



September 2015

Strategirapport

"I'm forever blowing bubbles"*

** Sång från en Broadwaymusikal senare dedikerad till fotbollsklubben West Ham United, men kanske också applicerbar på alltfjämt stimulerande centralbanker*

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	35
 Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?	 38
 Appendix	 45

Denna rapport publicerades den 24 september 2015 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



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

Sammanfattning och rekommenderad portföljallokering

Strategi & Marknadssyn

Vad sade vi sist?

I den senaste strategirapporten gjordes endast marginella förändringar. Avseende tillgångsklasser rekommenderade vi fortsatt en neutral syn på aktiemarknaden med en övervikt mot utvecklade marknader och en undervikt mot tillväxtmarknader. Vi föredrog en ökad kreditrisk framför ränterisk inom räntedelen, där vi fortsatt såg större risker för obligationer med långa löptider medan starka balansräkningar i bolagen bedömdes kunna gynna obligationer med lägre rating. Alternativa investeringar var den prioriterade tillgångsklassen, där förutsättningarna för både hedgefonder, private equity och fastigheter ansågs kunna vara fortsatt goda. Marginella förändringar skedde i vår regionsyn. Vi lyfte fram två kortsiktiga risker, där en var ett oväntat agerande från den amerikanska centralbanken och den andra försämrade utsikter för den kinesiska tillväxten, vilka båda materialiserats på senare tid.

Vad har förändrats sedan dess?

Vår grundläggande investeringsfilosofi har varit att övervikta de regioner där penningpolitiken är stimulativ. Det gör att vi har haft en positiv syn på Japan, Europa och Sverige medan vi har sett att den amerikanska konjunkturen är inne i ett senare skede och där centralbanken bör närma sig en räntehöjningscykel. Vårt huvudscenario har därför varit att Federal Reserve höjer räntan i september och att detta för med sig fortsatt god konjunktur och aktiemarknad, men främst i andra regioner än den amerikanska. Centralbankens avsikter har också under sommaren givit allt större avtryck i tillväxtmarknadernas förutsättningar. Skuldsituationen och de skilda utgångspunkterna för marknaderna har bland annat lett till större oro för den brasilianska konjunkturen medan osäkerheten i Kina framförallt har varit en följd av en punkterad börsbubbla och ett försämrat sentiment. Oron för Grekland har avtagit markant och indikatorer i Europa visar på fortsatta förbättringar, men många av de grundläggande problemen kvarstår. Det gäller inte minst det disinflationistiska tryck som sprider sig från ett försvagat Kina och ånyo mycket lägre oljepriser.

Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Under sommaren har de globala

tillväxtförväntningarna inte ändrats markant. USA är dragloket och återhämtningen i Europa fortsätter med Spanien som främsta ljuspunkt. Centralbanker är fortsatt stimulativa och sentimentsindikatorer pekar på förbättrad tillväxt om än i låg takt. På tillväxtmarknaderna har dock situationen förvärrats, makrostatistik i Kina försämrats och förtroendet sjunker när börserna faller. Den brasilianska ekonomin uppvisar allt sämre siffror och även i Ryssland och på andra marknader väntas den svaga trenden bestå. Vinstprognoser har under året reviderats ned och den väntade tillväxten i börsbolagen är mycket låg. Aktiekurserna har dock fallit i än större utsträckning vilket gör att värderingen nu, till skillnad från vid tidpunkten för vår förra strategirapport, inte alls är lika ansträngd. På de flesta marknader ligger nyckeltal nära historiskt snitt och i vissa fall även under snittet. I Japan ser vi det bästa vinstsentimentet med bolag som uppvisar allt bättre utveckling samtidigt som konjunkturen är alltjämt svag.

Summering av vår syn

De långsiktiga argumenten för en relativ positiv syn på aktier mot räntor kvarstår med bland annat en hög direktavkastning och valutadoping på flera marknader. Vi ser fortsatt att alternativa tillgångsklasser bör gynnas mest i lågräntemiljön med attraktiva finansieringsmöjligheter och bredare placeringsunivers. Vi anser att vi har kommit långt i konjunkturcykeln, främst i USA, men att det samtidigt bör finnas en period kvar innan vi når en tydligare avmattningsfas. Inledningen av en räntehöjningsfas brukar normalt vara för tidigt att kliva av riskfyllda tillgångar.

Håll koll på detta framöver

Makrostatistik på de utvecklade marknaderna kommer att vara de främsta riktningssyftena för börserna. Dels har sommarens oro på den kinesiska marknaden ännu inte givit några tydliga avtryck i den hittills presenterade statistiken och dels är den amerikanska centralbanken ytterst "databeroende". Vi är oroade över att osäkerheten kan bestå så länge inte räntehöjningscykeln inleds. Det är också av stor vikt att den europeiska återhämtningen fortsätter på inslagen väg.

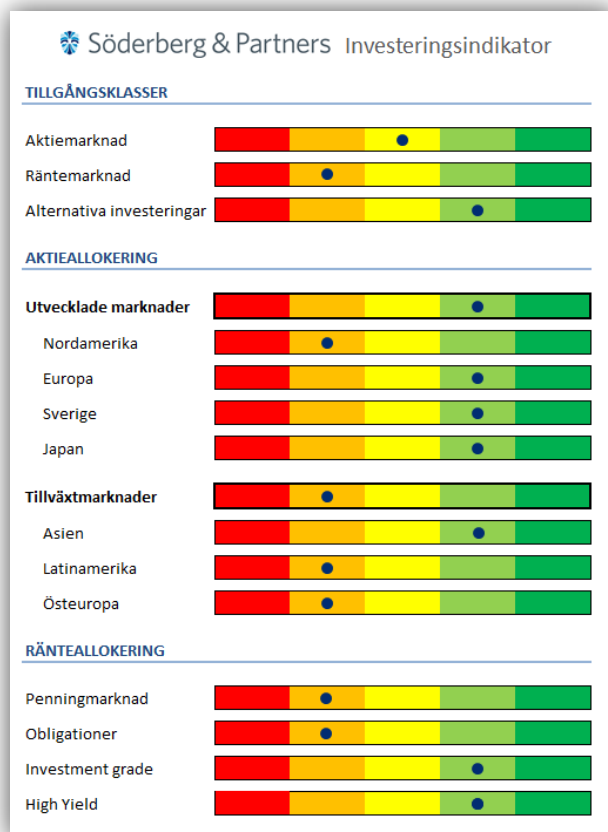
Strategi & Marknadssyn

Rekommenderad tillgångsklassfördelning

Vi rekommenderar fortsatt en neutral allokering mot aktiemarknaden. I samband med förra strategirapporten innebar detta för flertalet portföljer en nedviktnings på grund av den övervikt som den goda börsutvecklingen medfört. Till viss del kan en strategisk vikt därmed idag innebära en uppviktnings av aktieandelen, efter en tids svagare marknadstrend. Vårt huvudspår har varit en något mer optimistisk syn när väl räntehöjningscykeln i USA har inletts. Den senaste tidens händelser har dock lett till ökad osäkerhet och det finns skäl att tro att många underliggande trender förlängs.

Det blir alltmer tydligt för oss att råvaruprisutvecklingen kommer att möta fortsatt press även om vi för oljan tror på en stabilisering. Vår positiva syn på alternativa investeringar bygger därför främst på en möjlighet att sprida riskerna mot aktiemarknaden via hedgefonder men också att exponera sig mot segment som gynnas av de attraktiva finansieringsvillkoren, såsom Private Equity och fastighetsinvesteringar.

Vad gäller exponeringen mot räntemarknaden är vi försiktiga och underviktar tillgångsslaget. Vi undviker långa löptider då vi ser en uppenbar risk i segmentet, men rekommenderar även en översyn av exponeringen mot korträntefonder, där vi med dagens extrema ränteläge har svårt att se en rimlig avkastning räknat efter fondavgifter. Som instrument att hantera risken i en portfölj bedömer vi emellertid att korträntefonder fortfarande är det bästa alternativet. Rekommendationen är främst att välja att ta något högre kreditrisk i portföljen, men att vara selektiv med de enskilda fondvalen.



Rekommenderad regionfördelning

Vi förordar en fortsatt övervikt mot utvecklade marknader framför tillväxtmarknader, med Europa och Japan som förstaval. Återhämtningstendenserna är intakta i Europa trots ökad global oro och Japan har den mest stimulerande centralbanken samtidigt som aktieägarvänliga reformer fortsatt stärker sentimentet och vinstprognoser för börsbolagen revideras upp. I USA är alla förutsättningar för en första räntehöjning på plats och tillväxttakten har snarare stärkts. Tydliga problem på vissa av de större tillväxtmarknaderna kvarstår dock där konjunkturutvecklingen i Brasilien har blivit allt sämre, Östeuropa med Ryssland i spetsen drabbas fortsatt av ett lågt oljepris och Asien påverkas av den kinesiska avmattningen. Det globala valutakriget pågår och tillväxtmarknader med stora skulder denominerade i dollar är fortsatta förlorare. Värderingarna har på flertalet marknader blivit mer attraktiva relativt det historiska snittet och inom tillväxtmarknader finner vi störst potential i Asien.

Makroekonomiska förutsättningar

Globalt

Tillväxtprognoser kan komma att justeras upp

En förbättrad tillväxt i de mogna ekonomierna har 2015 motverkats av en tilltagande oro kring utvecklingen på tillväxtmarknaderna. Osäkerheten kring den globala ekonomins utveckling uppges i Federal Reserve senaste räntebesked också vara en tydlig anledning till att centralbanken avvaktar med att höja styrräntan. Framförallt rör osäkerheten Kina och den pågående inbromsningen i landet får uppenbarligen tydliga återverkningar i närliggande länder, men landets betydelse för den globala ekonomin är idag långt större än för 15 år sedan och den lägre aktiviteten i industrin, vikande konsumtionen och avtagande aptiten på råvaror får konsekvenser långt utanför landets gränser. Vår temadel gör denna gång en djupdykning i förutsättningarna i Kina, och ställer frågan om tillväxten i landet verkligen uppgår till 7 procent.

Den globala tillväxten bedöms av Internationella Valutafonden (IMF) uppgå till 3,3 procent under innevarande år. Det är en nedjustering med 0,2 procentenheter från i våras, vilket i allt väsentligt förklaras av sänkta prognoser för tillväxten i USA, efter det inledande svaga kvartalet i år då aktiviteten föll betänkligt och BNP endast ökade med 0,6 procent. Det andra kvartalet visade dock en tillväxtnivå på hela 3,7 procent med tecken på en stärkt trend under slutet av kvartalet med hög konsumtionsnivå och stigande investeringar inom bland annat bostadssektorn. Det finns således en möjlighet att prognoserna kan komma att justeras uppåt igen under hösten. För euroregionen är förväntansbilden oförändrad med en tillväxt på 1,5 procent under 2015 och med en marginell förbättring därefter. Värt att notera är emellertid att prognoserna för Spanien fortsätter att revideras upp, och den väntade ökningstakten i år uppgår nu till 3,1 procent. I Storbritannien bedöms BNP stiga med drygt 2 procent under prognosperioden, en viss nedjustering av den tidigare förväntansbilden.

Efter förra årets recession är den japanska ekonomin på något fastare mark, men tillväxten på omkring 1

procent inger inte något större förtroende. För svenskt vidkommande har en stark detaljhandel under sommaren fortsatt att påverka tillväxten positivt. Förväntansbilden är att BNP kommer att öka med 3,0 procent under innevarande år och att tillväxttakten är intakt även under 2016.

En starkare dollar, avmattningen i Kina samt en generellt måttlig global konjunktur med låg efterfrågan på råvaror, sätter press på en rad tillväxtländer. För Brasilien, som därutöver dras med inhemska problem, har detta fått en stor effekt och landets ekonomi väntas krympa med 1,5 procent under 2015, och ingen större förbättring ligger i korten för kommande år. Länderna i det så kallade Asean-5 (Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand och Vietnam) påverkas tydligt av Kinas svårigheter och även om tillväxten ligger närmare 5 procent sker nu nedjusteringar av prognoserna.

Inköpschefsindex visar fortsatt på expensionsnivå

Den senaste uppdateringen av JP Morgans sammanvägda globala inköpschefsindex visade en oförändrad nivå på 53,7. Trenden kvarstår med fortsatt expensionsnivå på de utvecklade marknaderna medan tillväxtmarknaderna visar en betydligt svagare utveckling. Såväl Kina som Ryssland är nu på kontraktionsnivå, och trenden för Brasilien är fortsatt kraftigt negativ. Indien går dock mot trenden och indexet låg i augusti på den högsta nivån på fem månader. För de utvecklade marknaderna var den sammanvägda nivån den högsta sedan i april. Återhämtningen i eurozonen fortgår med den högsta noteringen på fyra år och stabil utveckling i länder som Tyskland, Italien, Spanien och Irland. För USA var mätningen något lägre, men indikerar fortsatt en expansion. För andra utvecklade marknader som Storbritannien och Japan noteras också expensionsnivåer.

Globalt

Prognoser för global BNP-tillväxt

	2014	2015	2016		
Global tillväxt	3,4	3,3	(-0,2)	3,8	(0,0)
Mogna ekonomier	1,8	2,1	(-0,3)	2,4	(0,0)
USA	2,4	2,5	(-0,6)	3,0	(-0,1)
Eurozonen	0,8	1,5	(0,0)	1,7	(-0,1)
Tyskland	1,6	1,6	(0,0)	1,7	(0,0)
Frankrike	0,2	1,2	(0,0)	1,5	(0,0)
Italien	-0,4	0,7	(0,2)	1,2	(0,1)
Spanien	1,4	3,1	(0,6)	2,5	(0,5)
Storbritannien	2,9	2,4	(-0,3)	2,2	(-0,1)
Sverige	2,1	3,0	(0,3)	3,0	(0,2)
Japan	-0,1	0,8	(-0,2)	1,2	(0,0)
Tillväxtmarknader	4,6	4,2	(-0,1)	4,7	(0,0)
Brasilien	0,1	-1,5	(-0,5)	0,7	(-0,3)
Ryssland	0,6	-3,4	(0,4)	0,2	(1,3)
Indien	7,3	7,5	(0,0)	7,5	(0,0)
Kina	7,4	6,8	(0,0)	6,3	(0,0)
Asean-5*	4,6	4,7	(-0,5)	5,1	(-0,2)

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

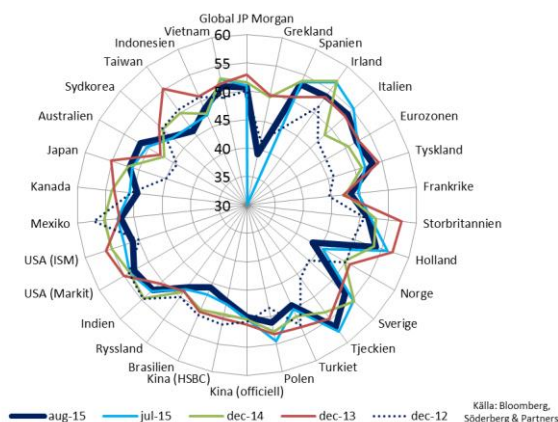
Inom parentes förändring relativt prognos i april

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Sedan vår senaste strategirapport i maj är det framförallt tillväxtantagandena för USA som justerats nedåt, efter den svaga inledningen på året. Fortfarande är dock den underliggande trenden att konjunkturen stärks i de mogna ekonomierna. I såväl USA som Europa är bilden stabil där situationen i bland annat Spanien överraskar med en tillväxttakt på 3,1 procent i år och 2,5 procent under 2016. Den globala tillväxten väntas under 2015 nå 3,3 procent, vilket är en marginellt lägre nivå än under fjolåret. De underliggande trenderna där tydliga drivkrafter finns i en fortsatt stimulerande politik från centralbankshåll, en generellt förbättrad arbetsmarknad, goda konsumtionsnivåer, samt ett lågt oljepris.

För tillväxtmarknaderna har osäkerheten snarast tilltagit, och en tydlig inbromsning väntas under året med en viss återhämtning under kommande år. Inbromsningen i Kina sätter tydliga avtryck inte bara i närregionen, utan påverkar även tydligt efterfrågan på råvaror vilket ger en negativ inverkan på en rad länder utanför Asien, inte minst gäller det flertalet länder i Latinamerika.

Inköpschefsindex globalt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ett antal indikatorer tyder på att den globala konjunkturen fortsätter att utvecklas i en stabil takt, med en gradvis förbättring på de utvecklade marknaderna. I diagrammet till vänster illustreras inköpschefsindex för industrin i ett antal olika länder, med nivån för såväl de senaste månaderna som tillbakablickande de senaste åren. Cirkeln markerad med värdet 50 är en brytnivå, där värden högre än detta indikerar en ökad industriaktivitet och lägre en kontraktion. Det går av detta att utläsa att ett antal av tillväxtländerna samt råvaruberoende nationer ligger på låga nivåer, medan trenden för de utvecklade marknaderna är mer positiv. Indexet är framåtblickande och ger en bild av en starkt global konjunktur under hösten.

USA: Makroekonomi

Starkare tillväxt under andra kvartalet

Efter en mycket svag start på året har tillväxten trappats upp, och en revidering av amerikansk BNP visar att ekonomin växte med 3,7 procent under andra kvartalet i beräknad årstakt. Jämför man dock med samma period i fjol är siffran klart lägre på 2,7 procent. Det som främst har drivit på denna utveckling är konsumtionen. Vi ser att den även fortsättningsvis kommer vara den allra viktigaste drivkraften för amerikansk tillväxt, då förutsättningarna är goda för fortsatt stark köpkraft. Detta bland annat tack vare lägre bensinpriser och en inflation som inte riktigt vill ta fart, samtidigt som det finns tecken på att lönerna äntligen börjar röra sig uppåt. Samtidigt kvarstår problematiken med den starka dollarn som tär på exporten, och den effekten accentueras ytterligare av en svag global efterfrågebild. Av den anledningen bedömer vi att nettoexporten kommer ha en dämpande effekt på tillväxten framöver.

Inflationen fortsatt låg, men arbetsmarknad ger stöd

Vi kan konstatera att konsumentpriserna ännu inte har tagit någon större fart, och i skrivande stund är den årliga inflationstakten blygsamma 0,2 procent. Årets oljeprisfall tillsammans med en stark dollar kommer att upprätthålla denna trend ett tag framöver, men en allt starkare arbetsmarknad bör ge stöd till ett ökat inflationstryck. Arbetslösheten ligger för närvarande på 5,1 procent, vilket är nära det som anses vara full sysselsättning. Historiskt sett har detta varit förknippat med påtagliga löneaccelerationer, något som kan komma att bli drivande i jakten på inflation. I förra strategirapporten nämnde vi dock att arbetslösheten denna gång inte helt och hållet tycks ge en rättvisande bild av den amerikanska arbetsmarknaden. Även Janet Yellen har gjort denna analys, och ser vi till sysselsättningsgraden för populationen i åldrarna 25 - 54 år har siffran enbart återhämtat sig till hälften sedan toppen 2007. Dessutom kan mycket av den sysselsättningsstillväxt som har noterats tillskrivas deltidarbeten. Faktum kvarstår dock att utvecklingen utan tvekan går åt rätt håll, och noterbart är att senaste sysselsättningsmätningen innebär 65:e månaden i följd med jobbtillväxt. Samtidigt har siffror som nyanmälda arbetslösa konsekvent hållit sig på nivåer som tyder på en stark arbetsmarknad.

