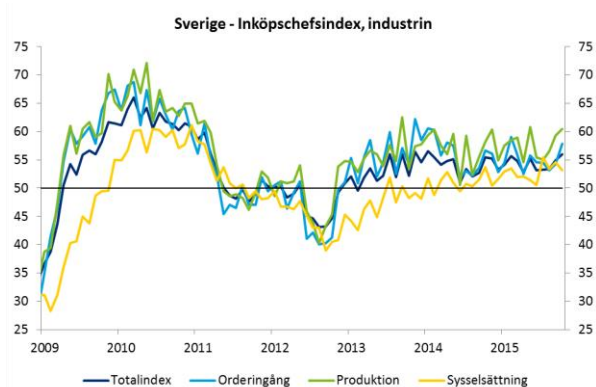
Riksbanken avvaktade i December



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vid Riksbanksdirektionens möte valde man att avvakta med ytterligare räntesänkningar. Avvaktandet hade mycket att göra med ageranden från ECB och Fed, men Riksbanken har öppnat för att inter文nera på valutamarknaden.

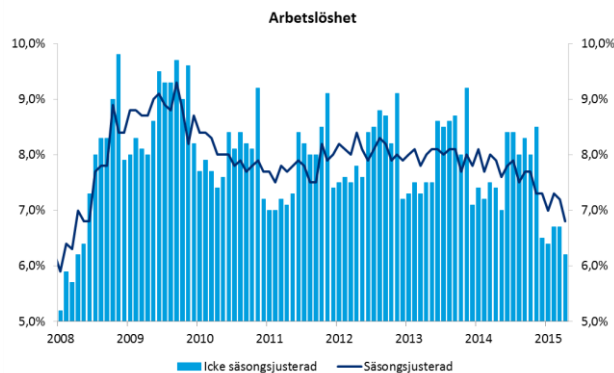
Tecken tyder på en vändning för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

På grund av en dämpad global efterfrågan har den svaga kronan hittills inte lyckats ge den skjuts till industrin som väntades. Framåtblickande indikatorer som inköschefsindex ovan pekar dock mot en vändande trend.

Arbetslösheten går i rätt riktning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten har utvecklats mycket väl den senaste tiden, och har tydligt vänt nedåt till dagens säsongsrensade 7,0 procent.

Japan: Makroekonomi

Fokus på bolagens investeringar

Efter ett svängigt år lyckades den japanska ekonomin med nöd och näppe klara sig från teknisk recession, efter en upprevidering av tredje kvartalets BNP-tillväxt. Momshöjningen under våren 2014 satte press på ekonomin och ledde till en recession, men sedan dess har vi sett en återhämtning. Den svaga yenen till trots har dock inte inneburit den exportskjuts man hoppats på, mycket på grund av den bleka bilden av exportbehovet till tillväxtländer och det allmänt osäkra globala marknadsbilden. Ett tydligt exempel på detta är inbromsningen i Kina, som efter USA är Japans största exportdestination. Detta dämpar också bolagssentimentet, vilket hittills har hämmat investeringarna. Bristen på ytterligare stöd från centralbankens sida har även det bidragit till denna bild. Att lyckas få bolagen att börja spendera kommer att vara en av de största åtagandena för regeringen. Medan bolagsvinsterna har ökat kraftigt under de senaste åren har det inte visat sig nämnvärt mycket i investeringssynpunkt inom landet. Detta beror till viss del på att många japanska bolag förlagt sin produktion utomlands, bland annat på grund av skattemässiga skäl. Av den anledningen kommer Abe vidtaga bolagsskattereduktioner i större utsträckning under året, i förhoppningen att det framledes leder till ökade investeringar.

Momshöjningen hänger fortfarande över

Om vi istället ser till sentimentet hos konsumenterna finns effekterna av momshöjningen kvar, även om förtroendet har klättrat uppåt sedan dess. Dessa farhågor kommer att utöka ju närmre det andra steget i momshöjningen vi kommer, vilket kommer att vara ett viktigt moment inom den japanska ekonomin under året. Hushållens konsumtion är en av de starkaste drivkrafterna för tillväxten, och det gäller att inte sjösätta ännu en höjning för tidigt på bekostnad av konsumtionen. Premiärminister Abe har tidigare sagt att denna inte kommer att skjutas fram ytterligare, men för en regering med tydliga tillväxtmål kan detta bli en faktor som sätter käppar i hjulet. Ett beslut kommer troligen att tas om detta i slutet av året, men oavsett om den förskjuts ytterligare eller inte kommer det till slut att bli av, och ett sådant beslut hade

således varit av kortsiktig karaktär.

Inflationsmålet svåruppnåeligt på kort sikt

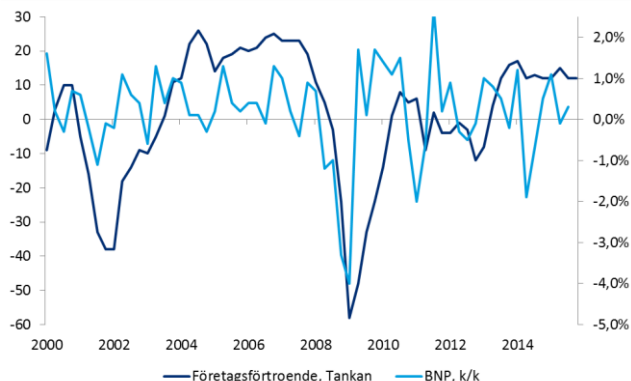
Arbetsmarknaden har varit stram under en längre tid, och dagens arbetslöshetsnivå på 3,3 procent lär fortsätta nedåt. Detta bör leda till en högre lönetillväxt, något som är av yttersta vikt för konsumtionen och i förlängningen tillväxten, då det är först då som konsumenterna i praktiken kommer känna att landet tar sig ur den strukturella deflationistiska miljön. Utöver momshöjningen är också en varaktig svag löneutveckling en anledning till att hushållen har varit något motvilliga att spendera. Årets löneförhandlingar, Shuntō, kan komma att försäkra arbetarna om en mer hållbar löneutveckling framöver. Men trots detta kommer headlineinflationen, som idag ligger på 0,3 procent i årstakt, med största sannolikhet vara mycket tillbakapressad på kort sikt. Denna period har förlängts av det förnyade fallet på oljepriset, då detta annars successivt skulle falla ur årssiffrorna. Tittar vi istället på den inflationssiffra som är rensad från mat och energipriser, så ger det en något ljusare bild av prisutvecklingen i landet. Sannolikheten för utökade stimulanser är idag mindre än tidigare, och man lär snarare skjuta fram tidpunkten för när inflationsmålet ska vara uppnått.

Fortsatt stort stöd för Abe

I och med att Abes koalitionsregering har absolut majoritet i underhuset och majoritet i överhuset har det blivit lättare för styret att få igenom de strukturella förändringar som vi tidigare har efterlyst. Vi kan redan nu se förbättringar vad gäller avregleringar, ökade insatser för att öka arbetskraftsdeltagandet bland kvinnor och problematiken kring det sjunkande födelsetalet. Men trots bolagsvinster på historiskt höga nivåer och ett starkt åtagande om att ta Japan ur den strukturella deflationen är det fortfarande en bra bit att gå. Löftena måste omsättas i verkliga förbättringar i den reala ekonomin, däribland ökad export och tillväxt, så att inte förtroendet för det stora reformprogrammet, Abenomics, ska tryta.

Japan

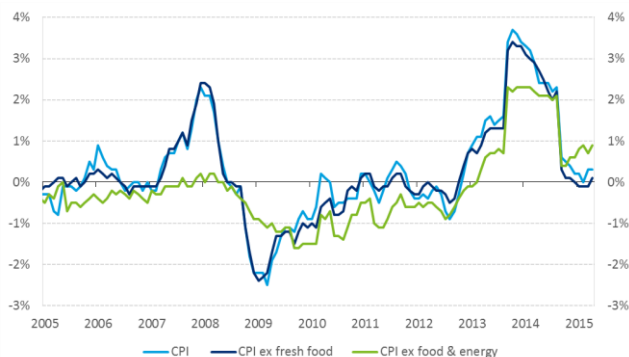
Svajig återhämtning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Utvecklingen för den reala ekonomin har varit svajig, men en upprevidering förhindrade teknisk recession i Q3. Företagsförtroendet är dock fortsatt relativt högt.

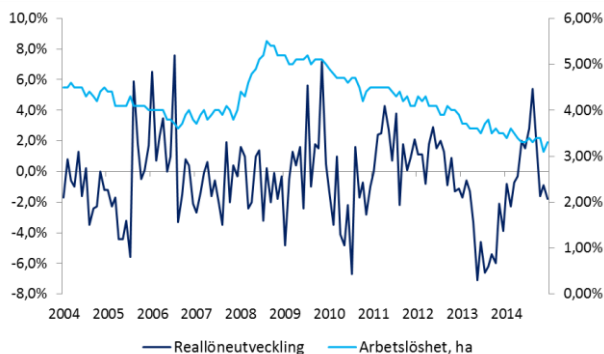
Rensat från mat- och energipriser så rör sig inflationen uppåt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tittar vi på den inflationssiffran som är rensad från mat och energipriser ger det en något ljusare bild av prisutvecklingen i landet.

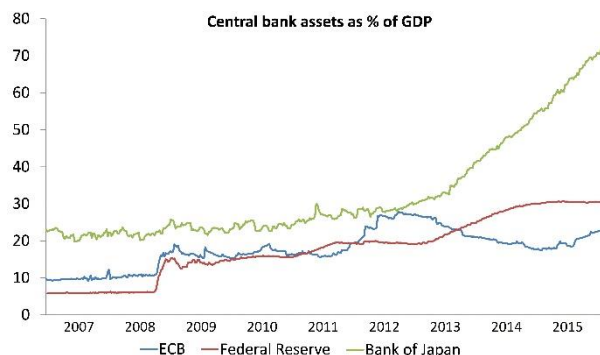
Reallöneutvecklingen har kommit av sig



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Momshöjningen våren 2014 innebar ett omfattande fall för de reala lönerna, som dock senare återhämtade sig under en period. Denna utveckling har dock kommit av sig, trots fortsatt låg arbetslöshet och ökade bolagsvinster.

Expansiv penningpolitisk miljö



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I dagsläget ser det ut som att utökade stimulanser uteblir, men den japanska penningpolitiken sätter likväl de andra centralbankerna i skugga sett till BNP per capita.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Tillväxtländer

Låga råvarupriser i kombination med vikande exportnivåer, på grund av den relativt svaga globala tillväxten, fortsätter att pressa tillväxtmarknaderna. En viktig faktor i detta är att Kina, som världens största råvarukonsument, slagit av på tillväxttakten. Effekten blir som störst på råvaruproducerande nationer, och bland dessa är kanske Brasilien, Chile, Sydafrika och Australien de tydligaste exemplen. Men även Malaysia och Indonesien är i högre utsträckning än andra asiatiska nationer beroende av råvaruexport och påverkas negativt av den rådande trenden. De länder som är beroende av oljeinkomster och samtidigt har sina valutor knutna till dollarn (t ex Saudi Arabien och Nigeria) är i dagens miljö hårt pressade, medan länder med rörlig växelkurs (Ryssland och Mexiko) har bättre förutsättningar att hantera situationen. Fortsatt bedömer vi att det finns en risk att läget i vissa avseende kan komma att förvärras. Ett orosmoln är att vi i takt med den svagare ekonomiska trenden börjat se vikande bolagsvinster, med en urholkning av balansräkningar och kreditkvalitet som följd. Än så länge är statsfinanserna på de flesta håll stabila, men om inte trenden vänder kommer de allt svagare företagets utveckling också att återspeglas i de nationella balansräkningarna. Länder där vi befärar att denna utveckling kan materialiseras är Turkiet, Brasilien och Sydafrika.

Östeuropa – rubelns fall parerar oljeprisnedgång

Den ryska ekonomin hämmas alltjämt av sanktioner och det fallande oljepriset, vilket skapat en fallande rubel och stigande inflation. Den svagare valutan bör dock kunna ge stöd åt exportindustrin. Det simultana fallet i oljepriset och rubeln minskar också pressen på den inhemska ekonomin, då oljeinkomsterna i lokal valuta är mer balanserad. Under hösten fanns flera tecken på att botten i den ryska ekonomin hade passerats, men med ytterligare fall i oljepriset är utsikterna mer osäkra. Inflationen ligger i dagsläget på 13 procent, men väntas successivt falla under det kommande året vilket väntas skapa utrymme för en mer stimulerande politik med räntesänkningar. För övriga Östeuropa ser förutsättningar alltjämt gynnsamma ut för exempelvis Polen och Tjeckien, med en god konsumtionsnivå, fortsatta investeringar och export till ett allt mer välmående Västeuropa.

Latinamerika – ingen ljusning i Brasilien

Situationen i Brasilien har inte förbättrats under hösten. Valutan fortsätter att tappa kraft, vilket medför att inflation importeras och verkar ha bitit sig fast på höga nivåer. Även arbetslösheten har nu börjat att öka. Samtidigt ser statsfinanserna allt sämre ut, och budgetunderskottet medför krav om åtstramning. Den politiska osäkerheten i landet medför att inga beslut fattas avseende de nödvändiga åtgärder som krävs, penning- och finanspolitiken är därmed bakbunden. Såväl konsument- som företagarförtroende är lågt, vilket leder till att investeringar och konsumtion skjuts på framtiden. Skuldsättningsgraden har i det närmaste fördubblats det senaste decenniet, och i takt med att den svaga utvecklingen fortsätter ökar risken för betalningsinställelser för både privatpersoner och företag.

Asien – Indien en ljuspunkt

Bland de länder som har utpräglad exportindustri, som exempelvis Sydkorea och Taiwan, står man inför ett flertal utmaningar. Inte minst drabbas dessa länder i en miljö med generellt lägre tillväxttakt och därmed vikande efterfrågan. Men konkurrensen från Japan har också tilltagit i takt med att yenen fallit. Slutligen bedöms Kina successivt ta ytterligare steg i värdekedjan, vilket också skapar en press. Detta har exempelvis lett till en betydande överkapacitet i Sydkorea, vilket potentiellt kan leda till stigande arbetslöshet och behov av konsolidering. Riskerna bedöms som störst inom shipping- och stålindustrin. Samtidigt är skuldsättning för de koreanska hushållen relativt hög, och dessa kommer således inte att kunna fungera som en drivkraft för tillväxten. Situationen i Taiwan när likartad, men med en ännu större koppling till utvecklingen och trenderna i Kina. För Indien har förhoppningarna på reformer varit stora, och till viss del har också regeringspartiet BJP levererat på sina löften. Centralbanken har även lyckats med konststycket att öka förtroendet för penningpolitiken och därmed stabiliserat valutan, samt fått ned såväl den faktiska som förväntade inflationsnivån i landet. Än så länge har emellertid de planerade de övergripande land- och arbetsmarknadsreformerna inte kommit på plats. Lyckas premiärminister Modi med detta lär det ge ett tydligt positivt avtryck i tillväxtprognoserna för landet.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Kina

Inget tyder på att den trend som kunnat noteras i Kina de senaste åren kommer att brytas, det vill säga ett pågående skifte från industri- till tjänstesektorn och en därpå följande avmattning i landet. Förväntningarna är att BNP kommer att visa en tillväxt på cirka 6 procent under 2017 och den allt lägre tillväxttakten skapar oro kring en kinesisk hårdlandning. Under senare tid har vi dessutom sett ökade farhågor kring effekterna från en kinesisk devalvering, och att Asien då kommer att kastas in i en ny kris liknande den på 1990-talet. I skrivande stund har den kinesiska valutan försvagats med cirka 1,4 procent mot dollarn på året vilket kan jämföras med Kinas devalvering om 30 procent under 1990-talet. Behovet av en devalvering av den magnituden är knappast tänkbart och inget som Kina har behov av i dagsläget. Kina har under en längre eftersträvat en liberalisering av sin valutapolitik för att inkluderas i IMF:s internationella valutakorg. Ett av kraven som ställs är då större inslag av marknadsprissättning av valutan vilket man nu under hösten och vintern genomför gradvis. Att ha en fast växelkurs mot en urstark amerikansk dollar gynnar naturligtvis inte heller exportsektorn i landet.

