



September 2016

Strategirapport

Mindre trumpna utsikter på tillväxtmarknaderna

Strategi & Marknadssyn	3
Sammanfattning	4
Rekommendationer	5
Makroekonomiska förutsättningar	7
Globalt	8
I fokus: Geopolitik	10
USA	12
Europa	14
Sverige	16
Japan	18
Tillväxtmarknader	20
Utsikter för de finansiella marknaderna	24
Globala aktiemarknader	25
Svensk aktiemarknad	30
Räntemarknad	34
Alternativa placeringar	38
Tema: Påverkan från låga räntor	41
Appendix	49

Denna rapport publicerades den 22 september 2016 och är ett samarbete mellan Söderberg & Partners analys- och förvaltningsavdelningar inom verksamhetsområdet Securities & Asset Management.



Skribenter, från vänster: Matthias Gietzelt, Sina Kazemi, Fredrik Strömberg, Carl Christian Ottander, Mats Gunnå

Sammanfattning och rekommenderad portföljallokering

Strategi & Marknadssyn

Vad sade vi sist?

Vår strategirapport i maj innebar små förändringar. Vi lyfte vår rekommendation för Östeuropa något efter att tidigare under månaden ha blivit än mer positiva till tillväxtmarknader. I samband med detta sänkte vi även vår rekommendation för de utvecklade marknaderna och Japan specifikt. I rapporten valde vi att kvarstå med vår övervikt på aktier och alternativa tillgångar medan vi hade ett rött betyg på räntemarknaden. I den senare valde vi en fortsatt exponering mot företagsobligationsmarknaden med grönt betyg på både Investment Grade och High Yield medan vi rekommenderade att undervikta både korränta och statsobligationer. Vi räknade inte med någon större makroekonomisk avmattning utan lyfte fram stimulativa centralbanker, fortsatt expansiva ledande indikatorer, en stabilisering i Kina och återhämtningen i råvarupriserna. Samtidigt varnade vi för geopolitiska risker, inte minst inför den brittiska folkomröstningen.

Vad har förändrats sedan dess?

Sommaren inleddes med en oväntad brittisk röst för att lämna den Europeiska Unionen. Initialt noterades stor turbulens, men samtidigt såg vi en snabb återhämtning. Vår bedömning har varit att spridningseffekterna bör vara ganska små och under de senaste månaderna har till och med brittisk makrostatistik överraskat positivt. Tillväxtprognoserna för främst nästa år har dock reviderats ned för landet, medan det för innevarande år har skett vissa upprevideringar av den väntade europeiska tillväxten. Under det andra kvartalet växte den europeiska ekonomin mer än den amerikanska på årsbasis och det finns även andra indikatorer på att det sker en viss amerikansk avmattning. Sysselsättningsstatistik har dock pekat på fortsatt goda nivåer och bedömningen i marknaden är nu att Federal Reserve höjer räntan ett steg till senast under december. Till skillnad från årets början är detta dock en stor skillnad då förväntningarna låg på fyra räntehöjningar under året. Dollarn har pekat på en relativt sidledes utveckling sedan början på sommaren, vilket även gäller oljepriset. Sambandet med främst kreditspreadar har minskat under året, men utvecklingen på tillväxtmarknaderna har fortsatt med samma trend. Värderingar på dessa pekar alltså på en rabatt och vi har i denna strategirapports temadel valt att ha ett separat avsnitt kring detta.

Makroekonomiska förutsättningar och värderingar

Tillväxtprognoserna har reviderats relativt lite under året, men tydligt är att förutsättningarna i Europa och på tillväxtmarknaderna snarare har stärkts medan det har skett en viss nedrevidering för den amerikanska ekonomin. Detta återspeglas även i ledande indikatorer såsom inköpschefsindex, där en global nivå fortsatt pekar på en viss expansion, men där den senaste amerikanska mätningen precis hamnade under 50-strecket. Centralbanker är alltså stimulativa, men perioden av räntesänkningar börjar närma sig sitt slut och medan den amerikanska centralbanken börjar strama åt med räntehöjningar så fortsätter den europeiska och japanska centralbanken att utöka tillgångsköpsprogrammen. För tillväxtmarknaderna har främst varit förändringar för Ryssland och Brasilien, där det ser ut som att länderna under nästa år kommer att ta sig ur dagens recession. Vinstprognoser för börsbolagen har fortsatt att revideras ned, men inte längre i samma snabba takt. För helåret väntas därmed en nolltillväxt i bolagens vinster både i USA och Europa. Värderingar har återigen stigit till nivåer som ligger 10-20 procent högre än det historiska snittet i USA och Europa medan tydligt värderingsstöd finns främst på tillväxtmarknaderna, där lönsamhetsförbättringarna är tydligare än på de utvecklade marknaderna.

Summering av vår syn

Vi kvarstår med vår positiva syn på aktier relativt räntor och ser i lågräntemiljön fortsatt goda förutsättningar för alternativa investeringar. Vår bedömning är att vi inte står inför en nära recession och att stimulanser fortsatt leder till förbättrad efterfrågan. Riskerna på obligationsmarknaden är alltså höga och vår bedömning är även att en del av företagsobligationsmarknaden börjar närma sig större utmaningar. Vi föredrar dock fortsatt kredit- framför ränterisk.

Håll koll på detta framöver

Efter Brexitomröstningen ligger osäkerhet kring den ekonomiska politiken närmast i det amerikanska valet. Men även andra indikatorer är värda att bevaka och kommer att ligga till grund för den eventuella nästa räntehöjningen från Federal Reserve.

Strategi & Marknadssyn

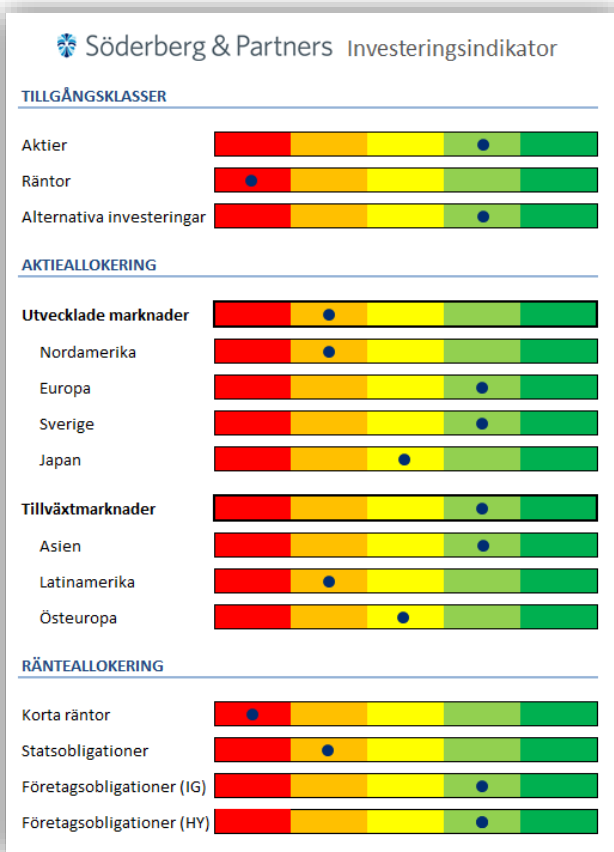
Rekommenderad tillgångsklassfördelning

Vi har fortsatt en övervikt mot aktiemarknaden, där vi förvisso ser en premievärdering relativt det historiska snittet, men där börsbolagen bör kunna gynnas med bland annat allt lägre finansieringskostnader. Direktavkastningen i förhållande till obligationsräntor ligger på historiskt hög nivå och vår bedömning är att räntemarknaden är allt högre värderad. Dessutom ser vi att nedrevideringstakten av vinstprognoserna minskar, samtidigt som nästa års vinstförväntningar ser fortsatt något ansträngda ut. Räntemarknadens alternativ blir allt sämre, där korta räntor uppvisar en garanterad negativ avkastning samtidigt som obligationsmarknaden handlas till allt lägre nivå och riskerna under sommaren har ökat allt mer. Det gör att vårt röda betyg kvarstår på tillgångsslaget. Vi föredrar fortsatt kredit- framför ränterisk, men väljer att dra ned vårt betyg något för Investment Grade som för europeisk del till stor del har gynnats av den europeiska centralbankens köp.

Generellt ser vi en större potential för den amerikanska företagsobligationsmarknaden, men man ska vara medveten om att prognoserna för betalningsinställelser går upp något och att riskerna har ökat. Vi har ett grönt betyg på alternativa investeringar. Inom tillgångsklassen finns dessvärre få likvida placeringsmöjligheter och på grund av hedgefonders svårighet att skapa avkastning har vi valt att reducera betyget ett steg. Förutsättningarna bör dock vara goda för de flesta alternativa tillgångsslagen. Lågräntemiljön talar för fortsatt goda förutsättningar för fastigheter och private equity-marknaden samtidigt som råvaror även framöver bör kunna stabiliseras i takt med att den globala konjunkturen expanderar. Även oljepriset bedömer vi kommer att ligga kvar på denna nivå alternativt stiga något då balansen mellan utbud och efterfrågan uppnås.

Rekommenderad regionfördelning

Vi gör i denna rapport ingen förändring av vår regionsyn. Sedan slutet på april har vi ett orange betyg för utvecklade marknader till följd av att vi bland annat såg att marknadens förtroende för centralbankernas stimulanser börjar minska. Vi såg då även en tydlig trend för ökade råvarupriser och en avmattning i dollaruppgången, vilket vi bedömde skulle ge en fördel för tillväxtmarknaderna. Dessa har en ljusgrön signal. Inom de utvecklade marknader har Nordamerika ett orange betyg på grund av den höga värderingen, nedjusterade vinstprognoser och avmattningen i tillväxten och ledande indikatorer. Europa kvarstår på grönt betyg, där centralbanken är mer stimulatив och där det finns större potential till kostnadsbesparingar och effektiviseringar samt en nedpressad banksektor. Detsamma gäller den svenska marknaden, medan Japan har ett gult betyg på grund av mindre goda makroekonomiska förutsättningar och ovisst utfall av den mycket expansiva penningpolitiken. Inom tillväxtmarknader föredrar vi fortsatt Asien exkl. Japan där vissa indikatorer pekar på en bättre makroekonomisk miljö. Stigande råvarupriser gynnar dock snarare Latinamerika och Ryssland, men uppgången under året på värdepappersmarknaden i främst Brasilien bygger på stora förhoppningar. Betyget för Asien exkl. Japan är grönt, medan Latinamerika är orange och Östeuropa gult.



Makroekonomiska förutsättningar

Globalt

Brexit skapar osäkerhet för den globala tillväxten

Inför sommaren verkade den globala tillväxttakten utvecklas i linje med de prognoser som vi presenterade i samband med den senaste strategirapporten i maj. Trenden var en stabil men relativt låg tillväxt i Europa och USA, samtidigt som ett antal större tillväxtmarknader, företrädesvis Brasilien och Ryssland, lyftes av en bättre råvarumarknad och därmed väntades visa en förbättring i den ekonomiska aktiviteten. Även om stora delar av detta scenario kvarstår även efter det oväntade utfallet av Brexit-omröstningen kan vi notera en viss försiktighet bland analytikerna. Osäkerheten rör främst vilka långsiktiga konsekvenser Brexit i realiteten får för den ekonomiska tillväxten, samt hur det kanske mer kortsiktigt påverkar investeringsklimatet bland företagen och därmed BNP-utvecklingen under det kommande året. Hittills har IMF i sina övergripande globala prognoser endast gjort marginella justeringar, tillväxten väntas under innevarande år uppgå till 3,1 procent för att därefter stiga till 3,4 procent. Studerar vi de enskilda ländernas förväntade utveckling så framträder dock en till viss del annan bild.

I USA har prognoserna för 2016 successivt skruvats ned under året, från att i januari förväntats en tillväxt om 2,6 procent är nu prognosen en ökningstakt om 2,2 procent. Samtidigt har prognosen för 2017 varit så gott som oförändrad med en uppgång på 2,5 procent. I Europa är trenden något annorlunda, under det första kvartalet noterades en ganska tydlig nedrevidering av prognoserna över hela linjen vad gäller tillväxten under 2016, men där vi i den senaste uppdateringen kan se att tillväxtförväntningarna åter justerats upp. Största höjning skedde för Italien där BNP nu bedöms stiga med 1,4 procent under 2016. För euroregionen som helhet är prognosen en tillväxt på 1,6 procent i år. För 2017 är dock utsikterna något svagare och samtliga större euroländer har fått sänkta tillväxtprognoser, vilket är samma tendens som vi såg under inledningen av året. För Storbritannien väntas inte oväntat ett större genomslag från Brexit, inte minst är nedrevideringen om 0,9 procentenheter för 2017 anmärkningsvärd.

För tillväxtmarknaderna har det aggregerat inte skett några justeringar i prognoserna under perioden april-juli, men under ytan har bilden skiftat för bland annat Brasilien och Ryssland. Även om båda länderna fortfarande väntas visa en negativ tillväxt under 2016, så har det skett stora positiva revideringar av BNP-prognoserna på 0,5 respektive 0,6 procentenheter. Ser

vi till nästkommande år har vi även där en mer ljus förväntansbild, med en svag men positiv tillväxttakt för de båda nationerna. För de större asiatiska ekonomierna Kina, Indien och Asean-5 (Indonesien, Malaysia, Filipinerna, Thailand och Vietnam) har IMF endast genomfört mindre förändringar i prognoserna sedan inledningen av året, och utsikterna är således stabila. Vi kan emellertid notera att den oro som till viss del fanns kring den kinesiska tillväxten under inledningen av året avtagit betänkligt, landet väntas genomgå en kontrollerad avmattning med en BNP-ökning om 6,6 procent i år och 6,2 procent under nästa år.

Svajiga indikatorer

Under perioder med större osäkerhet än normalt är det ofta svårt att dra slutsatser av utfallen i olika sentimentsindikatorer. Mätningar under enskilda månader kan variera kraftigt och såväl politiska skeenden som rörelser på de finansiella marknaderna påverkar svaren i undersökningarna. För att illustrera detta kan nämnas att OECD gjort uppehåll i mätningen av sin ledande indikator mellan maj och september då utfallet i Brexit-omröstningen väntas påverka de indikatorer man följer i så pass hög utsträckning att utfallet inte blir tillförlitligt. Det är därmed med viss försiktighet man bör betrakta de senaste resultaten från JP Morgans globala inköpschefsindex. Mätningen för industrin på 50,8 i augusti indikerar dock fortfarande en viss expansion, där bland annat komponenten för produktion steg till den högsta nivån sedan i november i fjol. Värt att notera är också att USA i en mätning (ISM) åter fallit under 50-nivån, som är gränsen för expansion, samtidigt som en annan (Markit) indikerar ett tydligt positivt sentiment med ett utfall på 52,0. Storbritannien visade en oväntat stark uppgång till nivån 53,3 i en rekyl efter ett svagt utfall efter Brexit. Euroregionen ligger som helhet kvar på expansionsnivåer, men lyfts av ett starkt Tyskland medan Frankrike och Italien noterar 48,3 respektive 49,8. Bland tillväxtmarknaderna är Indien stabilt på drygt 52, medan både Kina och Ryssland rört sig över 50-nivån. Utfallet för Brasilien på 45,7 tyder på fortsatt stor osäkerhet kring landets ekonomiska utveckling.

Globalt

Prognoser för global BNP-tillväxt

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

* Indonesien, Malaysia, Filippinerna, Thailand, Vietnam

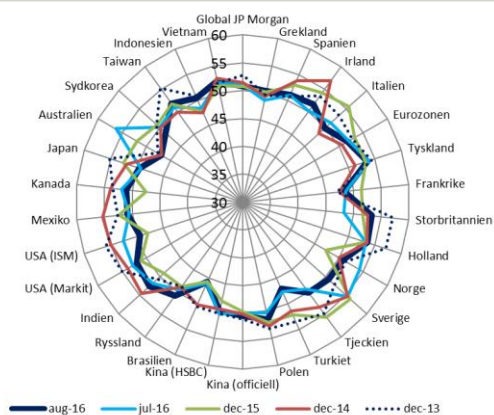
Inom parentes förändring relativt prognos i april

Källa: IMF, Söderberg & Partners

Den övergripande tillväxten på global nivå har endast justerats marginellt, och fortfarande väntas en tillväxt på drygt 3 procent under innevarande år med viss förstärkning under 2017. För USA har förväntningarna justerats ned något för i år, medan prognosen för nästkommande år är oförändrad. Detta skiljer sig från förutsättningarna i Europa där prognoserna för 2016 justerats upp något, trots Brexit-omröstningen, men där förväntansbilden för nästa år skruvats ned. Storbritannien skiljer sig i detta avseende med sänkta prognoser för båda åren, och inte minst den relativt stora prognossänkningen om 0,9 procentenheter för 2017 är anmärkningsvärd.

För tillväxtmarknader som helhet är BNP-nivåerna oförändrade under prognosperioden, men studerar men enskilda länder framstår att det är en något mer optimistisk bild kring både Ryssland och Brasilien med relativt stora uppjusteringar. De båda länderna väntas också lämna den negativa BNP-tillväxten bakom sig under 2017.

Globalt inköpschefsindex för industrin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I JP Morgans globala inköpschefsindex för industrin indikeras en fortsatt expansion. Utfallet i augusti var 50,8 och inte minst komponenten för produktion visade styrka. Storbritannien visade en oväntat stark uppgång till nivån 53,3 i en rekyl efter ett svagt utfall efter Brexit. Euroregionen ligger som helhet kvar på expansionsnivåer, men lyfts av det bättre stämningsläget i Tyskland. Utfallet för Brasilien på 45,7 tyder på fortsatt stor osäkerhet kring landets ekonomiska utveckling trots andra makrosignaler som visar på en vändning i landets ekonomi.

I fokus: Presidentvalet i USA

Inledning

Den 8:e november är det dags för det 58:e amerikanska presidentvalet. Indikatorer som mäter oron för den ekonomiska politiken brukar i samband med detta peka på en ökad nivå och i en jämförelse med exempelvis Brexitomröstningen så handlar det om en ekonomi som står för mycket större andel av världsekonomin. Upptakten inför valet brukar bjuda på en stor show och denna gång skiljer sig inte från tidigare, där främst den republikanska kandidaten Donald Trump har bjudit på en del anmärkningsvärda uttalanden. Men valet innebär också till viss del en ny situation, där exempelvis en kvinna kan bli den första amerikanska presidenten. Sett till den senaste mätningen som visar ett snitt av aktuella opinionsundersökningar ser dock förspången för Hillary Clinton ut att ha minskat.

Hur har det sett ut historiskt?

Vi har i tidigare strategirapports temadel redogjort för hur den amerikanska ekonomin utvecklas i snitt under en mandatperiod. Det vi kunde notera var att det fjärde året, valåret, visade på den bästa utvecklingen för ekonomin följt av det sämsta året. Även avkastningen på aktiemarknaden i snitt visar för valåret en god avkastning på närmare 8 procent. Vi kunde även se att den ekonomiska utvecklingen har varit något bättre under en demokratisk president än en republikansk. Det är dock värt att komma ihåg att det finns ett par perioder som sticker ut och vi justerade i denna sammanställning inte för några enstaka händelser orelaterade till ekonomisk politik.