När, om inte nu?

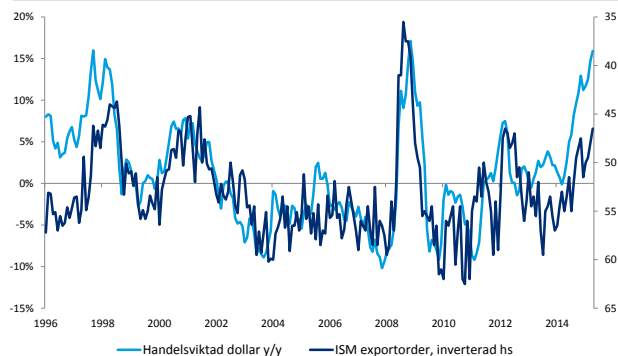
Den frågan ställde sig nog de flesta efter konstaterandet att Federal Reserve (Fed) lämnade styrräntan oförändrad i spannet 0,00-0,25 procent efter direktionens septembermöte. I den efterföljande presskonferensen gav man en relativt oförändrad bild av utsikterna gentemot tidigare möten, där man emellertid lyfter fram den ökade riskbilden som infunnit sig på senare tid. Till denna hör situationen i Kina, samtidigt som de finansiella förutsättningarna i praktiken redan har stramats åt på grund av den starka dollarn. En oktoberhöjning föreligger nu högst osannolik, då man inte kommer att få någon klarhet i de omvärldsfaktorer man är orolig för på en månads sikt. Decembermötet är numera vårt huvudscenariot för en initial räntehöjning, och vi tror fortsatt på en höjning i år. Även Fed-direktionen tycks vara av den åsikten, även om deras egen tro också har skjutits framåt. Frågan kvarstår huruvida även december, likt oktober, är för tidigt för att få ytterligare indikationer i de frågor som kräver klarhet. Det återstår att se, men det är viktigt att förstå att en initial räntehöjning mer har ett symbolvärde än faktiska ekonomiska konsekvenser. Det är tydligt att man tar det säkra före det osäkra, vilket i sig inte är fel. Då det idag inte finns något som tyder på en överhettning av den amerikanska ekonomin är det möjligen lättare och mer försvarbart att höja vid ett senare skede, än att vid en för tidig tidpunkt höja räntorna för att sedan behöva backa tillbaka och sänka igen. Man ska dock komma ihåg att det ofta dröjer innan penningpolitiken får genomslag i ekonomin, så det gäller att inte missa tåget.

Dragloket tuffar på, men två risker kvarstår

En god tillväxt, stark arbetsmarknad, samt konsumenter med stor köpkraft skapar goda förutsättningar för ekonomin framöver, men det kvarstår tydliga risker som kan agera käppar i det annars stabila hjulet. Två av dessa att hålla ett vakande öga över är en större effekt än väntat av dollarförstärkningen, även om de största effekterna av detta kan vara bakom oss, samt en eventuell kinesisk hårdlandning som genomsyrar det mesta av den globala efterfrågebilden.

USA

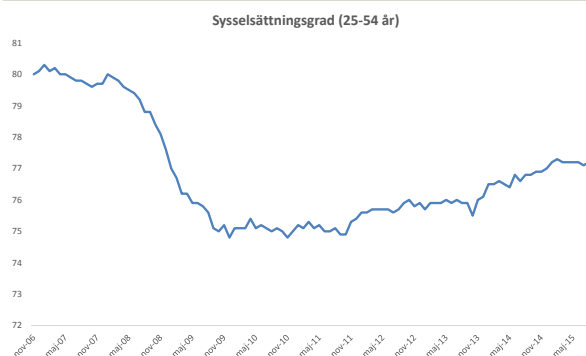
Stark dollar hämmar exporten



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Ur grafen ovan kan man enkelt se korrelationen mellan valutan och de effekter den får på exporten. Dollarn började stärkas kraftigt under andra halvan av 2014 och i och med det har exportsiffran fått sig en ordentlig törn.

Ger arbetslösheten en rättvisande bild av arbetsmarknaden?



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En arbetslöshet nära full sysselsättning tyder på en mycket stark arbetsmarknad, men ger den en rättvis bild av förhållandena på arbetsmarknaden? Sysselsättningsgraden i åldrarna 25-54 är långt ifrån toppnivåerna 2007.

Fortsatt stark arbetsmarknadsstatistik



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

USA noterar 65 månader i följd med sysselsättningstillväxt och ska gamla samband gentemot nyanmällda arbetslösa hålla bör detta fortsätta även framgent.

Det blev ingen räntehöjning i september



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den senaste tidens inflationssiffror har inte övertygat Federal Reserve om att höja räntorna ännu, även om den sedan tidigare i år ser ut att ha bottnat.

Europa: Makroekonomi

Tillväxten tar vid

I många avseenden har eurozonens makroekonomiska förutsättningar förbättrats de senaste månaderna. Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex har stigit en hel del under året, och pekar på fortsatt starka tillväxtsiffror framöver. Den uppmätta årstakten är för tillfället 1,5 procent, och under 2016 väntas tillväxten bli 1,7 procent. Värt att notera är att tidigare problemländer som Italien och Spanien överraskar positivt, där sistnämnda växer med hela 3 procent i årstakt. Den kraftigt försvagade euron var också tänkt att ge en skjuts åt den exportintensiva tillverkningsindustrin, men några markanta förbättringar för sentimentet inom sektorn har vi ännu inte märkt av. Mycket av detta kan ha att göra med den kinesiska efterfrågan som viker, i kombination med vår- och sommarperioden som har varit kraftigt präglad av osäkerheten kring Grekland och dess potentiella utträde ur eurosamarbetet. Precis som vi uttryckte i förra strategirapporten så är och förblir denna återhämtning i mångt och mycket driven av konsumtionen, där exempelvis detaljhandeln har stigit med 2,7 procent på årsbasis. Den faktorn understryks av en låg inflationstakt och låga bränslepriser som ökar hushållens disponibla inkomster. Om vi även får se något förbättrade arbetsmarknadsiffror bör det leda till ett högre konsumentförtroende, som i sin tur ger ytterligare stöd åt den konsumtionsdrivna återhämtningen. Samtidigt som exporten förblir en möjlighet för regionen är den också förknippad med risker, för även om den svaga euron kommer att leda till ökade marknadsandelar i den globala handeln är frågan om det är tillräckligt för att parera den besvärligare efterfrågan som understryks av avmattningen i Kina. Kina i sig står för knappt fyra procent av eurozonens totala export.

Fortsatt lågt inflationstryck

Med en inflationstakt på 0,2 procent inom euroområdet råder det inga tvivel kring att Europeiska Centralbanken (ECB) har en lång väg att gå innan man uppnår sitt mål kring 2 procent, och dessutom är denna siffra beroende av den svaga euron. Å andra sidan är inflationstakten också kraftigt påverkad av

förra årets kraftiga fall i oljepriset, en effekt som kommer att avtaga allteftersom vi rör oss mot 2016. Vid tidpunkten för vår förra strategirapport avvisade vi uppfattningen många bedömare hade om att ECB skulle kunna komma att avsluta sina kvantitativa lättnader i förväg, och menade att det motsatta skulle vara ett klart troligare scenario. Idag kan vi konstatera att så var fallet.

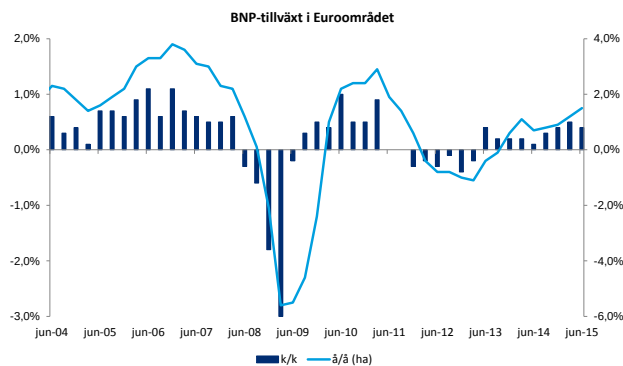
Faktum är att risken för deflation har blivit mer avlägsen, men läget är fortsatt skört, och det finns en påtaglig risk att externa faktorer sätter käppar i hjulet för euron och på så vis får oönskade effekter på inflationen. Av den anledningen, i kombination med det faktum att inflationsförväntningarna är fortsatt låga en bra bit framöver bedömer vi att ECB tvingas utöka sitt tillgångsköpsprogram. Närmast till hands blir i så fall att förlänga perioden bortom september 2016, men det är även möjligt att man introducerar tillgångsköp av företagsobligationer. I och med att Federal Reserve avstod från att höja räntan nu i september kan det få oönskade effekter på växelkurserna, vilket kan tvinga ECB att inte dröja alltför länge innan man agerar. Man har redan nu anammat Federal Reserves något mer duvaktiga ton, och man framhåller de omvärldsrisker som föreligger samtidigt som man tydligt öppnar upp för ytterligare stimulanser.

Sakta men säkert åt rätt håll

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att utvecklingen i Europa går åt rätt håll, med en stark centralbank som knuffar på. Men riskerna kvarstår, och den hittills bräckliga återhämtningen är även framledes känslig för omvärldsfaktorer. Även om nyhetsflödet från Grekland inte är lika intensivt längre är problemen inte uttraderade. Ett avtal är förvisso på plats för ett utökat stödpaket, men i många avseenden är det endast en förhållning av en ohållbar situation. Ett grekiskt utträde ur eurosamarbetet, en så kallad Grexit, är fortfarande på tapeten, även om vi är av den åsikten att en sådan inte skulle få några större ekonomiska konsekvenser för regionen i stort.

Europa

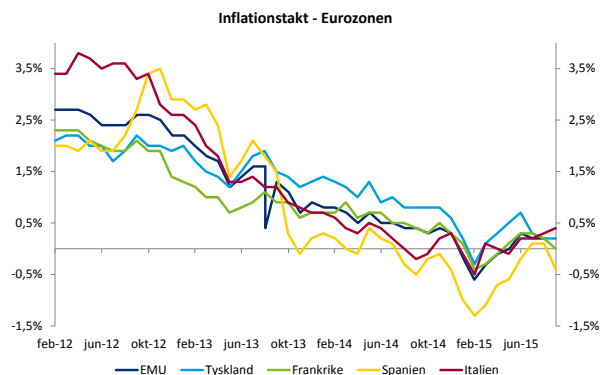
Tillväxten stiger sakta men säkert



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Eurozonens tillväxt uppmättes till 1,5 procent i årstakt under årets andra kvartal och noterbart är att gamla problemländer som Spanien och Italien överraskar positivt.

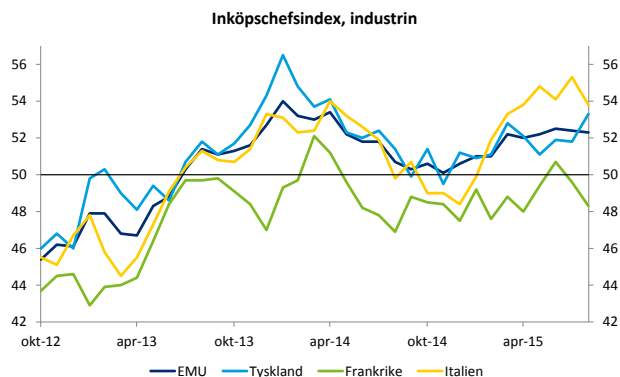
Fortsatt pressad inflation



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även om inflationen har återhämtat sig från bottennivåerna i början av året finns ingen tydlig trend uppåt. Inflationförväntningarna har fallit och vi bedömer således att ECB blir tvungna att utöka sina kvantitativa lättnader.

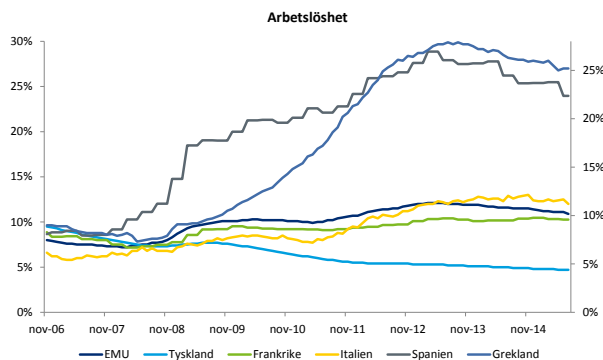
Inköpschefsindex pekar mot stark tillväxt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex visar på fortsatt tillväxt inom industrin för eurozonen som helhet. Den tyska delkomponenten har utvecklats mycket väl de senaste månaderna, medan motsvarande siffror för Italien och Frankrike fallit tillbaka något. I Frankrike är siffran klart under 50-strecket.

Fortsatt hög arbetslöshet i eurozonen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Arbetslösheten inom regionen är alltjämt hög, men har sjunkit marginellt det senaste året. Bäst i klassen är fortsatt Tyskland, samtidigt som Spanien och Grekland drar tydligt åt andra hållet.

Sverige: Makroekonomi

Stark tillväxttakt och bättre utsikter

BNP-tillväxten för det andra kvartalet reviderades tidigare under månaden upp från 1,0 till 1,1 procent kvartalsvis, och från 3,1 till 3,3 procent i årstakt, samtidigt som vi även fick se noterbara uppjusteringar för tidigare kvartal. Detta är väldigt starka siffror i ett internationellt perspektiv, och inte nog med att det är klart mycket starkare än vad våra grannar i eurozonen visar, är det även bättre än motsvarande siffra i USA. Tillväxten för 2016 estimeras till 3,0 procent, vilket är starkt även ur ett historiskt perspektiv. Drivande i denna utveckling har varit investeringstakten. En kraftigt bidragande faktor till investeringarna har varit ett ökat bostadsbyggande, som dock hittills inte har kunnat matchat den kraftiga befolkningstillväxten. En annan drivande kraft för tillväxten är den privata konsumtionen, som dock mattats av något under första halvåret. Det verkar ha infunnit sig ett slags försiktighet bland hushållen, som hittills inte har ruckat på sitt sparande. Faktum kvarstår dock att förutsättningarna fortsatt är mycket goda, framförallt på grund av en kombination av stigande disponibla inkomster och apprecieringar i tillgångspriser. Det gör oss tämligen säkra på att den inhemska efterfrågan kommer att utvecklas positivt den närmaste tiden.

Inget ordentligt lyft för industrin

Den svaga kronan var tänkt att ge en ordentlig skjuts för exporten för våra industribolag, något som olägligt har hämmats av en dämpad global efterfrågan. Samtidigt ser utsikterna bättre ut i de utvecklade marknaderna, och då framförallt eurozonen som är den enskilt största handelspartnern. Däremot drar bland annat Kinas inbromsning åt andra hållet vilket har gjort att tillverkningsindustrin i mångt och mycket gått i sidled, och vi ser inte att den trenden kommer att förbättras nämnvärt i närtid. Om vi istället ser till exporten av tjänster är bilden radikalt annorlunda, med en kraftigt ökad exporttakt under året.

Fortsatt lågt inflationstryck

Inflationen har hittills utvecklats enligt Riksbankens prognos, men den senaste mätningen på -0,2 procent understryker den prekära situation vi för tillfället

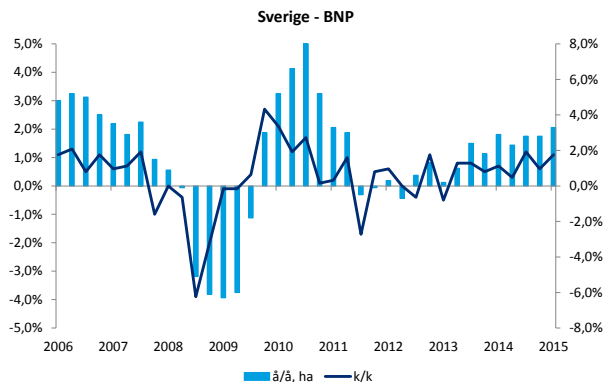
befinner oss i. Även KPIF, inflationstakten med fast ränta och energi, är med sina 0,8 procent långt ifrån inflationsmålet, och i takt med att även de så viktiga inflationsförväntningarna sjunker ökar pressen på Riksbanken med Stefan Ingves i spetsen. Enligt Riksbanken själva har de åtgärder som implementerats fått effekter i rätt riktning, och om man även framledes lyckas bibehålla den svaga kronan bör de ökade importkostnaderna kunna ge ett tydligt bidrag till ökade konsumentpriser. Nedåtrisk finns i form av att energipriserna pressas ytterligare. Allt sammantaget kommer det att bli svårt för Riksbanken att den närmaste tiden uppnå sitt mål för inflationen om under, men nära, 2 procent. Det kommer troligtvis innebära att inflationsprognoserna justeras ned ytterligare, och i och med att Federal Reserve valde att lämna räntan oförändrad i september ökar pressen på Riksbanken att kvickt agera för att inte låta kronan stärkas alltför mycket. Förvisso är Riksbanken mer beroende av vad ECB gör, men även de har anammat en mer duvaktig ton och öppnar upp för ytterligare stimulanser. Om så sker kommer det inte dröja länge innan Riksbanksdirektionen följer efter, och vi ser då en ytterligare räntesänkning som det mest troliga scenariot. Rimligtvis kommer Riksbanken inte låta kronan stärkas alltför mycket, och svagheten kommer med stor sannolikhet att bestå inom en överskådlig framtid.

Goda förutsättningar

Det är minst sagt en speciell situation vi befinner oss i för tillfället, med en negativ styrränta samtidigt som många indikatorer tyder på en stark ekonomi. En sådan är arbetslösheten, som hittills varit volatil. Sysselsättningstillväxten är god, men på grund av att befolkningen växer kraftigt har arbetslösheten fallit långsamt. Vi kan dock skönja en nedåtgående trend. Det kvarstår dock risker, bland annat omvärldsrisker som Kinas avmattning. Sedan finns interna aspekter som inte heller går att bortse från. Vi har ett politiskt läge som inte är optimalt när det kommer till beslutsfattande, och vi har även icke-försumbara apprecieringar av bostadspriser som leder till en belåning som med dagens ökningstakt inte är hållbar.