Vi tycker oss även se att statistiken visar att nedgången i exempelvis industriproduktion planat ut vilket snarast tyder på att en stabilisering pågår. Samtidigt har detaljhandelsutvecklingen varit positiv under hösten med en tillväxt om 11 procent i december i den senaste mätningen såg man tydligt effekten av förändrade skatteregler kring bilköp, vilket resulterade i en försäljningsökning av personbilar med 24 procent. Investeringarna ökar också åter i Kina som ett resultat av förnyade satsningar på infrastrukturprojekt. Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex tyder dock på en fortsatt svag trend för industrin, samtliga delkomponenter tyder på en fortsatt avmattning. Det finns även en överkapacitet i delar av industrin och regeringen har presenterat åtgärdsplaner för att komma till rätta med detta problem. Vi räknar med att Kina klarar att hantera den pågående processen, men att omvärlden missbedömt hur lång tid det tar och vilka effekter det får. Vår ståndpunkt är vidare att effekterna möjligen inte blir störst i Kina utan att återverkningarna kan bli mest påtagliga i de råvaruproducerande länderna, som är beroende av Kinas efterfrågan och ett högre råvarupris än idag.

Det låga inflationstrycket i landet skapar möjligheter för centralbanken PBoC att agera, och under hösten har styrräntan sänkts till 4,35 procent. I samband med förändringen genomfördes dessutom ytterligare en sänkning av bankernas reservkrav. Vi bedömer att det finns både vilja och utrymme för ytterligare sänkningar och räknar med en sänkning med i storleksordningen 0,5 procentenheter under det kommande året. I mars kommer den kommande femårsplanen att presenteras, vi räknar med att tillväxtmålet denna gång kommer att sättas till mellan 6,5 och 7,0 procent vilket är i linje med de prognoser som idag finns på marknaden. Vi bedömer också att det finns en möjlighet att investeringarna i femårsplanen blir framtunga, det vill säga att man tar dessa snarare förr än senare för att stödja tillväxten. Regeringen väntas också vidta ett antal andra åtgärder för att stimulera ekonomin. Det omfattar bland annat riktade insatser för att främja satsningar på forskning och utveckling, investeringar för att råda bot på de flaskhalsar som finns i industrin, samt rensa bort överkapacitet där den finns. Åtgärderna omfattar bland annat skattelättnader, subventioner samt förbättrad tillgång till kreditmarknaden.

En viktig faktor att bevaka är utvecklingen på den kinesiska fastighetsmarknaden, vad gäller såväl prisnivåer, försäljningsvolym, nystartade byggprojekt, som lager av osålda bostäder. Under slutet av året skedde en viss återhämtning på fastighetsmarknaden, men fortsatt är vi långt ifrån en stabil marknad. Allt fler röster höjs nu, även från kinesiskt håll, att fastighetsmarknaden måste stabiliseras för att undvika en hårdlandning i landet. Fortfarande finns en stor lageruppbbyggnad av osålda bostäder, framförallt i något mindre städer där lagernivån ligger på motsvarande 25 månaders försäljning, att jämföra med de större städerna där vi under längre tid sett en konstant nivå på motsvarande 10 månader. Då omkring 40 procent av hushållens tillgångar är kopplade till fastigheter så bedöms inte heller den inhemska efterfrågan förbättras på bred front förrän fastighetssektorn stabiliseras. Åtgärder vidtas därför för att främja en fortsatt urbanisering, bland annat genom sociala reformer, men också via skattelättnader och program för att minska sparkvoten hos hushållen.

Tillväxtmarknader

BNP och inköpschefsindex på tillväxtmarknader

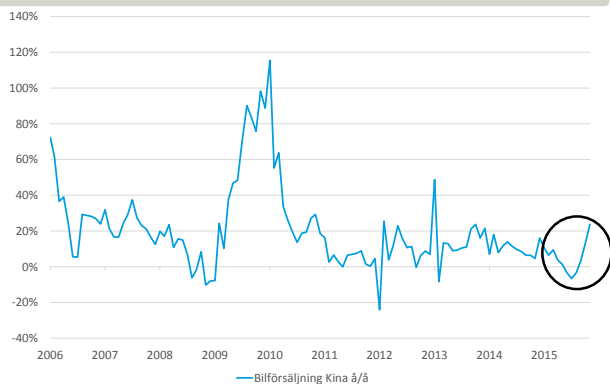
	BNP-tillväxt			Inköpschefsindex
	2015	2016	2017	dec-15
BRIC-länderna				
Brasilien	-3,8	-3,5	0,0	45,6
Ryssland	-3,7	-1,0	1,0	48,7
Indien	7,3	7,5	7,5	49,1
Kina	6,9	6,3	6,0	49,7
Övriga tillväxtmarknader				
Mexiko	2,3	3,1	3,3	52,4
Syd Korea	2,7	3,1	3,6	50,7
Turkiet	3,1	3,4	4,1	52,2
Sydafrika	1,5	1,5	2,0	45,5
Östeuropa	3,4	3,1	3,4	
Asean-5*	4,7	4,8	5,1	

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

Källa: IMF, Goldman Sachs, Söderberg & Partners

För flera av de större tillväxtmarknaderna ser trenden fortsatt osäker ut, med svag eller vikande tillväxt och inköpschefsindex som ligger under 50-nivån. Det stora frågetecknet är hur tillväxtländerna påverkas av de låga råvarupriserna och avmattningen i Kina.

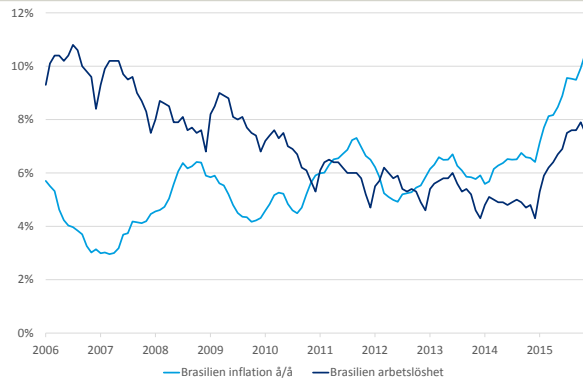
Kina: Försäljningen av personbilar steg kraftigt efter ändrade skatteregler



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den kinesiska regeringen väntas vidta en rad åtgärder för att främja tillväxten i landet och stabilisera fastighetsmarknaden. Det omfattar ökade investeringar, skattelättnader och sociala reformer. Förändrade skatteregler avseende bilköp ledde till en försäljningsökning av personbilar med 24 procent under hösten.

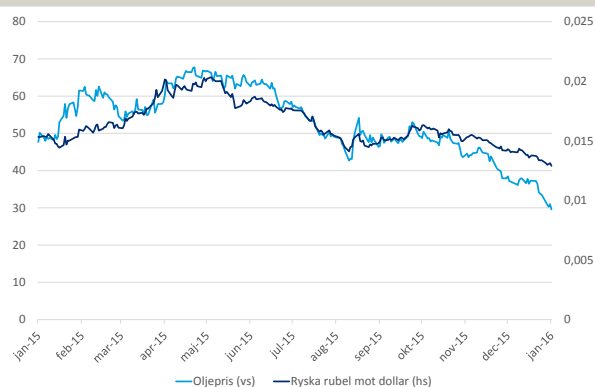
Brasilien: Inflationen och arbetslösheten stiger snabbt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vi ser ännu inga tecken på förbättringar i den brasilianska ekonomin. Den svaga valutan har bidragit till att inflationen tagit ny fart och även arbetslösheten har stigit kraftigt under 2015.

Ryssland: Oljepris och rubel går hand i hand



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den ryska rubeln har fallit i takt med att oljepriset vikit. Den synkrona rörelsen minskar pressen på den inhemska ekonomin då oljeinkomsterna i lokal valuta balanseras. Situationen är likartad för exempelvis Mexiko, medan länder som Saudi Arabien och Nigeria väntas påverkas mer då ländernas valutor är knutna till dollarn.

Utsikter för de finansiella marknaderna

Globala aktiemarknader

En skakig återblick men positiva utsikter

De globala aktiemarknaderna inledde år 2015 starkt och världsindeks hade vid toppen i april stigit med 19 procent räknat i svenska kronor, men med mer beskedliga 7 procent i dollar. Därefter har dock marknaderna av flera anledningar utvecklats svagt, per den sista december kan årets utveckling istället summeras till 5,8 procent räknat i kronor och minus 2,4 procent i dollar. Bland de bästa marknaderna syns den japanska, såväl i kronor som i lokal valuta medan den brasilianska tillhör de klart sämsta. Vi kan lite stolt konstatera att vi har rekommenderat övervikt i Japan och varit negativa till Latinamerika under det gångna året.

Topppnoteringarna för året på de flesta marknaderna inföll under våren eller försommaren och de har efter det överlag retirerat. De största svagheter uppenbarade sig på tillväxtmarknader med stort råvaruberoende samt i råvaru- och energirelaterade sektorer. En kombination av oro kring eurosamarbetet i samband med att Greklands stödprogram förlängdes och en rädsla för en kinesisk hårdlandning dominerade nyhetsrubrikerna under sommaren. Amerikanska Fed:s påbörjade räntehöjningscykel är dock sannolikt den enskilt viktigaste händelsen som påverkade och oroade finansmarknaderna mest under året. Den fortsatta svaga utvecklingen kring industriinvesteringar, framförallt beroende på inbromsningen i råvarupriserna, tyngde också industrisektorn och har medfört stor press för många bolagsutsikter. I USA syns en vikande trend relativt övriga världen, en stark dollar och oljepriskollapsen är de främsta skälen. På tillväxtmarknaderna har utvecklingen generellt varit mycket svag under året. Flera av de större tillväxtmarknadsländerna, exempelvis Brasilien och Ryssland befinner sig i recession och den kinesiska tillväxten bromsar in detta har medfört oro kring den skulduppbbyggnad som skett, ofta i amerikanska dollar.

Relativvärderingen mot obligationer ger enligt oss ett fortsatt stort stöd till aktier, där vi ser en betydande fallhöjd i obligationer om/när räntorna vänder uppåt och direktavkastningen för aktier är fortsatt på högre nivåer än det historiska snittet. Aktievärderingen är efter nedgångarna inte längre utmanade sett till tioårssnittet och givet ränteläget anser vi att det är befogat. Världsindeks handlas idag på P/E 14 med något

högre nivå för de amerikanska börserna, men lägre för den japanska, europeiska och på tillväxtmarknaderna. Globalt väntas en vinsttillväxt på 6,3 procent under 2016 efter att vuxit med ca 0,3 procent 2015. Vinsttillväxten bedöms bli störst i flera av de europeiska länderna med en ökning om 18,3 procent i Italien och med en tillväxt på 13,5 procent i Spanien. Fortsatt kommer en relativt stor del av vinstförbättringarna från effektiviseringar och aktieåterköp men försäljningstillväxten väntas dock bli positiv, såväl globalt som i USA och Europa. Här väntas störst tillväxt i Asien och på tillväxtmarknader med 6,5 procent. Sektormässigt är det framförallt konsumentrelaterade aktier och teknikaktier som gynnas i lågräntemiljön, men även hälsovårdssektorn fortsätter att utvecklas väl. Energi- och råvaruaktier har och har haft betydligt tuffare omständigheter, med ständigt sänkta vinstprognoser i takt med att råvarububblan spruckit.

Efter de senaste månadernas svaga utveckling på marknaden då den tidigare kombinationen förhöjda värderingar och höga förväntningar istället förbyttes till riskaversion och skepsis har vi en positiv syn på aktiemarknader och dess potential generellt. Underliggande ser vi att trenden kommer kunna förbättras samtidigt som risken för fortsatt hög volatilitet är stor. På både ränte- och valutamarknaden ökade volatiliteten kraftigt under våren och vi har sett betydande inslag av detta även på aktiemarknaden under hösten 2015 och inledningen på 2016.

Utvecklade marknader

Drygt hälften av världsindeks, MSCI AC World, utgörs av USA. USA som var epicentrum för finanskrisen 2008 har sedan dess påverkats mycket av den förda centralbankspolitiken. Inför den påbörjade räntehöjningscykeln har dollarn stärkts vilket framförallt påverkar exportbolag negativt och ekonomin har under året visat på slagig tillväxt. Trenden i vinstestimatrevideringar har under året varit negativ och det sker fortfarande fler nedrevideringar än upprevideringar varför värderingen inte är lika försvarbar som på andra håll i världen. Utvecklingen har också blivit mer avhängig av ett fåtal aktier inom framförallt teknologi och hälsovårdssektorn i uppgångsfaserna, där värderingarna förutsätter fortsatt hög tillväxt.

Globala aktiemarknader

I Europa har konjunkturåterhämtningen äntligen börjat ta fart från en låg nivå. Aktiemarknaderna påverkas mycket av centralbankers agerande även här. Bolagen gynnas av ett fortsatt stimulerande ECB, som via okonventionella metoder pressar ner eurokursen vilket stärker bolagens konkurrenskraft, och som exekverar ett omfattande tillgångsköpsprogram vilket pressar ned räntorna. De europeiska bolagen har ännu inte noterat den starka lönsamhet som vi ser i amerikanska bolag, och den europeiska aktiemarknaden är därför något billigare men värderingen befinner sig runt sitt tioåriga snitt. Vinstestimatet är dock under press då en svagare kinesisk utveckling kan ge en vikande försäljning. I många bolag finns det rimligen effektiviseringspotential i och med att europeiska marginaler ännu befinner sig en bra bit från de toppnivåer som syntes 2007 medan amerikanska bolags marginaler är rekordhöga. Ett vinstlyft med en ökning på 5,9 procent väntas 2016. Signalerna från bolagen under de tre föregående rapportperioderna, ger indikationer på att en vändpunkt är nådd och att något mer positiva utsikter föreligger.

I Japan ser vi en stor divergens mellan den makroekonomiska utvecklingen, där de demografiska motvindarna ger fortsatt svag utveckling och utsikterna för aktiemarknaden där vi ser en hel del ljuspunkter. En stigande kapitaldistribution till aktieägare i kombination med fortsatt positiva vinstprognosrevideringar är de främsta skälen till vår positiva rekommendation. Under året har distributionen ökat med över 25 procent, tack vare stark tillväxt främst i aktieåterköp men också i utdelningar. Det möjliggörs tack vare aktiemarknadsvänliga reformer från regeringen, men också tack vare en god vinsttillväxt, där snittförväntningarna idag ligger på drygt 9 procent för år 2016. Trenden i estimatrevideringar är relativt positiv och värderingen är inte ansträngd då vinsterna värderas till en något lägre nivå än tioårssnittet, trots den starka utveckling som varit. Det finns fortsatt stora marginalförbättringar att göra i de japanska börsbolagen och avkastningen på eget kapital är betydligt lägre än den är i USA och Europa.

Sammantaget kvarstår vi med en positiv syn på

utvecklade marknader, men föredrar den exporttunga europeiska, svenska och japanska marknaden som gynnas av fortsatta stimulanser före den amerikanska, där den starka dollarn och pressade råvarupriser ger allt mindre stöd för utsikterna.

Tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader har utvecklats svagt under året, inte minst Latinamerika där Brasiliens svaga utveckling tynger. I Asien exkl. Japan, där de kinesiska aktiemarknaderna ingår, upplevde ett våldsamt volatilt år. Många länder i regionen är nettoimportörer av olja och gynnas därmed av det lägre oljepriset, men påverkas negativt av dollarns styrka och osäkerheten kring den kinesiska yuanens fortsatta utveckling efter att peggen mot den amerikanska dollarn tagits bort. Den generellt avtagande riskviljan på finansiella marknader påverkar också tydligt. På det kinesiska fastlandet syns att den tydligt spekulationsdrivna utvecklingen nu fallerat. I regionen i stort ser vi dock fortsatt potential där konsumtion fortsätter att vara ett högst intressant tema.

Tillväxtmarknaders börsutveckling tenderar att ha hög följsamhet till den kinesiska ekonomiska utveckling då Kina varit stor importör av en stor del av övriga tillväxtmarknaders exportvaror. Då oljan fortsatt handlas på låga nivåer har såväl Ryssland som Latinamerika missgynnats. I Ryssland har dock den minskade geopolitiska oron, förvisso från en mycket hög nivå, bidragit till 2015 års relativa styrka. Makrosignalerna är svaga och Ryssland är som alltid en mycket svårbedömd marknad där korruptionsinslagen är stora. Regionen Östeuropa innefattar även länder som Polen och Tjeckien som är betydligt mer sammanlänkade med Västeuropa och därmed gynnas av den återhämtning som pågår. I Latinamerika, som domineras av Brasilien, är det ett mycket utmanade ekonomiskt klimat. Exportintäkter från framförallt olja och andra råvaror har kollapsat, vilket i kombination med hög utländsk skuldsättning i dollar gör att flera ekonomier sitter i ett mycket problematiskt läge.

Globala aktiemarknader

Värderingen för tillväxtmarknader är på det hela taget sett låg, men skillnaderna mellan regionerna är stora där fastlandskina fortfarande sticker ut som relativt dyr medan den ryska marknaden ser desto lägre värderad ut. Tillväxtmarknaderna har kollapsat under året och värderingar och förväntningar är låga samtidigt som motvindarna från skuldsättning och råvarupriser fortsätter. Sammantaget ser vi nu neutralt på tillväxtmarknader generellt efter att ha varit negativa en längre tid

Sektorutveckling och utsikter

De senaste årens börsuppgång har framförallt drivits av defensiva sektorer samt, i USA:s fall, teknologisektorn. Efterfrågan på finansiellt starka bolag med god direktavkastning har varit stor då det allmänna ränteläget ur ett historiskt perspektiv är mycket lågt, vilket har medfört att värderingen på den typen av bolag har stigit kraftigt och premien relativt cykliska bolag är hög. Till dessa typer av bolag hör hälsovårdsbolag och dagligvarubolag medan verkstadsbolag och sällanköpsvarubolag hör till de mer cykliska bolagen.

Sett till relationen mellan tillväxt och värdering bör de cykliska bolagen ha en bra potential **givet att vi** går en mer normaliserad konjunktur och ränteutveckling till mötes. Flertalet indikatorer pekar i den riktningen även om vi fortfarande befinner oss i ett klimat som präglas av låga räntor, låg inflation och låg tillväxt på global basis.

I Europa har de under året tidigare positiva vinstprognosrevideringarna slagit om och blivit negativa. Svagare kinesiska utsikter tynger prognoserna för många europeiska exportbolag likväl som fallande investeringstakt från gruv- och energisektorn. Dock ger den svaga euron och kronan relativt dollarn stöd för de mer exporttunga cykliska bolagen.

På andra sidan Atlanten är situationen inte fullt likadan utan mer blandad, även om defensiva bolag även här framstår som dyra relativt cykliska. Där är det mer en fråga om exportbolag relativt bolag med en mer inhemsk exponering. Dollarn pressar

tillverkningsindustrin och investeringarna faller brant inom energi och gruvrelaterad industri.

Småbolag

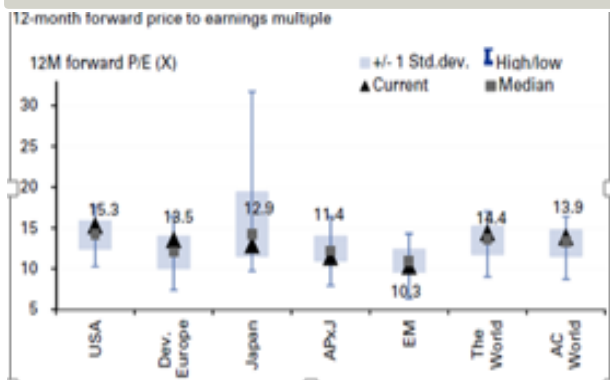
Mindre bolag har ofta historiskt givit en högre avkastning än stora bolag över en längre placeringshorisont. Även under kortare perioder kan det vara intressant att göra den uppdelningen i sin totala portföljexponering, men det gäller att vara selektiv oavsett om man placerar i enskilda aktier eller väljer fonder. Andelen fondförvaltare som slår sina index inom segmentet småbolagsfonder är fler än för storbolagsförvaltare, av flera anledningar. Småbolag är ofta illikvida och mer volatila, men ger möjligheten att få en mer koncentrerad exponering mot både tematiska investeringar och strukturella marknadstrender. Dessutom kan småbolag erbjuda goda möjligheter i uppköpsperioder, då dessa oftare är föremål för förvärv.

Småbolag har historiskt givit en bättre avkastning när konjunkturen återhämtas och i takt med att den europeiska återhämtningen väntas tillta något ligger också förväntningarna i marknaden på att vinsttillväxten ska vara tydligt högre i de mindre bolagen än i de större. Den höga vinsttillväxten är något som håller på att prisas in av marknaden och småbolag har redan under en längre period utvecklats bättre än storbolag. Vi ser att potential till lönsamhetsförbättringar finns i framförallt europeiska småbolag och vinsttillväxten väntas främst drivas av marginalförbättringar.

Trenden för småbolagsinvesteringar har det senaste halvåret divergerat där de amerikanska småbolagen utvecklats sämre än de amerikanska större bolagen. I Europa har småbolag gynnas av det marknadsläge och tro på att konjunkturen befinner sig i en tidigare fas. Vi gör bedömningen att det fortsatt finns potential för småbolag att överavkasta, så länge inte det generella marknadssentimentet försämras ytterligare. Av såväl värderingsmässiga som centralbanksstimulativa skäl ser vi större potential i Europa, Sverige och Japan än i USA.

Globala aktiemarknader

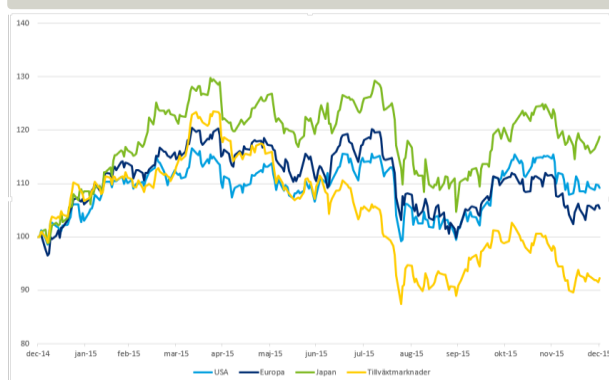
Generellt ligger värderingarna i underkant



Källa: Goldman Sachs

Värderingarna på prognoserna är nu relativt låga. Utvecklade marknader uppvisar högre värderingar än tillväxtmarknader relativt historiken där de sistnämnda nu värderas lägre än på mycket länge.

Börsutveckling för fyra olika regionala marknader under året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Relativt stark stimulansdriven utveckling på den japanska och den europeiska marknaden, marknader vi fortsatt är positiva till. Den amerikanska ser vi mindre potential i och tillväxtmarknader är åter neutrala efter den svaga utvecklingen.

Lägre förväntningar på 2016

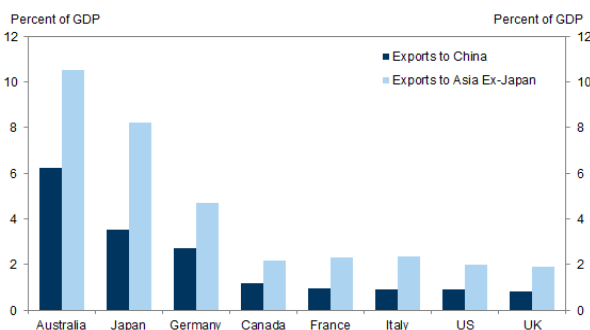
Exhibit 9: Sales growth, EPS growth and net margins
Consensus estimates

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
S & P 500	-3.3	5.8	-6.0	17.5	8.3	9.5
STOXX Europe 600	-3.7	2.2	3.0	5.1	6.4	6.8
TOPIX (FY basis)	2.5	3.1	12.4	9.4	4.1	4.3
MSCI AP ex Japan	6.8	7.1	-0.9	4.2	8.5	8.8
MSCI EM	-1.9	5.8	5.7	6.7	8.0	8.5
MSCI The World	-3.3	3.0	0.2	6.3	8.6	8.9
Cons. Disc	5.5	5.2	12.7	14.3	6.4	6.9
Cons. Staples	1.1	3.8	-1.2	6.9	5.9	6.1
Energy	-32.5	-1.9	-55.5	-12.8	3.9	3.6
Financials	3.0	2.9	13.9	4.9	14.8	14.9
Health Care	7.7	7.2	8.8	9.1	11.8	12.0
Industrials	-2.3	2.5	1.1	7.9	6.5	6.8
I.T.	4.7	4.7	7.6	7.7	15.9	15.7
Materials	-9.4	-1.0	-18.1	1.3	6.0	6.2
Telecom	3.8	4.5	8.7	4.7	8.2	8.2
Utilities	-0.9	0.3	-3.0	-0.3	6.4	6.4

Källa: Goldman Sachs

Försäljningstillväxt och vinstutveckling spås förbättras nästa år. Sannolikt väntar dock nedrevideringar då energisektorn fortsätter att utvecklas svagt och främst amerikanska vinstprognoser ser väl tilltagna ut.

Exportandel till Kina och Asien Ex-Japan

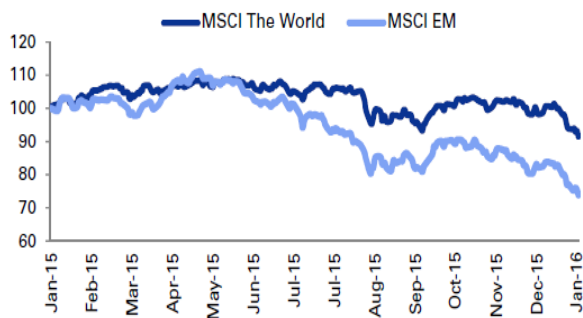


Källa: IMF

Kinas exportandel i utvecklade ekonomier är stor men inte alls dominerande för de flesta länder. Det är värt att noteras att börsbolagens exponering är något högre.

Globala aktiemarknader

Utvecklade marknader utklassade tillväxtmarknader under fjolåret

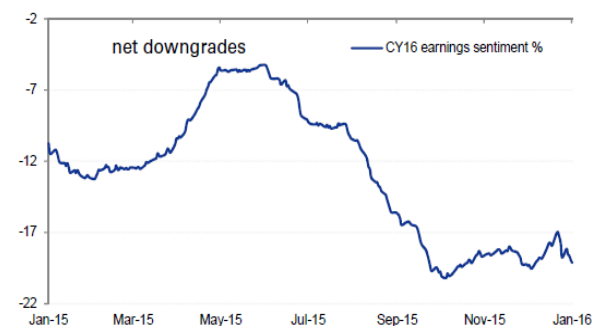


Källa: Factset

Tillväxtmarknaders svaga relativutveckling tror vi kommer att brytas då värderingarna nu kommit ner ordentligt

De negativa vinstprognosrevideringarna dominerar återigen över de positiva på global basis

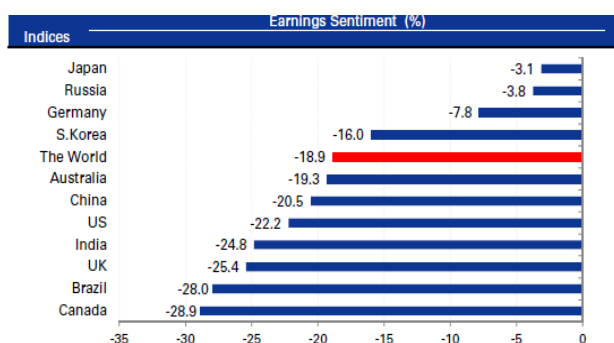
Earnings sentiment = (upgrades – downgrades) / total estimates



Källa: Factset

Vinstprognosrevideringar för 2016 i bolagen globalt har återigen försämrats efter en stark period under våren 2015.

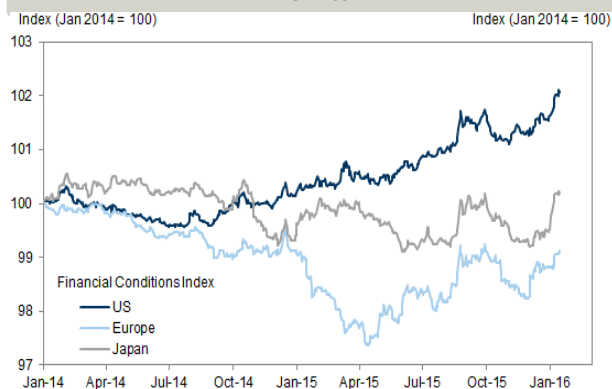
Japanska bolag står för de minst negativa revideringarna,



Källa: Goldman Sachs

Den svaga utvecklingen för råvaror syns nu också i prognoserna och i negativa vinstrevideringar.

Skillnad på det finansiella klimatet för bolag beroende på hemvist



Källa: Goldman Sachs

De finansiella villkoren här uttryckt som Financial Conditions Index (sammanvägning av ett stort antal indikatorer som rör villkoren för bolagens finansieringsmöjligheter) för bolagen i Europa och Japan är fortfarande stimulerande, dock börjar det bli stramare i USA

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsens breda index, SIX RX steg under 2015 med 10,4 procent vilket inkluderar återinvesterade utdelningar utan skatt. Årets starka inledning raderades nästintill ut i samband med att oron för den kinesiska ekonomin och osäkerhet om Fed:s kommande räntehöjningar medförde en tydlig riskaversion i marknaden under det andra halvåret.

Trots att den första amerikanska räntehöjningen nu är på plats är osäkerheten fortsatt stor beträffande takten i Fed:s räntehöjningscykel. Vi kan konstatera att den ökade volatiliteten under det andra halvåret och inledningen av detta år frestar på många investerares nerver och att det innebär en slagig kursutveckling. Makroekonomiskt fortsätter dock Sverige att utvecklas starkt och just nu bedömer vi att skillnaden mellan hur marknaden prissätter framtida utsikter och det nuvarande aktuella läget är stor.