De olika kandidaternas ekonomiska politik

Bedömningen av den väntade ekonomiska politiken har varit och är fortsatt relativt svår. I ett tidigt skede när även andra kandidater var möjliga handlade en stor del av kampanjen om att övertrumfa varandra. Stora väntade infrastrukturensatsningar från Clintons håll matchades i Trumps politik med det som kallades världens bästa infrastruktur. Ändå har taktiken ändrats relativt lite och fortfarande är en del av den väntade ekonomiska effekten svårbedömd. De stora skillnaderna mellan kandidaterna är att Clinton vill höja skatten för höginkomsttagare medan Trump vill sätta samma skattesats för alla. Dessutom ska arvs-katten avskaffas, vilket innebär att effekten blir som mest positiv för förmögna personer. Men Trump vill även sänka flera skatter, förenkla skattesystemet och har

även gått med på ökade minimilöner. Den största effekten väntas dock för företag, där Trump vill sänka bolagsskatten till 15 procent. Både Trump och Clinton vill förenkla för företagande och medan Clinton vill missgynna företag som flyttar utomlands med högre skatter vill Trump underlätta för företag att flytta tillbaka till USA. Avseende handel är Clintons strategi att gynna bolag som flyttar hem produktion till USA medan Trump vill införa tullar på varor. Båda vill omförhandla NAFTA och är numera negativa till frihandelsavtalet i befintlig form.

Eventuell påverkan på ekonomin

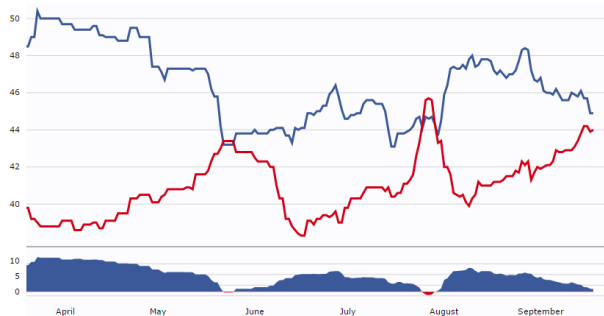
Det finns fortsatt mycket stor osäkerhet kring huruvida de utfästelser som har gjorts rent praktiskt är genomförbara, inte minst med tanke på att en del av stora skatteförändringar som väntas ska beslutas i representanthuset. Den stora skillnaden mellan Clinton och Trump ser ut att vara att Clintons ekonomiska politik inte skiljer sig nämnvärt från dagens och att de utgifter som planeras är finansierade av höjda skatter. För Trumps del ser denna finansiering dock ännu inte ut att vara klar, även om skillnaden är mindre än initialt. Med stor sannolikhet kommer dock den förda politiken att leda till ett kraftigt ökat budgetunderskott. De dynamiska effekter i form av ökad tillväxt som Trump räknar med kommer förmodligen att ha svårt att täcka för de minskade statsinkomsterna. Det är därför sannolikt att budgetunderskottet och statsskulden ökar på sikt. Med både Clinton och Trump går det att räkna med en mer protektionistisk politik.

Eventuell påverkan på värdepappersmarknader

Sänkta bolagsskatter är naturligtvis initialt positivt för börsvärderingen, inte minst eftersom de amerikanska bolagsskatterna är relativt höga. Men osäkerheten kring minskade statsinkomster kan ta överhand på lite längre sikt och det är rimligt att anta att en seger för Trump leder till viss initial turbulens och att dollarn stärks. Osäkerhet är något som marknaden ogillar och historiskt har det visat sig att svängningarna är större på marknaderna inför ett val när opinionsundersökningar är mer jämna. Den protektionistiska politiken kan komma att gynna bolag med större inhemsk exponering. Sambandet med bättre siffror för Trump och en negativ utveckling för exempelvis den mexikanska peson har ökat under året.

I fokus: Presidentvalet i USA

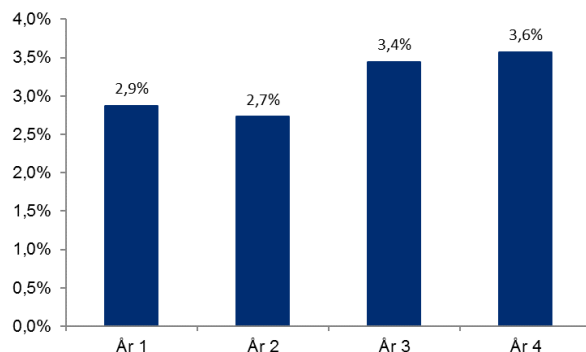
Hillary Clinton (blått) har visst försprång mot Trump (rött)



Källa: Realclearpolitics

Ett snitt av aktuella opinionsundersökningar visar att det som i augusti var ett stort försprång nu har blivit en rysare.

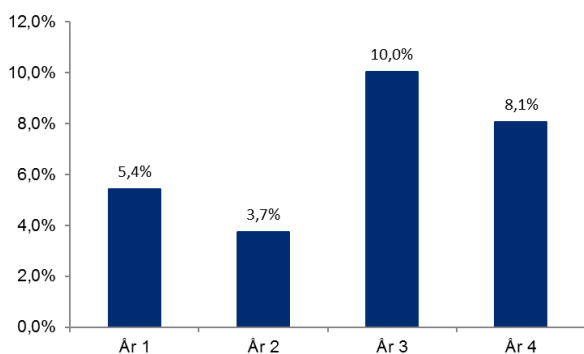
Valår uppvisar normalt den högsta BNP-tillväxten (snitt 1948-2015)



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Historiskt sett har tillväxten varit som högst under valår. Året efter ett val är tillväxten betydligt lägre.

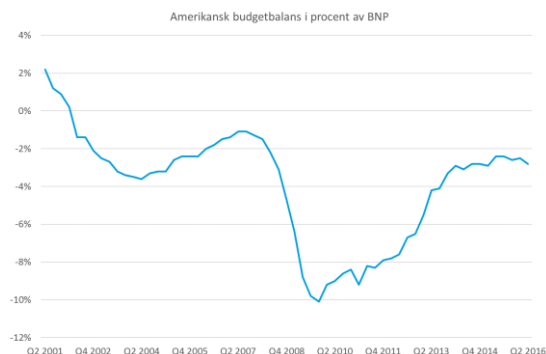
Även börsen visar på god avkastning (snitt 1900-2016)



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den amerikanska aktiemarknaden brukar utvecklas väl under valår. Normalt brukar aktiemarknaden gå något bättre under demokratiska styren jämfört med republikanska, men det beror delvis på en del engångsfaktorer.

Vänder utvecklingen för det amerikanska budgetunderskottet?



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det amerikanska budgetunderskottet har minskat under de senaste åren, men fortsatt finns ingen balans. Om Donald Trump vinner presidentvalet och utlovad ekonomisk politik införs kommer underskottet att öka avsevärt.

USA: Makroekonomi

Svag tillväxt under första halvan av året

I flertalet av våra tidigare strategirapporter har vi visat att den amerikanska tillväxten under första kvartalet rent historiskt har tenderat att vara svagt, för att sedan följas upp av ett desto starkare andra kvartal. Så blev dock inte fallet detta år, och man kan konstatera att den amerikanska ekonomin upplever något av en svag period rent tillväxtmässigt. Tittar vi dessutom på framåtblickande indikatorer, såsom inköpschefsindex för industrin, så finns ytterligare frågetecken som behöver rätas ut. Mätningen från Industry for Supply Management (ISM) kom överraskande nog in under det 50-streck som skiljer expansion från kontraktion inom sektorn, något som tyder på en form av osäkerhet framöver. Just den amerikanska industrin har under en längre period kantats av en stark dollar som motverkat exporten och de låga energipriserna som har hämmat investeringar i den sektorn. Vår bedömning är dock fortsatt att det värsta bör vara över i detta avseende. Ett exempel är oljepriset som har stabiliserats på en nivå som återigen triggat igång investeringarna, där vi exempelvis ser att antalet oljeriggat återigen är på uppgång. Energipriserna bör dock fortsatt vara tillräckligt låga för att agera som en lättnad för konsumtionen, där hushållen tydligt har varit drivkraften för tillväxten på de utvecklade marknaderna under en längre tid. Det allmänt låga inflationsläget hjälper också till, även om båda dessa faktorer bör klinga av något framöver och inte ge en lika tydlig skjuts. Dock finns det fortfarande potential för att hushållen har mer att ge, då sparkvoten har fortsatt att öka till en nivå som det ekonomiska klimatet kanske inte kräver. Tillväxten bör bli något starkare under årets kvarvarande period, men på lite längre sikt ser vi fortsatt något av en avmattning. Ser vi till IMF:s senaste prognoser väntas en BNP-tillväxt på 2,2 procent i år för att sedan öka till 2,5 procent 2017, där vi i april fick se en nedrevidering av siffran för innevarande år.

Vårens arbetsmarknadssvacka endast tillfällig

Efter en mycket svag sysselsättningsrapport för maj månad så väcktes en oro kring huruvida den amerikanska arbetsmarknaden hade tappat momentum, vilket givetvis i sin tur hade skapat huvudbry för Federal Reserve (Fed) i kommande penningpolitiska beslut. Detta visade sig endast vara

en kortsiktig svacka, och sedan dess har vi sett en betydligt starkare sysselsättningstillväxt som påvisar fortsatta hälsotecken för arbetsmarknaden. Mätningen för augusti månad kom förvisso in svagare än väntat, men ligger trots detta inom det spann som Fed anser krävs för fortsatta framsteg vad gäller vägen mot full sysselsättning. I och med en arbetslöshet på 4,9 procent är det idag heller inte långt kvar till den nivån, som för tillfället är definierat som 4,8 procent. Det går dock inte att komma ifrån det faktum att sysselsättningstillväxten har bromsat in under året i relation till den genomsnittliga takten i fjol. Detta ser vi dock som ett naturligt steg i processen där arbetsmarknaden blir allt stramare. Sysselsättningstillväxten kan med andra ord inte ligga på överdrivet höga nivåer i all oändlighet. Denna arbetsmarknadsutveckling bör i förlängningen leda till en accelererad lönetillväxt, något som har efterlysts under en längre tid. Den senaste siffran var något av en besvikelse i detta avseende, men det kan hittas allt fler tecken på att denna utveckling de facto är på väg att uppfyllas.

Räntehöjning i december

Fed har ännu inte införlivat någon av sina prognostiserade räntehöjningar i år, och mycket talar för att det kan dröja till december innan så blir fallet. Inflationsförväntningarna faller tillbaka, vilket är problematiskt, men kärninflationen är faktiskt redan över målnivån enligt vissa mätningar. Under sommaren och hösten har fokus legat kring huruvida vi får se en höjning redan i september, och Janet Yellen har under slutet av sommaren öppnat upp för att det kan vara nära förestående. Vår bedömning har dock under denna period varit att det finns mer som talar emot, exempelvis en svag inledning på året, en något trögare jobbtillväxt och frågetecken kring den amerikanska tillverkningsindustrin. Så blev också fallet, och under septembermötet valde man att lämna styrräntan oförändrad, samtidigt som man skruvar ned både tillväxtutsikter och sina egna ränteprognoiser. Man nämner fortsatt att novembermötet kan bli aktuellt för en höjning, men historiskt sett har man dragit sig för att göra ränteförändringar nära inpå ett presidentval, varför vi bedömer att december är det troligaste scenariot.

USA

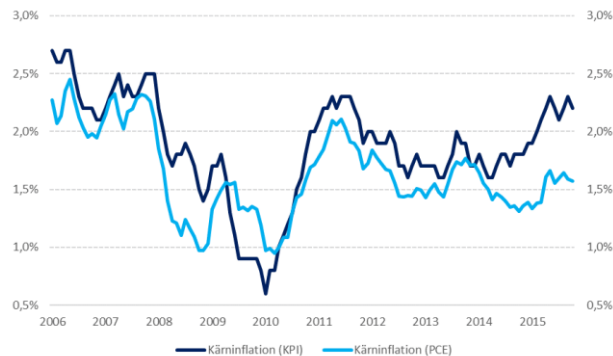
Fed avvaktar till december



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inflationen må ha rört sig uppåt, men vi bedömer att Fed ändå väljer att avvakta ytterligare räntehöjningar i ljuset av svaga makroekonomiska siffror.

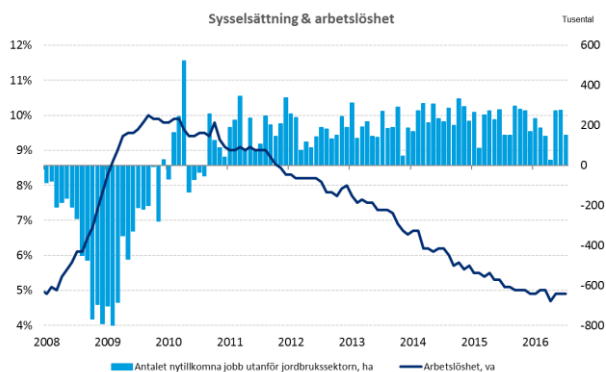
Kärninflationen ger en annan bild



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inflationen mätt som KPI må ännu ha en bit kvar till Feds målnivå, men rensat för energi- och matpriser kan vi se att prisutvecklingen faktiskt redan ligger högre än två procent. Core PCE, vilket är det mått som Fed ligger stor vikt vid, har också rört sig uppåt.

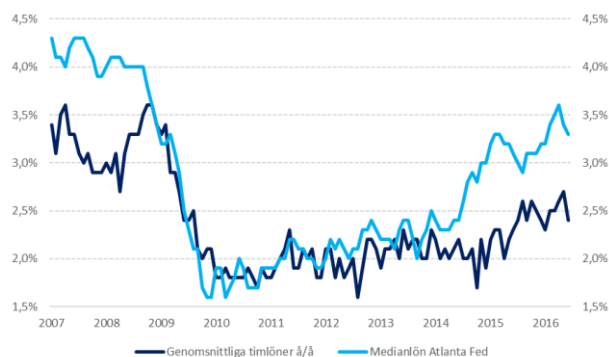
Sysselsättningsvackan i maj var tillfällig



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter en oroväckande svag sysselsättningsrapport i maj månad har den efterföljande statistiken återgått till nivåer som tyder på en stark arbetsmarknad.

Tydlig löneinflation



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Snabbare lönetillväxt är någonting som har efterlysts under lång tid. Men faktum är att det finns tydliga bevis på att lönerna redan har börjat röra sig allt högre, även om ökningstakten inte ännu uppgår till tidigare toppnivåer. Denna trend kan accentueras när landet rör sig mot full sysselsättning.

Europa: Makroekonomi

Stark inhemsk efterfrågan

Europeisk ekonomi har de senaste åren präglats av orosmoment i olika form, externa som interna, och i och med Brexit-omröstningen skulle denna sommar inte bli annorlunda. Med facit i hand kan vi dock konstatera att regionen som helhet har stått emot dessa faktorer relativt väl, med oroligheterna i Kina under inledningen av året som ett exempel. Ser vi till den ekonomiska utvecklingen under årets första hälft så kan vi urskilja att tillväxten faktiskt har varit relativt stark. Tillväxttakten bromsade förvisso in något från första kvartalet till det andra, men detta berodde främst på övergående effekter som gett en positiv skjuts under årets inledning. Märk väl att tillväxten i eurozonen under denna period faktiskt visade sig vara starkare än i USA, och annualiserat tyder detta på en tillväxt för 2016 på 1,7 procent, vilket i sammanhanget får ses som respektabelt. Drivkrafterna för denna utveckling har inte ändrats sedan tidigare, utan det handlar fortsatt om en stark inhemsk utveckling där hushållen bland annat gynnas av ett lågt oljepris, men även offentliga utgifter som i ljuset av flyktingkatastrofen har fått sig en rejäl skjuts. IMF:s tillväxtprognoser tyder dock på en marginell inbromsning i relation till fjolårsiffrorna, där tillväxten väntas bli 1,6 procent och 1,2 procent under 2016 respektive 2017.

Begränsad effekt från Brexit-omröstningen

Faktum kvarstår att vi ännu inte har fått se de realekonomiska effekterna av Brexit-omröstningen. Dels har någon hårddata ännu inte presenterats, men framförallt har inte processen som ska ta Storbritannien ur den europeiska unionen påbörjats ännu, och lär inte heller göra det under detta år. Detta gör det än viktigare att tyda sentimentsindikatorer för att försöka dra slutsatser kring eventuella effekter framöver. Generellt sett så har dessa indikatorer klarat sig väl under den efterföljande perioden. Det sammansatta inköpschefsindexet från Markit har varit väldigt stabilt, och den svaghet som vi visserligen har sett inom industrin har vägts upp av en mycket stark tjänstesektor. Vi bedömer därför att de kortsiktiga nedsidesriskerna är relativt begränsade, men givetvis kan detta komma att ändras längre fram och tynga ekonomin. Framöver håller vi ett vakande öga på just

den exportintensiva industrisektorn där störst svaghet finns, och skulle utvecklingen där smitta av sig även på tjänstesektorn som står för strax över 70 procent av eurozonens BNP kan situationen bli mer oroväckande.

Justering av tillgångsköpsprogrammet mest troligt

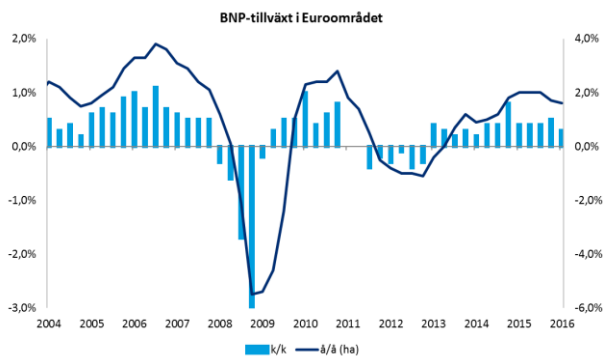
I ljuset av Brexit-omröstningen ökade förväntningarna om fortsatt stimulerande penningpolitik världen över. Detta var främst ett faktum för Storbritannien, vilket även blev fallet med sänkt styrränta och ett stort tillgångsköpsprogram, men även för Europeiska centralbanken (ECB) var förväntningarna höga. I mars månad sjösatte man omfattande åtgärder som innefattade allt från räntesänkningar och utökade tillgångsköp till program för långfristiga lån till banker. Sedan dess har ECB valt att fokusera mer på implementationen av dessa, och man såg inte heller i september någon anledning att förändra penningpolitiken. Man nämnde däremot att man tittar närmare på möjligheterna som finns framöver vad gäller ytterligare åtgärdsinstrument som kan adderas till arsenalen. Ordföranden för ECB, Mario Draghi, nämnde dock att ytterligare lättnader inte är aktuella för stunden, något som skulle kunna öppna upp för ytterligare åtgärder längre fram. Vår bedömning är att ränteläget börjar närma sig sin botten, trots att det fortfarande inte finns något tydligt inflationstryck uppåt. Troligast är dock att man förlänger tidsspannet för tillgångsköpsprogrammet ytterligare, något man förmodligen kommer att göra i slutet av året.

Politiska risker i centrum

Trots högre disponibel inkomst för hushållen och en arbetsmarknad som sakta men säkert förbättras finns det ett allmänt missnöje i regionen. I centrum för detta stod sommarens Brexit-omröstning, men detta kommer fortsatt vara ett tema inför bland annat valen i Frankrike och Tyskland. Detta kommer i förlängningen innebära ett skifte i mentalitet för politikerna, från regionens tidigare fokus på sparsamhet till mer finanspolitiska stimulanser och offentlig konsumtion, allt för att inte tappa väljare. Till de politiska riskerna kan vi därtill lägga problemen inom den europeiska banksektorn, och vi kan konstatera att det fortsatt finns nedsidesrisker.