Sverige

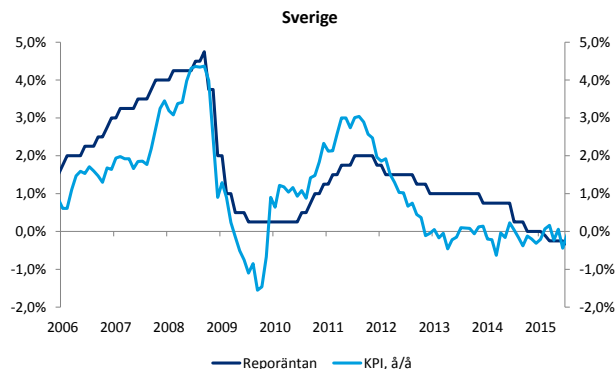
Mycket god svensk tillväxt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Svensk tillväxt är mycket god, även med internationella mått mätt och utsikterna ser mycket lovande ut.

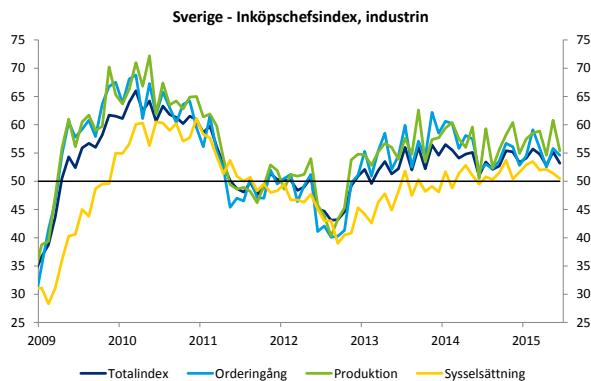
Ytterligare räntesänkning kan komma



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med en inflationstakt på -0,2 procent (KPIF: 0,8 procent) är vi idag långt från inflationsmålet, samtidigt som förväntningarna sjunker. Vid senaste mötet lämnades reporäntan oförändrad, men mycket tyder på att ytterligare åtgärder kommer att bli aktuella.

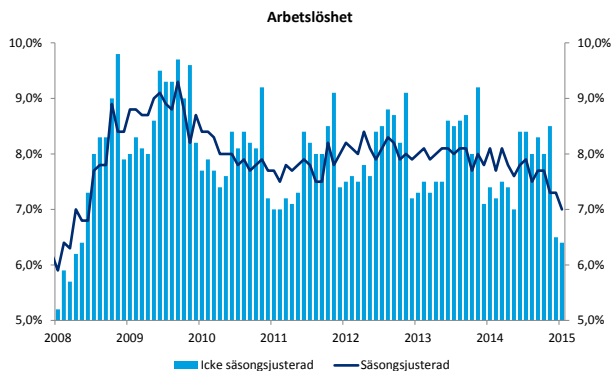
Inget ordentligt lyft för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

På grund av en dämpad global efterfrågan har den svaga kronan inte lyckats ge den skjuts till industrin som väntades. Samtliga delkomponenter som utgör inköpschefsindex för industrin har fallit tillbaka något den senaste tiden. Det är dock värt att tillägga att nivån fortsatt är förenlig med en god tillväxt.

Arbetslösheten går i rätt riktning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en stark ökning av sysselsättningen under en längre tid har arbetslösheten inte fallit tillbaka i någon större utsträckning på grund av en kraftig befolkningstillväxt. Vi kan dock, trots relativt volatila siffror, se en tydlig trendförbättring.

Japan: Makroekonomi

En trög återhämtning

Sedan vår senaste strategirapport har utvecklingen i Japan varit blandad. Exporten, som många bedömare lagt stor vikt vid, har varit svagare än väntat. I det avseendet skapar oroligheterna i Kina ökat huvudbry, då grannlandet i väst står för 18 procent av den totala exporten. En aspekt som hämmat tillväxten är den momshöjning som genomfördes 2014, som indirekt ledde till den recession vi såg under fjolåret. Konsumenterna har återhämtat sig sedan dess, men faktum kvarstår att detta har orsakat ett fortsatt dämpat sentiment. Det är värt att tillägga att momshöjningarna i sig inte är en del av Abenomics, det trehövdade reformpaket som är tänkt att råda bot på deflationen och få fart på tillväxten. Ser vi istället till de japanska bolagen så är investeringstakten relativt god. I och med fallande energipriser är förutsättningarna för handeln god, vilket bör gynna bolagens lönsamhet. Det kan i sin tur bli en central orsak till att löneinflationen äntligen tar fart. Om så sker bör sentimentet klättra uppåt till högre nivåer, och den inhemska efterfrågan således stärkas. Tillväxten förväntas dock även fortsättningsvis förbli relativt dämpad, med en estimerad tillväxttakt om 1,2 procent 2016.

Ett svåruppnåeligt inflationsmål

På kort sikt kommer det bli mycket svårt för Bank of Japan (BOJ) att nå upp till sitt inflationsmål om 2 procent, och vi tror inte att man mäktar med att göra detta inom den satta tidsramen. På kort sikt lär vi se en inflation kring nollstrecket, och det som kommer att kunna pressa detta uppåt framöver är en effektivare arbetsmarknad som tvingar fram de högre löner som hittills har uteblivit. Regeringen har i vårförhandlingarna, Shuntō, satt stor press på de större bolagen med relativt goda resultat. Frågan är huruvida detta får någon större praktisk effekt, då små bolag som inte gynnats av den svaga yenen inte har samma möjligheter att höja löner, samtidigt som den höga andelen deltidsjobb inte omfattas i samma utsträckning. När sedan årseffekterna av förra årets oljeprisfall försvinner ur beräkningarna kommer inflationen få ytterligare skjuts. I dagsläget är det dock svårt för företagen att höja priserna, då risken är alldeles för hög att det påverkar efterfrågan negativt. Vi tror följaktligen att vi på sikt kommer att se en

inflationstakt som klättrar uppåt, men på kort sikt blir det mycket svårt för centralbanken att uppnå sitt mål. Av den anledningen är sannolikheten väldigt hög att tidsramen återigen skjuts på framtiden. Det är dock viktigt att man i god tid innan det andra steget i momshöjningsprocessen, som är planerad till 2017, officiellt har tagit sig ur den strukturella deflation som man länge befunnit sig i.

Ytterligare stimulanser att vänta

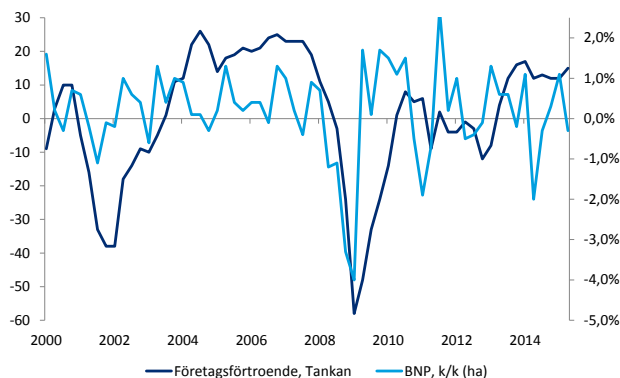
Ett lyckat reformprogram bygger i allra högsta grad på att folket och marknader har förtroende för de aktioner som genomförs, och Abenomics är inget undantag. Det är tydligt att inflationen hittills inte har tagit fart, och det hämmar i förlängningen inflationsförväntningarna. Det är således av största vikt att BOJ:s åtagande inte undermineras på något sätt, varför vi bedömer att ytterligare stimulativa åtgärder kan komma att införas redan under oktobermötet. Att skjuta på inflationsmålet är en typ av signal, men det är troligtvis inte tillräckligt. Antagligen kommer det även behövas utökade tillgångsköp, och det diskuteras att dessa kommer vara riktade mot riskfyllda tillgångar som ETF:er.

Starkt stöd för Abe, men risker kvarstår

Koalitionens stora seger i valet, och det faktum att de innehar majoritet i överhuset, understryker det stora förtroende som folket har för Abe och reformprogrammet. Det gör det lättare att genomföra de strukturella reformer som behövs, och som vi tidigare har önskat se mer av. Men det skapar också stora risker i det fall att man inte lyckas införliva de löften man utfärdat. Vi kvarstår med vår syn att det är av stor vikt att de strukturella reformerna som ska få ordning på de demografiska problemen inte glöms bort när fokus läggs på penning- och finanspolitik. Detta gäller bland annat avregleringar, ökade insatser för att öka arbetskraftsdeltagandet bland kvinnor, och försöka lösa problematiken kring det sjunkande födelsetalet. En påtaglig och högst oönskad risk vore om marknaden skulle tappa förtroendet för centralbankens möjlighet att uppnå inflationsmålet. Ett förtroende är som bekant begränsat, och omsätts inte löfena till verkliga förbättringar i den reala ekonomin, däribland ökad export och tillväxt, så lär även bolagssentimentet få sig en törn.

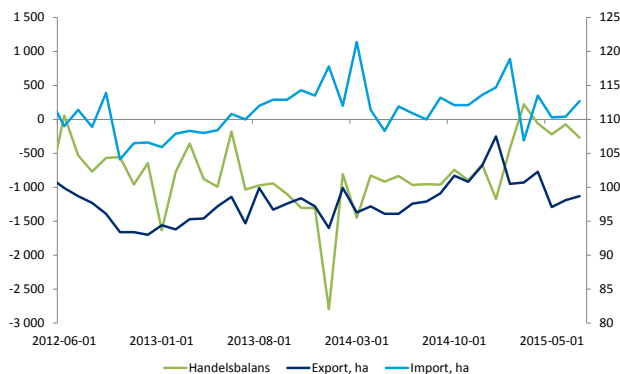
Japan

Trög återhämtning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Yen-försvagningen har ännu inte gett önskad effekt på exporten

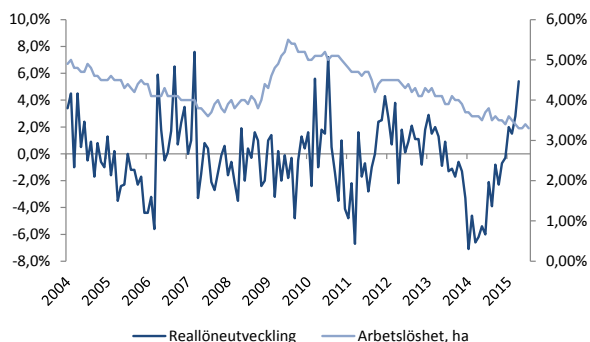


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Utvecklingen för den reala ekonomin går trögt och under andra kvartalet blev tillväxten återigen negativ. Företagsförtroendet är dock fortsatt högt och vi väntar oss att tillväxten studsar tillbaka samt att vi inte får se någon teknisk recession efter det tredje kvartalet.

Även om en viss förbättring har skett i år har exporten överlag varit en besvikelse. En anledning kan vara oroligheterna i Kina, som är en viktig handelspartner. I och med något högre import har handelsbalansen fallit tillbaka något.

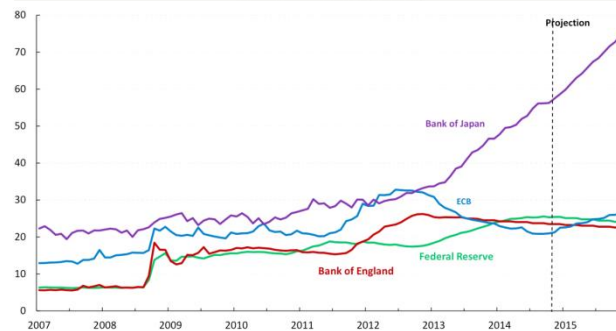
Japanska reallöner har återhämtat sig



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Fjolårets momshöjning innebar ett omfattande fall för de reala lönerna, men de har sedan dess återhämtat sig kraftigt. Samtidigt har arbetslösheten sjunkit stadigt under perioden, vilket historiskt sett bör ge ökat tryck uppåt för lönerna.

Mycket expansiv penningpolitisk miljö



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners, Financial Times

Vi bedömer att Bank of Japan kommer att presentera ytterligare stimulanser i år och att de ytterligare kommer betona viljan att föra en expansiv penningpolitik.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Motvind för tillväxtländer

Under lång tid har en rad faktorer spelat tillväxtländerna i händerna. Globaliseringstrenden öppnade upp nya marknader och möjligheter, vilket i kombination med kraftig kredittillväxt och en hög nivå på investeringar samtidigt ökade efterfrågan på råvaror. Men under senare tid har flera trender vänt och osäkerheten kring den korta och medellånga trenden på tillväxtmarknaderna är mer osäker än på länge. Flera av de stora tillväxtländerna har problem, med negativ tillväxt i såväl Brasilien som Ryssland i år och en fortsatt låg tillväxttakt under nästa år.

Ryssland fortfarande osäkert

Situationen i Ryssland är fortfarande osäker, framförallt beroende på de politiska spänningar som omgärdar landet. Värt att notera är dock att den ryska ekonomin väntas gå relativt opåverkad från den aktuella turbulensen på tillväxtmarknaderna. Landet har en låg skuldsättning och är redan sedan tidigare inte beroende av den internationella kapitalmarknaden (om än inte självant). Den flytande valutan har också medfört att växelkursen justerats i linje med rörelserna i råvarupriserna. Landets beroende av oljeprisets utveckling är dock tydlig, men kommer att kunna hanteras även på dagens nivåer. Bedömningen är att inflationsnivån kan halveras det kommande året till omkring 4-5 procent, vilket lämnar öppet för en kraftig sänkning av styrräntan från dagens 11 procent.

För övriga Östeuropa ser förutsättningarna relativt goda ut, där Polen, Tjeckien och Ungern får draghjälp av EU-investeringar och den pågående återhämtningen i euroregionen, samtidigt som konsumtionen fortsätter att utvecklas väl. I Turkiet är dock konsument- och företagarförtroendet på låga nivåer med en svag valuta och stigande inflation. Den politiska osäkerheten är också påtaglig efter valet i juni. Under 2016 förväntas trenden dock stärkas, med en fallande inflation, starkare export och stigande investeringar som tydliga fokuspunkter.

Allt värre i Brasilien

Vi ser inga tecken på en förbättrad trend i den svaga ekonomiska utveckling vi noterat i Latinamerika det senaste året. I spåren av den vikande makrostatistiken

i Kina ser vi tvärtom signaler på en allt värre situation i regionen. Kopplingen mellan Latinamerika och Kina är idag betydligt större än för 15 år sedan och hela 13 procent av regionens export går idag direkt till den kinesiska marknaden, räknar vi bort Mexiko stiger den nivån dessutom till 17 procent. Samtidigt är beroendet av råvaror mycket stort och med undantag av Mexiko ligger den råvarurelaterade exporten för samtliga länder på över 60 procent av total export. Bedömningen är att en procentenhets lägre tillväxt i Kina slår igenom med 0,3 procentenheter i Latinamerika, där Argentina ligger högst på 0,5 procentenheter.

För regionens största ekonomi, Brasilien, är situationen problematisk. Tillväxten, och därmed efterfrågan, hos handelsparterna är låg och den svagare realen ökar endast i begränsad omfattning efterfrågan. Trots att valutan nått sin lägsta nivå relativt dollarn på tolv år gör analytiker bedömningar att ytterligare fallhöjd finns. Inköpschefsindex för landet är också på den lägsta nivån på fyra år, skuldsättningen har stigit snabbt och företagen har framförallt finansierat sig på den internationella marknaden (i dollar). Samtidigt har vinstnivån i företagen i princip varit oförändrad sedan 2011. Investeringarna är i internationell jämförelse låga, och förtroendet från investerare och utländska industriella intressenter har fallit. Mot bakgrund av den höga skuldsättningen i de brasilianska företagen och det låga kapacitetsutnyttjandet talar lite (eller inget) för att investeringsnivåerna ska förbättras.

Strukturella och politiska problem ökar också osäkerheten, förtroendet för landets politiska ledning är på rekordlåga nivåer och över 70 procent av väljarna anser att regeringen gör ett dåligt jobb. Skattebördan är hög, sparandet är obefintligt, och underskottet i bytesbalansen besvärande. Arbetslösheten är den högsta på fem år och de tidigare positiva demografiska faktorerna bedöms successivt ebba ut. Ytterligare ett tecken på de svaga utsikterna för landet är nedgradering av kreditbetyget till "skräp" från Standard & Poors. Samtidigt kvarstår problematiken med en hög inflationsnivå som dessutom förstärks av dollarrörelsen, styrräntan förväntas därmed kvarstå på dagens nivå om 14,25 procent.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Osäkerhet omger utvecklingen i Kina

Vi har under en lång tid kunnat notera en gradvis lägre tillväxttakt i den kinesiska ekonomin. Men i samband med att börsbubblan i landet började pysa ut under inledningen av sommaren, efter ett år med kraftigt stigande aktiekurser, har alltför oroliga röster höjts kring den underliggande ekonomiska utvecklingen. I vår temadel gör vi denna gång en djupdykning i den aktuella situationen i Kina, med en bedömning av aktuella konjunkturtrender. Nedan följer dock en generell genomgång av vår syn på Kina och övriga Asien.

Makrostatistiken och sentimentsindikatorer i Kina tyder på att avmattningen är mer accentuerad än tidigare befarat och som ett svar presenterade People Bank of China (PBoC) under sommaren förändrade kapitalkrav på bankerna och sänkt styrränta, men centralbanken överraskade också marknaden med en devalvering. Justeringen på initialt 1,9 och därefter 1,6 procent är dock relativt liten, inte minst jämfört med devalveringen år 1994 som var på hela 50 procent. Det är emellertid ett tecken på att centralbanken är beredd att agera med oortodoxa metoder och att PBoC nu ger sig in i det globala valutakriget. De stora centralbanksstimulanserna på de utvecklade marknaderna har försvagat yenen, pundet och euron kraftigt mot dollarn. Den kinesiska yuansen har istället med sin valutapeg hållits stabil mot dollarn och därmed stärkts i takt med dollarns rörelse, vilket bland annat påverkar den kinesiska exporten negativt. Det senaste året hade yuansen stärkts med omkring 15 procent mot en handelsviktad korg av valutor. För Kina är konkurrenskraften mycket viktig och ett måste för att upprätthålla en hög tillväxttakt varför centralbankens agerade trots allt inte är helt oväntat.

Det finns emellertid tecken på att utvecklingen i närtid kommer att vara fortsatt svag och vi väntar oss att makrostatistiken signalerar en svag aktivitet. Industriproduktion och inköpschefsindex ligger på historiskt låga nivåer, faktum är att den fallande aktiviteten i industrin endast matchas av situationen under asienkrisen 1997-1998 samt finanskrisen 2007-2008. Den lägre aktiviteten i finansindustrin väntas reducera tillväxten med 0,5 procentenheter jämfört med utvecklingen under det första halvåret. Därutöver finns andra kortsiktiga negativa effekter, så som att det

infördes begränsningar för industri, transport och bygg inför friidrotts-VM, samt explosionen i hamnen i Tianjin som också väntas påverka statistiken för september negativt.