Oron för Kina och för tillväxtmarknader generellt har sedan sensommaren drabbat aktiekurserna i de svenska börsbolagen i stor utsträckning. Vi menar dock att rädslan på sina håll har gjort oförtjänt stora avtryck i aktiekurserna och ser köplägen i flera aktier idag. Vi är nu i inledningen av rapportsäsongen för det fjärde kvartalet och med oss från den föregående syntens alltför tecken på ett ljusare läge i Europa även om de flesta rapportkommentarerna också vittnade om ett kärvare läge på många tillväxtmarknader. Även på senare tid har makroekonomiska indikatorer visat att den konjunkturella återhämtningen i regionen fortgår och vi bedömer att förutsättningar finns för att Europa fortsätter på inslagen bana. Många svenska börsbolag är förhållandevis exportberoende och länder i Europa är i flertalet fall de största marknaderna som nu utvecklas positivt. Norge utgör undantaget då de befinner sig i en avmattningsfas efter många års oljeboom. Värderingarna har kommit ner och vår syn är att Kina inte kommer hårdlanda utan ställer om till en mindre investeringsinriktad ekonomi samt att de amerikanska konsumenterna mer än väl kan kompensera för industrins svaghet.

Fed valde vid sitt senaste möte att påbörja sin räntehöjningscykel. Våra studier rörande vad som händer med europeiska börser inför och efter att Fed inleder en räntehöjningscykel visar att börserna

tenderar att fortsätta stiga. Dagens osäkerhet kring takten i höjningarna är därför något vi inte bedömer kommer få den svenska börsen att inleda en längre negativ utveckling.

Värdering

P/E-talet för Stockholmsbörsen ligger för närvarande på dryga 16 gånger 2015 års förväntade vinster medan den sjunker till 15 gånger prognoserna för 2016 års vinster. Värderingen befinner sig nu något över det historiska genomsnittet 14, men är inte längre på samma ansträngda nivå som under våren 2015. Bolagsvärdena som andel av försäljningen är 1,3 för detta år och i förhållande till rörelseresultat före skatt (EBIT) på 12,7 upplever vi inte som utmanande. Även om vi bedömer att vinstestimaterna kommer att fortsätta revideras ned något under början av året, ser vi börsen som attraktiv där vi står idag.

Försäljnings- och marginalestimat

De svenska börsbolagen har idag en historiskt bra lönsamhet som är tillbaka kring de nivåer som syntes 2007. Vinstmarginalerna bedöms fortsätta stiga och bakom de stärkta vinstförväntningarna ligger såväl en ökad försäljningsvolym som förbättrade rörelsemarginaler samt draghjälp från valutakurseffekter. Den genomsnittliga rörelsemarginalen för de svenska börsbolagen bedöms bli omkring 15 procent 2016 samt 15,7 procent nästkommande år medan omsättningen uppskattas växa med 3,3 procent 2016 och 3,8 procent 2017. Det gör att vinstökningen per aktie väntas bli över 11 procent i år för att sedan uppgå till närmare 10 procent året därpå. Vi ser att stigande vinster utgör nyckeln till en fortsatt börsuppgång och bedömer att förutsättningarna för vinsttillväxt i många svenska bolag är goda trots utvecklingen i Kina.

Svensk aktiemarknad

Direktavkastning

Direktavkastningen (utdelningarna som andel av det samlade börsvärdet) är betydligt högre idag än den har varit historiskt samtidigt som räntenivån är avsevärt lägre och skillnaden dem emellan bidrar till intresset för aktiemarknaden. För börsen som helhet ligger prognoserna för direktavkastningen på 4,3 procent 2016. Bankerna, som väger tungt i index, har en förväntad direktavkastning på mellan 5,2 procent och 7,3 procent, i topp ligger Nordea och Swedbank. Även inom andra sektorer finns det dock gott om svenska bolag som erbjuder en god direktavkastning. Operatörerna Tele2 och TeliaSonera är klassiska utdelningsaktier. HiQ, Ericsson, NCC och Skanska är ytterligare exempel på bolag med hög direktavkastning. De flesta utdelningar avskiljs under våren men trenden är att fler bolag sprider ut utdelningarna till fler tillfällen och alternativt distribuerar kapital genom aktieåterköpsprogram.

Företagstransaktioner

Det gångna året var händelserikt, både avseende uppköp och börsintroduktioner såväl i Sverige som internationellt. Den svaga globala tillväxten har fått bolagen att se sig om efter möjligheter att kompensera låg organisk tillväxt med förvärv. Den positiva aktiemarknaden har medfört att såväl entreprenörer som Private Equity bolag har sökt kapital via aktiemarknaden. Starka balansräkningar och den goda tillgången på billig finansiering är också faktorer som givit stöd åt förvärvstrenden och något som även framgent talar för en fortsatt hög aktivitet. Vi har under året sett det största antalet börsintroduktioner i Sverige på mycket länge. Riskkapiten i nyintroduktioner har varit mycket hög och vid många noteringar har efterfrågan varit enorm med en kraftigt positiv kursutveckling som resultat den första handelsdagen.

Valutor

Den svenska kronans försvagning mot dollarn de senaste åren har under hösten stannat upp, trots Fed:s räntehöjning och uttalanden från Riksbanken om att de kommer att intervensera om kronan stärks. Vår uppfattning är att den större rörelsen USD/SEK nu är klar. Svenska börsbolag som är mycket exportorienterade har fått ett ordentligt resultatbidrag av valutaförsvagningen de senaste åren men här tror vi således att bidraget kommer att minska. Valutarörelser över- eller underskattas ofta av analytiker vilket gör att de ofta ger upphov till avvikelser mot förväntningarna i bolagsrapporterna. Under perioder då kronan försvagas gentemot dollarn tenderar optimismen också att stiga på Stockholmsbörsen då exportberoendet är högt. Vi väntar oss initialt en dollarförsvagning, men bedömer samtidigt att situationen inte försämras avsevärt under året från där vi står idag och ser i förlängningen att en stark dollar, om än inte stigande, kan fortsätta ge visst stöd.

Stockholmsbörsens utsikter

Efter höstens och vinterns kursfall, först i samband med Greklandskrisen och sedan till följd av oro för kinesisk ekonomi, ser vi en potentiellt god uppsida på Stockholmsbörsen. Nyckeln till en fortsatt börsuppgång utgörs av stigande vinster och den konjunkturrella återhämtning som fortgår i västvärlden ger stöd. Vårt huvudscenario är att vi under året kommer att få se vinsttillväxt i många svenska bolag och att en svag krona fortsätter att ge viss draghjälp. Låga räntor i kombination med en mer attraktiv värdering och en hög direktavkastning ger intresse för aktiemarknaden. Vi oroas över det svaga sentimentet och att den tekniska bilden är svag. Osäkerheten kring räntehöjnings-takten i USA kvarstår, den kinesiska omställningen skapar friktioner i marknaderna och vi befinner oss i en senare del av borscykeln varför vi väntar oss att volatiliteten kommer att förbli hög.

Svensk aktiemarknad

Söderberg & Partners aktieanalys

Söderberg & Partners aktieanalys omfattar närmare 80 procent av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. De mest omsatta 36 bolagen bevakas löpande och nedan följer en genomgång av de aktier som har grön trafikljussignal och är top picks just nu.

Söderberg & Partners aktieanalys rekommenderar

Autoliv

Global bilförsäljning fortsätter att utvecklas starkt och en av Autolivs japanska konkurrenter har stora problem. Fortsatt större teknikinhåll kring aktiv säkerhet i personbilar borgar för fortsatta framgångar för bolaget.

2016e

P/E:	14,9
Rörelsemarginal:	9,7 procent
Direktavkastning:	2,1 procent

SEB

Banken har goda förutsättningar för fortsatt höga vinster, värderingen är attraktiv och direktavkastningen bra. Intjäningsandelen från räntenetto är något mindre än i konkurrenters fall vilket, tillsammans med positiva värdepappersmarknader och en fortsatt hög transaktionsaktivitet, bidrar till god vinstutveckling. Aktien har tyngts av osäkerheten kring nya riskvikter för företagsutlåning som skall kommuniceras av Finansinspektionen i början av året, något som kan komma att påverka utdelningsnivån.

2016e

P/E:	10
Kostnad/intäkter:	54,1 procent
Direktavkastning:	6,9 procent

NCC

Utsikterna för sektorn ser fortsatt bra ut och NCC har goda defensiva kvaliteter samt ett starkt aktieägarvänligt fokus med en hög direktavkastning. Den välfyllda orderboken kan ge stöd åt tillväxten samtidigt som potential till marginalförbättringar finns. Värderingen är attraktiv och bolaget har en stark kassaflödesgenerering. Dessutom sjuösettes en större strukturell omvandling i september som väntas ge marginallift.

2016e

P/E:	12,4
Rörelsemarginal:	4,4 procent
Direktavkastning:	Delar ut/avskiljer Ncc bostäder

H&M

Den inslagna expansionsbanan, både online och med fysiska butiker på nya marknader, fortsätter framgångsrikt. Bolaget har en stark ställning och fortsatt många positiva makroekonomiska förutsättningar. Svag kursutveckling och konservativa estimat ger, enligt oss, bolaget goda förutsättningar att överraska positivt.

2016e

P/E :	21,1
Rörelsemarginal:	14,8 procent
Direktavkastning:	3,64 procent

Trelleborg

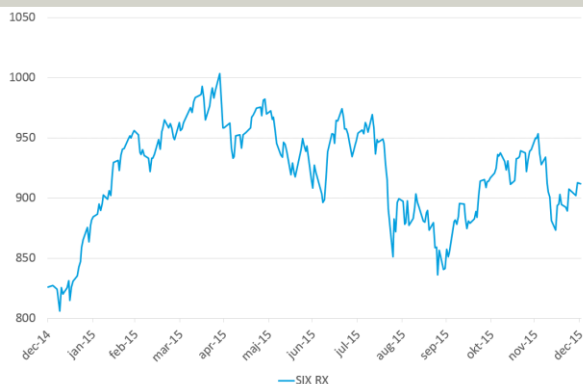
Trelleborg har stor exponering mot en återhämtning i Europa och potential finns dessutom i börsnotering av Vibracoustics. Fallande råmaterialkostnader påverkar tillväxten negativt, men gynnar samtidigt bolagets marginaler som också får stöd av bolagets starka prissättningsförmåga. Värderingen är attraktiv relativt den övriga verkstadssektorn och kompletterande förvärv kan ge stöd.

2016e

P/E:	12,4
Rörelsemarginal:	12,3 procent
Direktavkastning:	3,2 procent

Svensk aktiemarknad

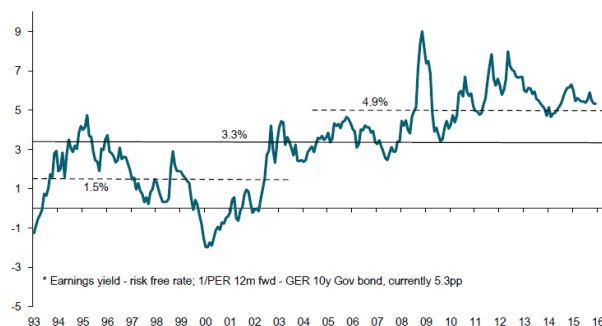
Stockholmsbörsens utveckling sedan årsskiftet



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen, uttryckt som SIXRX (återinvesterade utdelningar) steg med 10,4 procent under 2015. Utvecklingen var dock både volatil och divergerande. Från dagens nivåer ser vi goda avkastningsmöjligheter.

Historiskt hög riskpremie på nordiska aktier



Källa: Datastream

Den svenska/nordiska aktiemarknaden har de senaste åren haft en historiskt hög riskpremie, delvis en effekt av mycket låga långräntor (med riskpremie i detta fall avses earnings yield minus riskfri ränta).

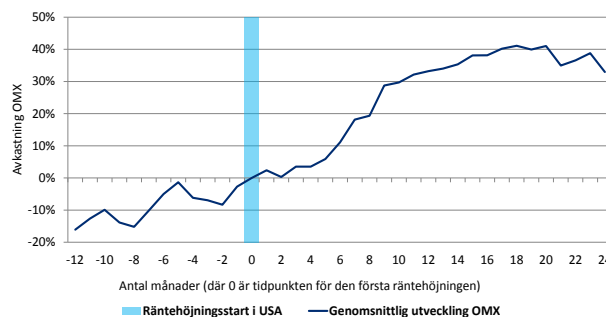
Divergerande utveckling mellan stora och mindre bolag



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

De stora bolagen blev rejält omsprungna av småbolagen under det gångna året. Småbolagens domestika exponering i kombination med hög M&A-aktivitet har bidragit till intresset som sannolikt kvarstår.

Stockholmsbörsens utveckling omkring Fed:s första räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under de senaste fyra räntehöjningsperioderna i USA har Stockholmsbörsen präglats av viss oro månaderna kring den första räntehöjningen. Sedermera har den svenska aktiemarknaden dock uppvisat förnyad styrka och i snitt stigit med cirka 40 procent under de efterföljande 18 månaderna.

Räntemarknad

"Äntligen" ropade Gert Fylking när det offentliggjordes att Gao Xingjian fått Nobelpriset i litteratur. I december var det finansmarknadernas tur att utbrista samma sak efter att den amerikanska centralbanken Federal Reserve slutligen höjde styrräntan med 0,25 procentenheter. En höjning lika väntad som efterlängtd. USA:s styrränta har legat mellan 0 – 0,25 procent, i praktiken runt 0,12 procent, sedan i slutet av 2008. En stigande styrränta signalerar att USA till sist har lagt finanskrisen bakom sig och prognosen är att man avser att höja med en kvarts procentenhet per kvartal vilket skulle innebära en styrränta omkring 1,4 % vid årsskiftet 2016/2017. De längre räntorna i USA, i form av 2, 5 och 10 år, steg under hösten i takt med att Fed:s decembermöte kom allt närmare men har fallit tillbaka de senaste veckorna när investerare söker skydd mot de fallande aktiekurserna. Räntan på en 10-årig amerikansk statsobligation ligger för närvarande omkring 2,10 procent.

För oss i Sverige har Riksbankens reporänta varit oförändrad under det andra halvåret sedan man sänkte räntan till -0,35 procent den 1 juli. Inför decembermötet var stora delar av marknaden överens om ytterligare en sänkning, ned till -0,45 procent, men Riksbanken lät, något överraskande, räntan ligga kvar trots svaga inflationssiffror. Vid mötet i slutet av oktober meddelade man dock att man ökar köpen av statsobligationer med 65 miljarder kronor utöver de tidigare beslutade 130 miljarderna. Man har också vid flera tillfällen uttalat att har en hög beredskap att agera, också mellan de penningpolitiska mötena, genom reporäntesänkning, utökning av statsobligationsköp, intervenering och också genom ett utlåningsprogram, via banker, till företag. De senaste inflationssiffrorna avseende december 2015 ger stöd för att Riksbanken behöver göra något då inflationen återigen ligger långt under Riksbankens prognos.

De långa räntorna steg också i Sverige under hösten och den 10-åriga statsobligationen nådde vid senaste årsskiftet en ränta om 1,00 procent vilket faktiskt är något högre än vid föregående årsskifte. I och med att de korta räntorna istället sjunkit under året till negativa nivåer så har räntekurvan blivit betydligt brantare under året. Under hela 2015 har långräntorna

åkt berg- och dalbana och 10-åringen nådde som lägst 0,20 procent under april och som högst på 1,08 procent vid halvårsskiftet. De senaste veckorna har de långa räntorna, i likhet med resten av världen, fallit kraftigt när aktiemarknaden fått se kurserna sjunka.

Även i eurozonen hade man räntemöte i december och även här lät man styrräntan vara oförändrad. ECB:s chef Mario Draghi lät dock meddela man förlänger sitt program för tillgångsköp till åtminstone mars 2017 samt att man också avser att köpa regionala och lokala obligationer. I Tyskland har utvecklingen för de långa räntorna under 2015 varit likartad Sveriges, det vill säga en vår där vi såg fallande räntor fram till mitten av april, kraftigt stigande räntor fram till halvårsskiftet och därefter sjunkande räntor (under viss volatilitet) som landade i något högre räntor i slutet av december än ett år tidigare. Den tyska 10-åriga räntan låg vid årsskiftet på en nivå om drygt 0,60 procent men har, precis som i USA och Sverige, gått ned de första veckorna under 2016. Den handlas i nuläget på 0,51 procent.