Europa

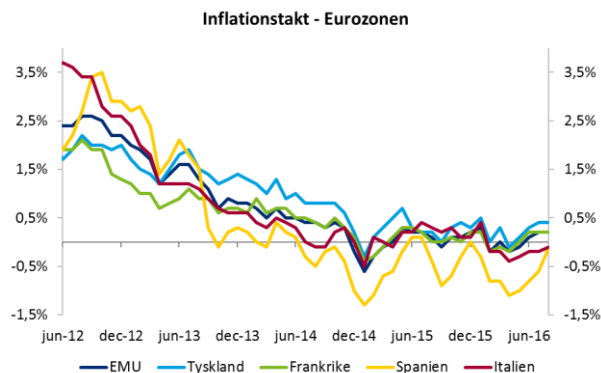
God men måttlig tillväxt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Europeisk ekonomi inledde året starkt, men väntas uppleva något svagare tillväxt för helåret 2016 i relation till fjolåret.

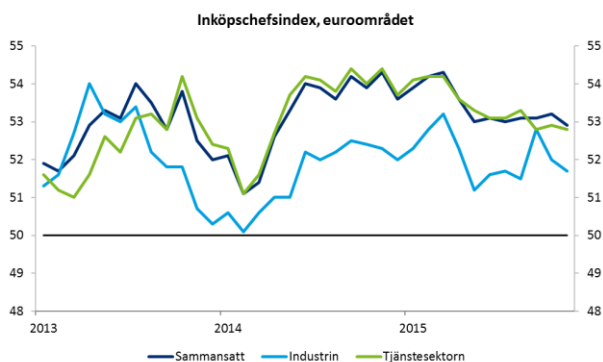
Deflationistiska tendenser kvarstår



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

De deflationistiska tendenserna kvarstår, men ligger inte längre under nollstrecket för eurozonen som helhet.

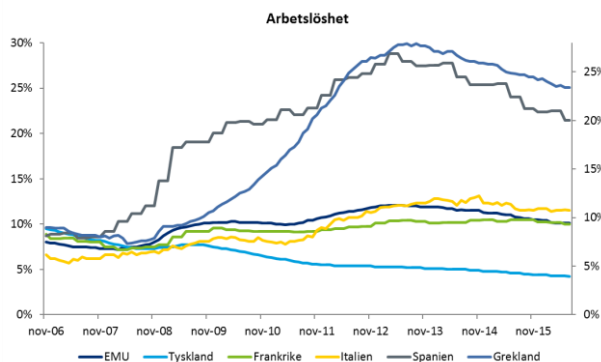
Svaghet inom industrin vägs upp av tjänstesektorn



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Det sammansatta inköpschefsindexet från Markit har varit väldigt stabilt, och den svaghet som vi visserligen har sett inom industrin har vägts upp av en stark tjänstesektor.

Arbetslösheten faller sakta men säkert



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Högre disponibla inkomster och en arbetslöshet som sakta men säkert har förbättrats sedan 2013 har inneburit en god inhemsk efterfrågan. Men framfarten för EU-kritiska partiet vittnar om ett missnöje, och vi bedömer att de politiska riskerna är relativt höga.

Sverige: Makroekonomi

Nedväxling i ekonomin

Efter en period med mycket stark tillväxt i Sverige har vi under årets inledande halvår fått se något av en inbromsning av ekonomin. En av anledningarna är exporten som under de två första kvartalen agerade sänke i en annars stark ekonomisk miljö. Blickar vi mot framtiden så ser inte denna trend ut att vända i någon större utsträckning. Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex för industrin ligger förvisso på nivåer som tyder på fortsatt expansion inom sektorn, men har kommit ned från högre nivåer som under två års tid har inneburit en återhämtning för industrin. Men den nedväxling vi har fått skönja hittills tyder inte på någon större svaghet i relation till andra ekonomier, utan Sverige får ändå ses som bäst i klassen vad gäller de utvecklade marknaderna. Det vi ser idag tyder snarare på en något lugnare tillväxtbana som bland annat grundar sig i penningpolitiska effekter som i viss mån klingar av. Även IMF spår att så blir fallet, även om den väntade tillväxten på 3,7 procent under 2016 är bäst i klassen när det kommer till de utvecklade ekonomierna. För 2017 väntas tillväxten krypa ned ytterligare till 2,8 procent.

Den inhemska efterfrågan och hushållens konsumtion är fortsatt en viktig stöttepelare för svensk ekonomi, och lär vara så även framöver. Men dessa parametrar har under en längre tid varit förhöjda av en del fördelaktiga faktorer. Det allmänt låga ränteläget har inneburit en högre disponibel inkomst för hushållen, samtidigt som de låga energipriserna ytterligare har förstärkt detta. Dessa faktorer kommer att vara aktuella även framöver, men med ett oljepris som har stabiliserats på högre nivåer och en räntebild som enligt vår bedömning har ytterst begränsad utvecklingspotential nedåt så kan den stora tillväxtförstärkning som hushållen har bidragit med komma att klinga av. Även bostadsbyggandet har varit en bidragande faktor, där vi idag ser en stark tillväxt som kan liknas vid den under 90-talet. En annan del som har lyft de starka tillväxtsiffror vi har sett på senare tid är de offentliga utgifterna, som i kölvattnet av flyktingströmmarna behövt öka rejält. Även denna faktor förblir närvarande på kort sikt, men det är idag

betydligt färre flyktingar som strömmar in, varför denna tillväxthöjande parameter inte lär förbli aktuell alltför länge till. Dessutom finns det baksidor av detta mynt som i framtiden istället kan komma att hämma den ekonomiska utvecklingen. Just integrationsfrågan kan komma att bli central framöver, och bör således även få en betydligt större vikt i det politiska samtalet.

En arbetsmarknad i obalans

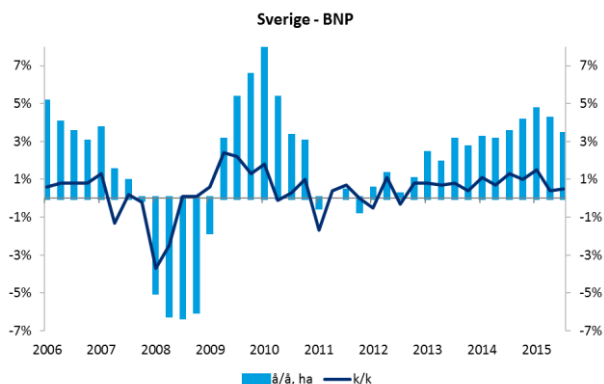
Vi har under en tid sett att arbetsmarknaden tydligt utvecklas åt rätt håll, och denna trend har trots något svagare tillväxtsiffror förblivit intakt. Vi har också noterat att arbetslösheten krupit allt lägre, samtidigt som sysselsättningstillväxten är närmre två procent i årstakt. Just arbetslösheten kan komma att falla ytterligare, men när dagens flyktingar i ett senare skede kommer in på arbetsmarknaden kommer detta återigen reverseras om inte något drastiskt sker inom integrationspolitiken. Gräver vi lite djupare i siffrorna finner vi dessutom en stor obalans mellan inrikes- och utrikesfödda som ytterligare ger skäl till oro. Den positiva arbetsmarknadsutveckling vi har sett kan nästan uteslutande härledas till inrikes födda, medan arbetslösheten bland folk födda i utlandet har bitit sig fast runt 16 procent. Detta understryker den stora problematik som föreligger, något som politikerna måste ta ansvar för framöver.

Händelsefattigt för Riksbanken

För Riksbankens del har den senaste perioden varit händelsefattig, och man har i stor utsträckning avvaktat ytterligare åtgärder för att kunna utvärdera utvecklingen. Inflationen har förvisso utvecklats bättre än Riksbankens egna prognoser visat, men den underliggande inflationen, KPIF exklusive energi, har å andra sidan rört sig nedåt efter att ha legat närmre inflationsmålet på två procent. Den handelsviktade kronan har förvisso stärkts något sedan våren, men ligger fortfarande på lägre nivåer än de vi såg under fjolårets inledande halvår och bör i detta läge inte oroa Riksbanken alltför mycket. Vi ser i dagsläget inte några skäl för ytterligare räntesänkningar, men justeringar i volym och tidsspann för tillgångsköpen kan inte uteslutas.

Sverige

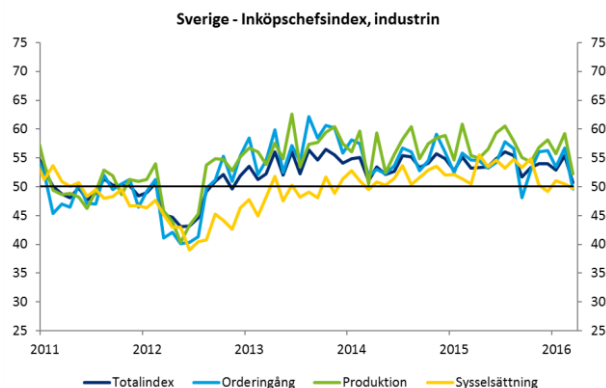
Nedväxling i ekonomin



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter en period med mycket stark tillväxt i Sverige har vi under årets inledande halvår fått se något av en inbromsning av ekonomin, även om den i internationella mått mätt fortsatt är mycket stark.

Exporten visar svaghet



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

En anledning till den svagare tillväxten är exporten, och inköpschefsindex för den exporttunga industrin tyder på att svårigheterna kan fortsätta.

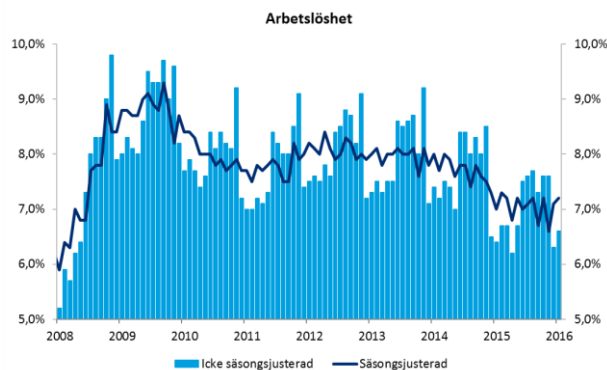
Något starkare krona



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den handelsviktade kronan har förvisso stärkts något sedan våren, men ligger fortfarande på lägre nivåer än de vi såg under fjolårets inledande halvår och bör i detta läge inte oroa Riksbanken alltför mycket.

Obalanser på arbetsmarknaden



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Lägre arbetslöshet och fortsatt god sysselsättningsstillväxt, men den positiva utvecklingen kan nästan till fullo härledas från inrikes födda.

Japan: Makroekonomi

Trög realekonomisk utveckling

Med en ekonomisk utveckling som inte vill ta fart och en inflationstakt långt ifrån centralbankens målnivå kan man tro att förtroendet för premiärminister Shinzo Abe börjar sina. Så är dock inte fallet, och efter valet i överhuset i somras stärkte han sin politiska ställning ytterligare. Med en supermajoritet har Abe ett förnyat och förstärkt mandat att fokusera på Abenomics, det trehövdade reformprogram som med hjälp av penningpolitik, finanspolitik och strukturella reformer är tänkt att uppnå långsiktigt hållbar tillväxt och leda till en inflationstakt kring två procent. Men vägen dit har hittills varit kantad av både interna och externa faktorer som har gjort det svårt att skönja några markanta förbättringar. Momshöjningen i april 2014 satte privatkonsumtionen i gungning, samtidigt som en allmänt svag global efterfrågebild, framförallt från den viktiga handelspartnern Kina, har hämmat exporten. Men det går inte att komma ifrån det faktum att de realekonomiska effekterna av reformprogrammet har varit ytterst skrala, vilket har skapat frågetecken kring huruvida den japanska penningpolitiken har nått vägs ände. För det har varit just penningpolitiken som har stått under strålkastarljuset hittills, men i tidigare strategirapporter har vi betonat vikten av skifta fokus till strukturella reformer för att uppnå en långsiktig hållbar situation. Det har blivit tydligt att penningpolitiska åtgärder i sig inte räcker för att ro den japanska ekonomin i hamn. Enligt IMF:s tillväxtprognoser väntas en BNP-tillväxt på 0,3 procent 2016, för att sedan uppvisa en tillväxt på 0,1 procent under nästa år.

Finanspolitik och strukturella reformer i centrum

Mot bakgrund av penningpolitikens tveksamma verkningskraft har nu mer krut lagts på finanspolitiken, där man har presenterat det största stimulanspaketet sedan det som följde finanskrisen 2008. En betydande del av detta kommer att utgöras av lån med låg ränta till privata aktörer för att utföra storskaliga infrastrukturprojekt. Utöver satsningar riktade mot infrastruktur planerar man även att implementera strukturella reformer med syfte att lyfta privatkonsumtionen. Detta innefattar bland annat att öka minimilönerna, men även att dela ut en

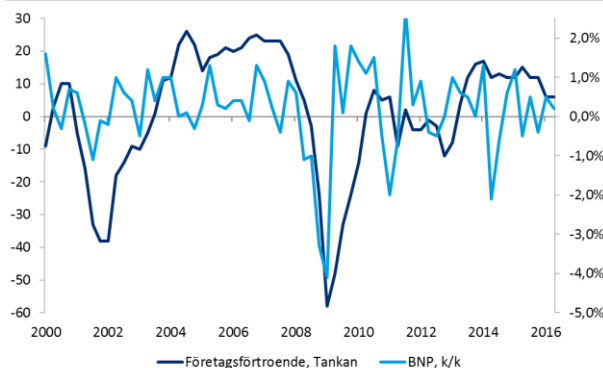
klumpsumma till hushållen. Andra åtgärder är bland annat en sänkning av antal år som man måste arbeta för att inkluderas i det nationella pensionssystemet från 25 till 10 år samt räntefria studiemedel och stipendium. Allt detta har som mål att minska de finansiella kostnaderna för hushållen och ändra den inpräntade mentaliteten och istället börja konsumera i en högre utsträckning. Lyckas man med dessa finanspolitiska instrument kan vi vänta oss en snabbare tillväxttakt, och kanske lyckas man förbereda ekonomin på nästa steg i momshöjningen som är planerad till oktober 2019. Det sista man vill är att uppnå samma resultat som vid det första steget, även om det initialt innebär en omedelbar inflationshöjning.

Ingen ytterligare räntesänkning från Bank of Japan

Efter en mycket gynnsam period med grön signal för regionen valde vi i början av maj att återgå till en neutral syn. Den tidigare positiva synen grundade sig i den mycket stimulerande penningpolitik som centralbanken förde med en nedpressad yen som resultat, samtidigt som stort fokus riktades mot aktieägarvänlighet hos de japanska bolagen. Men utvecklingen under året har varit minst sagt problematisk för Bank of Japan, som i och med införandet av minusränta under inledningen av året hade hoppats på en svagare yen och i förlängningen högre inflation och en skjuts till exporten. De finansiella marknaderna reagerade dock med motsatt effekt, och under juli månads penningpolitiska möte förpliktigade sig centralbanken till att presentera en utvärdering av den nuvarande penningpolitiken och att med avstamp i denna finjustera sina åtaganden. Men tvärtemot det som många analytiker trodde innebar detta inte en till räntesänkning, trots att de aggressiva stimulanserna ännu inte fått önskad effekt och att man i år ständigt har lyckats göra marknaderna besvikna. Istället justerade man sina tillgångsköp för att i större utsträckning kunna styra avkastningskurvan, samtidigt som man fokuserar uppköpen mer mot börshandlade fonder riktade mot aktieindexet TOPIX. I och med de nya satsningarna med exempelvis stora finanspolitiska stimulanser och ett fortsatt reformarbete är vi ännu inte redo att avfärda Abenomics, men framledes krävs tydligare realekonomiska effekter.

Japan

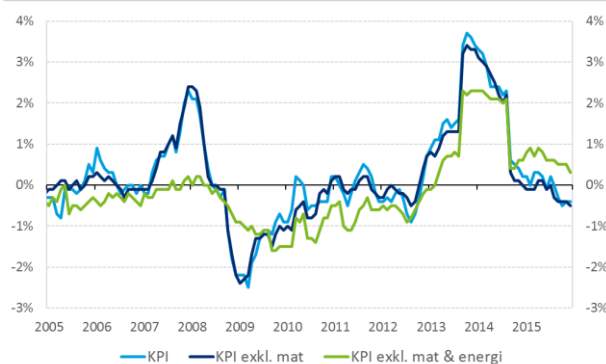
Trög realekonomisk utveckling



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Abenomics inverkan på realekonomin har uteblivit samtidigt som företagsförtroendet fallit tillbaka, men premiärminister Abe tycks fortsatt ha folkets förtroende.

Fortsatt lågt inflationstryck



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Inflationen rör sig fortsatt nedåt, och även rensat för mat- och energipriser börjar nivån närma sig nollstrecket.

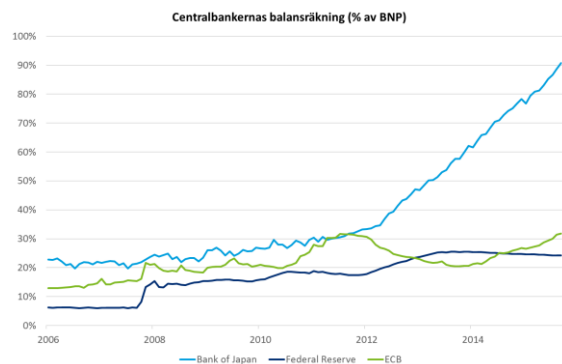
En mycket stram arbetsmarknad



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Med en arbetslöshet på 3 procent och en nivå på antal jobb i relation till arbetssökande som har ökat stadigt de senaste åren är förhoppningarna att lönetillväxten ta vid. Detta har ännu inte skett, och förblir en viktig faktor för att få igång konsumtionen.

Har penningpolitiken nått vägs ände?



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Trots en mer avvaktande ställning från Bank of Japans sida så bedriver man jämfört med andra centralbanker den överlägset mest stimulerande penningpolitiken i relation till BNP. Det finns dock frågetecken kring huruvida penningpolitiken har spelat ut sin roll.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

Tillväxtländer

Vår syn på tillväxtmarknader har successivt stärkts, bland annat mot bakgrund av antagandet att dollarförstärkningen väntades gå mot sitt slut i samband med att räntehöjningscykeln i USA inleddes. Efter en osäker period verkar också ett visst lugn ha infunnit sig, där Kinas avmattning följer plan samtidigt som övriga Asien visar en stabil tillväxttrend. I Ryssland har sentimentet förbättrats i takt med att oljepriset återhämtat sig, samtidigt som övriga Östeuropa hålls under armarna av den relativt stabila tillväxten i övriga Europa. För Brasilien kommer allt fler tecken som gör att vi kan räkna med att landet börjar visa positiv tillväxt från och med slutet av innevarande år eller under inledningen av 2017. Under slutet av 2016 väntas dessutom förra årets negativa effekter från det lägre oljepriset att ebba ut och vi räknar med mer positiva signaler även från många företag på tillväxtmarknaderna. Även om fokus på tillväxtmarknaderna varierar över tiden så är den långsiktiga trenden ofrånkomlig, där regionen kommer svara för en allt större del av den globala ekonomin. Redan idag står tillväxtmarknaderna köpkraftsjusterat för över 50 procent av global BNP. I strategirapportens temadel belyser vi denna gång förutsättningar och marknadsvärderingar för tillväxtländerna.

Latinamerika – Brasilien tar sig ur den djupa svackan

Som vi beskrev under avsnittet om den globala ekonomin har vi sett relativt stora upprevideringar av tillväxtprognoserna för Brasilien under det senaste kvartalet. Men sedan den ekonomiska kräftgången inleddes har BNP per capita fallit med närmare 10 procent och privatkonsumtionen backat med drygt 12 procent. Det innebär att landets ekonomi idag står på samma nivå som 2010, svackan som landet hamnat i är således avgrundsdeep. Men det börjar nu finnas tecken på att botten kan vara nära. Även om BNP ännu inte nått positiva nivåer har till exempel industriproduktionen börjat att förbättras med tillväxt fem månader i rad. Vi väntar oss dock ingen snabb uppgång i generella termer och återhämtningen väntas bli bräcklig. Vi ser inte heller någon förbättring i sysselsättningsnivåerna förrän tidigast under första halvåret 2017. Arbetslösheten nådde under sommaren nya rekordnivåer på närmare 12 procent, och pressen på detaljhandel och konsumtion väntas därmed bestå.