Att mycket fokus för tillfället hamnar på utvecklingen i Kina är inte orimligt, efter den starka tillväxt som landet haft de senaste decennierna svarar man köpkraftsjusterat för hela 16 procent av global BNP. Det finansiella systemet är dock relativt slutet och eventuella problem för bankerna bör få begränsade spridningseffekter utanför landets gränser, även om vi naturligtvis kortsiktigt lär få tydliga effekter på sentimentet såväl inom industrin som på värdepappersmarknaderna. Vår huvudtes är att Kina trots den osäkerhet som omger landet, kommer att klara av balansgången och att regeringen kommer göra allt som står i deras makt för att bibehålla en tillväxtnivå om närmare 7 procent. Kina är en ekonomisk stormakt med stora reserver och möjligheter att agera. Rebalanseringen av landet fortgår, till en mer konsumtionsinriktad ekonomi, men också med en avtrappning av kreditstillväxten som tidigare skenat i en oroande hög takt. Detta kommer i det korta perspektivet att påverka utvecklingen negativt, men är på längre sikt sannolikt en nödvändig tillnyktring.

För övriga Asien väntas spridningseffekter från en lägre aktivitet i Kina, vilket blir mest tydligt i små länder med öppna ekonomier. Länder som Sydkorea har också visat en tydlig avmattning i industriaktivitet. Ett land som sticker ut åt andra hållet är Indien där tillväxten bedöms ligga kvar på en bibehållt hög nivå kring 7,5 procent, men mycket i landet är fortfarande ogjort. Förväntningarna på en tydlig reformagenda har kommit på skam, och det fanns under våren även en förväntan om att det lägre oljepriset skulle få positiva effekter på tillväxten i Indien. Denna har dock blivit mindre än väntat då de lägre kostnaderna för oljeimporten inte omsatts i investeringar utan framförallt resulterat i ökad sparkvot. Däremot påverkar ett fallande pris den stora jordbrukssektorn där bränslekostnaderna har en betydande inverkan. Den trots allt goda underliggande trenden i ekonomin och förväntningar om sänkt inflation, inte minst beroende på allt lägre priser på livsmedel, väntas ge utrymme för sänkt styrränta.

Tillväxtmarknader

BNP och inköpschefsindex på tillväxtmarknader

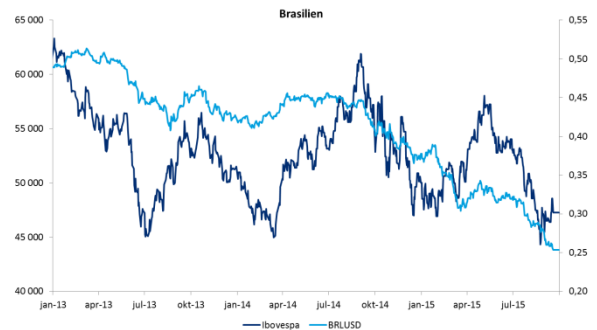
	BNP-tillväxt			Inköpschefsindex
	2014	2015	2016	aug-15
BRIC-länderna				
Brasilien	0,1	-1,5	0,7	45,8
Ryssland	0,6	-3,4	0,2	47,9
Indien	7,3	7,5	7,5	52,3
Kina	7,4	6,8	6,3	49,7
Övriga tillväxtmarknader				
Mexiko	2,1	2,4	3,0	52,4
Sydkorea	3,3	2,7	3,3	47,9
Indonesien	5,0	4,9	5,4	48,4
Turkiet	2,9	2,8	3,0	49,3
Sydafrika	1,5	2,0	2,1	48,9
Östeuropa	2,8	2,9	2,9	
Asean-5*	4,6	4,7	5,1	

* Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand, Vietnam

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Makrotrenden i ett par av de större tillväxtländerna är för tillfället svag. Ser vi till inköpschefsindex för tillväxtmarknaderna signalerar det för flertalet länder dessutom en försvagad trend framöver.

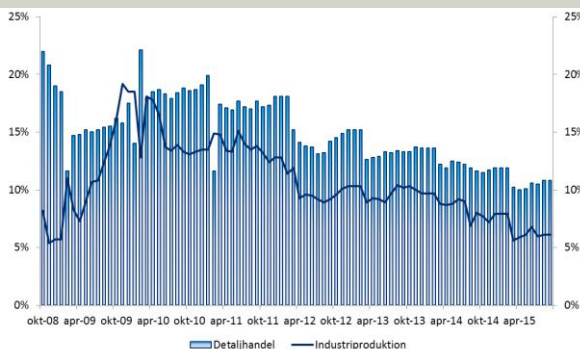
Brasilien: Den brasilianska realen har fallit kraftigt mot dollarn det senaste året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

De svaga utsikterna för den brasilianska ekonomin i kombination med fallande råvarupriser har fått stort genomslag på såväl landets valutakurs som på den lokala aktiemarknaden, vilka båda fallit kraftigt.

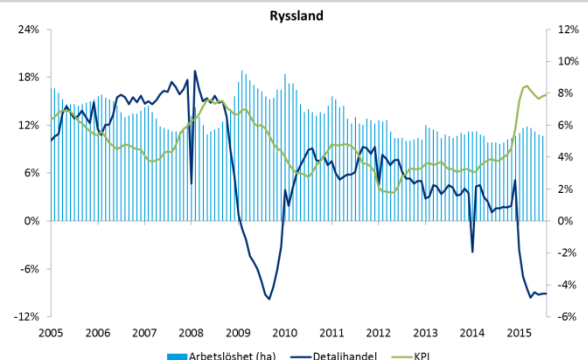
Kina: Signaler om en allt svagare aktivitet i landet



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under de senaste åren har aktiviteten i Kina successivt avtagit. Detta har i sin tur skapat oro kring den långsiktiga trenden för landet och eventuella konsekvenser som detta kan få på den globala ekonomin. I vår temadel gör vi denna gång en djupdykning kring den aktuella trenden i Kina.

Ryssland: Fortfarande stor påverkan från förra årets nedgång i valutan, men effekterna väntas nu trappas av



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Effekterna från förra årets fall i den ryska rubeln, det vikande oljepriset och därpå stigande inflation har inte påverkat sysselsättningen i landet. Under det kommande året väntas effekterna successivt trappas av med en väntad halvering av inflationen och möjligheter för centralbanken att sänka styrräntan i motsvarande omfattning.

Utsikter för de finansiella marknaderna

Globala aktiemarknader

Styrka förbyttes till svaghet

De globala aktiemarknaderna hade en stark inledning på året och världsindex 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 augusti kan årets utveckling istället summeras till 3 procent i kronor och minus 3 procent i dollar. Bland de bästa marknaderna syns den japanska och den ryska, såväl i kronor som i lokal valuta medan den brasilianska tillhör de klart sämsta.

Aktiemarknaderna har pressats under de senaste månaderna där den största svagheten varit på tillväxtmarknader med stort råvaruberoende samt de fastlandskinesiska marknaderna. En kombination av oro kring eurosamarbetet i samband med att Greklands stödprogram förlängdes och en rädsla för en kinesisk hårdlandning har dominerat nyhetsrubrikerna, men den främsta anledningen finner vi sannolikt i att amerikanska centralbanken är i fas med att inleda en räntehöjningscykel. Dock fortsätter ECB och BOJ med omfattande stimulanser och på flertalet av de utvecklade marknaderna undantaget USA noteras tydliga vinstlyft i börsbolagen till följd av den valutadoping som sker. På den amerikanska marknaden syns en vikande trend relativt övriga världen och det är framförallt dollarns styrka och ett fallande oljepris som sätter press på bolagen. På tillväxtmarknaderna har utvecklingen generellt varit mycket svag under året. Flera av de större tillväxtmarknadsländerna, exempelvis Brasilien och Ryssland befinner sig i recession och när den kinesiska börseuforin nu istället blivit en börstragedi finns många skeenden som förklarar orsakerna till den negativa utvecklingen.

Relativvärderingen mot obligationer ger fortsatt stöd till aktier, där vi ser en betydande fallhöjd i obligationer 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. Världsindex handlas idag på P/E 15 med något högre nivå för de amerikanska börserna, men lägre för den japanska, europeiska och på tillväxtmarknaderna.

Globalt väntas en vinsttillväxt på 2 procent under året, vilket bland annat är en effekt av svagare utveckling i de amerikanska börsbolagen där vinsterna väntas krympa med 2 procent. Vinsttillväxten bedöms bli störst i Japan med en ökning om 16 procent och i Europa ligger förväntningarna på 4 procent. Fortsatt kommer en relativt stor del av vinstförbättringarna från effektiviseringar medan försäljningstillväxten däremot väntas bli negativ, såväl globalt som i USA och Europa och även här väntas störst tillväxt, med 3 procent, i Japan. 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.

Efter den starka rekylen i marknaden då den tidigare kombinationen förhöjda värderingar och höga förväntningar istället förbyttes till riskaversion och skepsis väljer vi dock att fortsatt bibehålla en neutral syn på aktiemarknader 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 sommaren. Relativt obligationsmarknaden rankar vi fortsatt aktier högre där stöd fås från hög direktavkastning samt fortsatt potential till viss multiplexpansion från företagsaffärer och kapitalflöden.

Utvecklade marknader

Den amerikanska aktiemarknaden står för drygt hälften av ett världsindex och har de senaste åren styrts mycket av den förda centralbankspolitiken. Stimulanser har länge gynnat aktiemarknaden, men fjolårets nedtrappning av obligationsköp verkar i motsatt riktning. De förväntade räntehöjningarna får dollarn att stärkas vilket framförallt påverkar exportbolag negativt och ekonomin har under året visat på slagig tillväxt. Trenden i vinstestimatrevideringar har under första halvan av året varit negativ och även om den nu har bromsats in sker fortfarande fler nedrevideringar än upprevideringar varför värderingen inte är lika försvarbar som på andra håll i världen.

Globala aktiemarknader

I Europa är konjunkturåterhämtningen inne i ett mycket tidigare skede än i USA och ljuspunkter i den ekonomiska utvecklingen har äntligen börjat visa sig. Även här påverkas börserna mycket av centralbankers agerande. Bolagen gynnas av ett stabiliserat, om än hårt provat, sentiment. De attraktiva finansieringsalternativen som föreligger och den svaga valutan stärker konkurrenskraften. De europeiska bolagen har ännu inte noterat den starka lönsamhet som setts i amerikanska bolag, men förväntningarna har stigit även om värderingen inte är helt ikapp. Den europeiska aktiemarknaden är därför inte längre billig men värderingen befinner sig runt sitt tioåriga snitt. Trenderna i vinstestimatrevideringarna är dock mer positiva än i USA och i många bolag finns en betydligt större 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 tydligt vinstlyft med en ökning på 10 procent väntas 2016. Signalerna från bolagen under de två föregående rapportperioderna, ger indikationer på att en vändpunkt är nådd och att något mer positiva utsikter föreligger.

I Japan kvarstår en rad långsiktiga makroekonomiska utmaningar. På aktiemarknaden ser vi dock en hel del ljuspunkter, där allt större kapitaldistribution till aktieägare är det främsta skälet till vår positiva rekommendation. Det står högt på agendan för många bolag och under året väntas distributionen öka 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 16 procent för år 2015. Trenden i estimatrevideringar är 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 sedan årsskiftet, inte minst Asien exkl. Japan där den kinesiska aktiemarknaden utgör en stor del. 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 tydliga spekulationsdrivna utvecklingen nu fallerat. I regionen i stort ser vi dock fortsatt potential där konsumtion fortsätter att vara ett högst intressant tema.

Andra tillväxtmarknaders börsutveckling tenderar att följa kinesisk eftersom potentialen på tillväxtmarknader påverkas mycket av just tillväxtförutsättningarna i Kina. 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 årets relativa styrka. Makrosignalerna i de båda länderna 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 utmanande ekonomiskt klimat. Exportintäkter från framförallt olja och andra råvaror är pressade, vilket i kombination med hög utländsk skuldsättning i dollar gör att flera ekonomier har ett mycket utmanande läge.

Värderingen för tillväxtmarknader är på det hela taget relativt 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. Även om tillväxtmarknader kollapsat under året och värderingar och förväntningar är låga är det tidigt att säga att en trendvändning nalkas i närtid.

Globala aktiemarknader

Vi ser att många länders ekonomier är mycket svaga, men samtidigt att det finns parametrar som en avtagande dollarstyrka, tilltagande global tillväxt och ett stabilare oljepris som kan gynna. Vi fortsätter att förespråka Asien exklusive Japan men är fortsatt försiktiga till Ryssland och Latinamerika.

Divergerande sektorutveckling och utsikter

De senaste årens börsuppgång har till stor del drivits av defensiva sektorer. Efterfrågan på stabila, 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, sällanköpsvarubolag och teknikbolag hör till de mer cykliska bolagen.

Sett till relationen mellan tillväxt och värdering har de cykliska bolagen enligt vår mening mest potential. Vi ser att vi på lite sikt går en mer normaliserad konjunktur och ränteutveckling till mötes vilket kommer att gynna de mer cykliska bolagen och att detta kommer att börja prisas in av marknaden. 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 positiva vinstprognosrevideringarna till allra största del varit relaterade till just de mer cykliska sektorerna. För första gången på fyra år har vinstförväntningarna vänt till det positiva och en starkare tro på cykliska bolag är den bakomliggande orsaken. Positivt överraskande ekonomiska indikatorer har självfallet bidragit, men också den svaga euron och kronan relativt dollarn för med sig en starkare tro på de mer exporttunga cykliska bolagen. Relativt defensiva bolag handlas de nu till värderingar nära de lägsta nivåerna på flera år.

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

konsumentförtroendet faller i takt med att räntehöjningar kommer närmare.

Mycket talar fortsatt för småbolag

Historiskt har ofta mindre bolag givit en högre avkastning än stora bolag, åtminstone givet 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, vilket har 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.

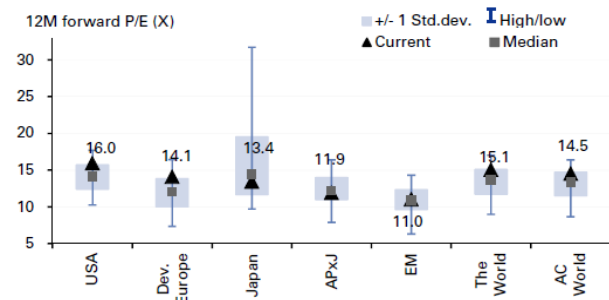
Småbolag har historiskt givit en bättre avkastning när konjunkturen återhämtas och i takt med att den europeiska återhämtningen väntas tillta något ligger också förväntningarna i marknaden på att vinsttillväxten ska vara tydligt högre i de mindre bolagen än i de större. Den höga vinsttillväxten är något 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 både europeiska och amerikanska småbolag och vinsttillväxten väntas främst drivas av marginalförbättringar.

Trenden för småbolagsinvesteringar är global och sektorsammansättningarna är relativt lika för små respektive stora bolag. Småbolag gynnas av det marknadsläge samt den högre riskapitet som råder. 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, men inom detta segment ser vi fortsatt goda förutsättningar för mindre bolag även i USA.

Globala aktiemarknader

Generellt ligger värderingarna inte längre i överkant

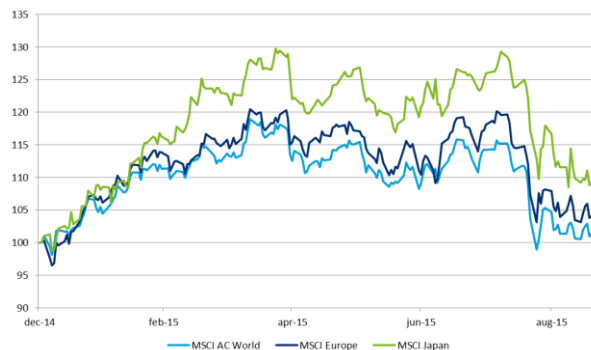
Exhibit 16: Valuation ranges (MSCI Regions) over a 10-year timeline
12-month forward price to earnings multiple



Källa: Goldman Sachs

Värderingarna på prognoserna är inte längre lika höga som tidigare under året. Utvecklade marknader uppvisar högre värderingar än tillväxtmarknader relativt historiken.

Börsutveckling för de marknader vi rekommenderat övervikt i under året (Japan och Europa) relativt världsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Relativt stark stimulansdriven utveckling på den japanska och den europeiska marknaden, marknader vi fortsatt är positiva till.

Höga förväntningar på förbättringar 2016

	Sales Growth (%)		EPS Growth (%)		Net Margin (%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
S & P 500	-3.2	6.2	-1.7	16.2	8.8	9.9
STOXX Europe 600	-2.2	4.4	4.3	9.5	6.6	7.0
TOPIX (FY basis)	3.0	3.4	16.3	8.0	4.1	4.3
MSCI AP ex Japan	2.2	7.4	0.4	7.7	8.6	8.7
MSCI EM	-1.1	6.9	7.6	10.8	8.1	8.3
MSCI The World	-2.4	4.9	2.0	10.1	8.2	8.7
Cons. Disc	5.5	5.7	15.6	15.1	6.0	6.6
Cons. Staples	2.3	4.0	0.3	7.9	6.1	6.0
Energy	-30.3	7.9	-52.4	15.4	6.1	4.1
Financials	3.1	3.6	15.9	7.5	12.7	14.8
Health Care	7.7	7.3	8.0	11.2	11.6	11.7
Industrials	-0.7	3.3	3.6	10.6	6.2	6.6
IT	4.5	5.2	7.5	10.1	14.4	15.2
Materials	-6.2	3.8	-9.9	14.9	6.7	6.3
Telecom	4.5	4.9	6.7	6.9	8.0	8.2
Utilities	-0.7	1.4	-3.7	1.7	6.2	6.3

Källa: Goldman Sachs

Försäljningstillväxt och vinstutveckling spås förbättras markant nästa år. Sannolikt väntar dock nedrevideringar då tillväxtmarknaderna med Kina i spetsen nu utvecklas svagt.