Det är svårt att hitta motiv till att köpa både korta och långa statsräntor i dagsläget, de korta eftersom avkastningen är negativ och de långa av skälet att avkastningen i förhållande mot risken vid en ränteuppgång ter sig som oattraktiv.

Företagsobligationer

Hösten 2015 blev i mångt och mycket en upprepning av 2014, med september och december som de två riktiga bottenmånaderna. Utflöden ur fonder av karaktären High Yield, obligationer med lågt kreditbetyg, ger ett säljtryck som marknaden har svårt att hantera. Därmed uppstår en dålig likviditet, stora skillnader mellan köp- och säljkurs och i några fall en total omöjlighet att sälja vissa obligationer. Köparna lyser helt enkelt med sin frånvaro. Över hela räntemarknaden i Norge ligger det allt lägre oljepriset som ett mörkt moln. Stora delar av obligationsmarknaden i Norge är helt eller delvis kopplad till olja och gas och marknaden kräver allt högre räntor vilket fått priserna på räntepapper att gå ned kraftigt.

Räntemarknad

Flera företag i sektorn har också fått problem på senare tid och under 2016 och 2017 lär vi få se fler konkurser och rekonstruktioner. Den tröga marknaden har också i viss mån spilt över på den svenska då man tvingas sälja svenska räntepapper helt enkelt av den anledningen att de är säljbara till skillnad från vissa norska. Även för andra bolag börjar man kräva kompensation för risken, främst för företag verksamma inom råvaruindustrin för metaller. De senaste åren har vi sett priserna falla på koppar och järn vilket drabbar svenska bolag som LKAB och Boliden.

Inom amerikansk High Yield har vi också sett skillnaden mellan statsränta och obligationsränta öka ytterligare under hösten, i synnerhet för segmentet energi, olja och gas, och kreditspreaden för index inom detta segment är nu på liknande nivåer som under 2008/2009. Oljepriset är direkt påverkande och kommer att styra utvecklingen för stora delar av obligationerna.

En marknad som har varit relativt stabil under hela 2015 är den europeiska High Yield-marknaden. Här ligger betoningen på finansiella och industriella företag som inte är energirelaterat och Itraxx Crossover, som visar kreditspread på europeiska High Yield-obligationer, rör sig naturligtvis, men inte alls på samma vis som i USA. För de obligationer som har officiellt kreditbetyg om BBB eller högre, investment grade, ser vi också rörelser där ränteskillnaden går isär men här bromsas det upp av köptrycket bland investerare som söker trygghet. Vi tror att detta tillgångsslag kan vara en god tillflyktsort när antingen riskerna är för stora eller avkastningen för låg, i synnerhet kan företagsobligationer av investment grade-kvalitet med ränteduration upp till två år vara intressanta då vi inte ser några tecken på större höjningar av styrräntor inom den perioden.

Svårnavigerade utsikter

Men negativa korträntor så måste investerare ta någon typ av risk för att inte ges garanterat negativ avkastning framöver. Även om räntekurvans lutning har stigit under året och nu närmat sig historiskt goda premier, bedömer vi att kursrisken är betydande, även

vid en långsammare normalisering av obligationsräntorna. Vi förväntar oss dock inte kraftigt stigande obligationsräntor men anser inte att den typen av risk är mest attraktiv i dagsläget.

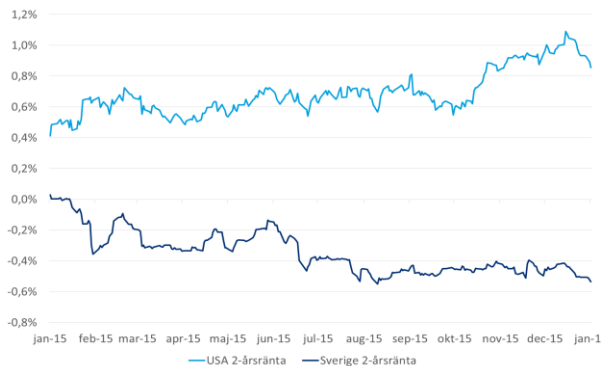
Vi har under andra halvåret haft en svag utveckling för företagskrediter. Det som främst kan uppfattas som problem med amerikanska krediter med exponering mot energi och råvaror har nu även givit avtryck i bredare mening inom kreditmarknader globalt sett. I skrivande stund är räntespreadarna inom energibolag i USA högre än under den värsta perioden under 2008. Räntespreaden för hela den amerikanska High Yield-marknaden är dessutom högre än 10-årsnittet. Vår bedömning av konjunkturen är att krediter har mer att ge i denna kreditscykel. Justerat för energirelaterade bolagskrediter, som idag alltså prissätts sämre än under 2008 och därmed har tagit höjd för mycket, ger en god årlig förräntningstakt. Även europeiska krediter har spreadat isär under hösten/vintern och ger god förräntningstakt utan att ha någon energiexponering av betydelse.

Sammantaget, om vi inte står för en stor och rejäl global recession, vilket vi inte bedömer att vi gör, har kreditmarknaderna både i USA och Europa tagit ut svängarna mycket och vi föredrar fortsatt den typen av risker i räntemarknaden. Förmodligen har den försämrade likviditeten i marknaderna till följd av ökade bankregleringar efter 2008 spelat en viss roll i höstens och vinterns utveckling.

Osäkerheten kring både lokalt konjunkturläge och kvaliteten i tillgångarna vad gäller tillväxtmarknadsobligationer gör att vi tycker tillgångsslaget är mindre intressant för tillfället. Dessutom brukar tillväxtmarknadsobligationer i hög grad samvariera med globalt risksentiment varför vi föredrar krediter från mer utvecklade regioner.

Räntemarknad

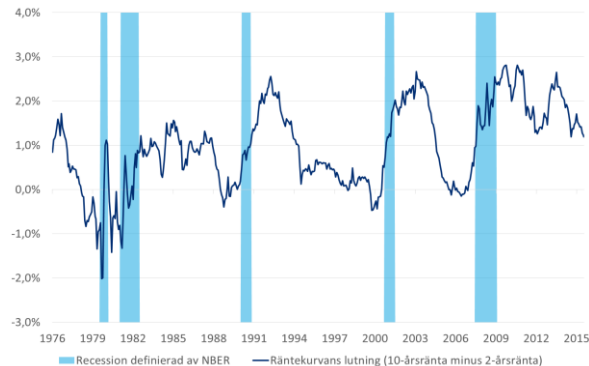
Divergerande räntepolitik – divergerande räntemarknad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I kölvattnet av räntehöjningar från Fed har amerikanska 2-årsräntor stigit successivt under året till över 1 procent vid årsskiftet. Svenska 2-årsräntor har däremot fallit än lägre i takt med sänkt styrränta och utökade stimulanser från Riksbanken.

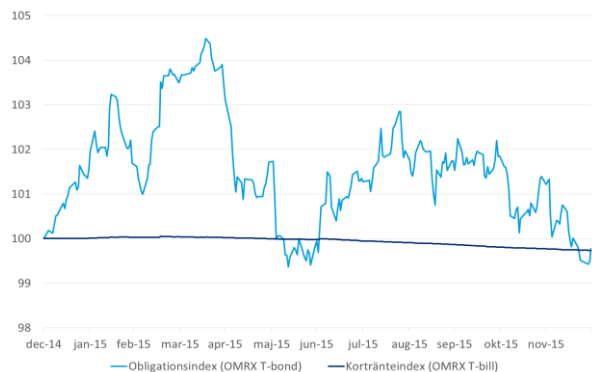
Amerikansk räntemarknad signalerar inte nalkande recession



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lutningen på räntekurvan, här exemplifierat som skillnaden i ränta mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer i USA, brukar vara en god konjunkturrell indikator. 10-årsräntorna har inte alls stigit i takt med kortare räntor och lutningen på kurvan har fallit tillbaka till strax över 1 procent.

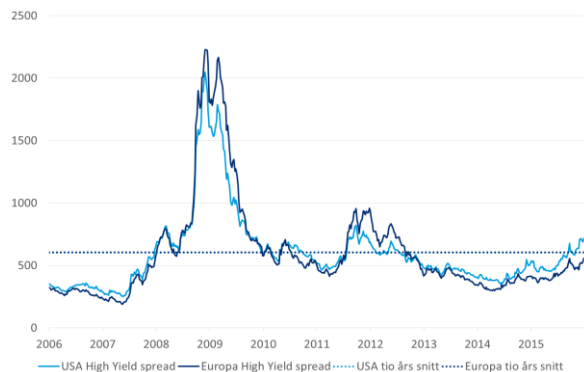
Negativ avkastning på både korta och långa räntepapper i fjol



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med negativ styrränta så är avkastningen på korta räntepapper garanterat negativ. Efter fjolårets svagt stigande marknadsräntor slutade avkastningen på långa obligationsindex även negativ.

Stigande kreditspreadar inom High Yield både i USA och Europa



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den amerikanska High Yield-marknaden har haft en svår period med relativt stor exponering mot energi och råvaror. Kreditspreaden är nu över det historiska tioårssnittet.

Alternativa placeringar

Olja och basmetaller

I takt med allt svagare konjunktur i Kina och viss global nedrevidering av tillväxttakten har både olja och råvaror generellt fortsatt att falla. Bara under fjärde kvartalet i fjol och hittills i år har oljepriset fallit med ytterligare en tredjedel efter svag utveckling under året fram till dess. Orsaken till det kraftiga fallet är dock inte på grund av en kraftigt minskad efterfrågan utan på grund av överutbud skapat främst av så kallad frackingteknik i USA. Överutbudet har accentuerats av att OPEC upprätthåller sin produktionskvot för att försvara marknadsandelar och prisrasen är ett faktum. Det låga oljepriset, 30 dollar per fat i skrivande stund, får till följd att stora utvinningsplatser är olönsamma och överutbudet kommer att korrigeras, frågan är bara till vilket pris. Inte ens vinterns ökade politiska spänningar mellan Iran och Saudiarabien har fått stopp på oljeprisrasen. Dock menar flera analytiker att det vi nu ser är återgången till det gamla normala, före tiden med fracking och hög skuldsättning, där oljepriset varierade mellan 10 och 40 dollar fatet, vilket passar väl in på våra bedömningar om en värld med lägre normal tillväxt, inflation och ränteläge framöver. Snabba och kraftiga fall i oljepriset får alltid stora effekter och även om kreditmarknaden i USA fallit ordentligt i takt med att fordringarna på energibolag blivit allt mer osäkra, är själva transfereringen från oljeproducenter till konsumenter den kanske viktigaste. Vi har hittills sett de direkta effekterna på producentsidan men väntar fortfarande på de ofta fördröjda konsumenteffekterna, framförallt i Europa och Asien som är stora nettokonsumenter.

Ädelmetaller

Ädelmetaller i allmänhet och guld i synnerhet har en viss särställning bland tillgångar globalt sett. Guld ses normalt sett som ett skydd mot inflation och pappersvalutor och brukar vara negativt korrelerad mot den amerikanska dollarn, precis som oljepriset. I en värld med allt starkare dollar så har guldpriset fortsatt sin kräftgång och guldet är nu nästan 10 procent billigare än vid årsskiftet 2014/2015. Beroende på dollarns utveckling framöver är utsikterna för guldpriset fortsatt dämpade. Om amerikanska Fed fortsätter sin räntehöjningsbana samtidigt som Europa, Japan och resten av Asien fortsätter sina stimulanser kan mycket väl dollarn

fortsätta att stärkas och guldet falla än mer. Men om Fed nu, än en gång precis som i september, är mer avvaktande på tveksam ekonomisk aktivitet i framförallt Kina, så kan mycket väl dollarförstärkningen vara över för denna gång och grunden för en stabilisering av guldpriset är på plats.

Hedgefonder

Det samlade hedgefondsindexet HFRX har haft det fortsatt svårt under hösten och vintern. Under årets sista kvartal och ett par veckor in i 2015 föll indexet med 2,3 procent vilket lägger ytterligare sordin på en sämre period under de senaste åren. Ser man på delindex/olika typer av hedgefondsinriktningar så är utvecklingen relativt likartade även om CTA (trendföljande) fonder klarat nedgången något bättre med en svagt positiv avkastning. Hedgefondsindustrin är inte heller immuna mot den globala lågräntemiljön. Den tidigare räntebufferten i exempelvis Long/short-hedgefonder är i bästa fall inte negativ vilket minskar avkastningskravet på hedgefonder generellt. Dessbättre verkar det som om våra nordiska hedgefonder klarar sig bättre i denna miljö och återigen utmärker sig våra nordiska förvaltare positivt i en internationell jämförelse. I en marknad som under andra halvan av 2015 och början av 2016 tydligt präglats av riskaversion så har flertalet hedgefondsstrategier problem att skapa avkastning. När korta räntor garanterar negativ avkastning, aversionen mot att ta ränterisk är stor och kreditspreadar går isär är det inte många fonder som lyckas skapa en vettig avkastning. CTA, eller trendföljande fonder, har dock möjligheten givet sin inriktning, men då kasten på marknaderna både har varit stora men framförallt snabba, har flertalet fonder negativ avkastning under fjolåret.

Alternativa placeringar

Konvertibler

Tillgångsslaget kombinerar potentialen hos aktier med stabiliteten hos obligationer och är något vi förespråkar har en plats i en portfölj, särskilt med ett långsiktigt perspektiv. Tillgångsklassen har levererat en god avkastning under fjolåret, särskilt med avseende på riskjusterad basis. Vi förespråkar dock alltid valutaskyddade investeringar för att undvika valutasvängningarnas påverkan som kan vara betydande. Den europeiska konvertibelmarknaden är klart större och mer välutvecklad än exempelvis den svenska och många centraleuropeiska investerare har en längre och större erfarenhet av denna typ av investeringar. Genom investering i exempelvis en europeisk eller en global konvertibelfond får man god riskjusterad exponering mot en bred korg av stabila bolag inom vitt skilda branscher, något man inte kan få genom konvertibler utgivna i Sverige.

Valutor

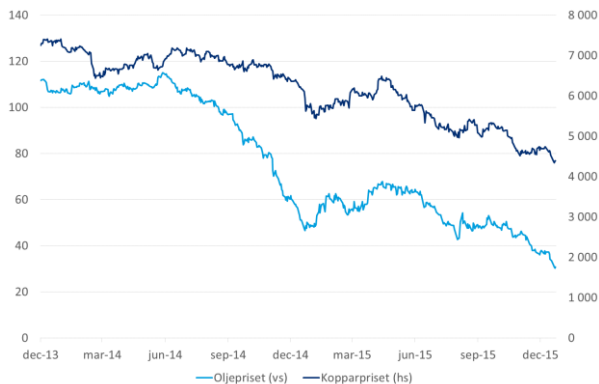
Valutor är något vi normalt sett inte rekommenderar att se som ett eget tillgångsslag men dock vill vi belysa vikten av valutorna på andra tillgångsslag. Ett exempel är dollarns betydelse på olika tillgångsslag och hur man uppfattar avkastning. Från ett amerikanskt perspektiv, med dollar som basvaluta, var 2015 ett förlorat år för investeringar i aktier men för oss svenskar, som bryr oss om avkastning i svenska kronor, innebär dollarförstärkningen att vi får tillgodose valutautvecklingen och aktiemarknadsutvecklingen var godkänd under fjolåret. Samma sak gäller andra tillgångsslag om man ser över historiska korrelationer där riskfyllda tillgångar normalt sett behöver en svagare dollar för att skapa god avkastning. Ser vi på historiska perioder med starkare dollar har få tillgångsslag presterat positiv avkastning medan under svagare dollarperioder är det svårt att hitta ett tillgångsslag som inte ger god avkastning. Med tanke på amerikanska Fed:s första räntehöjning på nästan 10 år nu i december är förstas den stora frågan om den starka dollartrenden nu ska ge vika och ge ytterligare stöd för aktie- och kreditmarknader, eller om omvärlden är i ett så pass svagt skick att den starka dollarn knäcker flertalet ekonomier, framförallt bland tillväxtmarknader. Vår bedömning är att den starka dollartrenden nu går mot sitt slut och att vi kan inleda slutfasen i den här delen av marknadscykeln med

fortsatt stigande börser, goda förutsättningar för kreditmarknader och hedgefonder. Till och med råvaror bör kunna hitta en botten i den här nya dollarmiljön. Till saken bör även noteras att efter en lång period med en stark amerikansk dollar så är nu stora delar av investerarkollektivet positionerade för ytterligare dollarförstärkning, särskilt efter Fed:s första räntehöjning. Det brukar ofta vara en kontraindikator vilket kan vara ytterligare ett stöd för en mindre stark dollar framöver.