Under slutet av året väntas den negativa tillväxten emellertid att övergå i positiva siffror och landet väntas lämna recessionen bakom sig under 2017. Långsiktigt krävs ett antal reformer, två åtgärder som ofta lyfts fram är ett utgiftstak i kombination med en pensionsreform som gör utgiftstaket trovärdigt. Att få sådana åtgärder på plats borde ligga högt upp på den politiska agendan. Men den politiska scenen har varit ett ständigt orosmoln, både inför och efter att Dilma Rousseff tvingades avgå som president innan sommaren. Den nytilträdde regeringen har hittills mötts av relativt positiva reaktioner, men något av ett vakuum lär bestå tills nästa val, vilket minskar chanserna för en tydlig reformagenda. Inflationen har börjat att falla från höga nivåer och en fortsatt nedåttrend ligger i korten under kommande år, vilket bör öppna upp för sänkta styrräntor. Det skapar i sådana fall utrymme för ett mer positivt investeringsklimat, vilket är välkommet efter en längre period med osäkerhet och svaga konfidensmätningar för såväl företag som hushåll. Den svaga valutan och lågt kapacitetsutnyttjande i kombination med investeringar ger optimisten skäl att tro att Brasilien åter kan vara på rätt spår, om än med viss tvekan.

Östeuropa – även Ryssland vänder till positiva siffror

Den rekyl som vi bevittnat i oljepriset har en tydligt positiv effekt på den ryska ekonomin. Trots att arbetsmarknaden måste betraktas som relativt god, med en arbetslöshet som ligger under 6 procent är privatkonsumtionen svag. I takt med att inflationen faller, i augusti föll nivån under 7 procent, väntas reallönerna stärkas med påföljande positiv effekt. Men hushållens konsumtion är också nedpressad på grund av tidigare nedskärningar i transfereringssystemen och det låga konsumentförtroendet har fått effekten att sparkvoten ligger högre än normalt. En lägre inflationsnivån öppnar upp för räntesänkningar, under sommaren såg vi en första nedjustering och kommande år väntas fortsatta lättnader. Under 2017 ligger det också i förväntansbilden att privatkonsumtionen kan stiga med ett par procent, bland annat drivet av höjda löner i offentlig sektor och höjda pensionsnivåer.

Tillväxtmarknader: Makroekonomi

I övriga Östeuropa är det framförallt osäkerheten kring Turkiet som sticker ut. Kuppforsök, terrordåd och en påtaglig oro kring den politiska agendan i landet lär fortsatt få konsekvenser. Hittills är en av de tydligaste och greppbara effekterna den lägre nivån på turism i landet. För Turkiet har också de tidigare räntehöjningarna i stort sett raderat ut de positiva effekterna från det lägre oljepriset, men denna effekt väntas nu ebba ut och väntas tillsammans med den svagare valutan att gynna tillväxten i landet framgent.

Asien

Efter ett drygt år med svag utveckling för exportindustrin i Asien har den senaste tidens makrostatistik givit signaler om en starkt efterfrågan med en svagt positiv tillväxt i exportnivåerna. Viktiga parametrar i detta är lägre lagernivåer i USA samt stabiliseringen av oljepriset. En fortsatt förbättring ligger i korten under avslutningen av året, men bilden därefter är mer svårtydd bland annat då vi bedömer att kinesiska bygginvesteringar, som har stor betydelse för exporten i övriga regionen, kommer att mattas av.

För ett år sedan var oron kring den kinesiska ekonomin påtaglig och osäkerheten tilltog under hösten och inledningen av 2016. Men året har hittills visat på en stabil tillväxttakt om 6,7 procent, med stöd av penningpolitiska åtgärder. Den viktiga bostadsmarknaden har också vänt, med stigande priser och ökade försäljningsnivåer som följd. Det finns dock tecken på att den snabba återhämtningen närmar sig ett slut, och att de statsledda investeringar som skett i sektorn nu avtar. De senaste mätningarna visar att investeringar i sektorn endast ökade med 1,4 procent räknat i årstakt. Vi anser att det är för tidigt att dra några definitiva slutsatser då det finns inslag av säsongsmönster med svaga sommarmånader, men väntar oss trots det att de positiva effekterna vi haft från höga investeringsnivåer successivt kommer att avta. De större statliga infrastrukturinvesteringar fortgår, om än i lägre omfattning än tidigare, men vi bedömer att dessa inte är tillräckliga för att upprätthålla tillväxttakten i landet och förväntar oss därmed att tillväxten faller till runt 6 procent under

kommande år. Skillnaden mellan statliga och privata investeringar är också tydlig, där statistik visar att investeringstakten hos de privata aktörerna nu ligger nära noll.

I det längre perspektivet är vi också fortsatt oroad över den ständiga kreditillväxten i Kina, som visserligen kortsiktigt bidrar till att upprätthålla aktivitet och tillväxtnivån, men som naturligtvis bidrar till obalanser och en risk i banksystemet som är svår att överblicka. Ytterligare en källa till oro är den överkapacitet som kvarstår inom delar av industrin, inte minst gruv-, stål- och kolnäringen där en tredjedel av bolagen bedöms gå med förlust, samt behovet av att reformera de stora statliga aktörerna. Att genomföra nödvändiga åtgärder kommer med stor sannolikhet att öka arbetslösheten, vilket landets ledning i högsta grad vill undvika då det ökar risken för instabilitet i samhället.

Om åtgärdsprogram sätts som planerat kan vi komma att se en än starkare indisk ekonomi under kommande år, inte minst bedöms den nya skattereformen som ger ett gemensamt ramverk för samtliga delstater skapa förutsättningar för kraftigt ökad handel inom landet. Flera bedömare uppger att den potentiella effekten är 1-2 procentenheter högre tillväxttakt i landet. Lägre oljepris och den stramare penningpolitiken har resulterat i att inflationen nära nog halverats och väntas nästa år att ligga under 5 procent. Men behovet av en fortsatt stram finans- och penningpolitik fungerar också som hämsko för Indien, och tillsammans med en svag banksektor blir konsekvensen en fortsatt restriktiv kreditgivning. Ser vi till de underliggande tillväxttalen framgår också att tillväxten i landet inte fördelar sig jämt utan att delar av ekonomin omges av frågetecken. Inte minst rör det aktiviteten inom industrin, där den inhemska efterfrågan är för låg och vi kan inte heller se ett tydligt stöd från exportsidan. Trots det väntas landet tillväxt att ligga stabilt på 7,4 procent både i år och under nästa år.

Tillväxtmarknader

Strukturellt högre BNP-tillväxt under 2000-talet



Källa: IMF, Söderberg & Partners

Sedan sekelskiftet har ökningstakten för BNP årligen varit 2-6 procentenheter högre för tillväxtmarknaderna jämfört med de utvecklade marknaderna. För 2016 väntas skillnaden uppgå till 2,3 procentenheter för att öka till 2,8 procentenheter under nästa år.

Kina: Investeringsstakten sjunker



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Investeringarna faller kontinuerligt i Kina. Den senaste statistiken visar att privata investeringar har nolltillväxt, och mycket talar för att de offentliga infrastruktursatsningarna inte är tillräckliga för att lyfta tillväxten i landet.

Brasilien: Vändning i valutatrend och kraftig rekyl på börsen



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Efter en längre period med starkt dollar relativt den brasilianska realen vände trenden under inledningen av året, i samband med att den amerikanska räntehöjningen verkställdes. Det blev också startpunkten för en stark börsuppgång.

Ryssland: Rubeln skuggar oljepriset



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Korrelationen mellan oljepriset och den ryska rubeln är tydlig. Det fallande oljepriset medför att inflationen sjunker, vilket skapar utrymme för kommande räntesänkningar. Stärkta reallöner och ett förbättrat konsumentförtroende är nödvändiga för att lyfta den nedtryckta konsumtionsnivån.

Utsikter för de finansiella marknaderna

Globala aktiemarknader

Ett slagigt år med geopolitik och centralbanker i fokus

En svag inledning på året innebar att världsindex vid lägstnivån i februari hade backat med 13 procent räknat i svenska kronor och med 12 procent i dollar. Därefter har dock marknaderna vänt upp, med ett undantag för efterdyningarna av den brittiska EU-omröstningen, och stabiliserats. Fram till och med den 16:e september har världsindex stigit med 6 procent i svenska kronor. Bland de bästa marknaderna syns Brasilien, såväl i kronor som i lokal valuta, medan den japanska är bland de sämre. Årets utveckling har i stort sett varit omvänd mot tidigare tydliga trender, där de råvarurelaterade marknaderna utvecklats negativt under lång tid nu istället vänt kraftigt uppåt. Så som ofta är fallet finns det många riskmoment som kan påverka den globala konjunkturutvecklingen och finansmarknaderna, både kända och okända. Kinas valutapolitik var ett stort orosmoment under årets första månader och gav ett tydligt avtryck på världens finansmarknader. Oljeprisets initialt svaga utveckling i år skapade stora friktioner på kreditmarknaderna med långtgående negativa spiraler. Många oljeproducerande stater pressades och började sälja finansiella tillgångar vilket i sin tur skapade ett visst misstroende mot det finansiella systemet. Åtgärder från Opec och flera andra oljeproducerande stater fick dock oljepriset att vända upp ordentligt igen, till nivåer på mellan 40 till 50 dollar per fat, med väsentligt minskad kreditstress som följd. Lagom till midsommar kom nästa orosmoment i form av den brittiska folkomröstningen. Marknaderna hade felbedömt oddsen för en Brexit och den negativa reaktionen blev omedelbar och kraftig men kortvarig.

Centralbankerna är i högsta grad fortsatt i centrum för utvecklingen på de finansiella marknaderna. ECB har utökat sina stimulanser under inledningen av året men har ännu inte vidtagit ytterligare åtgärder i efterdyningarna av Brexitomröstningen. Den japanska centralbanken utökade sitt tillgångsköpsprogram i september. Federal Reserve påbörjade också sin räntehöjningscykel i december 2015, men hittills i en mycket försiktig takt där fokus istället hamnat på centralbanken kommunikation.

De senaste årens svaga tillväxt på de utvecklade marknaderna har medfört att effekterna av den förda

centralbankspolitiken allt mer ifrågasätts. De negativa räntenivåerna i bland annat i eurozonen, Japan och Sverige har så här långt medfört fortsatt lägre upplåningskostnader för företagen men skapat ytterligare marginalpress för bankerna. Vinstmässigt syns en förbättrad trend i USA relativt övriga världen från och med det andra kvartalet i år, då dollar- och oljeeffekterna som tidigare tyngt utvecklingen, reverserats. På tillväxtmarknaderna har marknadsutvecklingen generellt varit stark under året trots att några av de större tillväxtmarknadsländerna befinner sig i recession. I Brasilien har en optimism runt de stabiliserade råvarupriserna gett stöd till den nedpressade aktiemarknaden samt en ökande sannolikhet för att det oroliga ekonomiska läget nu också leder fram till konkreta politiska och strukturella förändringar.

Direktavkastningen för aktier är fortsatt på högre nivåer än det historiska snittet, vilket också gör att relativvärderingen mot obligationer ser mer attraktiv ut. Värderingen av vinsterna är dock höga sett till tioårssnittet. Världsindex handlas idag på P/E 17 för 2016 och på P/E 15 för 2017. De amerikanska börserna handlas högre än marknader i Europa, Japan och på tillväxtmarknaderna. Vinsttillväxten på cirka 1 procent under 2016 är också blygsam efter att vuxit med omkring 8 procent år 2015. En stor del av vinstförbättringarna kommer från effektiviseringar och aktieåterköp men försäljningstillväxten väntas dock överlag bli positiv under det kommande året. Sektormässigt är det också en utveckling i år som innebär ett nytt mönster jämfört med tidigare år. Konsumentrelaterade aktier och teknikaktier som ofta gynnas i lågräntemiljö, men även hälsovårdssektorn, har utvecklats relativt svagt. Energi- och råvaruaktier som har haft betydligt tuffare omständigheter under de senaste åren, har från ett väldigt pressat läge utvecklats starkare.

Vi har en fortsatt positiv syn på aktiemarknaderna och dess potential. Den tidigare kombinationen av förhoppningar om en hög vinsttillväxt och starkare global tillväxt har dock kommit på skam och justerats ned.

Globala aktiemarknader

Osäkerhet kring det brittiska EU-utträdet är också något som tynger sentimentet. Dock bedömer vi att efterfrågesituationen kommer att förstärkas för många bolag då utsikterna för ökade finanspolitiska åtgärder har förbättrats och penningpolitiken är mycket stimulerande. Samtidigt är risken fortsatt hög för ökade svängningar i samband med centralbanksbesked, det amerikanska presidentvalet och folkomröstningen gällande konstitutionella förändringar i Italien under slutet av året.

Utvecklade marknader

Den amerikanska aktiemarknaden representerar drygt hälften av det totala börsvärdet och har därigenom en stor inverkan på övriga länders aktiemarknader. Amerikanska bolag har gått igenom en vinstrecession det senaste året då vinsterna aggregerat har minskat. Detta som en följd av svaga råvarurelaterade bolag och en stark dollar som inneburit marginalpress för de internationella företagen. En flackande räntekurva har också medfört lägre vinster i finanssektorn. Från och med det andra kvartalet i år ser vi dock ett positivt trendbrott i vinstrevideringarna. Vinstmultiplarna är dock fortfarande högre än sina historiska snitt med P/E 19 i år och 16 år 2017. I Europa pågår en konjunkturåterhämtning men den är fortfarande relativt svag. Europeiska börsbolag gynnas av en mycket stimulerande centralbank som genom tillgångsköpsprogram pressar ner det allmänna ränteläget ytterligare och därigenom också företagens upplåningskostnader. ECB:s agerande de senaste åren där både konventionella och okonventionella metoder verkställts för att stimulera penningpolitiskt ger en viss stabilitet i utsikterna. Lönsamhetsnivån är lägre i europeiska bolag än den vi ser i amerikanska bolag och den europeiska aktiemarknaden handlas till lägre multiplar. Ett vinstlyft med en ökning på 14 procent för 2017 väntas för de europeiska börsbolagen som ingår i STOXX Europe 600.

Japan uppvisar en stor divergens mellan den strukturellt svaga makroekonomiska utvecklingen, främst på grund av demografisk motvind, samt utsikterna på mikroekonomisk nivå där vi ser ljuspunkter. Den stigande kapitaldistributionen till aktieägare är ett skäl till att vara positiv till japanska

aktier och näringslivets omstrukturering går framåt även om det är i maklig takt. De senaste månaderna har dessvärre den japanska yenen stärkts markant mot dollarn vilket ger marginalpress för många exportbolag. Aktiemarknadsvänliga reformer från regeringen i kombination med en god vinsttillväxt, där snittförväntningarna idag ligger på drygt 9 procent för år 2017 bör innebära ett bra klimat för japanska aktier. Vinsterna värderas till en något lägre nivå än tioårsnittet och fortsatt marginalförbättringspotential i de japanska börsbolagen. Då avkastningen på eget kapital är betydligt lägre än den är i USA och Europa, är ytterligare en skäl till att vara hoppfull. Sammanfattningsvis har vi en svagt negativ syn på utvecklade aktiemarknader, men föredrar den europeiska och svenska marknaden före den amerikanska, där vinstmultiplarna inte är lika ansträngda. De japanska förutsättningarna är svårbedömda och vi har ett gult betyg på marknaden.

Tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader som grupp haft en mycket bra relativ såväl som absolut utveckling under året, MSCI Emerging Markets index är upp med 15 procent och inte minst Brasiliens utveckling bidrar starkt. I Asien (exklusive Japan) där de kinesiska aktiemarknaderna ingår utvecklades börserna initialt volatilt men har tagit fart uppåt under sommaren. Många länder i regionen är nettoimportörer av olja och gynnas därmed av det låga oljepriset och påverkas positivt av en svagare dollar. I Indien pågår en omfattande harmonisering av skattesatserna mellan regioner i landet. Reformen kommer med stor sannolikhet, om den blir implementerad fullt ut, bidra till en ökad handel inom landet. De indiska reformerna uppskattas av finansmarknaderna och har medfört ökade kapitalflöden till landet. I Kina har den tidigare mycket volatila utvecklingen dämpats betydligt och sakta men säkert ökar insyn och genomlysning av marknaden.

Globala aktiemarknader

Den kraftigt stigande kinesiska skuldsättningen inom i första hand företagssektorn bedömer vi är ett stort men känt hot mot den finansiella stabiliteten på global basis. Kina är dock fortsatt dynamiskt, där konsumtionen fortsätter att vara ett högst intressant tema. År 2020 prognostiseras exempelvis den snabbt växande kinesiska medelklassen uppgå till närmare 600 miljoner människor.

Tillväxtmarknaders börsutveckling är i viss mån korrelerade med råvarupriserna, där Kina och Indien är stora importörer av en stor del av övriga tillväxtmarknaders råvaruexport. Då oljan i år vänt upp från låga nivåer har såväl Ryssland som Latinamerika gynnats. Ryssland är en mycket svårbedömd marknad där vi uppfattar de politiska riskerna som mycket stora. Östeuropa som region innefattar även länder som Polen och Tjeckien som nu gynnas av den återhämtning som pågår i Västeuropa. Makrosignalerna är dock fortsatt svaga i framförallt Latinamerika. I regionen, som domineras av Brasilien, är det ekonomiska och det politiska klimatet utmanade. Exportintäkter från framförallt olja och andra råvaror som metaller har kraftigt minskat i takt med att priserna fallit. Kombinationen fallande intäkter och hög utländsk skuldsättning i dollar gör att flera länder sitter i en prekär situation. Värderingen för tillväxtmarknader är dock fortfarande sett låg i relation till utvecklade marknader. Skillnaderna mellan regionerna är dock stora där fastlandskina fortfarande sticker ut som relativt dyr medan den ryska marknaden ser desto lägre värderad ut. Tillväxtmarknaderna har under flera år utvecklats svagt och värderingar och förväntningar är låga samtidigt som motvindarna från en skuldsättning i dollar och fallande råvarupriser avtar. Sammantaget ser vi positivt på tillväxtmarknader och rekommenderar sedan en tid investerare att allokera en övertikt relativt världsindex till tillväxtmarknadsaktier.

Sektorutveckling och utsikter

Defensiva sektorer och, för amerikansk del, teknologisektorn har varit de främsta drivkrafterna i de senaste årens börsuppgångar. Starkt cykliska och råvaruexponerade bolag har dock tagit revansch under 2016 efter att i många år underpresterat på sektornivå.