Penningmängd (M1) och vinststillväxt

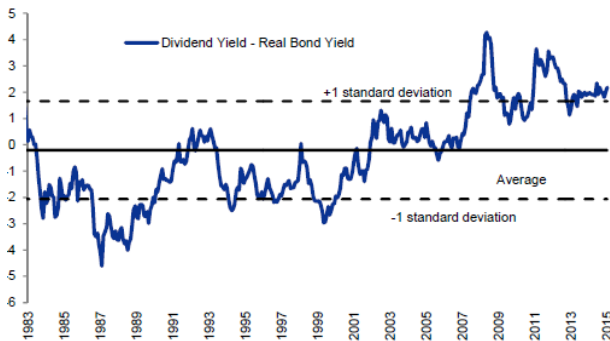


Källa: UBS

Penningmängden, mätt som M1, har historiskt varit ledande beträffande bolagsvinster i Europa. Onekligen en positiv signal.

Globala aktiemarknader

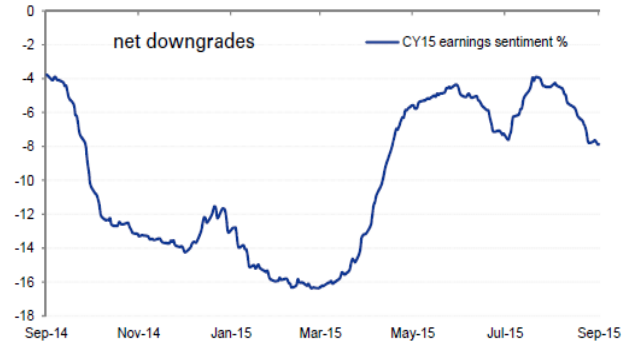
Global direktavkastning relativt amerikansk
tioårig real obligationsränta



Källa: Goldman Sachs

Ränteavkastningen är som synes klart lägre än
direktavkastningen på aktier.

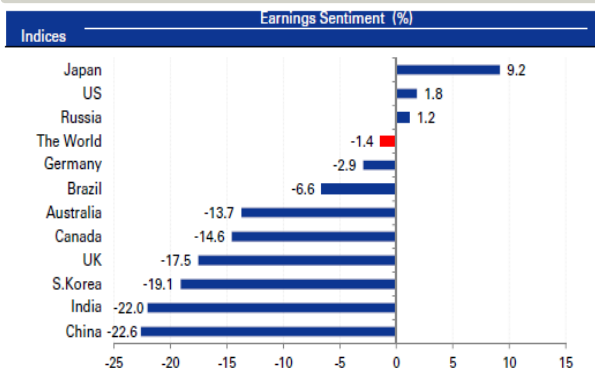
De negativa vinstprognosrevideringarna dominerar
återigen över de positiva på global basis



Källa: Factset

Vinstprognosrevideringar i bolagen globalt har
återigen försämrats efter en stark period under
våren delar av sommaren.

Japanska bolag står för de positiva revideringarna,
kinesiska för de negativa



Källa: Goldman Sachs

Den svagare makrobilden på tillväxtmarknader syns nu
också i prognoserna och i negativa vinstrevideringar.

Småbolagen fortsätter att utvecklas relativt starkt



Källa: Factset

Småbolagen fortsätter att gå starkare än sina större
motsvarigheter på global bas.

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen har under 2015 stigit med 1 procent exklusive utdelningar. Årets starka inledning raderades nästintill ut i samband med att Greklandskrisen återigen aktualiserades och att oron för den kinesiska ekonomin blossade upp under sommarmånaderna. Investerarna har varit mer riskaverta och dollarn har försvagats relativt den svenska kronan. Osäkerheten inför Fed:s räntebesked i mitten på september har också satt sin prägel och vi ser att den ökade volatiliteten kommer att bestå, bland annat på grund av avsaknaden av besked kring när den stundande amerikanska räntehöjningen kommer att inledas.

Oron för Kina och för tillväxtmarknader generellt har sedan augusti drabbat aktiekurserna i de svenska börsbolagen på bred front och i synnerhet de med verksamhet i dessa regioner. Vi menar dock att rädslan på sina håll har gjort oförtjänt stora avtryck i aktiekurserna och ser fler köplägen idag än inför sommaren. Vi närmar oss årets tredje rapportsäsong och med oss från den föregående bär vi, att även om tillväxtmarknader inte gav det stöd till bolagens tillväxt de tidigare gjorde under 2000-talet, syntes alltför tecken på kompensation i form av ett ljusare Europa. 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 viktigaste handelsparterna. Värderingen har kommit ner och vår syn att Kina inte kommer hårdlanda samt att spridningseffekterna på global basis förblir begränsade är faktorer som, i kombination med att USA:s ekonomi fortsätter att visa styrka, talar för stöd åt den svenska börsen under hösten.

Även om Fed vid sitt senaste möte valde att lämna räntan oförändrad lutar det fortfarande åt en höjning innan årsskiftet. Studier rörande vad som händer med europeiska börser inför och efter att Fed inleder en räntehöjningscykel visar att börserna tenderar att fortsätta stiga. Varken dagens osäkerhet kring exakt tidpunkt för när en räntehöjning de facto sker eller den faktiska början på räntehöjningscykeln är därför något vi bedömer kommer få den svenska börsen att

inleda en kraftigare, mer långtgående negativ trend.

Värdering

P/E-talet för Stockholmsbörsen ligger för närvarande på dryga 15 gånger 2015 års förväntade vinster medan den sjunker till 14 gånger prognoserna för 2016 års vinster. Det innebär att värderingen har kommit ner med närmare 20 procent under sommarmånaderna eftersom kurserna fallit samtidigt som prognosnedrevideringarna varit förhållandevis modesta. Värderingen befinner sig fortsatt något över det historiska genomsnittet 14, men är inte längre på samma ansträngda nivå som under våren. Sett till konjunkturjusterat P/E-tal, det vill säga kurserna relativt vinsterna de senaste tio åren, ligger värderingen dessutom närmare 20 procent under historiskt snitt. Även om vi bedömer att vinstestimatet kommer att fortsätta revideras ned något under resterande del av året, ser vi börsen som mer attraktiv där vi står idag i jämförelse mot i maj.

Riskpremien har under sommarmånaderna stigit och är ur ett historiskt perspektiv hög. Ju närmare en räntehöjning i USA vi kommer desto större är förutsättningarna för en något fallande riskpremie och det är också något som kommer kunna fungera som stöd för börsen, både absolut och relativt övriga tillgångsslag.

Försäljnings- och marginalestimat

Lönsamheten i de svenska börsbolagen är idag god och 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 innevarande år samt 16 procent nästkommande medan omsättningen uppskattas växa med 7 procent 2015 och 3 procent 2016. 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 direktavkastningen på 4,3 procent för innevarande år och stiger enligt prognoserna till 4,7 procent 2016. Den höga utdelningsnivån förklaras framförallt av att bankerna, som representerar en stor andel av marknadsvärdet i index, har en förväntad direktavkastning på mellan 5,1 procent och 7,2 procent och i topp ligger Nordea och Swedbank. Även inom andra sektorer finns det dock gott om svenska bolag som erbjuder en god direktavkastning. Exempel är Tele2, TeliaSonera, HiQ, MTG, Ericsson, NCC och Skanska. De flesta utdelningar avskiljs under våren och aktier med god direktavkastning tenderar att gå en starkare period till mötes månaderna innan utdelningssäsongen inleds.

Företagstransaktioner

Under året har vi sett en tydlig aktivitet inom företagsaffärer, både avseende uppköp och börsintroduktioner såväl i Sverige som internationellt. Den svaga ekonomiska tillväxten har fått bolagen att se sig om efter möjligheter att kompensera bristande organisk tillväxt med förvärvad sådan och såväl entreprenörer som Private Equity-bolag har lockats att sätta sina bolag på börsen till följd av positiv aktiemarknadstrend och hög värdering. 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 högre aktivitet. Vi har under året sett det största antalet börsintroduktioner i Sverige på mycket länge och under hösten väntas uppemot 20 nya bolag noteras på de svenska börserna. Efterfrågan att teckna aktier i dessa är överlag stor, men viktigt att komma ihåg är att allt som börsintroduceras inte är av den bästa kvaliteten. Av de bolag som hittills i år har noterats på Nasdaq OMX handlas fyra av tolv under teckningskursen och tre av dem har dessutom gått sämre än börsen i stort. Beaktas också handelsplatserna First North och Aktietorget har drygt hälften av bolagen som satts på börsen under 2015 underpresterat index.

Valutor

Under sommaren och inledningen av hösten har den svenska kronan apprecierat något mot den amerikanska dollarn medan euron i det närmaste kostar vad den gjorde vid inledningen av juni månad. Den valutamedvind bolagen åtnjöt i början av året tack vare stärkt dollar har därmed delvis mojnats, men är fortsatt en medvind. I jämförelse med vid samma tidpunkt i fjol har kronan deprecierat kraftigt mot dollarn, men även mot euron syns en försvagning. Svenska börsbolag är mycket exportorienterade varför en svag krona är en klar fördel för många bolag och de viktigaste regionerna för svenska börsbolag är just Europa och USA. För bolag med försäljning i någon av dessa valutor men med kostnader i kronor får resultaträkningarna en skjuts och de svenska varorna/tjänsterna blir dessutom mer konkurrenskraftiga internationellt. Hur de slutgiltiga effekterna av valutarörelser faktiskt slår kan vara mycket svårt att förutspå varför de ofta över-/underskattas av analytiker. Över tid får det anses bli ett nollsummespel, men under perioder då kronan försvagas gentemot dollarn tenderar optimismen också att stiga på Stockholmsbörsen. Vi väntar oss initialt en dollarförsvagning, men bedömer samtidigt att situationen inte försämrats avsevärt under hösten från där vi står idag och ser i förlängningen att en stark dollar kan fortsätta ge visst stöd.

Stockholmsbörsens utsikter

Efter sommarens kursfall, först i samband med Greklandskrisen och sedan till följd av oro för kinesisk ekonomi, ser vi en förnyad potential på Stockholmsbörsen. Primärt ser vi att nyckeln till en fortsatt börsuppgång utgörs av stigande vinster och den konjunkturella återhämtning som fortgår i västvärlden ger stöd. Vårt huvudscenario är att vi under hösten kommer att få se vinsttillväxt i många svenska bolag och att en svagare krona fortsätter att vara viss draghjälp. Låga räntor i kombination med en mer attraktiv värdering och en hög direktavkastning spär på intresset för aktiemarknaden och investeringsviljan. Osäkerheten kring en amerikansk räntehöjning kvarstår dock 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

ABB

ABB genomför såväl omstruktureringar som kostnadsbesparingar vilket kommer kunna ge stöd åt marginalutvecklingen och långsiktigt har bolaget goda förutsättningar tack vare pågående energieffektiviserings- och robotiseringstrend. En eventuell kommande styckning av bolaget kan vara en positiv kursdrivare då det skulle synliggöra ytterligare värden i bolaget. Aktien gynnas därtill av en god direktavkastning som ger skydd på nedsidan.

2015e

P/E:	17
Rörelsemarginal:	10,7 procent
Direktavkastning:	4,1 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.

2015e

P/E:	12
Kostnad/intäkter:	49,6 procent
Direktavkastning:	5,4 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 sjösattes en större

strukturellt omvandling i september som väntas ge marginallyft.

2015e

P/E:	13
Rörelsemarginal:	5,0 procent
Direktavkastning:	5,3 procent

Millicom

Aktien har under sommaren pressats av oro för tillväxtmarknader, men makroekonomisk osäkerhet till trots är de underliggande tillväxttrenderna goda och positionen som en fullskalig operatör ger bättre skydd mot den strukturella nedåtgående trenden för röst/sms än i många konkurrenters fall. Millicom är ett tillväxtcase och fokus har på senare tid dessutom kommit att utvidgas mot ökad lönsamhet och stärkt kassaflöde. Värderingen har kommit ner och aktien handlas i linje med konkurrenter samtidigt som bolagets tillväxtmöjligheter motiverar ett visst premium.

2015e (2016e)

P/E (2016e):	11
Rörelsemarginal:	13,1 procent
Direktavkastning:	4,2 procent

Trelleborg

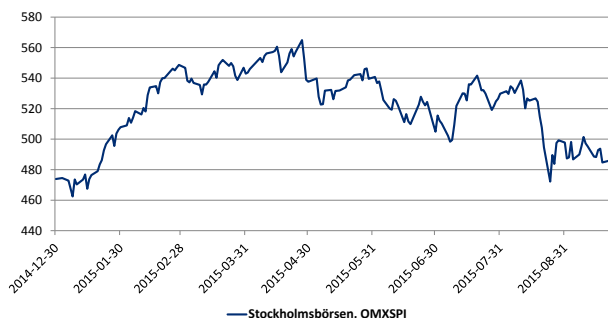
Trelleborg har stor exponering mot en återhämtning i Europa och potential finns dessutom i börsnotering av Vibracoustics. Fallande råmaterialkostnader påverkar tillväxten negativt, men gynnar samtidigt bolagets marginaler som också får stöd av bolagets starka prissättningsförmåga. Värderingen är attraktiv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

2015e

P/E:	13
Rörelsemarginal:	13,9 procent
Direktavkastning:	3,2 procent

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsens utveckling sedan årsskiftet



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen har under 2015 stigit med 1 procent exklusive utdelningar. Årets starka inledning raderades nästintill ut under sommarmånaderna, men mycket tyder på en bättre, om än volatil, avslutning.

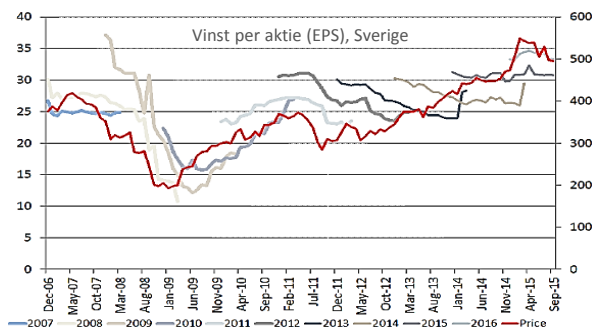
Stockholmsbörsens viktigaste exportregion är Europa

Index	Domestic	Europe (ex Domestic)	Americas	Emerging Markets	Asia	Others
STOXX 600 (Europe)	NM	53%	18%	9%	10%	9%
Eurostoxx 50 (Euro area)	NM	54%	17%	6%	10%	14%
FTSE 100 (UK)	22%	25%	22%	15%	8%	7%
FTSE 250 (UK)	48%	13%	15%	7%	9%	8%
CAC40 (France)	27%	35%	14%	9%	8%	9%
DAX (Germany)	23%	36%	19%	4%	13%	5%
MDAX (Germany)	28%	34%	10%	10%	12%	5%
MIB (Italy)	24%	34%	21%	9%	6%	6%
IBEX (Spain)	23%	35%	13%	22%	3%	4%
SMI (Switzerland)	7%	31%	33%	6%	19%	4%
OMX (Sweden)	10%	38%	21%	9%	16%	6%
AEX (Netherlands)	7%	36%	28%	24%	3%	2%
OBX (Norway)	52%	17%	13%	7%	7%	4%

Källa: Goldman Sachs

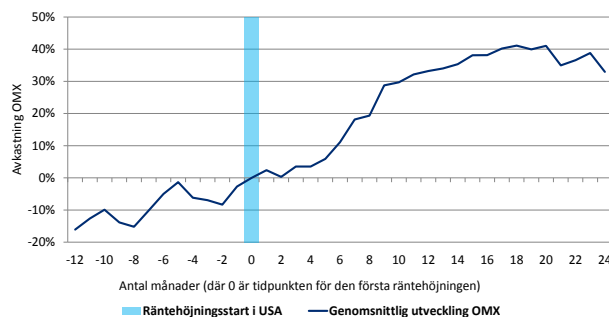
Svenska börsbolag är mycket exportorienterad varför en svag krona är en klar fördel för många bolag och de viktigaste regionerna för svenska börsbolag är Europa och USA.

Inte lika negativa i vinstestimatrevideringar som prisutveckling på Stockholmsbörsen



Källa: ABG Sundal Collier

Stockholmsbörsens utveckling omkring Fed:s första räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Värderingen på Stockholmsbörsen har kommit ner avsevärt under sommarmånaderna och ligger nu strax över historiskt snitt sett till P/E-tal. Detta eftersom kurserna fallit samtidigt som vinstprognosnedrevideringarna varit förhållandevis modesta.

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

Under hela året har räntemarknaden väntat på beskedet från den amerikanska centralbanken Federal Reserve om en höjning av styrräntan under september. När så beskedet kom att man låter räntan vara oförändrad ytterligare en tid framåt, reagerade räntemarknaderna med att sänka räntan på långa statsobligationer världen över med 10-15 räntepunkter. Därmed går vi snart in på det åttonde året med en styrränta nära nollnivån, i praktiken omkring 0,12 procent, och det har snart gått 10 år sedan Federal Reserve senast höjde räntan.

Sett över hela året är dock 10-årsräntan i USA i princip oförändrad jämfört mot årsskiftet. Under året har vi emellertid sett räntan variera kraftigt där lägsta nivå i februari var 1,65 procent medan räntan i juni vid något tillfälle låg nära 2,50 procent.

Vår egen riksbank har sänkt reporäntan vid inte mindre än tre tillfällen under 2015. Vi började året med en nollränta. Därefter sänkte Riksbanken till en negativ nivå om -0,10 procent i februari för att sedan dra ned reporäntan med ytterligare 15 räntepunkter i mars. Efter att kronan stärkts under senvåren och början av sommaren sänkte man återigen räntan i början av juli, nu till -0,35 procent. Det främsta argumenten var osäkerheten i omvärlden efter Greklands inställda betalningar samt att kronan stärkts mer än Riksbankens prognos. Vid det senaste räntemötet, i början av september, lät man reporäntan ligga still men i Riksbankens egen prognos om räntan finns en ytterligare förväntad sänkning under året vilket i så fall sannolikt blir i slutet av oktober. Riksbanken tog också, vid februarimötet, beslutet att börja stödköpa statsobligationer för att på så sätt kunna påverka de långa räntorna. Dessutom gav man sig själv rätten att agera oannonserat mellan räntemötena om behovet finns. I dagens läge har man annonserat köp av statsobligationer fram till årets slut om totalt upp till 135 miljarder kronor. Detta mot-svarar omkring 17-18 procent av de utestående svenska statsobligationerna.

ECB, den europeiska centralbanken, startade sitt expansionsprogram i mars och började köpa statsobligationer i eurozonen. Programmet omfattar köp av obligationer om 60 miljarder euro per månad och

kommer att avslutas tidigast september nästa år, såvida inte inflationen i eurozonen går upp till önskvärd nivå innan dess. Efter att ECB vid senaste räntemötet nu i september sänkt prognosen för både BNP-tillväxt och inflation förväntas dock snarare ECB utöka obligationsköpsprogramet.