Vad gäller direkta investeringar i valutor så är det något vi normalt sett inte förordar, däremot finns det stor anledning att nämna något om det kring investeringar i alternativa placeringar. För en svensk investerare, med svenska avkastning i svenska kronor som referens, förordar vi alltid investeringar i exempelvis fonder där investeringarna och fondens NAV är valutasäkrade i svenska kronor. God och stabil avkastning från en lågriskhedgefond, konvertibelfond eller en annan typ av alternativ investering kan annars på mycket kort tid snabbt raderas ut av valutakursförändringar. Att sen fonden i sig kan ha skapat avkastning från just förändringar i valutakurser är en annan sak och en del i förvaltningsfilosofin.

Alternativa placeringar

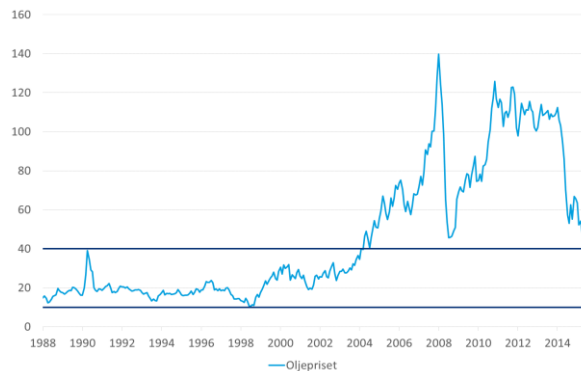
Fortsatta prisfall på råvaror



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Både olja och koppar uppvisar en dramatisk prisutveckling de senaste åren. Särskilt oljeprisfallet ger en omfattande värde- och inkomstöverföring från oljeproducerande ekonomier till oljekonsumerande, framförallt Europa och Asien.

Oljepriset tillbaka till det gamla normala?



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ser man till längre historik så är oljepriset nu tillbaka till det gamla normala mellan 10 och 40 dollar fatet.

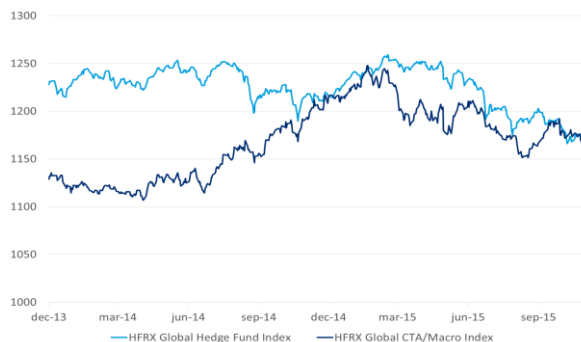
Stark dollar – fallande guldpris



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även ädelmetaller, såsom guldpriset, har fallit tillbaka under senare år i takt med en allt starkare amerikansk dollar.

Fortsatt motvind för hedgefonder globalt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

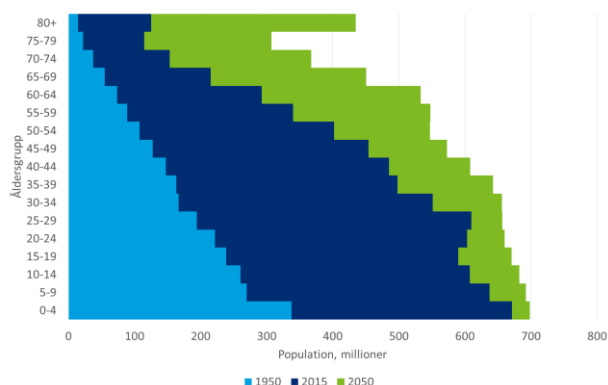
Globala hedgefondsindex som HFRX indikerar fortsatt motvind för hedgefonder som presterat ytterligare ett år med negativ avkastning. Trendföljande fonder (CTA) klarade hösten och vinterns turbulens något bättre.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

Tema: Påverkan från demografisk motvind

Ett aktuellt tema

I denna temadel avser vi att göra en genomgång av de förutsättningar som ges från utvecklingen av befolkningens mängden och se om denna har ett samband med utvecklingen i ekonomin och på värdepappersmarknaderna. Det är ett aktuellt tema med hänsyn taget till flera saker där bland annat förklaringar söks till påverkan på disinflationstrenden med lågräntemiljön som följd. Dessutom är prognoser kring befolkningsökningen kanske mer osäkra än någonsin där den stora flyktingströmmen till Europa förändrar bilden radikalt samtidigt som den stora invandringen till USA har minskat och fått amerikanska myndigheter att revidera ned sin prognos för befolkningsökningen fram till år 2050 med över 30 procent under de senaste sex åren. Även påverkan från "baby boomers" pensionering och Kinas framtida utmaning med nolltillväxt i befolkningens mängden till följd av den tidigare förda enbarnspolitikerna är utmaningar värda att ta hänsyn till. I Japan har de demografiska prövningarna länge legat högt på agendan med en snabbt åldrande befolkning, men för många andra länder är situationen liknande under de närmaste decennierna. Ovan effekter har redan lett till att befolkningspyramiden har intagit en annan form under de senaste 50 åren.



Vårt fokus ligger på arbetsmarknaden

Demografiska effekter kan delas upp i många delar och vi har i denna temadel inte möjlighet att ta hänsyn till alla aspekter. Eftersom vårt fokus ligger på ekonomiska samband har vi lagt stort fokus på arbetsmarknadens struktur. Potentiell tillväxt är en funktion av personer i arbetskraften, antalet timmar de arbetar och hur

produktiva de är. En ökad befolkningens mängd ger därför först god ekonomisk effekt om arbetsmarknaden fungerar väl och om exempelvis invandring genom god integration även ökar arbetskraftsdeltagandet. Det är än viktigare nu då produktivitetstillväxten inte längre är på samma höga nivåer som vi såg under de senaste 30 åren.

Många studier, men relativt små samband

Demografiska effekter på ekonomi och värdepappersmarknader har främst en långsiktig påverkan, där konjunkturcykler, politiska förutsättningar, råvarupriser, valutakursutvecklingar, aktiemarknadsvärderingar och andra faktorer kortsiktigt spelar en större roll. Som andra studier redan har visat är korrelationen mellan aktiemarknadens avkastning och befolkningsstrukturen relativt liten. Vi vill dock ändå i denna temadel redogöra för några av samband som kan finnas. Dessutom kan slutsatser i våra sammanställningar ge ett bra bidrag vid val av bland annat sektor- och regionval i investeringar.

Ökad försörjningsbörda i de flesta regionerna

Ett skäl till att demografins effekter på ekonomin är särskilt intressant idag är att vi befinner oss precis vid en gräns då vi går från en period med tydligt fallande nivå på försörjningsbördan till att se väntade öknings fram till år 2100. Skälet till detta är att antal personer i arbetsför ålder inte ökar i samma takt som personer utanför arbetsför ålder. Precis som befolkningstillväxten i stort har dessa båda åldersgrupper en fallande nivå i tillväxten, men fram tills idag har den arbetsföra befolkningen ökat i snabbare takt. I vår sammanställning av data, där vi främst använder oss utav FN:s prognoser för befolkningen, ser vi tydligt att denna effekt är större på utvecklade marknader och mycket större bland höginkomstländer. Faktiskt är det så att det över längre tid sett endast är Afrika som har en fallande nivå av försörjningsbördan medan utmaningar under de närmaste tio åren till stor del ligger i Nordamerika och Europa, men förändringstakten är som störst i Kina. Den afrikanska utvecklingen går främst att förklara med den kraftigt ökande befolkningstillväxten där prognosen idag är att drygt 80 procent av världens befolkningsökning fram till år 2100 sker i regionen.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

Ekonomisk påverkan

I vår studie av historisk demografisk struktur finner vi ett relativt gott samband mellan förändringen i personer i arbetskraften relativt de utanför och den årliga tillväxten i BNP. Sambandet, och även den tillgängliga statistiken, är som bäst i USA, men relativt bra även för andra utvecklade marknader, medan sambandet är som minst i Afrika som har en ung befolkning med många personer i arbetsför ålder, men där tillväxten har haltat under de senaste decennierna. Om vi lägger till prognosen för de närmaste decennierna kan vi göra en uppfattning kring hur tillväxten kan tänkas utvecklas framöver. Det bygger naturligtvis på att vi inte upplever en tydlig förändring av produktiviteten och det finns också många andra faktorer som påverkar. Historiken kan för denna typ av studier även uppfattas som relativt kort, men det är tydligt att det finns en demografisk motvind främst under det närmaste decenniet för USA och Europa men med störst utmaning för Asien. För USA:s del skulle den väntade tillväxten halka ned mot 2 procent medan den ur ett globalt perspektiv pekar på en smält anemisk tillväxt på 0-1 procent under de närmaste 30-40 åren. Europa ser ut att få en tydligt negativ koppling till tillväxten med en negativ tillväxt (djup recession) de närmaste fem åren, även om kurvan kan dras ut längre. Detsamma gäller Japan där trenden är fortsatt negativ. Sverige ser ut att tappa som mest just nu på grund av pensionering från stora efterkrigsbarnkullar, men påverkan från immigrationen är stor, varför vi har valt att belysa detta i ett separat avsnitt.

För att säkerställa och ge stöd för vår tes om att andelen i arbetsför ålder har en stor påverkan har vi även gjort en jämförelse med utvecklingen för den reala BNP-tillväxten per capita i både Japan och USA. Där har vi separerat utvecklingen för den totala befolkningen och för den i arbetsför ålder. Resultatet visar tydligt att skillnaden i Japan mellan dessa två är stor på grund av den allt äldre befolkningsstrukturen. Den japanska BNP-utvecklingen per capita räknat endast på personer i arbetsför ålder har under det senaste decenniet utvecklats relativt stabilt medan utvecklingen för den totala befolkningen är mer sidledes.

Potentiell påverkan av flyktingströmmen till Sverige

Som tidigare nämnt finns flertalet faktorer som kan påverka ovan prognoser relativt kraftigt. Flyktingströmmen är en sådan, där antalet asylsökande under föregående år ökade kraftigt till Sverige och där prognosen är att uppemot 1 miljon asylsökande når Sverige fram till år 2020. Under de senaste decennierna har snittet per år varit cirka 30 000 personer och i FN:s prognoser är inte hänsyn taget till denna väntade kraftiga ökning. I våra antaganden har vi räknat med att 100 000 personer ytterligare förutom de som idag finns i FN:s prognos kommer att ansöka om asyl till Sverige. Det skulle innebära färre personer än under föregående år, men samtidigt drar vi ut denna trend de kommande tio åren. Vi räknar med två olika utfall för att hitta de mest extrema nivåerna: 1, 100 procent integration på arbetsmarknaden och 2, 100 procent ökning av försörjningsbördan. Påverkan på den totala befolkningen blir rätt kraftig, men effekterna blir större om man ser på uppdelningen av personer i arbetsför ålder och personer utanför arbetskraften. Vårt antagande ger att tillväxten i befolkningsmängden dubblas och det skulle till stor del radera ut motvinden från den naturliga demografin. Breakeven-nivån för detta är cirka 75 000 personer per år om dessa till 100 procent skulle kunna integreras på arbetsmarknaden. Skulle däremot 0 procent integreras blir inte bara den demografiska situationen sämre utan förlängs också i tiden. Givet sambandet med den ekonomiska tillväxten så bör full insats göras på att få åldersmässigt arbetsföra personer i arbete. Misslyckas man med detta kan det få stor tillväxtmässig negativ påverkan (en indikation på detta fås genom att läsa av vår graf på sid 46) men om man lyckas kan det motverka eller till och med förbättra de demografiska motvindarna.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

Påverkan på värdepappersmarknaderna

Som tidigare nämnt har det gjorts ett antal studier kring detta. Kortsiktigt finns det i princip inga samband och mycket av marknadsdata sträcker sig inte tillräckligt långt för att göra en intressant studie. Ett skäl till detta är bland annat att centralbanker inte tar hänsyn till denna typ av långsiktiga faktorer. Men vi anser att det finns relativt god grund för att de fallande marknadsräntorna under de senaste 30 åren har sin grund i en globalt fallande förändringstakt i både befolkningstillväxt, men även inom andelen i arbetsför ålder i förhållande till total befolkning. Då vi inte ser en ökning av ökningstakten av vare sig total befolkning eller av andelen arbetsför befolkning kan vi räkna med låga räntor under längre tid framöver. Givet antagandet att den potentiella tillväxten är antalet arbetade timmar multiplicerat med antal arbetare och deras produktivitet så måste produktiviteten öka ordentligt framöver för att kompensera demografiskt bortfall. Endast då bör tillväxt och långa räntor stiga ordentligt igen. Givet detta förväntar vi oss även en förhöjd värderingsmultiplikator på mer riskfyllda tillgångar som aktier och fastigheter och jämförelsen med nyckeltal under de senaste åren är av mindre relevans. Avseende aktiemarknadens utveckling finns ett visst samband med den globala befolkningens kvot av personer i arbetsför ålder och av personer utanför detta. Men avvikelserna är också under många år mycket stora och vi lägger inte alltför stor vikt vid denna parameter. Skulle man dock dra ut trenden så ger demografin en tydlig motvind även för aktiemarknaden.

Slutsatser och andra faktorer som bör beaktas

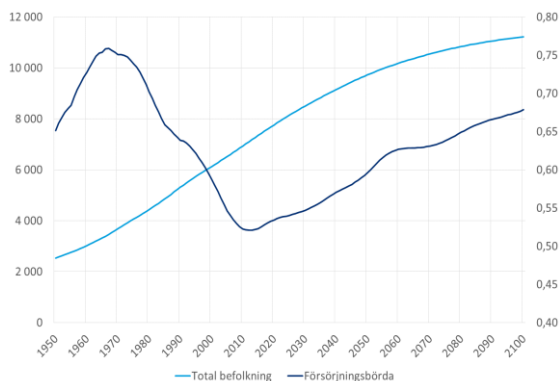
Sammanfattningsvis ser vi att den ekonomiska utvecklingen delvis påverkas av demografiska förändringar, där personer i arbetsför ålder relativt personer utanför är nyckeln till att hitta samband. Det finns studier som pekar på ett större samband om man enbart tittar på det som kallas "prime savers", det vill säga personer i åldern 40-65 år. Det är inom detta ålderssegment som konsumtions- och sparandemönster är mest tydliga. Vi har i vår sammanställning pekat på potentiellt stora effekter från flyktingströmmar. En ännu relativt liten påverkan, men med potentiellt långtgående effekter, är utvecklingen inom automatisering med ökad

produktivitet som följd och därmed också en stabilisering av de demografiska motvindarna. En annan viktig aspekt är att se på förutsättningarna för infrastrukturen, näst efter integrering på arbetsmarknaden är detta en faktor som tydlig kan påverka produktiviteten om det skapas flaskhalsar. Som tidigare nämnt kan de demografiska förutsättningarna också ge en stor påverkan på sektorer där hälsovård blir allt viktigare både för att hålla den låga andelen arbetande friska men också för att ta hand om en alltmer åldrande befolkning. Andra intressanta sektorer kan vara informationsteknik med fokus på automation, medan det är tydligt att industri och råvaror kan fortsätta utvecklas negativt och där vi ser en fortsatt utmaning i bristen på att det inte finns någon som kan ta över stafettpinnen efter Kinas stora råvaruefterfrågan under de senaste 30 åren.