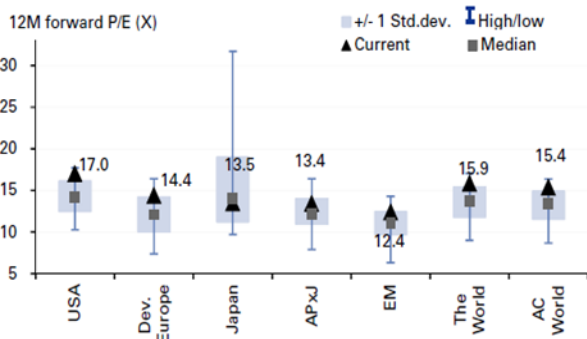
Det mycket låga ränteläget har drivit upp intresset för finansiellt stabila bolag med hög direktavkastning och värderingen på den typen av bolag har stigit kraftigt. Hälsovårdssektorn och dagligvarusektorn är exempel på stabila och relativt dyra sektorer medan verkstad och sällanköp hör till de mer cykliska sektorerna. De cykliska bolagen har rimligen en bra potential givet att konjunktur fortsätter att vara stabil och vi går en normaliserad ränteutveckling till mötes. För tillfället är dock verkligheten en annan med svag tillväxt och fortsatt rekordlåga räntor. Samtidigt har vinstprognosrevideringarna slagit om och blivit positiva i USA och de kinesiska utsikterna har stabiliserats. Den tidigare kraftigt fallande investeringstakten från gruv- och energisektorn har också planat ut. För de europeiska och svenska företagen är valutaeffekterna från den svaga euron och kronan relativt dollarn avtagande även om det fortfarande innebär stöd för de mer exporttunga bolagen. På den amerikanska marknaden är situationen inte fullt likadan utan mer blandad, även om defensiva bolag även här framstår som dyra relativt cykliska. Sammanfattningsvis befinner vi oss sannolikt i ett tidigt skede i en förbättring av konjunkturen vilket kommer att ge stöd för försäljningen till bolag i cykliska sektorer.

Småbolag

Högre volatilitet men också högre avkastning har karaktäriserat investeringar i småbolag relativt stora bolag historiskt. Basen för expansionen är mindre för småbolag vilket innebär att de ofta har lättare att växa. Småbolagsinvesteringar kan vidare ge en intressant möjlighet att få en mer koncentrerad exponering mot tematiska investeringar och strukturella marknadstrender. Småbolag är också extra intressanta i perioder med hög förvärvsaktivitet, då dessa oftare är föremål för uppköp. På tillväxtmarknader kan småbolagsexponering innebära en tydlig investeringsmöjlighet mot inhemsk konsumtion, ett tema vi anser vara ytterst intressant. Trots en klart starkare utveckling för småbolag jämfört med stora bolag de senaste åren tror vi att den trenden kommer bestå, givet att inte den generella riskaptiten i marknaden dramatiskt försämras. Vi föredrar fortsatt småbolag på tillväxtmarknader och i Europa framför amerikanska i nuvarande konjunkurläge

Globala aktiemarknader

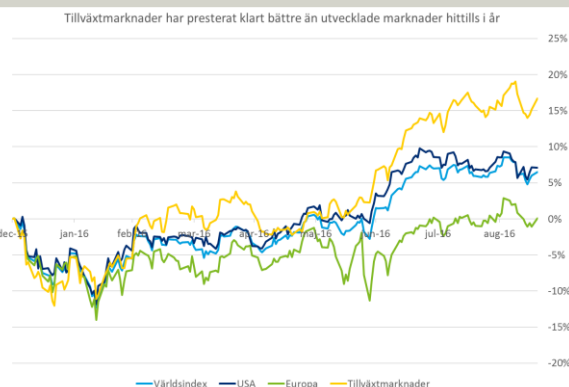
Värderingarna generellt relativt höga – USA ligger i överkant



Källa: Goldman Sachs

Vinstmultiplarna på prognoserna är i överkant mot tidigare. Utvecklade marknader uppvisar högre värderingar än tillväxtmarknader relativt historiken.

Börsutveckling för de marknader vi rekommenderat övervikt respektive undervikt i under året relativt världsindex



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Stark utveckling på tillväxtmarknader under året. Den europeiska marknaden har inte lyft enligt våra förväntningar och den amerikanska har varit relativt stabil.

Är det rimligt att vinststillväxten tar fart år 2017?

	Försäljningstillväxt (%)		Vinststillväxt per aktie (%)		Vinstmarginal (%)	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
S&P 500	3,5	6,6	0	12	8,5	9,9
STOXX Europe 600	-3,6	5,7	-2,9	13,7	3,3	7
TOPIX	3	2	8,7	9,3	5,1	5,4
MSCI AP ex Japan	2,8	7,3	0,3	11,3	8	8,3
MSCI EM	2,2	7,9	7,5	4,2	7,7	8,1
MSCI The World	0,0	5,1	1,0	13,2	8,4	8,3
Sällanköpsvaror	2,9	3,9	10,8	11,2	6,1	6,3
Dagligvaror	2,1	4,5	4,9	10	5,9	6
Energi	-13,1	20,2	-51,4	152,7	3,4	1,9
Finans	0,9	2,9	-4,5	10,2	14	13,1
Fasatigheter	7	4,6	6,1	-2,8	18,3	18,4
Hälsovård	7,2	5	6,4	9,9	11,7	11,6
Industri	-1,1	2,6	8,2	11,6	6,3	6,6
Teknologi	3	5,3	2,7	12,1	15,2	15,3
Råvaror	-5	3,7	5,4	18,5	5,8	5,9
Telekomoperatörer	3,7	1,8	5,5	5,9	8,4	8,5
Samhällsservice	-2,3	1,1	-0,6	1,2	6,4	6,9

Källa: Goldman Sachs, Söderberg & Partners

Försäljningstillväxt och vinstutveckling spås förbättras markant nästa år. För i år är emellertid förväntningarna modesta.

Stora regionala skillnader beträffande sektorer (de tre största respektive minsta sektorerna markerade)

Vikter (%) sektor	USA	Europa	Japan	Asien ex Japan	Världen
Energi	6,8	6,6	0,8	4,0	6,6
Råvaror	3,0	7,6	5,7	6,2	4,9
Industri	9,1	12,9	19,8	7,6	10,9
Sällanköpsvaror	13,1	10,5	21,0	8,2	12,5
Dagligvaror	9,8	16,0	8,2	5,7	10,7
Hälsovård	14,8	13,9	8,2	3,4	13,1
Finans	12,7	18,3	12,7	27,3	16,2
Fastighet	3,2	1,5	4,7	6,8	3,4
Teknologi	21,5	4,3	10,6	21,7	14,9
Telekomoperatörer	2,7	4,5	6,2	5,3	3,5
Samhällsservice	3,3	3,9	2,1	3,7	3,4
Total	100	100	100	100	100

Källa: Goldman Sachs, Söderberg & Partners

IT-sektorn utgör en stor del av index i USA och sällanköp är största sektor i Japan. Finanssektorns tröga utveckling har bromsat Europa i år.

Globala aktiemarknader

Cykliska sektorer utvecklas bättre än defensiva

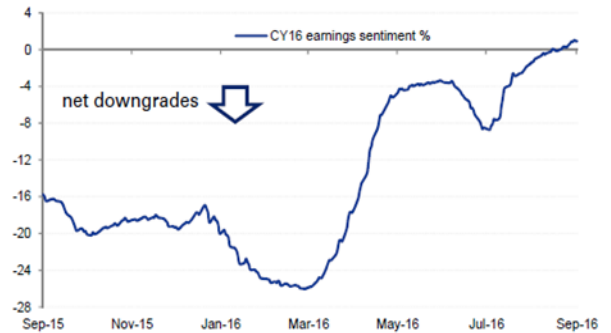


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Tvärtemot trenden tidigare år har cykliska aktier utvecklats starkare än defensiva aktier i år.

Vinstprognosrevideringarna har slagit om och blivit positiva

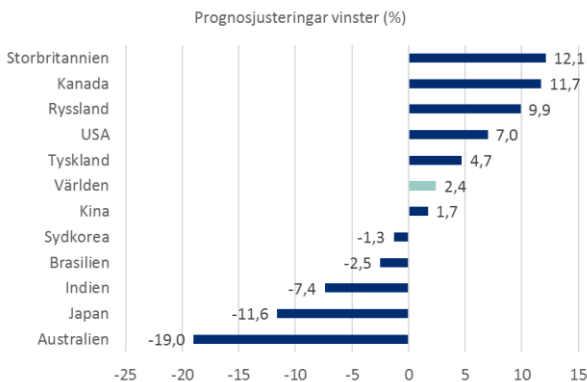
Earnings sentiment = (upgrades – downgrades) / total estimates



Källa: Factset

Vinstprognosrevideringar i bolagen har kraftigt förbättrats den senaste tiden och är nu positiva för första gången på flera år.

Valutarörelser ger utslag i revideringarna



Källa: Goldman Sachs, Söderberg & Partners

Storbritannien, Kanada och Ryssland har nu de största positiva vinstrevideringarna. Ett svagt pund och en stark yen ger utslag.

Småbolagen fortsätter att utvecklas starkt



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Stark trend för småbolag relativt stora bolag på global basis.

Svensk aktiemarknad

2016 har så här långt uppvisat en slagig om än positiv utveckling för Stockholmsbörsen. Uttryckt som SIX Return index, vilket inkluderar återinvesterade utdelningar utan skatt, är avkastningen till och med den 16:e september 3,7 procent. Årets panikartade inledande utveckling kulminerade i mitten av februari, då en lägstanivå nåddes vid indexnivån 1250 på OMXS30-index. Fallet innebar en nedgång från årsskiftet på 13,9 procent och nivån träffades igen i samband med den turbulenta marknadsutvecklingen efter Brexit omröstningen i slutet av juni. Därefter har en återhämtning ägt rum under sommaren. Vår bedömning såväl inför omröstningen som efteråt är att eventuella negativa effekter blir begränsade på kort sikt, då det brittiska utträdet ur EU kommer att dröja många år innan det kommer att verkställas. Takten i Feds räntehöjningscykel är en fortsatt stor osäkerhetsfaktor även om de kommunicerat att de kommer genomföra väldigt försiktiga och gradvisa höjningar med anledning av de dämpade inflationsutsikterna samt den modesta tillväxten. De senaste åren har makroläget i Sverige utvecklas väldigt starkt och landet befinner sig sedan en tid i högkonjunktur.

Rapportsäsongen för det första halvåret är avklarad och generellt har bolagen indikerat ett ljusare efterfrågeläge i Europa även om de flesta rapportkommentarerna också vittnade om en fortsatt utmanande marknad på många tillväxtmarknader och för vissa sektorer även på den nordamerikanska marknaden. Makroekonomiska indikatorer visar att den konjunkturella återhämtningen i regionen fortgår trots farhågor om att omröstningsutfallet i Storbritannien skulle ge signifikant negativ påverkan. Många svenska börsbolag har ett betydande exportinslag där länder i Europa i flertalet fall är de största marknaderna vilka nu utvecklas på ett konstruktivt sätt. Kinas utveckling är även den av stor betydelse för många av Stockholmsbörsens exportbolag. Vår uppfattning är att den kinesiska ekonomin ser ut att ha stabiliserats på kort sikt men utmaningarna med att ställa om från en investeringsinriktad industriell ekonomi till en mer konsumentinriktad är mycket omfattande. Den amerikanska ekonomin saknar inte heller utmaningar,

där tillväxten under det första halvåret i år varit svagare än förväntningarna. Fed valde vid sitt möte i december att påbörja sin räntehöjningscykel. Våra studier rörande vad som händer med den svenska börsen inför och efter att Fed inleder en räntehöjningscykel visar att marknaden tenderar att fortsätta stiga. Marknaderna har vant sig vid den stimulerande penningpolitiken men dagens osäkerhet kring takten i höjningarna är inte något vi bedömer kommer att ge en längre tids negativ utveckling.

Värdering

Stockholmsbörsen handlas för närvarande till 16 gånger 2016 års förväntade vinster medan den sjunker till 15 gånger prognoserna för 2017 års vinster. Värderingen befinner sig nu över det historiska genomsnittet 14, men är inte på nivåer som innebär extrema förväntningar för att kunna motiveras. Nyckeltal såsom bolagsvärdet i förhållande till försäljningen på 1,5 för innevarande år och motsvarande i förhållande till rörelsevinsten på närmare 16 sticker inte heller ut i nuvarande klimat. Vi ser börsen som rimligt prissatt men med viss uppsida givet en något starkare konjunktur.

Försäljnings- och marginalförväntningar

Generellt har de svenska börsbolagen en bra lönsamhet som är tillbaka kring rekordnivåerna vid den förra cykeltoppen. Vinstmarginalerna bedöms fortsätta stiga och bakom de stärkta vinstförväntningarna ligger både en ökad försäljningsvolym och förbättrade marginaler. Den genomsnittliga rörelsemarginalen för de svenska börsbolagen bedöms bli omkring 15 procent 2016 samt 15,6 procent nästkommande år samtidigt som omsättningen uppskattas växa med beskedliga 0,8 procent i år men med goda 4,3 procent 2017. Detta medför att vinstökningen prognostiseras bli nära 6 procent i år för att uppgå till 11 procent 2017. Vi bedömer att förutsättningarna för vinsttillväxt i många svenska bolag är goda, vilket också ger en bra möjlighet till stigande aktiekurser.

Svensk aktiemarknad

Direktavkastning

Direktavkastningen på Stockholmbörsen är högre idag än den har varit historiskt samtidigt som räntenivån är avsevärt lägre vilket gör nivån både i relativa och i absoluta tal attraktiv. Börsbolagen har generellt under längre tid förbättrat lönsamheten och kan därigenom öka distributionen till sina ägare. Detta sker både via utdelningar och i viss mån aktieåterköp. För börsen som helhet ligger prognoserna för direktavkastningen på 3,5 procent 2016. Bankerna, som utgör runt 15 procent av index, har en förväntad direktavkastning på mellan 4,4 procent och 7,2 procent. Nordea, Swedbank och SEB ligger alla över 6 procent i förväntad direktavkastning. Teleoperatörerna är ett annat exempel på en sektor med hög direktavkastning, likaså bolagen Ericsson och Skanska. De flesta utdelningar avskiljs i samband med bolagsstämman under våren men fler och fler bolag sprider ut utdelningarna till kvartalsvis eller halvårsvis frekvens, alternativt distribuerar kapital genom aktieåterköpsprogram.

Företagstransaktioner

Den svaga globala tillväxten i kombination med mycket låga upplåningskostnader har bland annat fått bolagen att se sig om efter möjligheter att kompensera låg organisk tillväxt med förvärv. Hög riskaptit och jakten på avkastning i nuvarande lågräntemiljö har medfört att såväl entreprenörer som Private Equity bolag har kunnat söka kapital via både aktie- och räntemarknaden. Förutsättningarna är fortfarande gynnsamma något som även framgent talar för en fortsatt hög aktivitet. Riskaptiten och efterfrågan i nyintroduktioner är fortsatt god med hög efterfrågan. Mönstret i utköpen som varit de senaste åren är att det ofta handlat om teknologiintensiva och relativt sett mindre bolag med en eller flera spetsprodukter och bra marknadsposition som det lagts utköpsbud på. Ett exempel är Axis under 2015 samt Arcam och Haldex under detta år.

Trender och sektorer

Under de senaste åren har småbolag fortsatt att utvecklas klart starkare än sina större motsvarigheter, vilket är en trend som även kan ses på de globala aktiemarknaderna. De fortsatt fallande långräntorna

har påverkat de indextunga bankerna negativt men de talrika fastighetsbolagen positivt, vilket är en delförklaring till de mindre bolagens relativa framgång. Även de indextunga bolagen H&M, Ericsson och Telia, som tillsammans utgör knappt 15 procent av index, har av bolagsspecifika skäl utvecklats svagt i år. En relativt ny kategori bolag på börsen är de så kallade välfärdsbolagen, verksamma inom äldreomsorg, skola och sjukvård. Generellt är de personalintensiva och lever i en lågmarginalmiljö men har stabila icke konjunkturkänsliga intäkter. Dock upplevs den politiska risken som hög och bolagen i sektorn utgör ofta slagträ i den politiska debatten.

Stockholmsbörsens utsikter

Efter att först skakat av sig Kinaoron i början av året för att sedan gå vidare efter Brexit-reaktionen i slutet på juni kan vi konstatera att aktiemarknaden, med stöd av låga räntor, lönsamma bolag och stark inhemsk konjunktur, trots allt utvecklats på ett motståndskraftigt och konstruktivt sätt. En fortsatt sund börsuppgång förutsätter dock stigande vinster. Vårt huvudscenario är att vi under det året kommer att få se vinsttillväxt i många svenska bolag drivet både av kostnadskontroll och en förbättrad efterfrågan. Vi föredrar som tidigare företag med stabil intjäning och bolag som ligger högt upp i näringskedjan och som i någon utsträckning själva kan påverka sina marginaler. Detta i motsats till bolag som är helt utlämnade till externpåverkan av exempelvis valutakurser eller råvarupriser. Direktavkastningen på 3,5 procent kan sättas i relation till svensk 10 årig obligationsränta på 0,3 procent vilket framställer aktier som en attraktiv tillgångsklass. Vi ser goda förutsättningar för att Stockholmsbörsen ska avsluta 2016 positivt och ser en fortsatt hög aktivitet kring nyintroduktioner och utköp som trolig.

Svensk aktiemarknad

Söderberg & Partners aktieanalys

Söderberg & Partners aktieanalys omfattar närmare 80 procent av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. De mest omsatta 38 bolagen bevakas löpande och nedan följer en genomgång av de aktier som har grön trafikljussignal och är top picks just nu.

Söderberg & Partners aktieanalys rekommenderar

Autoliv

Global bilförsäljning fortsätter att utvecklas starkt och en av Autolivs japanska konkurrenter har stora problem. Teknikinnehållet kring aktiv säkerhet i personbilar växer vilket borgar för fortsatta framgångar för bolaget. På längre sikt har Autoliv stora ambitioner att delta i den pågående automatiseringen av transportsektorn, där utsikterna är mycket intressanta.

2016e

P/E:	16,7
Rörelsemarginal:	8,1 procent
Direktavkastning:	2,17 procent

SEB

Banken har goda förutsättningar för att öka vinstnivån närmaste åren, värderingen är attraktiv och direktavkastningen bra. Intjäningsandelen från räntenetto är något mindre än i konkurrenters fall vilket, tillsammans med positiva värdepappersmarknader och en fortsatt hög transaktionsaktivitet, bidrar till god vinstutveckling. Aktien har, i likhet med sina sektorkollegor, tyngts av oro för europeisk banksektor samt den marginalpress som de negativa räntorna innebär.

2016e

P/E:	12
Kostnad/intäkter:	53 procent
Direktavkastning:	6,2 procent

Skanska

Utsikterna för sektorn ser fortsatt bra ut och Skanska har goda defensiva kvaliteter samt ett starkt aktieägarvänligt fokus med en hög direktavkastning. Den förväntade ökningen av finanspolitiska stimulanser riktade mot infrastruktur i USA gör att intresset för aktien är mycket stort. Med den välfyllda orderboken känns bolagets omsättning också mycket stabil de närmsta åren.

2016e

P/E:	14,8
Rörelsemarginal:	2,2 procent
Direktavkastning:	3,9 procent

H&M

Den inslagna expansionsbanan, både online och med fysiska butiker på nya marknader, fortsätter framgångsrikt. Bolaget har en stark ställning och fortsatt många positiva makroekonomiska förutsättningar samt nya geografiska marknader att växa på. Svag vinst och dämpad kursutveckling hittills i år beror på kostnader för onlinesatsningar, valutamotvind och vädereffekter. Vår bedömning är att dessa negativa faktorer vänder under andra halvåret.

2016e

P/E :	21,1
Rörelsemarginal:	12,8 procent
Direktavkastning:	4,0 procent

Trelleborg

Trelleborg har stor exponering mot en återhämtning i Europa. Bolaget har en stark historik kring förvärv och att kunna integrera dessa och kan uppvisa en imponerande marginalutveckling de senaste åren.

2016e

P/E:	17,2
Rörelsemarginal:	12,3 procent
Direktavkastning:	2,7 procent

Svensk aktiemarknad

Stockholmsbörsens utveckling sedan årsskiftet

Efter en svag inledning på året har stockholmsbörsen stigit rejält



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Stockholmsbörsen har under 2016 stigit med 3,7 procent inklusive utdelningar. Efter en mycket svag och turbulent start har en återhämtning skett.