Korta räntor

Med den låga inflationen vi fortfarande ser finns egentligen inget som tyder på annat än att centralbankerna kommer att hålla styrräntorna på fortsatt låga nivåer under lång tid, minst ett år framåt. Inte bara Sverige har negativ styrränta utan även t.ex. Schweiz och Danmark, båda med -0,75 procent. Det har också gjort att avkastningen på korta placeringar i statsskuldväxlar, certifikat med högt kreditbetyg och korta säkerställda obligationer för närvarande har en negativ avkastning. Det medför även att traditionella korträntefonder med strikta placeringsmandat har svårt att leverera positiv avkastning i nuläget. Placeringar i korta räntefonder bör därför göras endast som en tillfällig parkering om man inte önskar aktieexponering eller exponering mot övriga delar av räntemarknaden.

Långa räntor

Räntorna på längre statsobligationer har både gått upp och ned under året. Efter att ha inlett året med en måttlig ränta om 0,9 procent för en 10-årig statsobligation föll räntan ända ned till 0,20 procent under mitten av april för att därefter raskt stiga till över 1 procent i början av juni. Efter Greklands ekonomiska kollaps efter midsommar ökade efterfrågan på trygga placeringar vilket fick räntan att direkt gå ned med 35 räntepunkter för att i mitten av augusti nå en nivå om 0,50 procent som lägst. I september steg räntan till omkring 0,85 procent för att direkt efter Federal Reserves besked om oförändrad ränta gå ned till ca 0,75 procent. En liknande rörelse har vi sett i den tyska 10-åringen med undantaget att den lägsta nivån där uppgick till endast 0,05 procent i april. Fortfarande gäller också att räntan i USA är betydligt högre än i Europa där ECB:s stödköp håller tillbaka nivån. Det gäller naturligtvis även i Sverige, med Riksbankens program som stöd.

Räntemarknad

Investment grade

För första gången på flera år har räntedifferensen för krediter inom segmentet investment grade (kreditbetyg AAA–BBB) gått isär jämfört med statsobligationer och inte minst säkerställda bostadsobligationer handlas nu med betydligt högre räntedifferens än tidigare. Om detta är en följd av Riksbankens köp av statspapper eller en mer allmän riskoro tål att diskuteras men vi lutar åt att det förstnämnda har haft störst betydelse. För icke säkerställda, men seniora, företagsobligationer är trenden densamma. För verkstadsbolag som t.ex. Volvo eller telekombolag som Ericsson är räntedifferensen 20 till 30 punkter högre än vid årets början. Det gör att efterfrågan på den här typen av krediter, trots den låga underliggande räntan, är fortsatt stor.

En trend som tillkommit det senaste året är hybridobligationer i svenska kronor med mycket långa löptider, ibland så långa som 60 år. Hybridobligationer är värdepapper som är efterställda normala obligationer och har därför en högre risk men också en högre ränta. Jakten på avkastning kombinerat med placeringsregler gör att den här typen av obligationer är lätta att ge ut men risken för prisfall, om underliggande ränta skulle gå upp och/eller räntedifferensen vidgas, är naturligtvis markant.

Ett fenomen inom Norden är skuggrating vilket betyder att de stora bankerna, enligt samma metodik som ratinginstitut som t.ex. Standard & Poor, sätter ett kreditbetyg på de företag som saknar ett officiellt betyg. Flera företag som har haft en skuggrating av karaktären investment grade har sökt ett riktigt, publikt betyg. Trots att det officiella betyget ofta stämt överens med bankernas tidigare skuggrating kan bolagen låna betydligt billigare efter att ha erhållit det publika betyget. Vi tror att fler bolag kommer att söka publikt betyg, i synnerhet de som också lånar utanför Sverige.

Vår tidigare syn kvarstår, att placeringar i fonder med inriktning mot företagsobligationer inom investment grade har bra möjlighet att leverera fortsatt god avkastning inom räntemarknaden.

High Yield

För högavkastande krediter, eller High Yield som man ofta benämner dem, ökade efterfrågan under tidiga 2015 efter den minst sagt svaga hösten 2014. Den svenska marknaden i detta segment består till stor del av obligationer utgivna av fastighetsbolag vilka gynnats av rörelserna nedåt på räntemarknaden. Under våren har det också varit sparsamt med emissioner vilket gör att räntedifferenserna har kunnat vara i stort sett oförändrade på den svenska marknaden. Det gäller emellertid inte i vårt grannland Norge där krediter av denna typ blivit hårt drabbade. Bakgrunden är naturligtvis det svaga oljepriset som slår hårt mot många norska företag som ofta har en koppling till oljesektorn och samtidigt är högt belånade. I dagsläget är den norska marknaden lika illikvid som under november och december 2014. I augusti fick vi se ett mycket stort utflöde i fonder som investerar på den norska marknaden för High Yield vilket spädde på det hela.

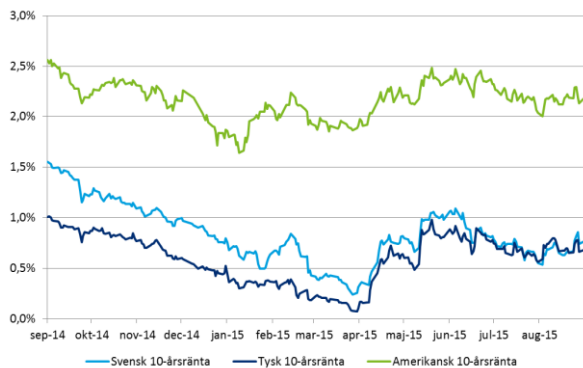
Den amerikanska marknaden för High Yield har också haft svårt de senaste månaderna. Omkring 15 till 20 procent av amerikansk High Yield är kopplat till olja, gas och energi. Man förväntar sig fler konkurser för den här typen av bolag vilket har drivit upp avkastningen till omkring 11–12 procents ränta för energisektorn. Totalt har dock amerikansk High Yield en lägre ränta, omkring 6 procent.

Europeisk High Yield har klarat sig mycket bättre under de senaste månadernas oroliga marknader, mest beroende på avsaknad av oljeleraterade bolag. Itraxx Crossover, som visar räntedifferensen för europeisk High Yield, har faktiskt gått ned sedan årsskiftet.

Vi har en fortsatt positiv syn på fonder som placerar inom High Yield-segmentet. Dock är dessa investeringar att betrakta som mycket mer riskfyllda än konventionella räntefonder. Underliggande positiva makromiljö i USA borde borge för en bättre utveckling där framöver även om den relativt stora exponeringen mot energi lägger viss sordin på marknaden.

Räntemarknad

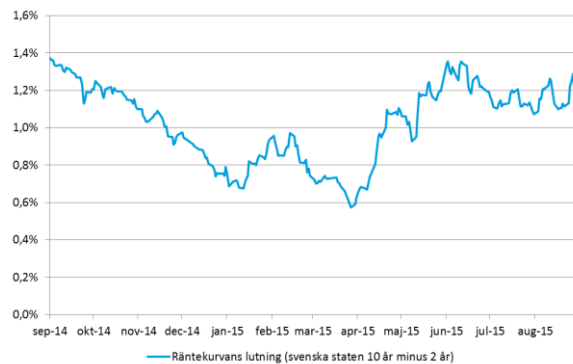
Ränteuppgången kom av sig under sommaren



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Vårens uppgång för obligationsräntor kom av sig då Greklandsoro förbyttes i Kina- och tillväxtoro.

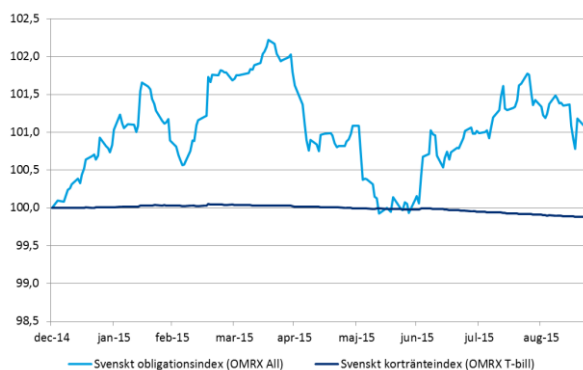
Lutningen på den svenska räntekurvan har varit oförändrad sedan i våras



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lutningen på räntekurvan, här exemplifierat som skillnaden i ränta mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer, brukar vara en god konjunkturrell indikator. Efter vårens uppgång har differensen stannat vid ca 1,2 procent.

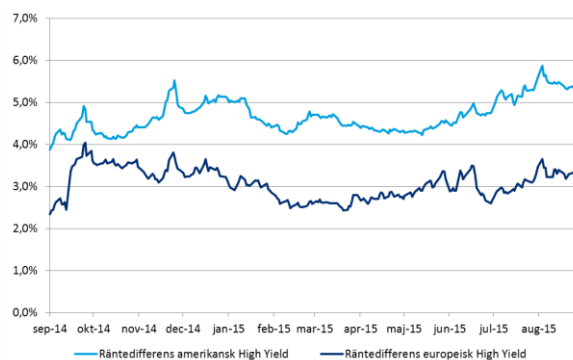
Negativ avkastning på korta räntepapper hittills i år



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med negativ styrränta är nu avkastningen hittills i år på kortränteindex negativ. Risk- eller avkastningsfritt? Avkastningen på obligationsmarknaden är dock alltjämt positiv efter sommarens Kina- och tillväxtoro är därpå något fallande obligationsräntor.

Högre räntedifferens för amerikansk High Yield



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Räntedifferensen inom High Yield-segmentet är alltjämt klart högre i USA än i Europa. En av orsakerna går att finna i en mycket högre exponering mot energirelaterade bolag i USA.

Alternativa placeringar

Olja och basmetaller

Råvarorna har efter en stabilisering under det första kvartalet fortsatt falla trots den mycket svaga utvecklingen under föregående år. Kopparkpriset är exempelvis ned omkring 15 procent, med svagare kinesiska konjunktursikter som främsta orsak. Oljepriserna har också fortsatt sin kräftgång och med priser på runt 48 USD/fat, för Brent-kvalitet, innebär det en nedgång på tio procent sedan årsskiftet. Produktionsökning i framförallt USA, där ny så kallad frackingteknik medför att olja kan utvinnas från fält som tidigare varit otillgängliga är den kanske främsta anledningen till det överutbud som nu råder på oljemarknaden. Vår bedömning är att priserna generellt kommer att vara fortsatt lägre en längre tid, pressade av både ökat utbud och förändrad efterfrågan.

Ädelmetaller

En svagt negativ prisutveckling om minus fyra procent under 2015 bekräftar vår bedömning att flertalet underliggande faktorer talar för en dämpad guldprisutveckling framöver, där exempelvis fortsatt ökad ekonomisk aktivitet, minskade amerikanska stimulanser och en starkare dollar pressar priserna.

Fastigheter

Fastighetsinvesteringar kan vara en intressant del av en väldiversifierad portfölj, då de är ett tillgångsslag som inte nödvändigtvis har ett stort samband med avkastningsmönstren på andra placeringar. Det är dock viktigt att skilja på exempelvis direktinvesteringar i en fastighet, en strukturerad produkt med underliggande fastighetsinnehav och ett fastighetsbolag på Stockholmsbörsen, där andra faktorer än det underliggande värdet i fastigheten kortsiktigt kan avspeglas. Fastighetssektorn kan delas in i flertalet kategorier, både avseende geografisk exponering och vilken typ av investeringar som görs. För en placerare är det, förutom att förstå vilken exponering som erhålls, dessutom viktigt att vara medveten om placeringshorisonten då värderingar av investeringar ofta bygger på hyresintäkter och kalkyler under längre tid. Generellt sett har avkastningen under de senaste åren varit god inom fastighetssektorn. Vår uppfattning är att utsikterna är fortsatt goda för fastigheter då ränteläget fortsätter att vara mycket stimulerande.

Hedgefonder

Det samlade hedgefondsindexet HFRX, har under 2015 haft en negativ utveckling med minus 1,1 procent räknat i dollar men positivt i kronor med 3,7. Det finns totalt åtminstone ett trettiotal olika hedgefondsstrategier men genom att sammanfatta dem i fyra huvudstrategier: Equity Hedge Long-Short, Global Macro/CTA, Event driven och Relative value arbitrage omfattas merparten av de olika fondernas förvaltningsinriktningar. Den största kategorin inom hedgestrategier, Equity Hedge Long-Short, har som grupp avkastat minus 0,4 procent i år. Förutsättningarna för strategin framöver bedömer vi som fortsatt intressanta då utsikterna för aktieurval bör vara goda. Global Macro/CTA-strategier uppvisar en negativ avkastning på minus 1,9 procent. Den tydliga dollarförstärkningen har varit den kanske vanligaste exponeringen bland Global Macro-fonderna såväl som trenden med lägre europeiska räntor. Event driven har som grupp tappat 3,3 procent samtidigt som de fundamentala förutsättningarna för företagsaffärer är gynnsamma och fortsatt låga finansieringskostnader talar för hög aktivitet. Kreditmarknaderna har haft en utveckling under året som gynnat Relative value arbitrage som stigit med 1,2 procent. Med de nuvarande små räntedifferenserna och det låga ränteläget är det utmanande för förvaltarna att skapa avkastning, i synnerhet om riktningen ändras.

Konvertibler

Värdepapper som kombinerar potentialen hos aktier med stabiliteten i obligationer, konvertibler, ser i dagens relativt volatila marknad intressant ut i ett investeringsperspektiv. Vi förespråkar investeringar som är valutaskyddade för att undvika valutasvängningarna, samt europeisk framför amerikansk exponering.

Private Equity

Fortsatt riskapitet ger bra förutsättningar för fortsatt höga affärsvolymmer inom Private Equity. Billig finansiering och ett stort intresse för nyintroduktioner gör att vi tror på fortsatt hög aktivitet vilket bör innebära bra avkastningsmöjligheter.

Alternativa placeringar

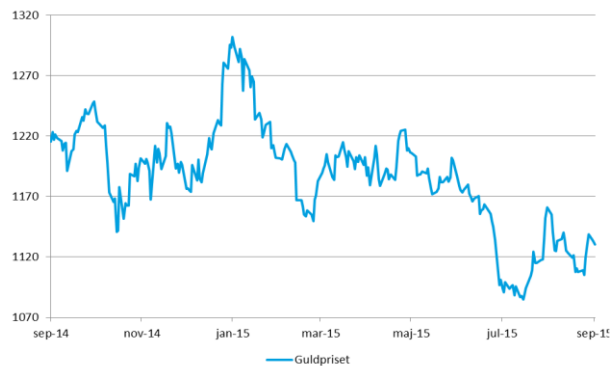
Fallande priser på olja och koppar



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Både olja och koppar uppvisar en dramatisk prisutveckling det senaste året, vi ser en stabilisering runt dessa nivåer som sannolik.

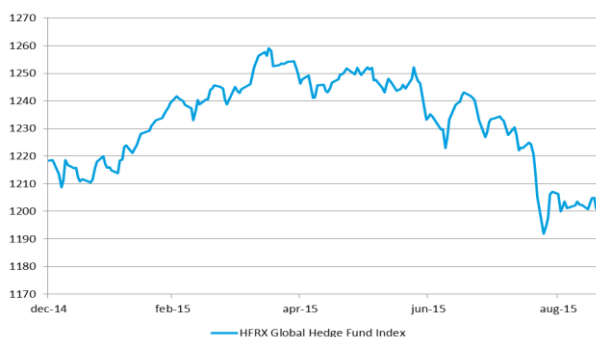
Negativ utveckling i guldpriset under det senaste året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Guldpriset fortsätter att utvecklas svagt då inflationstendenserna i ekonomin fortsatt är mycket begränsade.

HFRX – globalt hedgefondsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Negativ utveckling för hedgefonder som grupp under 2015. Tydliga trender inom valutor, aktier och räntor möjliggjorde en gynnsam start på året men den nu har reverserats.

Valutaparet EUR/USD



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En vanlig position bland fonder med inriktning Global Macro/CTA har varit en tro på starkare USD, något som utvecklades bra i början av 2015 men som nu går i motsatt riktning.

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

"A financial crisis will not happen in China and China will not head for a hardlanding" – Li Keqiang, premiärminister Kina, januari 2015

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

Tillväxtoron i Kina tilltar

Kina har efter en stark tillväxt under de senaste decennierna blivit världens näst största ekonomi. Samtidigt har trenden under de senaste åren varit tydligt avmattande och under sommaren samt inledningen av hösten har marknadsaktörer blivit alltmer oroade efter att den lokala börsbubblan har brustit och sentimentsindikatorer har försvagats. Till detta kommer påverkan från en närstående amerikansk räntehöjning, riskerna med en allt högre skuldsättning och kraftigt fallande råvarupriser. Förutom en genomgång av de exponeringar som omvärlden har mot den kinesiska efterfrågan, vilka stimulanser som sker i Kina och en djupdykning i långa trender avseende bland annat demografi och råvarucykler, vill vi med denna temadel redogöra för vilken påverkan den väntade fortsatta avmattningen kan få på konjunktur och värdepappersmarknader. Vi får ofta frågan om det går att lita på den kinesiska statistiken och i vårt första avsnitt vill vi försöka se om det går att dra några slutsatser kring detta från andra indikatorer. I temadelen har vi också för första gången i vår strategirapport lagt med en intervju med en person som kan antas ha god kunskap kring det aktuella temat, Felix Lindberg, VD för ett av Sveriges större järn- och metallåtervinningsbolag Lindberg & Son.

Kan vi lita på statistiken?

Den kinesiska regeringen har satt upp 7 procent som årets mål för BNP-tillväxten. Tillväxten under det första och andra kvartalet landade på just 7 procent och med tanke på den avmattning som sker för bland annat industriproduktionen får det många att undra om statistiken verkligen alltid återspeglar realiteten. Frågeställningen är inte ny, redan under Asienkrisen 1998 presenterade Kina en tillväxt på drygt 7 procent medan många av länderna i regionen var i recession. Det har också funnits perioder såsom början av 2000-talet när BNP-siffrorna kan ha underskattats. Ofta försöker man förklara avvikelserna med att ansvariga i provinser har incitament att rapportera in bättre siffror till staten än vad de egentligen är. Till och med landets premiärminister har i en tidigare roll sagt att tillväxtsiffrorna är "handgjorda och opålitliga". Förutom en stabil nivå är det också anmärkningsvärt hur snabbt det går att samla in data.

Alternativa mått kan vara att se på elkonsumtionen, järnvägstransportvolymen och låneutbetalningar, något som på senare tid har visat sig vara mått som den kinesiska premiärministern använder sig utav. I takt med att den kinesiska ekonomin transformeras från att vara investeringstung till att bli mer konsumtionsdriven kan bättre mått dock vara att exempelvis se till bilförsäljningen och bostadsbyggande. I tidigare strategirapporter har vi för mer utvecklade länder sett till industriproduktion, detaljhandelförsäljning, privata inkomster och sysselsättning, de så kallade Big Four. En sådan jämförelse för Kina skulle bli haltande då även tillförlitligheten i dessa mått är relativt låg. Dessutom är den kinesiska ekonomin i mycket högre utsträckning beroende av investeringar och industri.