Vi har redan skrivit om faktorer vi inte har tagit hänsyn till och det finns även viss osäkerhet i FN:s prognos förutom immigrationens påverkan. Den förväntade livslängden ökar markant och det kan framöver också bli större förändringar på pensionsålder, kanske inte minst i USA där de stigande kostnaderna för äldreomsorgen är ett stort tema. Dessutom kan incitament skapas såsom att pensionssparande gynnas mer vilket i sin tur skulle kunna öka flöden till värdepappersmarknader. Man kan också tänka sig att den kinesiska staten presenterar incitament för att öka barnafödandet, om det visar sig att den avskaffade enbarnspolitiken inte ger önskad effekt. Ett annat sätt är naturligtvis ökad automatisering, där vi bland annat ser att antalet robotar i Kina ökar i mycket större takt än på utvecklade marknader.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

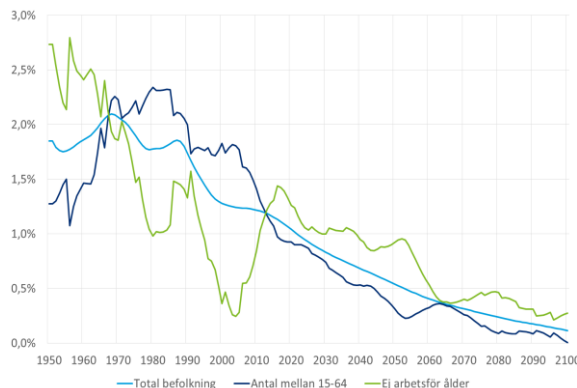
Global befolkningsmängd och försörjningsbördan



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Världens globala befolkning växer på men ålderssammansättningen ändras snabbt. Med en förväntat avtagande tillväxttakt i befolkningen kommer fler äldre att förändra försörjningsbördan från och med idag och över hela prognosperioden.

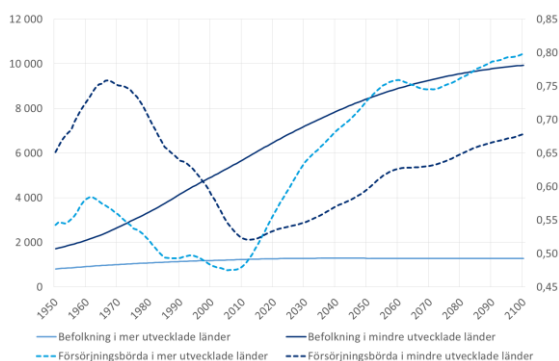
Årlig tillväxttakt fördelat på ålderskategorier och totalt



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Ökningstakten av den globala befolkningen har närmast halverats under de senaste 40 till 50 åren.

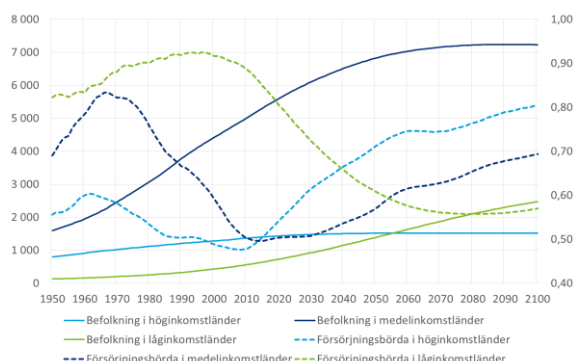
Skillnader inom mer och mindre utvecklade länder



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Befolkningen förväntas inte öka bland mer utvecklade länder. Försörjningsbördan ökar för både mer och mindre utvecklade länder, även om utvecklingen är mycket kraftigare bland mer utvecklade länder.

Skillnader inom hög-, medel- och låginkomstländer

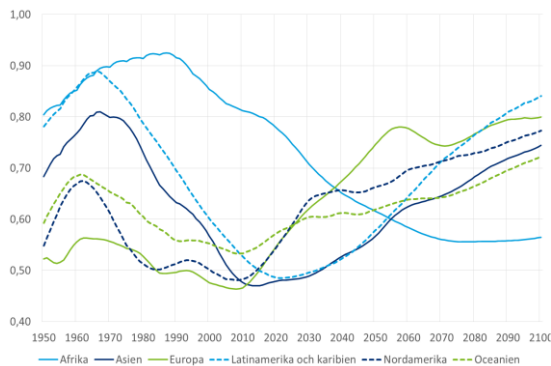


Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Ser man till skillnader mellan olika inkomstgrupperade länder så träder en annan bild fram och då faller försörjningsbördan för låginkomstländerna.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

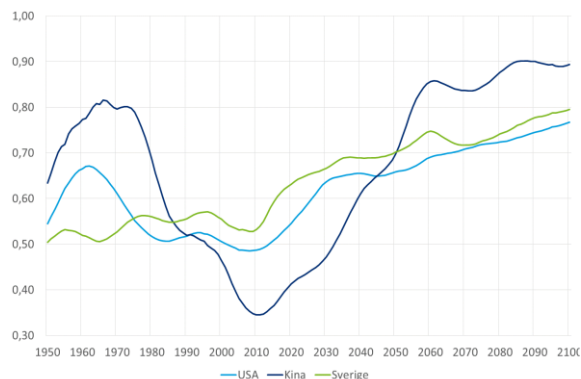
Försörjningsbördan i olika regioner



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Vid en regional uppdelning så stiger försörjningsbördan för samtliga regioner förutom i Afrika, där även de flesta låginkomstländer huserar.

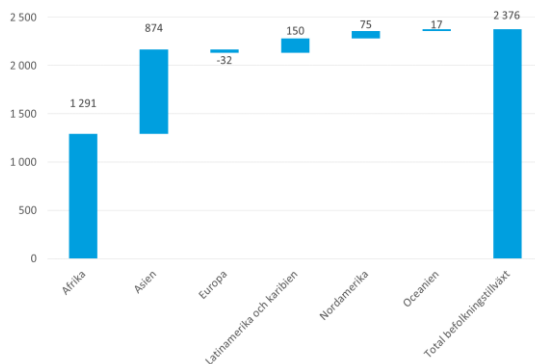
Kina står inför stora utmaningar



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Även om försörjningsbördan i exempelvis USA och Sverige antas stiga så är situationen i Kina märkbart stor i sviterna efter enbarnspolitiken som påverkat den demografiska strukturen i landet.

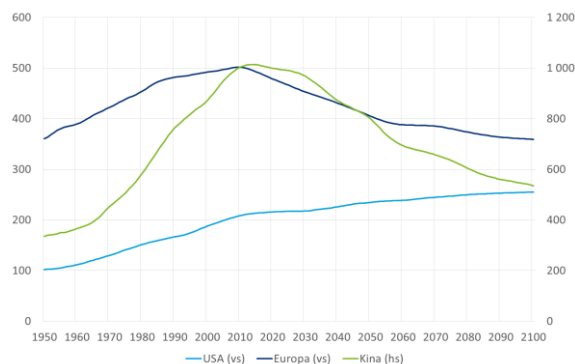
Prognostiserad befolkningsökning fram till år 2050



Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Fram till år 2050 förväntas världens befolkning öka med nästan 2,4 miljarder människor, varav 91 procent av ökningen väntas komma från Afrika och Asien. Ser man till år 2100 förväntas en stor del av hela ökningen komma från Afrika.

Antal människor inom den arbetsföra befolkningen

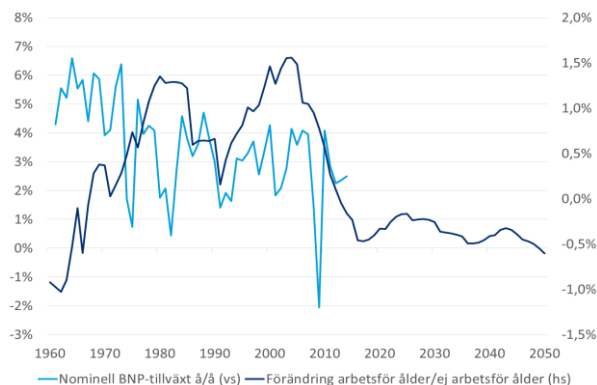


Källa: FN World Population Prospects 2015, Söderberg & Partners

Ser man bara till faktiska antalet personer i arbetsför ålder så sticker USA ut positivt med en stigande befolkning under prognosperioden. I både Europa och Kina väntas antalet personer falla i absoluta tal.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

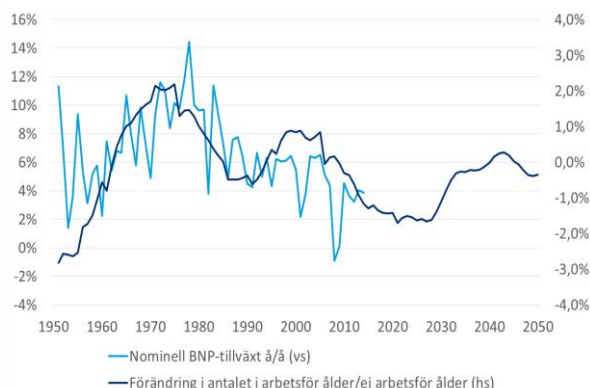
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Globalt



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Den demografiska sammansättningen kan förstås ensamt inte förklara ekonomisk utveckling, men visst samband finns mellan global tillväxt och andelen i arbetsför ålder. På global basis kan vi i så fall förvänta oss en längre period av lägre nominell tillväxttakt än historiskt.

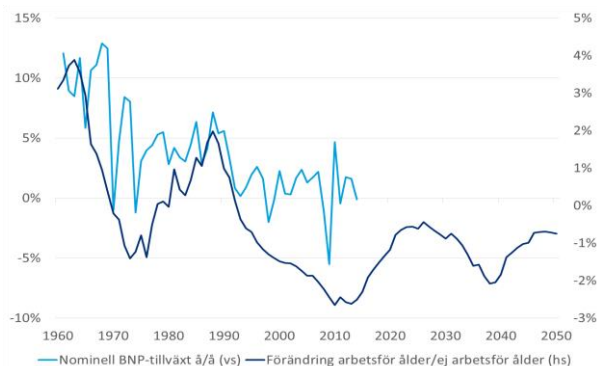
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - USA



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Även amerikansk tillväxt kan förväntas hållas på en lägre nivå framöver även om landets demografiska struktur inte alls är lika dålig som på flera andra håll i världen.

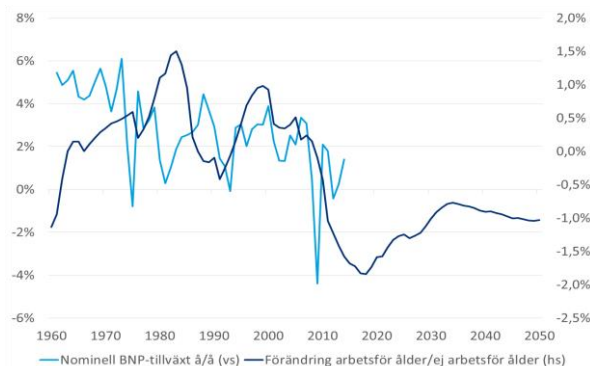
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Japan



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Japans demografiska motvind har varit omskriven länge där landets andel arbetsföra befolkning har fallit i närmare 30 år.

BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Europa

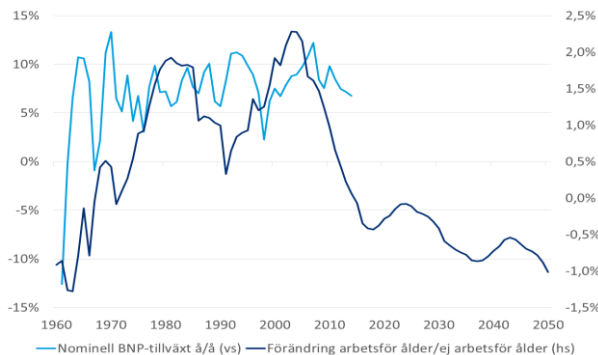


Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Europeisk demografi har länge varit dålig i de södra delarna medan nu även de centrala delarna, med Tyskland i spetsen, och även de nordligare länderna, pekar på fallande tillväxttakt framöver.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

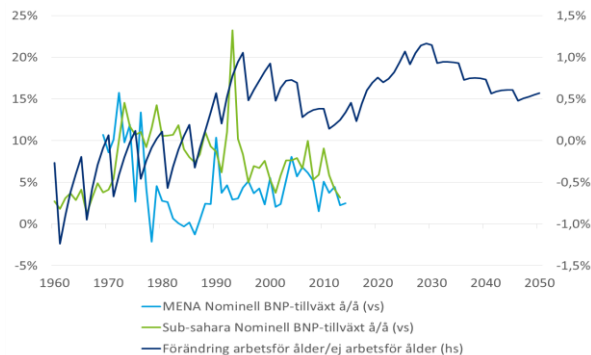
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Asien



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Om de ekonomiska relationerna förväntas hålla även för Asien så ser framtiden inte alls speciellt ljus ut med en kraftigt fallande andel i arbetsför ålder.

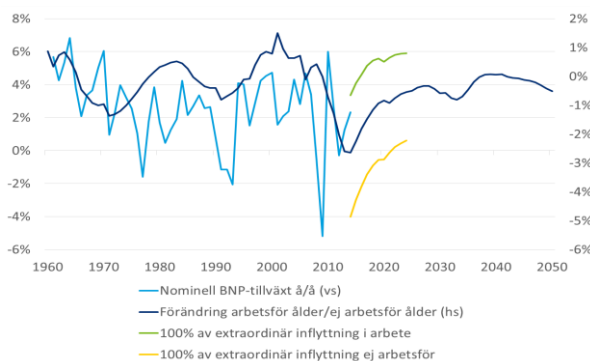
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Afrika



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Afrika verkar inte alls följa det historiska mönstret och det är den enda region som förväntas få en positiv effekt från den demografiska sammansättningen.

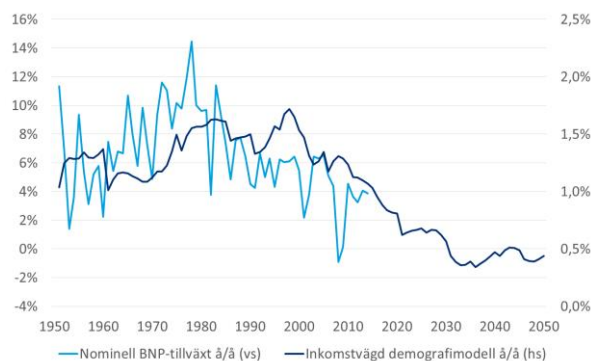
BNP-tillväxt och demografisk fördelning - Sverige



Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Även om andelen i arbetsför ålder i Sverige faller så faller de mindre under de närmaste 15 åren. FNs prognoser inkluderar immigrationsbedömningar men de har inte uppdaterats för att spegla dagens situation. För att belysa påverkan på demografien har vi antagit 100.000 immigranter extra per år i 10 år och pekat på vikten av integrering (grön och gul linje i diagrammet ovan).