De mindre bolagen fortsätter att utklassa de större

Hittills under 2016 har småbolag återigen presterat bättre än större bolag



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Småbolagen utklassar utvecklingen för de större. Indextunga Ericsson och Telia har exempelvis varit svaga.

Lägre marknadsräntor under sommaren har gynnat fastighetsbolag

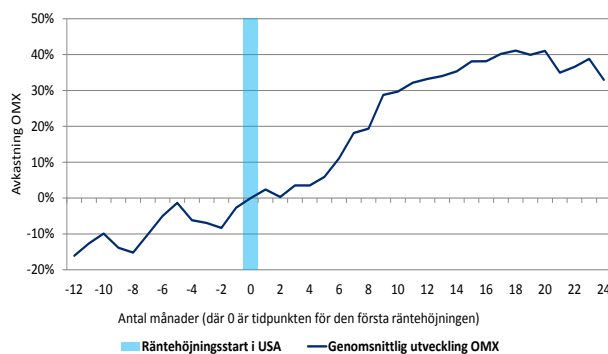
Lägre marknadsräntor har fortsatt att pressa bankerna men gynnat fastighetsbolag



Källa: Infront, Söderberg & Partners

Under året har marknadsräntorna fortsatt ner, vilket gynnat fastighetsbolag men missgynnat bankernas räntenetto, vilket ger utslag i kursutvecklingen.

Stockholmsbörsens utveckling omkring Fed:s första räntehöjning



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I samband med de fyra senaste räntehöjningscyklerna i USA har Stockholmsbörsen efter en initial osäkerhet uppvisat styrka och i snitt stigit med cirka 40 procent under de efterföljande 18 månaderna.

Räntemarknad

Räntemarknaden har under året varit både speciell och annorlunda. Centralbankernas penningpolitiska stimulanser med rekordlåga räntor, i vissa fall negativa, i kombination med de tillgångsköpsprogram som är i kraft, håller effektivt marknadsräntorna i schack. Året inleddes med fortsatt oro kring det då fallande oljepriset. Både den nordiska som europeiska och amerikanska företagsobligationsmarknaderna föll ordentligt fram till mitten av februari men har sedan dess stigit ordentligt och utan större dramatik därefter. Samtidigt har oron kring lägre global tillväxt framöver, mycket drivet av de demografiska motvindarna vi står inför, fortsatt att spela ut under hela första halvåret. De långa marknadsräntorna har fortsatt att sjunka från redan låga nivåer och till exempel har den svenska 10-årsräntan för statsobligationer sjunkit från 1,0 procent vid inledningen av året till som lägst 0,05 procent i mitten av augusti. Större delen av nedgången kom under årets första 6 veckor och räntenivåerna var relativt stilla efter det. I höjd med svensk midsommar kom sen nästa nedgångsfas då det oväntade utfallet i Brexit-omröstningen initialt sände stor osäkerhet på de globala marknaderna. Under de senaste veckorna verkar dock marknadsräntorna ha planat ut och har faktiskt stigit en del sedan mitten av augusti och den svenska 10-årsräntan är nu uppe i ca 0,3 procent.

Från centralbankshåll fortsätter de ekonomiska regionerna att gå i otakt. Medan mycket fokus ligger på amerikanska Feds nästa höjning av styrräntan, om det ens blir någon, så fortsätter den europeiska centralbanken ECB, den svenska Riksbanken och japanska Bank of Japan (BoJ) att stimulera penningmarknaden med rekordlåga räntor och tillgångsköp. Även om förväntningarna på ytterligare räntesänkningar från Riksbanken har tynat bort under sommaren så är dörren fortsatt vidöppen för ytterligare stimulanser från både ECB och BoJ. När nu effekterna från en tidigare stark dollar börjat klinga av under andra kvartalet i år och framåt ligger det även i korten att flera pressade tillväxtmarknader kommer att stimulera marknaden penningpolitiskt. En stark dollar medför importerad inflation för länder med stora bytesbalansunderskott, exempelvis många tillväxtmarknader, vilket försvårar möjligheten att exempelvis sänka räntan. När denna inflationseffekt nu

klingat av finns större möjligheter att stimulera länderna ur den låga tillväxten. USA ligger som sagt klart längre fram i denna cykel där sysselsättningen ökat ordentligt under senare år och viss löneinflation har kunnat skönjas. Vid sin första räntehöjning på nästan ett decennium i december förra året signalerade Fed att de skulle höja räntan fyra gånger under 2016, något som naturligtvis inte kommer att ske. Frågan är om det ens blir någon räntehöjning till alls, i skrivande stund prisar marknaden in 53 procent sannolikhet för en höjning någon gång under 2016.

De fallande marknadsräntorna har medfört att en av, i vårt tycke, viktigaste indikatorerna från räntemarknaden fallit under året. Skillnaden mellan lång och kort marknadsränta, det vill säga lutningen på den amerikanska räntekurvan, har fallit successivt under ett par års tid vilket inte är något onormalt i en mer mogen fas av konjunkturcykeln. Det viktiga är dock om de längre räntorna fortsätter att falla utan att Fed hinner höja räntan tillräckligt mycket och därmed få räntekurvan att flacka snabbt. Detta skulle i så fall peka på en annalkande amerikansk recession innan vi ens hade börjat tänka på att höja räntan i Sverige och Europa. Räntefallet har dock dämpats och till och med stigit hittills under tredje kvartalet i år vilket från ett makroekonomiskt perspektiv är positivt. Skulle vi se räntehöjningar från Fed och samtidigt se kraftiga fall i lång räntor är detta mycket negativt för mer riskfyllda tillgångar som exempelvis företagsobligationer och aktier. Vi vill dock poängtera att detta inte är vårt huvudscenario.

Företagsobligationer

Som ovan nämnts så inledde företagsobligationer året svagt. Både nordiska som europeiska och amerikanska företagsobligationer fortsatte fallet från december in i januari och halva februari. Därifrån har samtliga delar av kreditmarknaden stigit ordentligt och utan större volatilitet. Den starka kreditmarknaden har dels berott på att kreditspreadarna, det vill säga den extra riskpremie eller ränta som investerare erhåller utöver statsräntan för att investera i företagsobligationer, har gått ihop ordentligt och dels att den underliggande räntan har fallit på ökad oro kring långsiktig tillväxt i världen. Sammantaget blir det en perfekt miljö och marknad för företagsobligationer.

Räntemarknad

I Europa så har dessutom den europeiska centralbanken ECB beslutat att ytterligare stimulera penningpolitiskt genom att utöka sitt tillgångsköpsprogram till att inkludera icke-finansiella företagsobligationer. Detta sätter i praktiken ett tak på räntenivån vilket ytterligare pressat upp priserna för europeiska företagsobligationer med bättre rating. Den amerikanska marknaden för företagsobligationer inom Investment Grade är dessutom relativt lång i durationen, det vill säga att den genomsnittliga löptiden på obligationerna är lång, uppåt 7 år, vilket gör marknaden extra känslig för förändringar i den underliggande räntan. Detta har bidragit väldigt mycket till den mycket goda avkastningen från amerikanska Investment Grade hittills i år. Det motsatta gäller förstås och segmentet har på kort tid fallit en del i takt med att marknadsräntorna stigit under september månad. Även den nordiska marknaden för företagsobligationer har presterat bra under året. Segmentet tyngdes under inledningen av året, mycket på grund av ytterligare fall i oljepriset vilket påverkar den viktiga norska marknaden. I takt med att dollarstyrkan bytts i svaghet och oljepriset har stabiliserats och stigit, har även den nordiska företagsobligationsmarknaden presterat bra avkastning. Den goda utvecklingen under året för Investment Grade har fått kreditspreadarna, både i USA och Europa, att gå ihop till nivåer som ligger under deras långsiktiga snitt. Situationen är förstås värre i Europa där ECB effektivt sätter ett tak genom sina tillgångsköp. Vid försämrade ekonomiska utsikter för företagets betalningsförmåga finns därför ett relativt litet skydd att tillgå. I dagsläget bedömer vi dock sannolikheten för kraftigt försämrade betalningsförmåga som liten, även om vi är i en mer mogen fas av konjunkturcykeln, särskilt i USA. Andelen företag utanför energirelaterade sektorer med betalningssvårigheter är fortsatt låg. Inom High Yield-segmentet, det vill säga företag med sämre kreditrating, har utvecklingen varit ännu bättre i år, särskilt i USA. Den amerikanska marknaden är den som haft störst problem senaste åren med en relativt sett högre andel bolag inom det energirelaterade segmentet, vilka haft stora problem i och med det tidigare kraftigt fallande oljepriset. När nu oljepriset stabiliserats har rekylerna inom detta segment varit

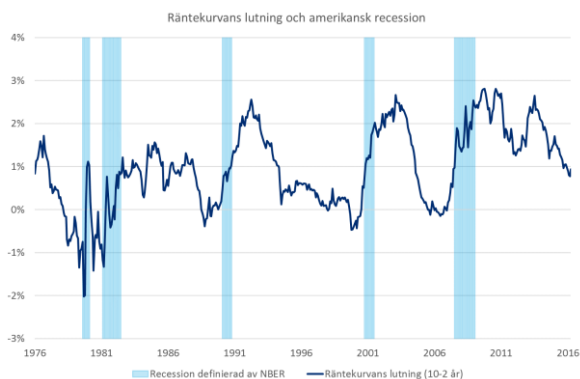
kraftigt. Även det mindre energirelaterade High Yield-segmentet i Europa har presterat bra, trots bristen på energirelaterade bolag samt utan stöd från ECBs tillgångsköp. High Yield är inte alls lika känsligt för förändringar i underliggande räntenivå som Investment Grade och totalavkastningen har inte påverkats lika positivt från detta under året. Däremot har kreditspreadarna gått ihop med 1,0-1,5 procentenhet sedan inledningen på året och i energirelaterade USA:s fall så har kreditspreadarna gått ihop med hela 3,5 procentenhet sedan toppen i mitten av februari. Både i USA och Europa är nu kreditspreadarna lägre än snittet för de senaste 10 åren vilket även speglar det goda ekonomiska klimatet för företagen. Företagsobligationer utgivna av företag inom tillväxtmarknader har även haft ett bra år hittills i linje med övrig kreditmarknad. Segmentet är mycket högt korrelerat mot amerikansk och europeisk kreditmarknad och man får relativt liten diversifieringsvinst av att investera delar av sin ränteportfölj mot segmentet. Även här har kreditspreadarna gått ihop ordentligt och nivån är nu under snittet för de senaste 10 åren.

Ett oväntat bra ränteår hittills – nu då?

Vi inledde året med låga räntor och osäker kreditmarknad och har under året sett de låga räntorna falla ytterligare, vilket tillsammans med ett förbättrat risksentiment skapat en perfekt mix för hela spektrumet i kreditmarknaden. Men nu då? Vi ser fortsatta utmaningar inom räntemarknaden där stora delar präglas av avkastningsfri risk. Vi fortsätter att vara negativa till att rekommendera ränterisk där eventuellt stigande räntor snabbt raderar ut den oerhört låga (negativa) förräntningstakten. Samtidigt ger kortare ränteplaceringar garanterat negativ ränta om man inte tar viss kreditrisk. Vi fortsätter att förorda exponering mot företagsobligationer inom främst Investment Grade-segmentet. Vi föredrar den nordiska och amerikanska marknaden som erbjuder en klart högre räntenivå i grunden och som dessutom inte störs av stora centralbanksinterventioner från ECB.

Räntemarknad

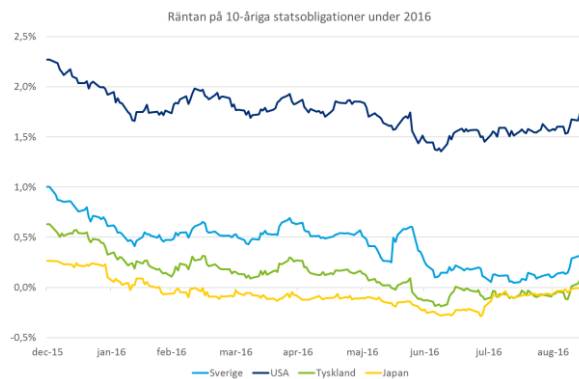
Amerikansk räntemarknad signalerar inte nalkande recession



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Räntekurvans lutning, här illustrerad av 10-årsräntan minus 2-årsräntan, har historiskt varit en mycket god indikator för annalkande amerikansk recession. Kurvan har fallit under det senaste året men är långt ifrån att signalera sämre tider framöver.

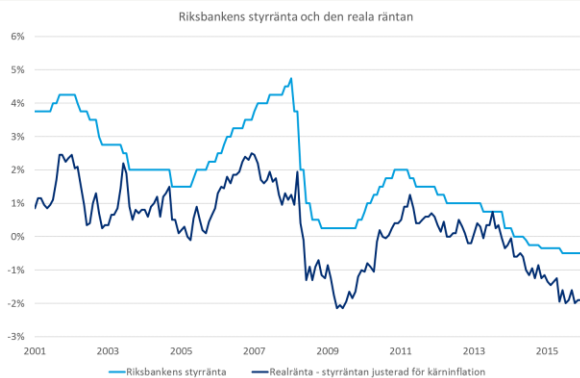
Året har hittills präglats av fortsatt fallande marknadsräntor



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Hittills i år har marknadsräntorna fortsatt att falla vilket accentuerades i efterdyningarna av Brexit-omröstningen. Därefter har de dock stigit en aning och verkar ha bottnat ut.

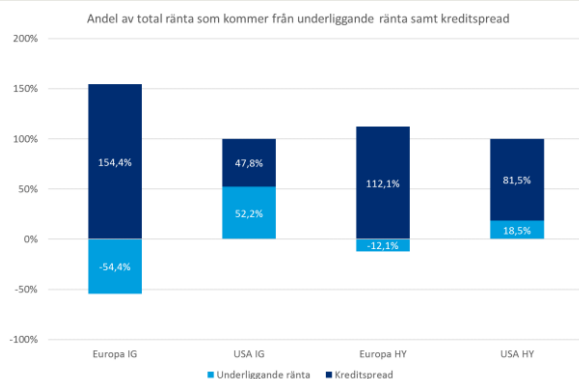
Fortsatt kraftig penningpolitisk stimulans från Riksbanken



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Den svenska Riksbanken fortsätter att stimulera ekonomin penningpolitiskt genom en negativ reporänta om -0,50 procent. Genom att justera för kärninflation får man den reala räntan vilken är fortsatt kraftigt negativ.

Kreditspreaden i förhållande till total ränta på extrema nivåer inom europeisk Investment Grade

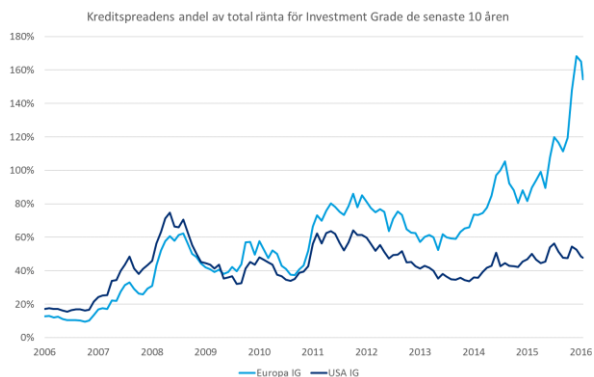


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Effekterna från centralbankernas stimulanser och den negativa räntan får flera underliga effekter. En går att utläsa bland europeiska företagsobligationer med bättre rating, så kallad Investment Grade (IG) där kreditspreaden idag utgör 154 procent av den totala räntan.

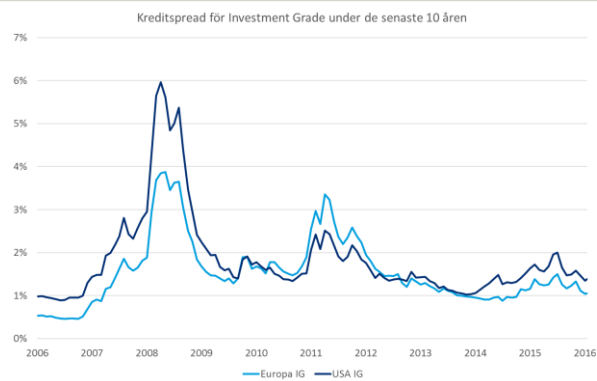
Räntemarknad

Kreditspreadens andel av total ränta under senaste 10 åren



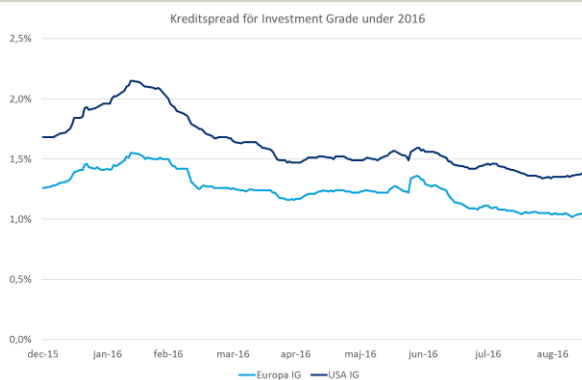
Kreditspreaden bland europeiska Investment Grade utgör idag 154 procent av den totala räntan medan situationen i USA är mer normal där den utgör 48 procent, vilket är något högre än snittet för de senaste 10 åren.

Kreditspreadarna på fortsatt låga nivåer både i Europa och USA



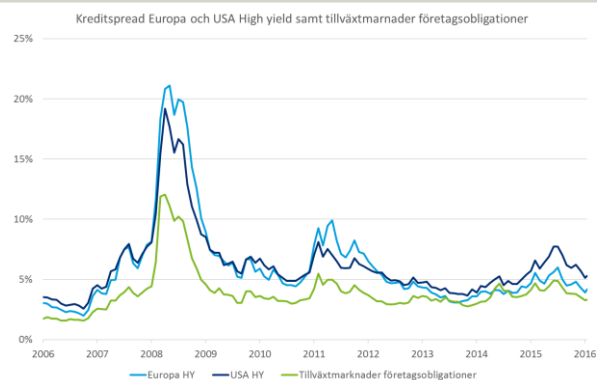
Ur ett längre perspektiv så är kreditspreadarna för europeisk och amerikansk Investment Grade på relativt låga nivåer. Noterbart är att de inte rört sig nämnvärt under de senaste veckornas stigande marknadsräntor.

Kreditspreadarna fortsätter ihop i Europa på ECB:s stödköp



Förutom nollränta så stimulerar ECB marknaden genom att köpa Investment Grade-obligationer på den öppna marknaden vilket effektivt sätter ett tak på räntespreadarna, vilka har fått dessa att falla från februari och framåt.

Tillväxtmarknadskrediter högt korrelerade med krediter i väst



Att investera i företagsobligationer utgivna av tillväxtmarknadsbolag skulle kunna vara en attraktiv investering, men utvecklingen för dessa är dock högt korrelerade med krediter i USA och Europa.

Alternativa placeringar

Vår definition av alternativa investeringar innefattar det som inte är relaterat till aktie- eller räntemarknaden och kan därmed inkludera allt från råvaror och valutor till hedgefonder. I strategirapporten fokuserar vi främst på den likvida delen av alternativa investeringar och därmed inte på direktinvesteringar i fastigheter, private equity eller motsvarande. Utifrån det perspektivet har vi sedan en tid tillbaka varit relativt positiva till tillgångslaget, särskilt relativt räntemarknaden där vi idag bedömer marknaden som mer eller mindre avkastningsfri risk. I den rådande lågräntemiljön blir premien för att investera i alternativa investeringar, exempelvis genom lågriskhedgefonder, särskilt attraktivt med tanke på den låga alternativkostnaden man erhåller från räntemarknaden och vi fortsätter att ha en positiv syn på tillgångslaget. Däremot sänker vi vårt betyg ett steg till ljusgrön signal för att återspegla de svårigheter som finns för att hitta daglighandlade likvida placeringsalternativ.