Vi har skapat en modell som utgår från dels industriproduktion och detaljhandelförsäljning, men även inkluderar fler variabler som vi menar ger en bättre bild av tillväxten i landet såsom elproduktion, investeringstakt och förändringar i exporten. Indikatoren visar att den officiella tillväxten i Kina underskattar verklig tillväxt under första delen av förra årtiondet medan förhållandet är det omvända idag. Indikatoren ger med andra ord samma bild som premiärministerns egna modell.

Vad görs för att upprätthålla tillväxten?

Vi har vant oss vid att den kinesiska finans- och penningpolitiken kan skilja sig något från åtgärder som införs på mer utvecklade marknader. Ändå kom devalveringen i augusti som en överraskning för många. Det är viktigt att komma ihåg att de stimulanser som idag behövs är annorlunda än vad som låg i fokus under det senaste decenniet då tillväxten stod högst på prioriteringslistan. Exempelvis är klimatmål mer prioriterade. Med själva devalveringen finns dock frågan om man återigen vill stärka konkurrenskraften som världens största exportör. Den kinesiska valutan är kopplad till dollarn, som har stärkts i takt med att den amerikanska centralbanken är på väg att strama åt. Skulle denna trend bestå och devalveringarna fortsätter kommer nya disinflationstendenser att sprida sig i övriga världen.

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

Utöver devalveringen har regeringen sänkt kapitalkraven på bankerna för att ytterligare stimulera lånevillkoren. Efterfrågan på lån i Kina har nämligen fallit till den lägsta nivån på över tio år. För att ytterligare hjälpa industrin har import- och exporttariffer sänkts.

Demografin ställer stora krav på ekonomin

Enbarnspolitiken i Kina, som har funnits i olika former sedan 1979, har skapat och kommer att skapa stora demografiska utmaningar för Kina. Värt att notera är att fertilitetsnivån sjönk ordentligt i mitten av 70-talet, redan före enbarnspolitikens införande. Effekterna har inte låtit vänta på sig och redan idag har Kina en fallande andel arbetsföra invånare (15 till 65 år) i förhållande till den totala populationen. FN publicerar vart femte år en uppdatering av *World Population Prospects*, vilket skedde i juli i år, där statistik och prognoser presenteras avseende befolkningen och dess fördelning. Med dessa prognoser som utgångspunkt går att utläsa att andelen i arbetsför ålder i förhållande till total population var som högst under 2010-2011 (74 procent) och väntas falla till ca 59 procent fram till år 2050. Utvecklingen skulle i så fall till stor del spegla den utveckling som Japan under de senaste 20 åren haft. Detta ger förstås stora påfrestningar på den kinesiska ekonomin då antalet icke-arbetande per arbetande kommer att öka enormt. Som exempel kan nämnas att om antal arbetande i Kina ska kunna underhålla de icke-arbetande, på bibehållen nivå, krävs en "effektivitetsförbättring" om 1,9 procent årligen fram till år 2050. Jämför man med Japan under de senaste 35 åren så har deras "effektivitetsförbättring" uppgått till 0,8 procent årligen. En minst sagt utmanande uppgift för det kinesiska samhället framöver. En annan naturlig effekt av en sjunkande andel arbetande i en ekonomi är en fallande sparkvot vilket också ger stor effekt på ekonomin.

Ekonomisk omställning påverkar råvaror stort

Kinas enorma hunger efter råvaror under en längre period av investeringar i infrastruktur tillhör förmodligen en svunnen tid. Vad gäller efterfrågan på koppar står Kina för cirka hälften och när ekonomin skruvas om mot mer konsumtionsdriven faller en stor

spelare bort. I ett större perspektiv kommer Kinas efterfrågan på råvaror att skifta från råvaror som olja och järnmalm till gas, nickel och aluminium. Under senare år har samvariationen mellan Kinas investeringstakt och global kopparkonsumtion varit mycket hög vilket indikerar ytterligare press nedåt på kopparpriset. Att sedan kopparpriset historiskt varit en god indikator för inköpschefsindex och ekonomisk tillväxt globalt tecknar förstås en mer dyster bild framöver.

En liknande bild ger den kinesiska efterfrågan på stål. Drivande bakom den stora stålproduktionen har varit den inhemska efterfrågan där mer än hälften har gått till byggindustrin. Med tanke på att bland annat fastighetsmarknaden har tappat fart blir vi inte förvånade att tillväxttakten minskar. Järn- och stålindustrin står även för en stor del av elkonsumenterna i landet. Kopplingen mellan en svag byggsektor, låg tillväxt i stålproduktionen och låg elproduktion är därför logisk. Stålindustrin är inte bara viktig för Kina utan större förändringar får också stora genomslag i andra ekonomier och globala börsbolag. Inte bara den direkta påverkan på stålbolag utan även råmaterialexportörer av järnmalm och kol påverkas stort. Dessutom ska inte effekten på exempelvis rederier underskattas.

Som en ny del i strategirapporten har vi denna gång valt att inkludera en intervju med en person som genom sitt bolags verksamhet har god insyn i utvecklingen för industrinationen Kina. Felix Lindberg, VD för ett av Sveriges större järn- och metallåtervinningsbolag Lindberg & Son, har genom åren sett förvandlingen av Kina som för 30 år sen stod för 5 procent av den globala stålproduktionen. Idag står den asiatiska jätten för ca 50 procent av världens stålproduktion efter en tillväxt helt utan större avmattningar. Skrotpriser är mycket volatila, men trenden är tydligt ned och vi noterar idag ett sexårslägst efter en nedgång på 30 procent under de senaste fyra månaderna. Kan nedgången fortsätta och vad blir påverkan på kinesisk ekonomi?

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

Felix, kan du beskriva den kinesiska utvecklingen, särskilt med avseende på stålproduktionsmarknaden?

Utvecklingen vi har sett i Kina från strax före millennieskiftet och framåt bygger på det väl dokumenterade sambandet mellan ökad välfärd och ökade krav på investeringar i infrastruktur och fastigheter. När BNP per capita i fattigare länder ökar, så ökar även stålproduktionen per capita och Kina har, med stort eftertryck i marknaden, genomgått denna förvandling. Vid en viss rikedom, ca 20 000 dollar per capita, tenderar stålproduktionen per capita att avta och plana ut då den aktuella ekonomin klättrar i förädlingskedjan. Vi har sett det tidigare i västvärlden och har även sett det i t.ex. Japan och Sydkorea. Sedan år 2000 till idag har stålproduktionen i världen nästan dubblats. Kina har sedan år 2000 haft en uthållig produktionsstillväxt med ett stålsverige i månaden och ökat från 15 till 50 procent av världens stålproduktion. Man har på 15 år ökat stålkapaciteten i världen med 727 miljoner ton stål, vilket motsvarar 1995 års hela stålproduktion i världen, och 90 procent av kapacitetsökningen kräver malm som insatsråvara. All neddragning i Kinas tillverkning kommer att påverka malmefterfrågan mycket negativt. Det är en oerhört stor omställning, inte bara på den kinesiska ekonomin utan på hela stålmarknaden.

En stor omställning alltså, hur ser det ut idag?

Vi noterade att något hände på marknaden redan i september förra året då Kinas tidigare väldigt kraftiga ökningstakt i stålproduktion plötsligt mognade och började bete sig som övriga världen. Efter en förmodat dopad decembersiffra i produktionsstakten fortsatte nedgången i år och den senaste siffran för juli månad vek ned rätt ordentligt. I vår värld talar vi om att Kina redan är i recession vad gäller stålproduktion. I mer utvecklade länder som exempelvis Sverige och USA har varje ekonomisk recession inneburit en nedgång i stålproduktionen per capita, för att därefter komma tillbaka till den långsiktiga trenden. Den fallande stålproduktionen i Kina liknar i mångt och mycket ett sådant utfall vilket skulle innebära ett Kina i recession, vad det nu innebär.

Så den tidigare så starka tillväxten, främst driven av investeringar i infrastruktur och fastigheter, är ett minne blott?

Om den officiella siffran på 7,0 procent tillväxt under både Q1 och Q2 ska stämma, så måste någon annan del av ekonomin ha hållit emot. Vi kan inte se eller förstå vad det skulle vara.

Det verkar stämma väl överens med våra egna indikatorer. Vad ser du för mer långsiktiga effekter från det här?

Hela Kinas tillväxt inom stålproduktion har byggt på malm vilket även påverkat exempelvis svenska malmbaserade företag som SSAB och LKAB. Gissningsvis är livslängden på de kinesiska investeringarna inte den längsta samtidigt som den ekonomiska planeringen är centralt styrd i landet vilket underlättar rivningar och omstruktureringar. Min bedömning är att Kina närmaste åren kommer ha en kraftigt ökad tillgång på sekundäråvara från skrot, vilket inte var fallet för 10-15 år sedan. Vi kommer återgå till det skrotöverskott som rådde i världen på 90-talet. Detta kommer påverka malmpriserna och skrotpriser negativt. Lägg därtill den demografiska utvecklingen i Kina med avtagande befolkningsökning och där andelen arbetande i förhållande till total population redan toppat ur. Detta leder förstås till minskad investeringsvilja och stålproduktion totalt sett. Kina har haft 30 år med obruten tillväxt vad gäller stålproduktion, det kan vi glömma nu, det är nya tider som gäller.

Har du några andra tankar kring framtiden med avseende på din bransch?

Indien blir intressant att följa. Med en befolkning på 1,2 miljarder och en BNP per capita på 3 800 dollar så har de inte varit i närheten av den resa Kina genomfört de senaste 15 åren. Det indiska samhället är ur många avseenden mer eller mindre utvecklat men det är, jämfört med Kina, väldigt eftersatt vad gäller investeringar i infrastruktur och fastigheter. Det finns många kulturella och strukturella hinder för en utveckling likt Kinas, det saknas även kraften från en central styrning likt den i Kina. Men börjar det röra sig på allvar där kan det bli spännande att följa och då står ju även Kina där lämpligt nog med, förmodat, stort kapacitetsöverskott vad gäller stålproduktion.

Stort tack Felix för dina intressanta och insiktsfulla erfarenheter kring utvecklingen i Kina!

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

Exponeringar

För att bedöma förutsättningar för omvärlden och för värdepappersmarknader är det viktigt att förstå hur stor exponeringen är mot den kinesiska ekonomin, både vad gäller den absoluta nivån idag men också förändringstakten under de senaste åren. Ser man till de större utvecklade marknaderna så har alla länders börsbolag i snitt en försäljningsandel på mellan 5–7 procent mot Kina, för amerikansk del är den cirka 5 procent av försäljningen och 2 procent av nettovinsten. Det kan låta relativt lite, men ökningstakten har under senare år varit stor och inom vissa segment inom verkstadsindustrin är exponeringarna långt högre och dessutom har vissa stora bolag som exempelvis Apple en mycket högre försäljningsandel mot Kina. Den globala verkstadsindustrin skapar tolv procent av sin omsättning från den kinesiska marknaden att jämföra med endast två procent år 1999. Dessutom står tillväxtmarknader generellt för en större andel och många av dessa har ett stort beroende av Kina, vilket gör att den egentliga påverkan är än större samtidigt som viss del av den kinesiska importen endast är förädling. Länderna kring Kina, Asean-5, har i de senaste årens kinesiska avmattning drabbats tydligt och under det andra kvartalet noterade flera länder en svag tillväxt. Även andra länder börjar se effekter av den lägre tillväxten i Kina. Oron har exempelvis varit stor att tyska bilproducenter drabbas när bilförsäljningen i Kina viker. Hittills har dock dessa kunna kompensera detta genom en relativt stark marknad i Europa. I Sverige ligger den största försäljningsandelen mot Kina i bolag såsom Autoliv och Hexagon med en exponering kring 15 procent av försäljningen. Båda bolagen har varnat för en större osäkerhet, men även här har vi hittills sett endast marginell påverkan. För världens största ekonomi, den amerikanska, står Kina endast för sju procent av exporten och därmed mindre än en procent av amerikansk BNP och även om man räknar med andra tillväxtmarknader bör effekten på amerikansk ekonomi bli mycket liten. Inte heller bör tillgångarna i det amerikanska banksystemet skapa alltför stora problem. Ökningstakten har varit hög, men tillgångarna är ändå endast cirka 1 procent av de totala tillgångarna i banksystemet. Inte heller för den europeiska ekonomin bör effekten av en nedgång i

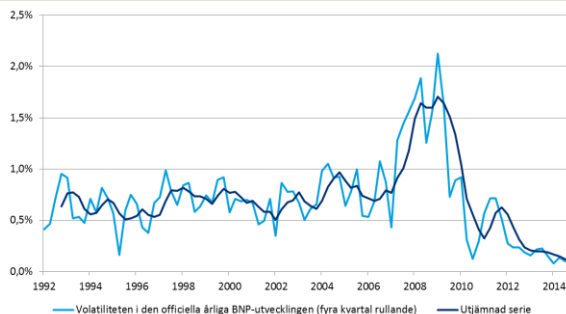
Kina bli alltför stor. Tyska Bundesbank har exempelvis bedömt att en kortsiktig efterfrågenedgång motsvarande hela 4 procent av kinesisk BNP under två år endast reducerar Eurozonens tillväxt med 0,2 procent. Detta bland annat beroende på billigare import från Kina, större köpkraft när råvarupriserna faller och en expansiv politik. Råvaruberoende nationer som Australien drabbas extra mycket i samband med Kinas lägre efterfrågan. Närmare en tredjedel av Australiens export går till Kina idag medan den för ett decennium sedan endast stod för cirka en tiondel. Liknande utveckling noterar den sydafrikanska och brasilianska exporten. Sammantaget är effekten från en kinesisk avmattning relativt stor på många av tillväxtmarknaderna, men relativt begränsad för de utvecklade ekonomierna och därmed även den globala tillväxten.

Slutsats

Vår bedömning är att den kinesiska tillväxten för tillfället är överskattad i de siffror som presenteras. Inom vissa segment i den kinesiska ekonomin upplevs en tydlig recession och flera indikatorer vi har tittat på pekar på fortsatt avmattning. Skillnaden mot vanliga konjunktturnedgångar är att det i det här fallet pågår en stor strukturell förändring med faktorer såsom demografi som förändrar utsikterna. Den starka tillväxten i råvaruefterfrågan är över och vår bedömning är att det behövs fortsatt omställning av den kinesiska ekonomin. Med det sagt ska också nämnas att sammansättningen av BNP-måttet idag ser annorlunda ut än tidigare på grund av det senaste decenniets stora efterfrågeökning. Det i sin tur kan vara ett av skälen bakom den missvisande tillväxtsiffran men även en minskad volatilitet i måttet på senare tid kan indikera en något mer tillrättalagd siffra än tidigare. Oavsett detta så bör avmattningen pågå under längre tid med perioder av stimulans och återhämtning. Vi tror således inte på någon hårdlandning. Vår intervjudel ger oss dock stöd i tron om fortsatt press på råvaror. Men exponeringarna mot Kina i de utvecklade marknaderna är relativt små och lägre råvarupriser ger också ett lyft för många av de utvecklade ekonomierna. Kina står dessutom för en relativt liten andel i ett globalt aktieindex och vår bedömning är att den direkta påverkan på aktiemarknader i viss mån överskattas.

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

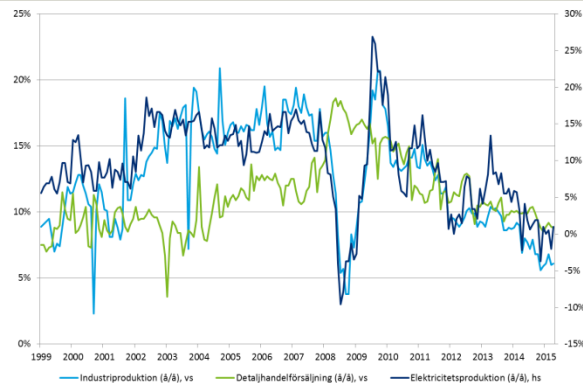
Klart lägre volatilitet i de officiella tillväxtsiffrorna senaste åren



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Kinas officiella tillväxtsiffror har länge setts med en viss skepsis. En sak är dock säker, volatiliteten i statistiken har sjunkit betänkligt i spåren av finanskrisen.

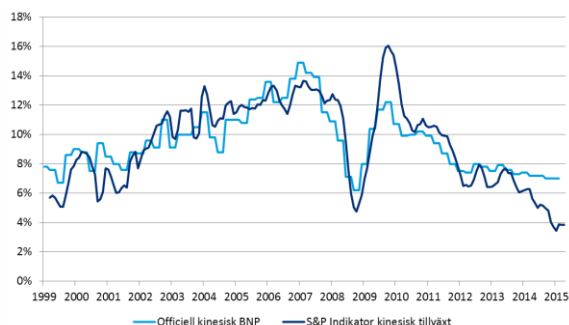
Flera tillväxtindikatorer pekar tydligt ner



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Att kinesisk tillväxt växlat ned är de flesta överens om, men hur mycket? Flera indikatorer i diagrammet ovan pekar på en klart lägre tillväxttakt än tidigare.

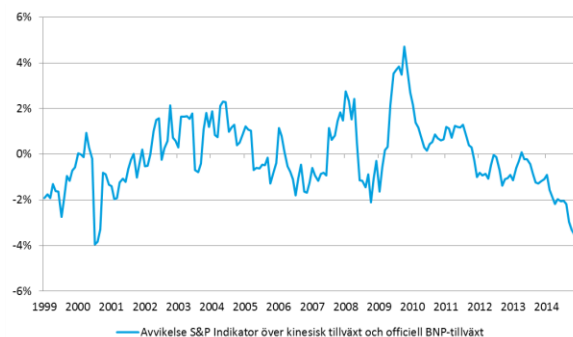
S&P kinesisk tillväxtindikator pekar på lägre tillväxt än officiellt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Publicerad officiell kinesisk tillväxtstatistik var förmodligen lägre än den bedömt riktiga tillväxten under de tidigare åren på 2000-talet, men om vi kompenserar för det så är dagens tillväxttal om 7,0 procent definitivt för höga. Vår egen indikator på kinesisk tillväxt pekar på en nästan halverad tillväxt jämfört med den officiella.