Demografimodell USA, inkomstvåg

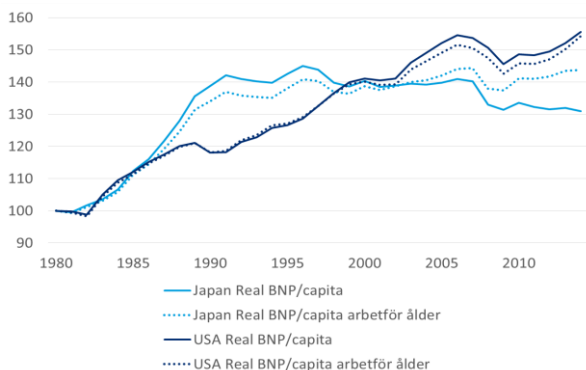


Källa: FN World Population Prospects 2015, Världsbanken, S&P

Då inkomster varierar stort mellan olika åldersgrupper har vi genom att väga inkomstfördelningen i USA med den demografiska fördelningen över tid, vilket förbättrar modellen vad gäller jämförelse med ekonomisk utveckling.

Tema: Påverkan från demografisk motvind

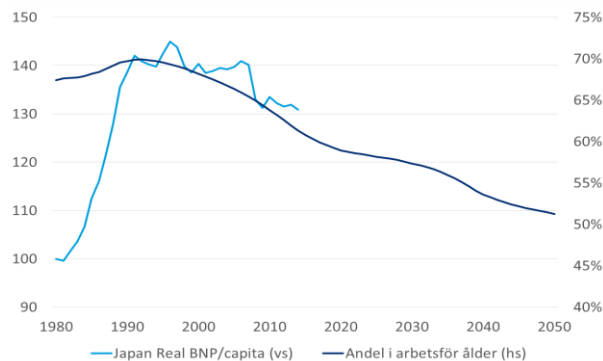
Jämförelse Japan/USA



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Den demografiska sammansättningen har påverkat exempelvis Japan stort. Real BNP-tillväxt per capita har varit godkänd under landets 25-åriga ökenvandring i termer av tillväxt.

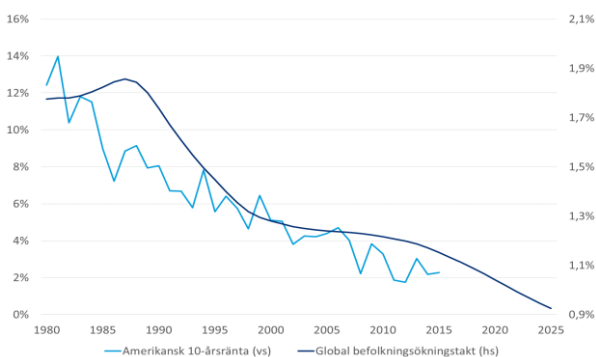
Japan



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Visst samband kan även skönjas mellan andelen i arbetsför ålder i Japan och den reala BNP-tillväxten per capita.

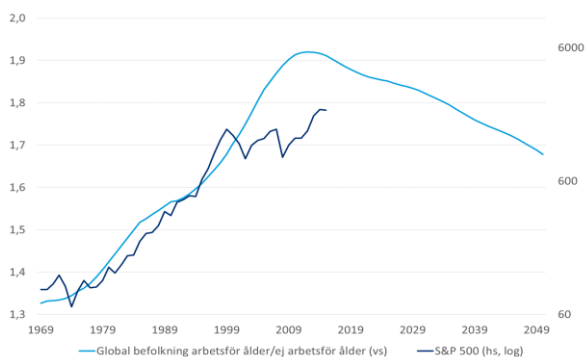
Viss påverkan på räntemarknad



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Visst samband har försökts dokumenteras mellan befolkningstillväxt och räntenivåer. I en värld med långsammare befolkningstillväxt så bör BNP-tillväxten mattas av och då även den långa räntenivån, ovan illustrerat av amerikansk 10-årsränta.

Påverkan aktiemarknad kan antas vara liten



Källa: FN World Population Prospects 2015, Bloomberg, S&P

Påverkan på börserna kan antas vara relativt liten där det finns många fler faktorer som påverkar. Över riktigt lång sikt borde dock samband kunna skönjas då den ekonomiska aktiviteten bör falla ner till lägre nivåer under lång tid på grund av försämrade demografiska utsikter.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	2,1	-1,2	0,5	5,0	-456,6	-2,5	2,6
Europa	1,6	1,1	0,2	10,5	345,7	3,0	-2,1
Tyskland	1,7	e.m.	0,3	6,3	279,0	8,1	0,7
Frankrike	1,1	2,8	0,2	10,1	3,5	-0,3	-4,1
Storbritannien	2,1	1,0	0,1	5,2	-134,2	-4,4	-4,4
Sverige	3,9	6,2	0,1	6,2	31,8	6,3	-1,2
Japan	1,6	1,6	0,3	3,3	131,5	3,3	-6,8
Ryssland	-4,1	-3,5	12,9	5,8	67,1	5,2	-2,8
Hongkong	2,3	-1,9	2,4	3,3	9,3	2,8	n.a.
Kina	6,9	6,2	1,6	4,1	275,9	3,0	-2,7
Indien	7,4	-3,2	5,6	4,9	-22,7	-1,1	-3,8
Brasilien	-4,5	-12,4	10,7	7,5	-68,0	-3,7	-6,0

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	0,25-0,50	2,1	321,4	0,8	19,0	14,9
Europa	0,05		513,9	0,3	15,5	18,8
Tyskland	0,05	0,6	80,9	-0,2	12,9	21,5
Frankrike	0,05	0,9	66,6	0,4	18,7	18,7
Storbritannien	0,50	1,7	64,1	0,5	17,4	17,7
Sverige	-0,35	0,8	9,8	0,8	17,1	20,0
Japan	0,10	0,2	126,9	-0,2	13,1	26,6
Ryssland	11,00	10,7	142,4	0,0	16,7	13,6
Hongkong	0,50	1,5	7,1	0,4	12,1	15,3
Kina	4,35	2,8	1367,5	0,5	17,1	10,0
Indien	6,75	7,8	1251,7	1,2	28,1	6,0
Brasilien	14,25	16,3	204,3	0,8	23,3	7,8

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2015	P/E 2016	Vinsttillväxt 2015 %	Vinsttillväxt 2016 %	Direktavkastning 2015 %
USA	18,1	15,4	-6,0	17,5	2,3
Europa	14,3	12,7	3,0	5,1	3,7
Tyskland	11,8	10,7	4,4	9,4	3,2
Frankrike	14,0	12,6	9,5	11,1	3,1
Storbritannien	14,0	12,3	-15,5	2,9	4,3
Sverige	13,9	13,9	8,2	7,4	4,4
Japan	14,6	13,0	12,4	9,4	2,1
Ryssland	5,2	4,8	-15,0	9,0	6,1
Hongkong	9,7	9,5	-9,1	1,8	4,1
Kina	12,5	11,5	12,9	9,3	2,3
Indien	17,4	14,9	4,4	16,8	1,6
Brasilien	11,0	9,3	-10,0	18,0	5,4
Världen	15,5	14,6	0,2	6,3	2,9
Tillväxtmarknader	11,0	10,4	5,7	5,7	3,5

Utveckling finansiella marknader

Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	-2,2	-6,2	-7,4	-11,6	-7,0	26,6	-8,0
Nasdaq	NASDAQ Comp	-3,5	-9,1	-8,3	-14,2	-3,8	42,8	-10,6

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-6,2	-11,6	-11,4	-21,8	-11,1	6,4	-11,8
London	FTSE100	-4,5	-5,9	-10,3	-16,1	-14,0	-7,5	-8,8
Frankfurt	Dax30	-5,9	-11,6	-7,6	-20,1	-8,6	21,7	-12,7
Paris	CAC40	-6,1	-10,9	-11,8	-19,8	-7,3	10,2	-11,1
Stockholm	OMXSPI	-5,2	-9,3	-8,8	-17,0	-7,0	26,8	-11,0
Stockholm 30	OMXS30	-4,7	-8,8	-11,5	-21,5	-13,0	14,3	-10,3

Japan

Tokyo	Topix100	-7,2	-12,9	-10,7	-19,5	-4,2	46,9	-13,5
-------	----------	------	-------	-------	-------	------	------	-------

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-8,8	-17,4	-27,8	-29,8	-16,4	-60,6	-16,4
Kina	MSCI China 10/40	-0,3	-11,5	-18,1	-25,0	-20,6	-20,3	-12,0
Hongkong	Hang Seng	-5,3	-13,2	-17,8	-25,7	-21,1	-20,0	-13,8
Sydkorea	MSCI Korea	-1,2	-5,3	-6,3	-5,3	-6,9	-12,0	-4,2
Indien	Bombay100	-3,9	-6,4	-11,7	-15,2	-15,6	20,8	-8,6
Brasil	Bovespa	-4,2	-15,0	-20,8	-27,7	-22,1	-39,8	-13,9
Mexiko	Bolsa	-0,5	-5,0	-8,6	-10,4	-2,3	-9,7	-5,0
Sydafrika	MSCI South Africa	-2,6	-5,2	-13,6	-16,3	-10,0	14,5	-7,9

Världsindeks (USD)

Världen	MSCI World Index	-1,5	-6,9	-9,4	-14,7	-9,8	9,5	-8,6
---------	------------------	------	------	------	-------	------	-----	------

Nominella Räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2016
Sverige 3m	-0,45	-0,45	-0,44	-0,41	-0,46	-0,45
Sverige 2 år	-0,51	-0,51	-0,46	-0,43	-0,38	-0,44
Sverige 5 år	0,05	0,12	0,24	0,10	0,17	0,30
Sverige 10 år	0,74	0,81	0,96	0,74	0,81	1,00
USA 3m	0,20	0,21	0,15	0,10	0,02	0,12
USA 2 år	0,83	0,91	0,95	0,63	0,71	1,05
USA 5 år	1,42	1,53	1,68	1,39	1,71	1,76
USA 10 år	1,98	2,09	2,20	2,07	2,37	2,27
EMU 3m	-0,14	-0,14	-0,13	-0,05	-0,02	-0,13
EMU 2 år	-0,41	-0,38	-0,35	-0,24	-0,22	-0,35
EMU 5 år	-0,19	-0,13	-0,10	0,01	0,11	-0,05
EMU 10 år	0,50	0,57	0,55	0,63	0,76	0,63
Japan 10 år	0,22	0,20	0,27	0,31	0,43	0,27

Styrräntor (%)	Idag
Riksbanken	-0,35
FED	0,50
ECB	0,05

Övrigt	Idag
Stibor 90dgr	-0,29

SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	-1,7	-5,4	-4,2	-12,2	-2,2	26,2	-6,4
Nasdaq	NASDAQ Comp	-3,0	-8,3	-5,1	-14,8	1,0	42,4	-9,1

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-5,5	-10,9	-12,3	-21,7	-12,2	5,2	-9,9
London	FTSE100	-5,7	-10,1	-15,6	-25,7	-16,0	-4,8	-11,2
Frankfurt	Dax30	-5,2	-11,0	-8,5	-20,1	-9,7	20,5	-10,9
Paris	CAC40	-5,4	-10,2	-12,6	-19,8	-8,3	9,0	-9,2
Stockholm	OMXSPI	-5,2	-9,3	-8,8	-17,0	-7,0	26,8	-11,0
Stockholm 30	OMXS30	-4,7	-8,8	-11,5	-21,5	-13,0	14,3	-10,3

Japan

Tokyo	Topix100	-5,8	-8,3	-4,7	-13,7	2,5	24,3	-8,9
-------	----------	------	------	------	-------	-----	------	------

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-8,3	-16,6	-24,6	-30,4	-11,5	-60,9	-14,9
Kina	MSCI China 10/40	0,1	-12,3	-18,6	-31,2	-21,6	-14,0	-11,9
Hongkong	Hang Seng	-4,8	-13,9	-18,3	-31,9	-22,1	-13,7	-13,7
Sydkorea	MSCI Korea	-2,6	-8,1	-10,5	-12,0	-13,5	-6,7	-7,0
Indien	Bombay100	-5,0	-8,2	-13,1	-22,2	-20,3	-5,1	-9,8
Brasil	Bovespa	-5,4	-16,0	-22,0	-49,9	-55,0	-68,8	-15,6
Mexiko	Bolsa	-2,5	-11,0	-15,7	-24,0	-18,7	-18,7	-10,2
Sydafrika	MSCI South Africa	-3,4	-14,4	-31,8	-42,6	-37,6	-19,2	-14,4

Världsindeks (SEK)

Världen	MSCI World Index	-1,1	-6,2	-6,2	-15,3	-4,9	9,1	-7,0
---------	------------------	------	------	------	-------	------	-----	------

Valutor (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
EURUSD	1,09	0,2	-0,1	-3,9	0,7	-5,6	0,4
USDSEK	8,57	0,5	0,8	3,2	-0,6	4,8	1,5
EURSEK	9,34	0,7	0,6	-0,9	0,1	-1,1	1,9
GBPSEK	12,14	-1,2	-4,1	-5,4	-9,6	-2,0	-2,5
JPYSEK	7,34	1,3	4,6	6,0	5,8	6,7	4,5
NOKSEK	0,97	-0,2	-0,3	-5,6	-7,9	-9,4	1,1
DKKSEK	1,25	0,7	0,6	-0,9	0,0	-1,4	1,8
CNYSEK	1,30	0,4	-0,7	-0,5	-6,2	-1,0	0,1
KRWSEK	0,01	-1,4	-2,8	-4,1	-6,7	-6,7	-2,8
INRSEK	0,13	-1,1	-1,8	-1,3	-7,0	-4,8	-1,3
BRLSEK	2,10	-1,2	-0,9	-1,3	-22,2	-32,9	-1,6
MXNSEK	0,47	-2,0	-6,1	-7,1	-13,6	-16,5	-5,2
ZARSEK	0,51	-0,8	-9,2	-18,2	-26,3	-27,6	-6,5

Råvaror (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
Zink	1506,3	3,6	0,6	-14,8	-26,7	-27,4	-5,4
Koppar	4414,8	1,7	-5,8	-15,2	-19,1	-22,7	-6,2
Guld	1098,2	0,4	3,0	-6,6	0,1	-15,2	3,5
Olja (Brent)	27,7	-8,5	-24,8	-43,1	-51,1	-42,2	-25,6
Olja (WTI Crude)	27,4	-10,0	-24,0	-42,5	-48,4	-49,1	-26,0

Volatilitet (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
VIX (USA)	26,1	7,2	25,8	65,4	112,7	31,0	43,1
VDAX (Tyskland)	28,3	6,3	29,6	42,6	63,4	23,9	33,9

Om Söderberg & Partners

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

Viktig information

Denna analys 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. 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.

Söderberg & Partners hantering av intressekonflikter inom investeringsrekommendationer är central och bolaget har antagit interna riktlinjer för att garantera integritet och oberoende 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. Om den som utarbetat eller ansvarar för rekommendationen eller någon närstående juridisk person har ett väsentligt intresse i det finansiella instrument som rekommendationen avser anges detta tydligt i analysen. Vid osäkerhet i fråga om intressekonflikter skall frågan tas upp till den verkställande direktörens behandling.