Olja och basmetaller

Vi har tidigare belyst den amerikanska dollarns betydelse för utvecklingen bland råvaror och då kanske tydligast för guldpriset. Men även för oljepriset och basmetaller har dollarn stor betydelse varför vi i inledningen av året argumenterade för en botten i oljepriset givet att dollarstyrkan skulle avta i samband med första räntehöjningen från den amerikanska centralbanken Fed. Denna utveckling har mer eller mindre materialiserats och oljepriset har, efter ett par inledande svaga veckor på året, stigit med cirka 25 procent hittills i år. En ytterligare försvagning av den amerikanska dollarn skulle kunna ge ytterligare stöd till oljepriset framöver när överproduktionen sakta men säkert verkar ha mildrats något. Stort fokus i dagsläget sätts även till eventuella frysningar av produktionstakten för att få en bättre balans på marknaden, även om dessa samtal ännu inte mynnat ut i någon överenskommelse. Lättade handelsrestriktioner för Iran har även påverkat oljemarknaden under året och oljeproduktionen i landet har ökat med ca 30 procent i år.

Även priset på flertalet basmetaller har stigit rejält i år där priset på både zink och tenn har stigit med över 30 procent. Kopparpriset, som skämtsamt brukar kallas den enda råvaran med en examen i nationalekonomi på grund av sin nära koppling till global tillväxt, har

stigit med ett par procent i år. Utvecklingen för kopparpriset speglar som sagt i mångt och mycket den globala inbromsningen i tillverkningsindustrin och kopparpriset har fallit med omkring 50 procent under de senaste 5 åren. På grund av de demografiska motvindar som större delen av världen står inför, och den medföljande lägre förväntade tillväxttakten på global basis som följt, förväntar vi oss ingen större omvärdering av kopparpriset i närtid.

Ädelmetaller

Guld har en särställning bland råvaror och är den råvara som har tydligast koppling till den amerikanska dollarn. Historiskt sett, vilket även utmärkt sig i år, har guldpriset en tydligt negativ korrelation till den amerikanska dollarn. Guld har historiskt även varit ett skydd mot inflation varför intresset för guld har ökat under senare år då centralbanker runt om i världen expanderat sina balansräkningar. Än så länge har detta inte resulterat i någon inflation bland mer utvecklade länder men vid en ökad misstro mot centralbankernas agerande, och/eller ökad misstro mot enskilda länders framtida betalningsförmåga, kan behovet av guld öka markant.

Hedgefonder

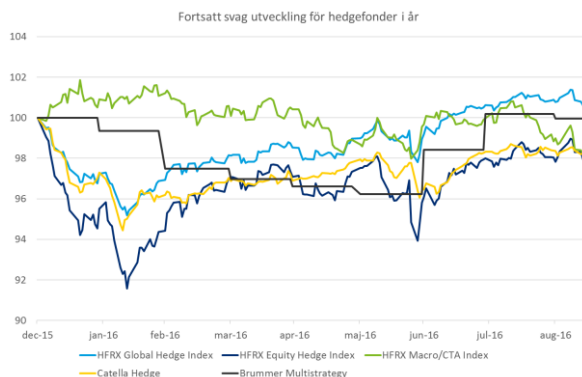
Både på global och nordisk basis så har hedgefonder som aggregat haft det fortsatt trögt under året, även om index är på svagt plus för året. Trendföljande fonder (CTA:s) inledde året starkt men har fallit tillbaka under sommaren. Den globala lågräntemiljön påverkar även hedgefonder till stor del då man inte längre får en räntebuffert som kunde till exempelvis i en long/shortförvaltning. Dock framstår hedgefonder mycket mer attraktiva relativt räntemarknaden, både vad gäller risk och avkastningsmöjligheter.

Konvertibler

Tillgångslaget kombinerar potentialen hos aktier med stabiliteten hos obligationer och är något vi förespråkar har en plats i en portfölj, särskilt med ett långsiktigt perspektiv, då den riskjusterade avkastningen är attraktiv. Vi har sedan en tid förordat exponering mot europeiska konvertibler vilket inte spelat ut bra hittills i år. Vi bedömer dock att i denna del av konjunkturcykeln bör aktiemarknaden ha mer att ge vilket skapar en god riskjusterad grund för konvertibler att prestera. Dessutom är tillgångslaget i attraktivt prissatt relativt krediter.

Alternativa placeringar

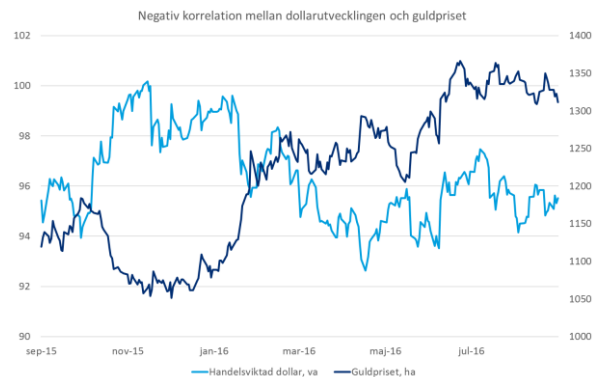
Fortsatt trögt för hedgefonder i år, både globalt och i Sverige



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Utvecklingen för hedgefonder på global basis fortsätter att utvecklas trögt under 2016, även om index är på plus för året. Trendföljande fonder inledde året starkt men har fallit tillbaka under sensommaren. Även mer namnkunniga svenska fonder som Brummer och Catella har haft det svårt.

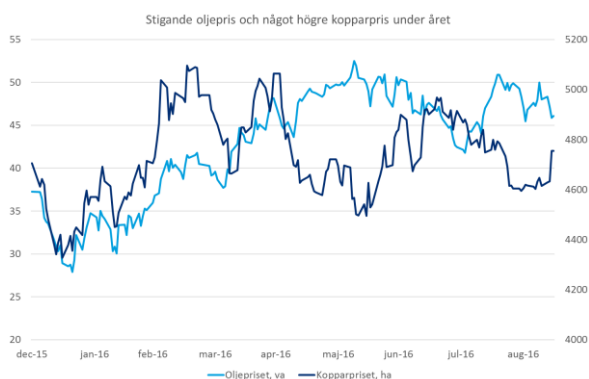
Guldpriset har stigit i takt med den svagare dollarn



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Guld anses generellt vara ett skydd mot både pappersvalutor och inflation och har historiskt varit tydligt negativt korrelerat mot den amerikanska dollarn. Den svaga utvecklingen för dollarn under året har tryckt upp priset på guld.

Kraftigt stigande oljepris – men även kopparn har stigit något i år



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Förra årets stora fall i oljepriset har i och med stabiliseringen, och sedermera fallet, i den amerikanska dollarn vänt upp under 2016. Oljepriset är upp omkring 25 procent i år och även kopparspriset har stigit någon procent i spåren av bättre utveckling för tillväxtmarknader.

Som aggregat har råvarupriserna stigit under större delen av året



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Som aggregat betecknat så har råvarupriserna stigit med cirka 5 procent hittills i år. Uppgången i oljepriset har förstås bidragit starkt positivt till detta men uppgången är bred och inkluderar gaspriser, ädelmetaller och flertalet jordbruksrelaterade råvaror som exempelvis kaffe och socker.

TEMA:
*THE EMERGING
MARKETS STRIKE BACK*

Tema: The Emerging Markets strike back

I Söderberg & Partners strategirapporter har vi i temadelen under de senaste åren fokuserat mycket på de utvecklade marknaderna. Dessa är fortsatt en markant del av den globala ekonomin och vi har genom att bland annat studera konjunktur- och räntehöjningscykler fått en bättre uppfattning om dagens konjunkturella förutsättningar trots att dagens situation skiljer sig avsevärt från historiken. Men även på tillväxtmarknaderna har det senaste decenniet inneburit stora förändringar. Den långa råvarubooomen har efter finanskrisen fått ett abrupt slut och även om de kinesiska offentliga investeringarna återigen tilltar kvarstår en överkapacitet. Det har lett till att mer råvaruberoende nationer som exempelvis Brasilien har gått in i en djup recession och skillnaderna mellan de olika tillväxtmarknaderna är större än någonsin. Dessutom har den stärkta dollarn bidragit till att länder med stora bytesbalansunderskott har importerat inflation, vilket har lett till att penningpolitiska stimulanser inte har varit möjliga på samma sätt som på de utvecklade marknaderna. Det finns dock en del ljuspunkter och under året har tillväxtprognoser justerats upp, vilket bland annat lett till att tillväxtdifferensen mot de utvecklade marknaderna har ökat.

De svaga förutsättningarna har återspeglats på värdepappersmarknaderna, där tillväxtmarknader har utvecklats sämre än de utvecklade marknaderna under fem års tid. I december i fjol blev vi för första gången på flera år mer positiva till tillväxtmarknader ur ett aktiemarknadsperspektiv. Vi bedömde att den amerikanska centralbanken Fed skulle höja styrräntan för första gången på nära ett decennium i och med att amerikansk sysselsättningsstatistik fortsatte att vara stark. Den, fram till dess, starka dollarutvecklingen bedömde vi skulle avta vilket skulle ge stöd åt råvarupriser och dessutom ge andrum för tillväxtmarknadernas importerade inflation och att dessa skulle kunna stimulera sina respektive ekonomier penningpolitiskt. Mycket av detta har hittills spelat väl ut i år och vi vill i denna temadel förstärka våra argument för en fortsatt vändning i denna utveckling genom att göra jämförelser med de utvecklade marknaderna, hitta drivkrafterna för en god relativutveckling samt identifiera olika tillgångsklassers förutsättningar. Därmed försöker denna temadel ha en närmare koppling till värdepappersmarknader och

investeringar än tidigare. För de makroekonomiska förutsättningarna, inte minst för enskilda regioner, rekommenderar vi att läsa vårt makroavsnitt om tillväxtmarknaderna tidigare i denna rapport.

En tillbakablick

Tillväxtmarknader står för nära hälften av världsekonomin och närapå 85 procent av världens befolkning. Trots det utgör aktiemarknaderna endast ca 10 procent av det totala börsvärdet i världen. När det första börssindexet skapades för tillväxtmarknader 1988 inkluderade det 10 utvecklade, snabbt växande ekonomier (två av dessa var Portugal och Grekland medan Kina och Indien inte fanns med) och utgjorde totalt sett endast 1 procent av det totala börsvärdet. Idag är flertalet av dessa ekonomier mer eller mindre mogna och dess utveckling påverkar kraftigt världsekonomin. Detta har också inneburit att det som tidigare kunde anses som en krydda i en portfölj har, inte minst för svenska investerare, blivit en naturlig del i förvaltningen. Men det har också lett till att det som en gång var en investering som kunde minska portföljrisken under det senaste decenniet nu uppvisar en högre samvariation med övriga marknader. Med det sagt är det dock tydligt att tillväxtmarknaderna under de senaste fem åren har noterat en tydligt sämre utveckling än de utvecklade marknaderna, samtidigt som flertalet av länderna befinner sig i en recession. Även korrelationen mellan utvecklade länder och tillväxtmarknader har under de senare åren sjunkit tillbaka något. Det kan anses naturligt att lägga större fokus på enskilda länder, men vi vill ändå hävda att det finns ett antal gemensamma saker som bör driva tillväxtmarknadernas utveckling framgent.

Fram till finanskrisen befann sig den globala ekonomin i något som av vissa beskrevs som en "supercykel". Efterfrågan från Kina var mycket hög då landet befann sig i en investeringsfas som dels krävde kraftigt ökad råvaruproduktion samt både utrustning och kunskap från många av de utvecklade länderna. Denna decennielånga period är över och vår bedömning är att de stora penningpolitiska stimulanserna som har skett under senare år inte främst gynnar industrin. Istället har vi i de utvecklade länderna sett en ökad konsumtion drivet av det låga ränteläget och när nu det troligaste scenariot är ökade finanspolitiska stimulanser är vår bedömning att denna trend

Tema: The Emerging Markets strike back

fortsätter, inte minst med tanke på den åldrande befolkningen. Hittills har detta varit negativt för många av de råvaruberoende tillväxtmarknaderna, inte minst genom den stärkta amerikanska dollarn som har lett till att länder importerat inflation. Men ekonomierna förändras och rebalanseringsprocesser kommer att leda till att konsumtionen även blir en viktigare faktor på många av tillväxtmarknaderna. Effekten förstärks av att många av tillväxtekonomierna under en längre period haft en tydligt stigande löneinflation och i kombination med en förmodad avmattning i dollarn kommer detta att underlätta för centralbankerna att bli mer stimulativa.

Vad finns inprisat i dagens värderingar?

På värdepappersmarknaderna anser vi att en stor del av de senaste årens negativa utveckling är inprisad och det finns stora värderingsskillnader mellan sektorer på tillväxtmarknader och de utvecklade marknaderna. Exempelvis är värderingsrabatten för råvarubolag på tillväxtmarknaderna den högsta sedan år 2009. Vi ser även att korrelationen mellan råvaruprisutvecklingen och relativutvecklingen mellan marknaderna har minskat något. Konsumentcykliska aktier har istället värderats upp och handlas nu i linje med sektorn på de utvecklade marknaderna. På aggregerad nivå finner vi att det fortsatt finns en rabatt på drygt 20 procent både avseende P/E- och P/B-tal jämfört med de utvecklade marknaderna. Dessutom handlas dessa endast något över sitt egna historiska snitt, medan många av de utvecklade marknaderna idag befinner sig på en tydlig värderingspremie. Vi noterar även att avkastningen på eget kapital har fallit något mer på de utvecklade marknaderna under senare år samt att takten i negativa vinstestimaterevideringar nu börjar minska. Över längre tid sett har vinsttillväxten i bolagen på tillväxtmarknaderna varit högre än bolagen på de utvecklade marknaderna. Därför är det också naturligt, i likhet med exempelvis den välkända småbolagspremien, att avkastningen över tid blir högre.

När ska man investera på tillväxtmarknaderna?

Tillväxtmarknaderna har under året sett ökade flöden som har lett till att många marknader har fått stöd trots att inte alltid fundamentala faktorer har förbättrats. Ett exempel är den brasilianska börsen som har drivits av förhoppningar om att det politiskt

låsta läget ska förbättras. Generellt är uppfattningen att det ofta är stigande råvarupriser som leder till en uppgång på tillväxtmarknaderna, men vi ser att sambandet framförallt var stort fram till finanskrisen och därefter har dämpats. Vi har även försökt finna andra samband och noterar att främst den amerikanska dollarns utveckling är relevant för utvecklingen på tillväxtmarknaderna, framförallt relativt mer utvecklade länder. Ett diagram över den handelsviktade dollarn jämfört med relativutvecklingen för tillväxtmarknader mot utvecklade marknader visar ett starkt samband historiskt vilket även spelat ut hittills i år. Det kan också vara värt att notera att ränteutvecklingens påverkan inte är särskilt stor på dollarns utveckling. Dels har vi i tidigare strategirapporter visat att dollarn snarare mattas av när en styrräntehöjningsperiod inleds, men vi kan även se att sambandet mellan räntekurvans lutning (skillnaden mellan korta och långa obligationsräntor) uppvisar ett inte alltför stort samband med dollarutvecklingen.

Andra faktorer värda att beakta

Förutom värdering och utvecklingen för den amerikanska dollarn finner vi ett antal andra indikatorer som är värda att belysa. Under året kan vi se att skillnaden i BNP-tillväxt mellan tillväxt- och de utvecklade ekonomierna återigen börjar öka något. En del av förklaringen till detta är en avmattande amerikansk konjunktur men även att exempelvis kinesiska, ryska och brasilianska tillväxtprognoser har börjat revideras upp. Vi kan även se att finansiella villkor på tillväxtmarknaderna normalt har ett relativt starkt samband med börsbolagens vinstutveckling och under året har det skett en tydlig förbättring på dessa. Lättare finansiella villkor gynnar främst teknologibolagen, den sektorn som även har en tydligt större indexvikt jämfört med på de utvecklade marknaderna. En annan sektor som skiljer sig är att finans har en större indexvikt. Banksektorn har på global basis varit pressad av ett antal faktorer, men under sensommaren har vi sett en del förbättringar. Värt att lyfta fram är även den stora bredd som en investering mot tillväxtmarknader innebär. Flera asiatiska länder har mognat betydligt mer än andra och är till stor del mer ett spel på den globala konjunkturen.

Tema: The Emerging Markets strike back

Exempelvis så håller industrin i Sydkorea och Taiwan en mycket hög teknologisk klass internationellt sett med hela världen som avsättningsmarknad. Dessa länder är mer beroende av export än exempelvis Indien vars tillväxttakt är både hög och jämn beroende på sin alltså låga ekonomiska rikedom och fokus på domestisk konsumtionstillväxt och servicebolag.

Obligationsinvesteringar på tillväxtmarknader

Med ett nedpressat ränteläge på många av de utvecklade marknaderna har jakten på avkastningen letat sig till tillväxtmarknaderna, där en del av statsobligationerna fortsatt handlas till intressanta räntenivåer. Lättast att exponera sig mot dessa är via fonder som investerar i obligationer utgivna i "hard currency" (dollar). Vi finner inga direkta samband mellan dollarutvecklingen och räntedifferensen för dessa jämfört med de utvecklade marknaderna men däremot samvarierar riskpremien för tillväxtmarknadsobligationer i högsta grad med övrigt risksentiment som exempelvis den amerikanska kreditspreaden för företagsobligationer, både för företagsobligationer med bättre rating (Investment Grade) och sämre rating (High Yield). Diversifieringsvinsten av en regional uppdelning ter sig därmed väldigt låg, även om avkastningsmöjligheterna kan vara goda inom båda segmenten. Eftersom valutaexponering blir ett oerhört viktigt inslag i alla investeringar i utländsk räntemarknad blir vinsterna av att investera i tillväxtmarknader på räntesidan begränsad utan vi förordar främst ett fokus på aktiemarknaderna.

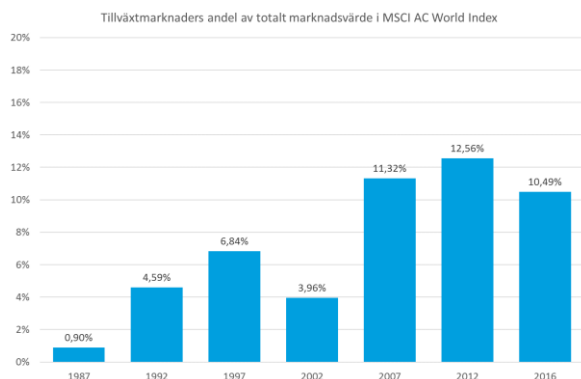
Slutsatser och rekommendationer

Det är mycket som talar för tillväxtmarknader, så länge hela den globala ekonomin inte står inför en recession, vilket är något vi inte tror. Värderingsrabatten mot mer utvecklade länder har funnits där länge och det som fick oss att för 10 månader sen att bli mer positiva till tillväxtmarknader, nämligen att den amerikanska dollar inte bör stärkas mer, var en viktig pusselbit för helheten. Då en allt större del av tillväxtmarknadernas tillväxt idag kommer från inhemsk konsumtion är det förstås av vikt att respektive land inte längre importerar inflation genom en starkare dollar. Centralbankerna kan då fokusera på att penningpolitiskt stimulera ekonomierna vilket skapar utrymme för ökad konsumtion. Då ränte- och

kreditmarknaden för tillväxtmarknaderna är mycket mer korrelerad mot övrigt risksentiment i marknaden, såsom amerikansk Investment Grade och High Yield, anser vi att det är bättre att försöka exponera sig mot temat genom en högre andel tillväxtmarknadsexponering inom den globala aktieexponeringen.