Avvikelsen mellan S&P indikator och officiell BNP-tillväxt ökar

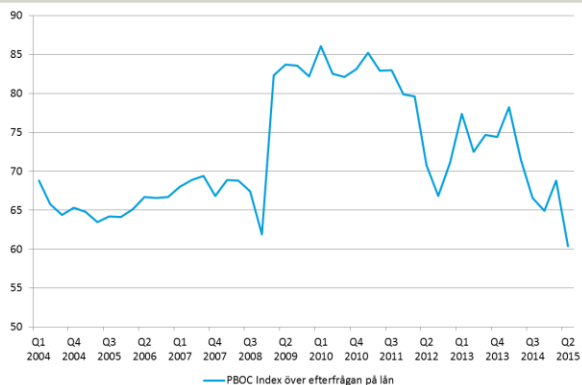


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Avvikelsen mellan modellskattningen och den officiella tillväxten är nära den största som noterats under de senaste 15 åren. Även om omställningen mot en konsumtionsdriven ekonomi påbörjats visar våra indikatorer inget som kan förklara de, i vår mening, för högt rapporterade tillväxttalen.

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

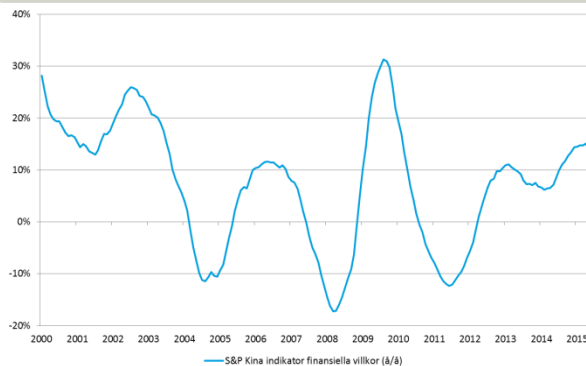
Efterfrågan på lån den lägsta på över tio år i Kina



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Under andra kvartalet i år sjönk efterfrågan på nya lån till den lägsta nivån på över tio år i Kina.

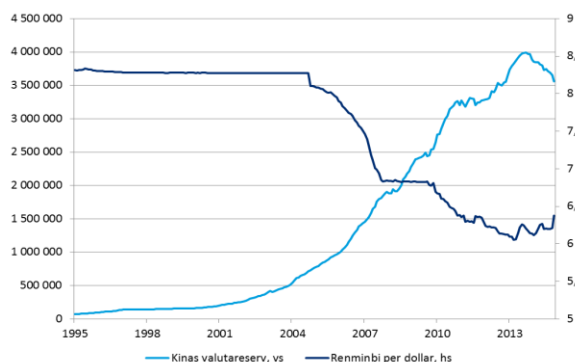
Fortsatt goda förutsättningar för lånevillkor



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efterfrågan på lån har alltså sjunkit trots att våra indikatorer pekar på goda finansiella förutsättningar för lånevillkor. Indikatorn följer räntenivåer, lån till institutioner och real valutautveckling.

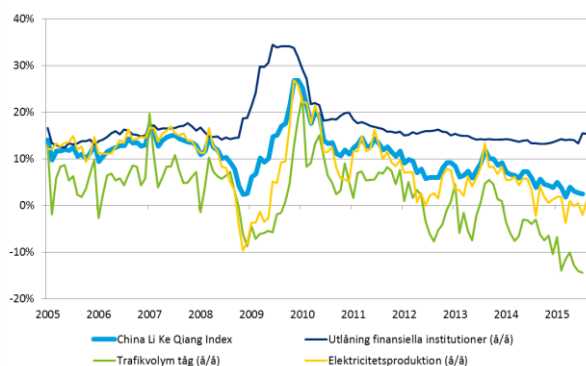
Devalvering och fallande valutaserv



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Misstron mot den kinesiska tillväxten har fått den kinesiska centralbankens att agera. För att försvara växelkursen har tillgångar minskat med ca 10 procent under de senaste 12 månaderna. Marknadens aktörer bevakar noga kapitalflödena men risken för fritt valutafall går förmodligen att bortse från på grund av centralbankens djupa fickor.

Alternativt mått på tillväxt från Kinas premiärminister Li Keqiang

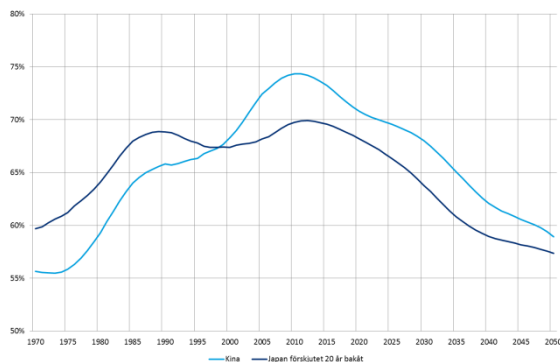


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tillväxten i årstakt enligt premiärminister Li Keqiangs egna index pekar mot en tillväxttakt på 2,5 procent, lägre än exempelvis den svenska tillväxten just nu. Samtliga delkomponenter har bidragit negativt en tid men framförallt fraktvolymen på tåg har fallit kraftigt.

Tema: Växer Kina verkligen med 7 procent?

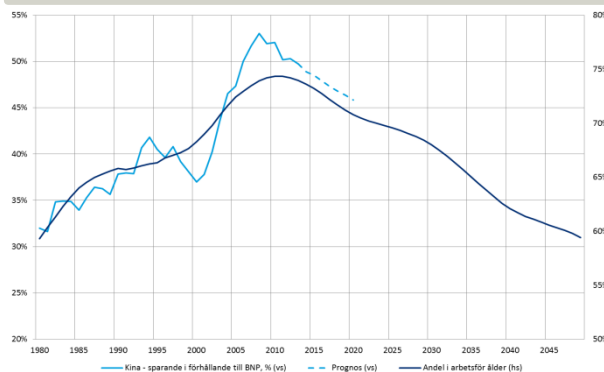
Demografiska motvindar framöver – sviter från enbarnspolitiken



Källa: UN – Dep. of Ec. and Social Affairs, Söderberg & Partners

Enbarnspolitiken har bland annat medfört att Kina står inför mycket stora förändringar i sviterna av den ändrade demografiska sammansättningen. Jämförelsen med Japan för 20 år sedan ger oss en god bild av motvinden Kina står inför. Andelen arbetande utav total population minskar.

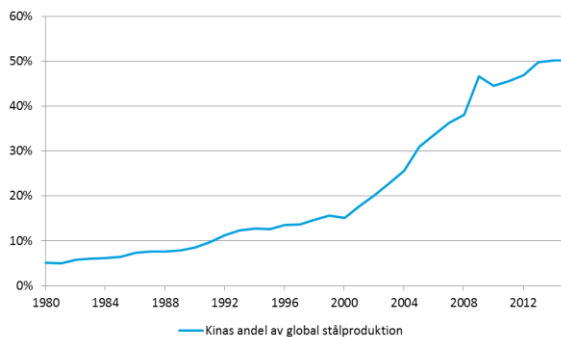
Demografisk motvind sätter press på sparandet



Källa: UN – Dep. of Ec. and Social Affairs, Söderberg & Partners

Förändrad demografisk struktur förändrar långsiktiga trender. Med en fallande andel i arbetsför ålder faller även sparandet i ekonomin markant.

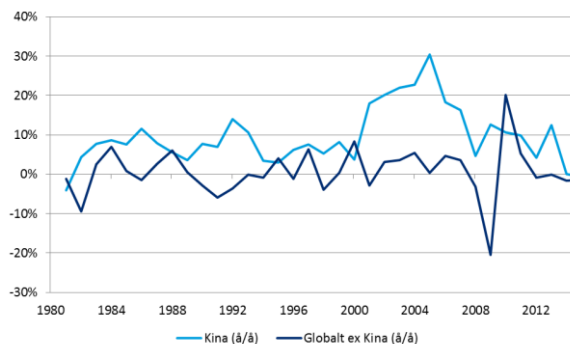
Kinas andel av global stålproduktion



Källa: World Steel Association, Söderberg & Partners

Kinas andel av global stålproduktion har exploderat från slutet av 90-talet. Nivån har dock stabiliserats kring 50 procent senaste året då tillväxttakten i Kina bromsat in och ligger på nivå med övriga världen.

Tillväxttakten i stålproduktionen kraftigt ned i Kina



Källa: World Steel Association, Söderberg & Partners

Den årliga tillväxttakten av stålproduktion i Kina har sedan förra hösten börjat falla ordentligt. En mycket stark, och förmodat dopad, decembersiffra höll upp tillväxttalen för 2014 i positivt territorium men i år kan vi tydligt se fallande stålproduktion i Kina.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	2,4	0,9	0,4	5,1	-406,4	-2,6	-2,6
Europa	1,4	1,9	0,2	10,9	317,6	2,6	-2,1
Tyskland	1,7	0,4	0,4	6,4	280,5	7,6	0,7
Frankrike	1,1	-0,8	0,2	10,4	-6,0	-0,7	-4,1
Storbritannien	2,5	0,8	0,2	5,5	-180,5	-4,8	-4,4
Sverige	2,7	-1,9	0,1	6,4	35,1	6,5	-1,2
Japan	0,8	n.a.	0,7	3,3	107,8	2,7	-6,8
Ryssland	-3,6	-4,2	14,8	5,3	68,7	4,9	-2,8
Hongkong	2,3	-1,3	3,1	3,3	5,9	2,8	n.a.
Kina	6,9	6,1	1,5	4,0	291,4	3,0	-2,7
Indien	7,5	4,2	5,3	4,9	-25,9	-1,2	-4,1
Brasilien	-1,9	-9,0	8,6	7,5	-89,4	-4,1	-5,8

	Styrränta (%)	Ränta 10 år (%)	Befolkning miljoner	Befolkningstillväxt (%)	Andel av befolkning < 15 år (%)	Andel av befolkning > 65 år (%)
USA	0 - 0,25	2,2	321,4	0,8	19,0	14,9
Europa	0,05		513,9	0,3	15,5	18,8
Tyskland	0,05	0,8	80,9	-0,2	12,9	21,5
Frankrike	0,05	1,1	66,6	0,4	18,7	18,7
Storbritannien	0,50	1,9	64,1	0,5	17,4	17,7
Sverige	-0,35	0,8	9,8	0,8	17,1	20,0
Japan	0,10	0,4	126,9	-0,2	13,1	26,6
Ryssland	11,00	11,2	142,4	0,0	16,7	13,6
Hongkong	0,50	1,8	7,1	0,4	12,1	15,3
Kina	4,60	3,2	1367,5	0,5	17,1	10,0
Indien	7,25	8,9	1251,7	1,2	28,1	6,0
Brasilien	14,25	15,2	204,3	0,8	23,3	7,8

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2015	P/E 2016	Vinststillväxt 2015 %	Vinststillväxt 2016 %	Direktavkastning 2015 %
USA	17,9	15,4	-1,7	16,2	2,3
Europa	15,5	14,2	4,3	9,5	3,5
Tyskland	12,7	11,7	13,1	8,6	3,1
Frankrike	14,5	13,3	5,0	9,2	3,8
Storbritannien	14,8	13,9	-10,8	6,9	4,1
Sverige	15,0	14,0	11,7	8,8	4,3
Japan	14,6	13,1	16,3	8,0	2,0
Ryssland	5,9	5,3	20,4	15,8	4,8
Hongkong	10,9	10,3	-7,6	5,7	3,6
Kina	12,3	10,9	15,2	12,1	2,3
Indien	17,9	15,0	8,1	20,0	1,6
Brasilien	13,0	10,3	-6,2	25,0	3,5
Världen	16,2	14,7	2,0	10,1	2,7
Tillväxtmarknader	11,4	10,8	7,6	10,8	3,1

Utveckling finansiella marknader

Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2015
New York	S&P500	-2,8	2,4	-8,1	-7,3	-3,0	33,1	-5,8
Nasdaq	NASDAQ Comp	-2,8	5,0	-7,2	-4,8	4,3	50,4	0,4

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-5,3	0,2	-14,7	-17,5	-5,1	20,4	-2,1
London	FTSE100	-3,2	2,3	-11,9	-14,1	-10,1	3,3	-8,1
Frankfurt	Dax30	-6,0	-0,4	-16,2	-19,9	-0,5	29,7	-2,0
Paris	CAC40	-4,6	-4,3	-12,4	-12,3	1,7	25,6	3,8
Stockholm	OMXSPI	-3,3	1,0	-9,1	-13,3	5,9	40,9	0,6
Stockholm 30	OMXS30	-4,2	-0,5	-11,8	-16,4	0,7	29,3	-2,9

Japan

Tokyo	Topix100	-2,4	-9,3	-12,5	-9,7	7,1	88,7	1,4
-------	----------	------	------	-------	------	-----	------	-----

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-6,6	7,9	-17,8	-11,2	-34,2	-48,2	-1,1
Kina	MSCI China 10/40	-2,4	-4,5	-25,5	-17,0	-8,8	5,3	-12,3
Hongkong	Hang Seng	-3,4	-0,7	-23,0	-13,5	-11,8	2,0	-10,6
Syd Korea	MSCI Korea	-2,3	6,2	-8,5	-11,2	-11,2	-12,5	-6,0
Indien	Bombay100	-0,5	0,7	-5,6	-7,8	-1,0	41,2	-4,7
Brasil	Bovespa	-6,6	2,3	-15,8	-12,0	-20,2	-26,8	-9,3
Mexiko	Bolsa	-0,5	3,8	-5,2	-2,3	-4,6	6,1	-0,2
Sydafrika	MSCI South Africa	-1,3	3,5	-7,3	-7,9	2,0	35,3	-1,5

Världsindeks (USD)

Världen	MSCI World Index	-3,4	0,5	-10,6	-9,9	-7,4	19,9	-6,6
---------	------------------	------	-----	-------	------	------	------	------

Nominella Räntor	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2015
Sverige 3m	-0,48	-0,48	-0,47	-0,33	0,10	0,12
Sverige 2 år	-0,48	-0,43	-0,55	-0,27	-0,31	0,02
Sverige 5 år	0,04	0,17	-0,05	0,41	0,02	0,13
Sverige 10 år	0,70	0,86	0,54	1,03	0,39	0,93
USA 3m	-0,03	-0,03	0,01	-0,01	0,01	0,01
USA 2 år	0,70	0,68	0,57	0,68	0,56	0,66
USA 5 år	1,47	1,48	1,37	1,67	1,36	1,65
USA 10 år	2,14	2,19	2,00	2,37	1,87	2,17
EMU 3m	-0,04	-0,04	-0,03	-0,01	0,02	0,08
EMU 2 år	-0,25	-0,21	-0,25	-0,20	-0,22	-0,10
EMU 5 år	0,00	0,11	0,01	0,14	-0,06	0,02
EMU 10 år	0,60	0,78	0,59	0,84	0,24	0,54
Japan 10 år	0,34	0,37	0,35	0,46	0,31	0,33

Styrräntor (%)	Idag
Riksbanken	-0,35
FED	0,25
ECB	0,05

Övrigt	Idag
Stibor 90dgr	-0,28

SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2015
New York	S&P500	0,0	4,3	-6,1	-8,4	14,0	32,7	1,8
Nasdaq	NASDAQ Comp	0,1	6,9	-5,2	-5,9	21,4	50,0	8,0

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-4,5	-1,5	-12,7	-15,9	-2,4	19,2	-2,4
London	FTSE100	-2,4	0,9	-12,8	-12,3	-0,7	6,0	-2,7
Frankfurt	Dax30	-5,2	-2,1	-14,2	-18,4	2,1	28,4	-2,3
Paris	CAC40	-3,8	-6,0	-10,4	-10,8	4,3	24,3	3,4
Stockholm	OMXSPI	-3,3	1,0	-9,1	-13,3	5,9	40,9	0,6
Stockholm 30	OMXS30	-4,2	-0,5	-11,8	-16,4	0,7	29,3	-2,9

Japan

Tokyo	Topix100	0,4	-8,8	-7,3	-11,0	13,5	66,1	8,7
-------	----------	-----	------	------	-------	------	------	-----

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-3,7	9,8	-15,8	-12,2	-17,2	-48,6	6,5
Kina	MSCI China 10/40	0,3	-2,1	-26,2	-20,7	3,8	11,6	-7,5
Hongkong	Hang Seng	-0,8	1,6	-23,7	-17,2	0,8	8,2	-5,9
Syd Korea	MSCI Korea	-0,8	9,1	-12,6	-19,0	-8,3	-7,2	-6,0
Indien	Bombay100	2,3	3,9	-7,6	-14,5	6,6	15,3	-1,9
Brasil	Bovespa	-9,6	-10,2	-39,4	-36,9	-52,6	-55,7	-40,5
Mexiko	Bolsa	-0,7	6,2	-12,8	-15,9	-13,8	-2,8	-7,4
Sydafrika	MSCI South Africa	-2,1	1,5	-17,8	-23,6	-4,0	1,6	-11,6

Världsindeks (SEK)

Världen	MSCI World Index	-0,5	2,3	-8,6	-11,0	9,6	19,5	1,0
---------	------------------	------	-----	------	-------	-----	------	-----

Valutor (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
EURUSD	1,11	-1,5	-4,3	-0,4	1,6	-13,4	-8,1
USDSEK	8,40	1,8	1,9	1,7	-1,1	17,5	7,6
EURSEK	9,35	0,2	-2,4	1,3	0,6	1,8	-1,0
GBPSEK	12,89	0,7	-0,9	-0,8	1,5	10,0	5,9
JPYSEK	7,00	2,2	0,4	5,0	-1,5	6,5	7,3
NOKSEK	1,01	-0,2	0,9	-4,1	-6,0	-10,0	-3,3
DKKSEK	1,25	0,3	-2,4	1,4	0,4	1,5	-1,2
CNYSEK	1,32	1,6	2,2	-1,1	-3,8	13,0	4,7
KRWSEK	0,01	0,0	2,9	-5,3	-7,8	2,9	0,0
INRSEK	0,13	2,3	3,5	-1,9	-6,8	8,8	3,1
BRLSEK	2,07	-3,9	-10,7	-22,8	-23,7	-30,1	-29,8
MXNSEK	0,50	-0,6	3,4	-7,6	-12,9	-7,7	-6,3
ZARSEK	0,61	-1,8	-1,3	-10,0	-14,5	-4,5	-9,4

Råvaror (%)	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
Zink	1612,3	-6,2	-8,5	-20,2	-21,5	-27,7	-25,6
Koppar	5089,8	-5,1	0,5	-9,7	-16,2	-24,9	-20,1
Guld	1126,7	0,6	-3,0	-4,4	-5,3	-7,9	-4,9
Olja (Brent)	48,9	-1,6	7,7	-24,1	-12,5	-49,5	-14,6
Olja (WTI Crude)	46,4	-2,4	12,6	-25,2	-14,4	-48,1	-21,1

Volatilitet (%)	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2015
VIX (USA)	22,4	-0,4	-19,9	85,3	67,3	50,3	16,9
VDAX (Tyskland)	26,9	4,3	14,2	6,0	39,3	82,3	38,2

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.