Tema: The Emerging Markets strike back

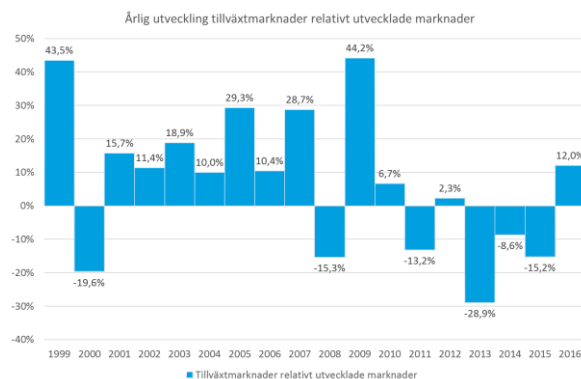
Tillväxtmarknadens andel av världsindex är mer eller mindre oförändrat under de senaste 10 åren



Källa: MSCI Barra, Söderberg & Partners

Efter många år av utveckling och global integration så har tillväxtmarknadens andel av det totala börsvärdet i världen ökat markant och utgör idag ca 10 procent. Utvecklingen har dock tydligt stagnerat från finanskrisen och framåt.

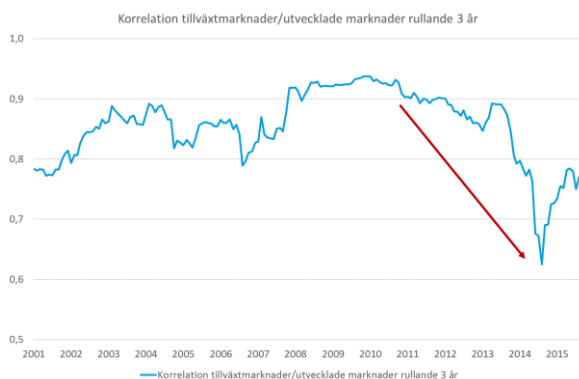
Efter flera års ökenvandring har tillväxtmarknader presterat bra hittills i år



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Fram till och med finanskrisen skulle alla investera i tillväxtmarknader, men de senaste fem åren har varit en ordentlig ökenvandring relativt mer utvecklade länder. Först i år, med en svagare dollarutveckling, har tillväxtmarknader börjat prestera igen.

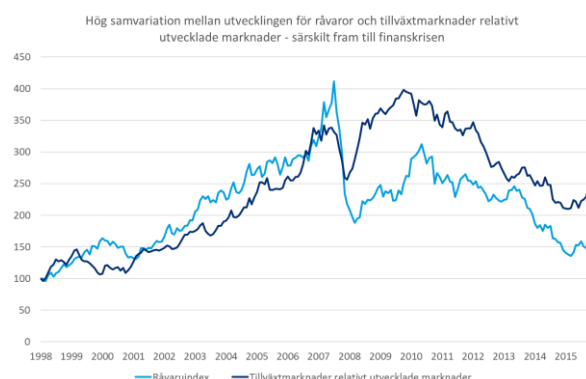
Den höga korrelationen med utvecklade marknader har minskat



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

I och med den globala integrationen växte samvariationen mellan tillväxtmarknader och mer utvecklade marknader under 90- och stora delar av 00-talet. Efter finanskrisen har dock samvariationen fallit betänkligt.

Samvariationen med råvarupriser hög fram till finanskrisen

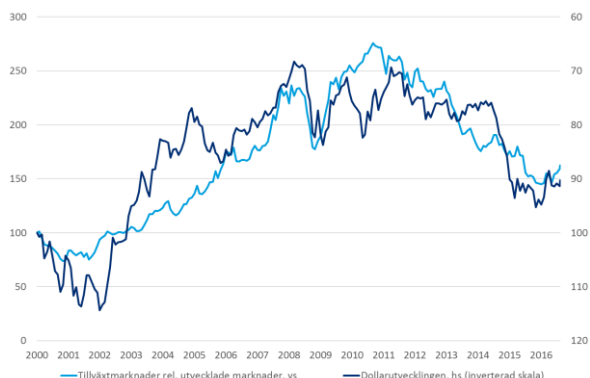


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Sambandet mellan tillväxtmarknadernas relativa avkastning till utvecklade marknader och utvecklingen på råvarupriserna har historiskt varit starkt. Även om situationen är något annorlunda idag så gäller sambandet någorlunda fortfarande, även om mycket handlar om den amerikanska dollarns påverkan på råvarupriser.

Tema: The Emerging Markets strike back

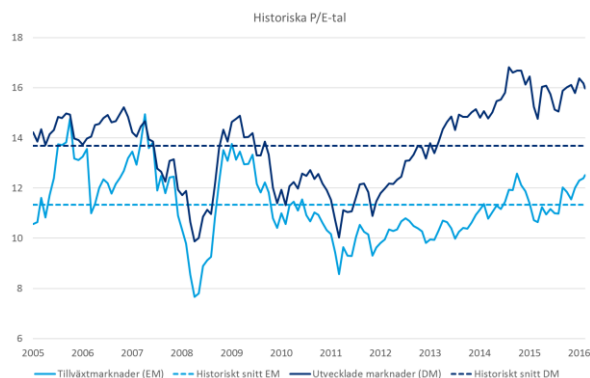
Utvecklingen för den amerikanska dollarn är viktig för hur tillväxtmarknader presterar relativt utvecklade marknader



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

”Our currency, your problem” är ett välkänt citat som används flitigt om den amerikanska dollarn. Inte minst gäller detta för tillväxtmarknader där en stark dollar innebär importerad, och historiskt sett mycket önskad, inflation. Tillväxtmarknader presterar bra i perioder av svagare dollar.

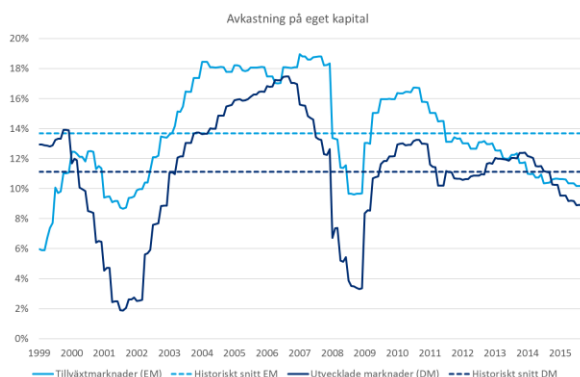
Tydlig värderingsrabatt mot utvecklade marknader



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även om vinstutvecklingen för tillväxtmarknader har varit högre under långa stunder av 2000-talet så har marknaderna som aggregat handlats till en viss rabatt. Denna rabatt mot mer utvecklade länder har ökat kraftigt under de senaste fem åren.

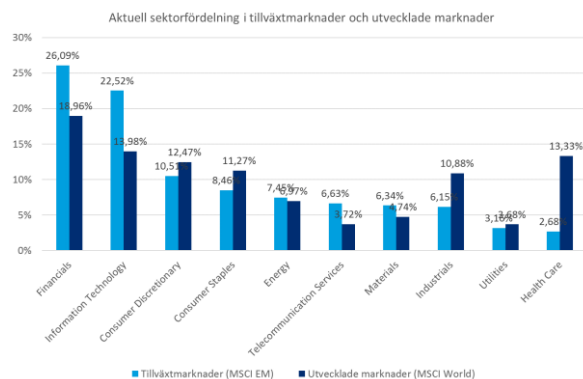
Avkastning på eget kapital faller mer för utvecklade marknader



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Avkastningen på eget kapital har under större delen av 2000-talet varit högre bland tillväxtmarknader. Men i spåren av Kinas minskande expansionstakt och minskad världshandel har avkastningen på eget kapital sjunkit efter finanskrisen. Noterbart är dock att avkastningen på eget kapital sjunkit snabbare för mer utvecklade länder under de senaste åren.

Större vikt för finans och teknologi på tillväxtmarknaderna



Källa: MSCI Barra, Söderberg & Partners

Sektorexponeringen på indexnivå skiljer sig en del mellan tillväxtmarknader och mer utvecklade marknader. Finans och teknologi är en klart högre andel bland tillväxtmarknaderna medan det omvända gäller för framförallt industri och läkemedel.

Tema: The Emerging Markets strike back

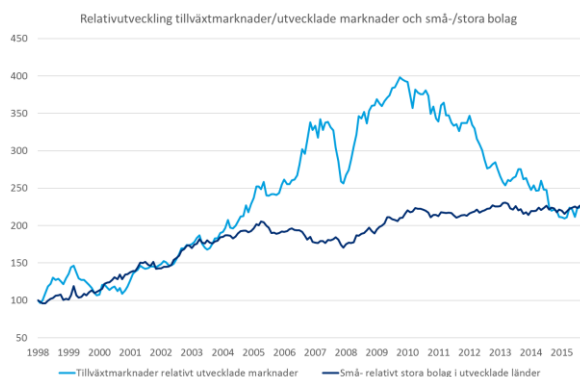
Sektorvärdering framåtblickande P/E-tal

Värdering	Tillväxt- P/E-tal 12m framåt	Snitt senaste 10 åren	Utvecklade marknader	Snitt senaste 10 åren
Energi	9,0	8,3	28,3	14,2
Råvaror	13,7	11,3	17,5	13,5
Verkstad	14,2	13,5	16,2	14,2
Sällanköpsvaror	15,4	12,0	15,4	15,5
Dagligvaror	21,4	18,7	19,9	16,3
Hälsovård	23,7	18,5	15,6	14,1
Finans	9,0	10,3	11,5	11,6
Teknologi	15,8	13,5	16,8	15,2
Telekomoperatörer	15,5	12,8	14,3	13,2
Samhällsservice	9,7	11,7	16,1	14,5
Hela marknaden	12,5	11,2	16,0	13,6

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Multiplexexpansionen på förväntade vinster har varit som kraftigast för utvecklade marknader där P/E-talet idag handlas 17 procent högre än snittet för de senaste 10 åren. För tillväxtmarknader är premien ca 11 procent. Noterbart är dock att trenden mot mer domestik tillväxt syns i värderingen av konsumentsektorer bland tillväxtmarknader.

Överavkastning tillväxtmarknader ungefär samma som småbolag över längre tidsperiod



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Högre vinsttillväxt brukar premieras över tid och så är fallet för både tillväxtmarknader som småbolag. Sedan slutet av 90-talet har båda riskpremierna givit en överavkastning även om vägen dit skiljer sig mycket åt.

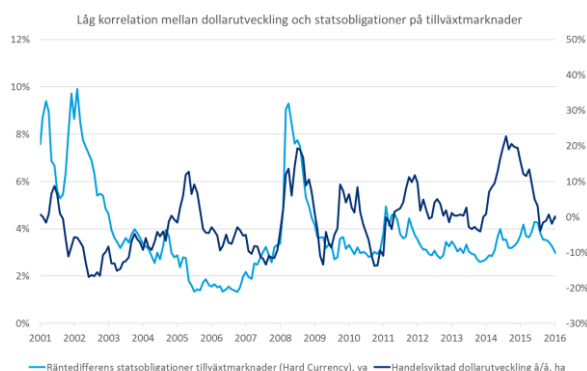
Sektorvärdering P/B

Värdering	Tillväxt- Pris/bokfört värde	Snitt senaste 10 åren	Utvecklade marknader	Snitt senaste 10 åren
Energi	0,8	1,3	1,6	1,9
Råvaror	1,2	1,7	2,0	2,0
Verkstad	1,4	1,7	2,8	2,3
Sällanköpsvaror	2,0	2,0	2,8	2,3
Dagligvaror	3,9	3,5	4,3	3,4
Hälsovård	4,2	3,3	3,6	3,2
Finans	1,2	1,7	1,0	1,2
Teknologi	2,5	2,0	3,8	3,2
Telekomoperatörer	2,0	2,4	2,3	1,9
Samhällsservice	1,1	1,2	1,7	1,6
Hela marknaden	1,6	1,8	2,1	2,0

Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Om framtida vinster har värderats upp ordentligt jämfört med historiska snitt så är värderingen av företagens egna kapital mer i linje med historiken. En stor del av detta kommer från en försiktigare värderingen av banksektorn även om både råvaror och energirelaterade sektorer handlas till historisk rabatt.

Lågt samband mellan den amerikanska dollarn och ränteläget på tillväxtmarknaderna

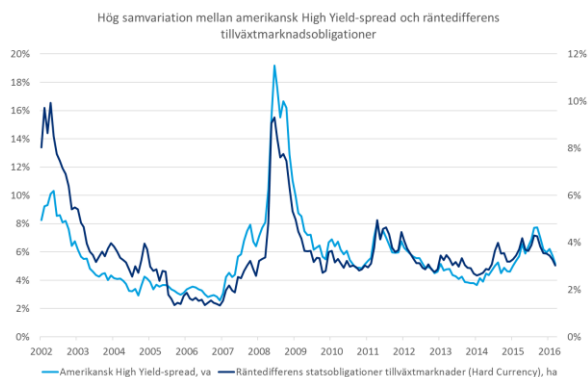


Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

För räntemarknaden är det annorlunda än för aktiemarknaden. Korrigerat för valutor finns inget tydligt samband mellan dollarutvecklingen och riskpremierna för tillväxtmarknadsobligationer utgivna i så kallad Hard Currency (oftast dollar).

Tema: The Emerging Markets strike back

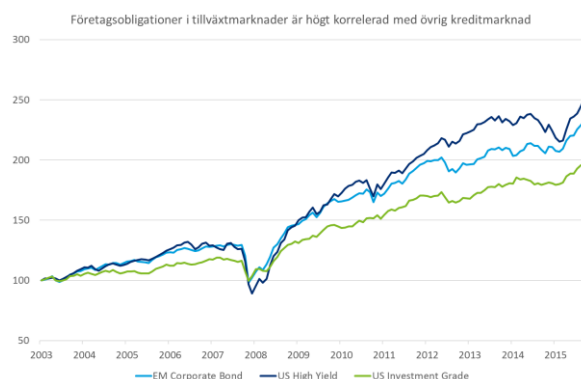
Däremot starkt samband mellan amerikansk kreditmarknad och ränteläget för statsobligationer på tillväxtmarknader



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Däremot samvarierar riskpremien för tillväxtmarknadsobligationer i Hard Currency i högsta grad med övrigt risksentiment som exempelvis den amerikanska kreditspreaden för företagsobligationer med låg rating, så kallad High Yield.

Starkt samband mellan företagsobligationer, oavsett om det är amerikanska krediter eller tillväxtmarknadskrediter



Källa: Bloomberg, Söderberg & Partners

Även företagsobligationer med inriktning mot tillväxtmarknader samvarierar i hög grad med exempelvis amerikanska företagsobligationer. Diversifieringsvinsten av en regional uppdelning ter sig därmed väldigt låg, även om avkastningsmöjligheterna kan vara goda inom båda segmenten.

Appendix

Makrodata, värdering och vinster

	BNP-tillväxt (YoY, %)	Industriproduktion (YoY, %)	KPI, Inflation (YoY, %)	Arbetslöshet (%)	Bytesbalans (Mdr \$)	Bytesbalans (% BNP)	Budgetbalans (% BNP)
USA	1,5	-0,5	1,3	4,9	-473,1	-2,6	-3,2
Europa	1,5	-0,5	0,6	10,1	393,5	3,2	-1,8
Tyskland	1,6	-1,2	0,4	6,1	300,2	8,4	0,4
Frankrike	1,3	-0,1	0,3	10,3	-22,5	-0,5	-3,3
Storbritannien	1,6	2,1	0,7	4,9	-161,9	-5,4	-3,9
Sverige	3,3	4,2	1,1	6,3	25,4	5,6	-0,4
Japan	0,5	-4,2	-0,1	3,0	167,6	3,4	-5,0
Ryssland	-0,5	-0,3	7,1	5,3	38,4	3,3	-3,7
Hongkong	1,5	-0,6	2,5	3,4	11,7	2,7	-0,4
Kina	6,6	6,3	2,0	4,1	256,1	2,7	-3,8
Indien	7,6	-2,4	5,0	5,2	4,9	-22,1	-1,2
Brasilien	-3,3	-6,6	8,2	11,6	-27,9	-1,0	-6,6

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

Värdering: Nyckeltal enligt konsensus	P/E 2016	P/E 2017	Vinststillväxt 2016 %	Vinststillväxt 2017 %	Direktavkastning 2016 %
USA	19,4	16,2	0,0	12,0	2,1
Europa	16,2	14,3	-2,9	13,7	3,6
Tyskland	13,5	12,1	1,1	11,6	7,4
Frankrike	14,3	13,2	15,2	8,4	7,0
Storbritannien	17,7	14,7	-2,4	20,4	4,2
Sverige	16,0	15,3	-0,4	7,1	6,3
Japan	14,2	12,9	8,7	9,3	2,3
Ryssland	5,8	6,6	-14,3	21,2	4,8
Hongkong	12,7	11,7	-4,7	8,5	3,5
Kina	13,6	12,2	1,6	11,2	2,2
Indien	19,7	16,7	11,1	18,0	1,4
Brasilien	15,9	13,2	16,8	16,5	3,6
Världen	17,0	14,9	0,5	13,6	2,6
Tillväxtmarknader	13,7	12,1	-9,8	4,1	2,5

Utveckling finansiella marknader

Lokal Valuta (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	0,5	-2,0	3,3	4,4	9,3	24,2	4,7
Nasdaq	NASDAQ Comp	2,3	0,1	9,3	9,4	8,6	38,4	4,7

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-2,2	-0,7	3,7	-1,1	-4,8	7,2	-7,7
London	FTSE100	-1,0	-2,2	11,4	8,4	9,9	1,3	7,5
Frankfurt	Dax30	-2,8	-2,5	6,7	3,3	3,6	18,2	-4,3
Paris	CAC40	-3,5	-1,5	3,3	-2,9	-4,5	3,0	-6,6
Stockholm	OMXSPI	-1,1	1,3	9,9	4,3	4,4	24,3	0,2
Stockholm 30	OMXS30	-1,5	0,8	8,2	1,0	-3,3	9,2	-2,9
Stockholm	SIXRX	-1,2	0,5	11,6	7,9	6,4	38,9	3,7

Japan

Tokyo	Topix100	-2,4	1,2	4,9	-2,5	-10,3	7,9	-15,2
-------	----------	------	-----	-----	------	-------	-----	-------

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-2,7	-0,4	5,6	8,6	17,7	-35,0	27,0
Kina	MSCI China 10/40	0,4	1,0	16,7	11,8	3,7	-0,2	4,9
Hongkong	Hang Seng	-2,3	2,8	17,5	16,3	7,2	1,3	7,5
Sydkorea	MSCI Korea	-3,4	-1,4	4,6	4,8	10,7	-3,8	5,5
Indien	Bombay100	-0,8	1,6	9,2	17,7	11,7	49,1	11,8
Brasil	Bovespa	-1,6	-3,4	15,2	12,3	20,8	3,6	31,7
Mexiko	Bolsa	-3,2	-5,0	1,5	2,6	6,1	11,7	6,9
Sydafrika	MSCI South Africa	-1,0	-4,1	2,2	-1,4	4,9	24,0	7,6

Världsindeks (USD)

Världen	MSCI World Index	-1,1	-2,1	3,7	3,1	4,0	7,8	2,0
---------	------------------	------	------	-----	-----	-----	-----	-----

Nominella Räntor yield%

	yield%	5dag	1mån	3mån	6mån	2016
Sverige 3m	-0,73	-0,73	-0,71	-0,64	-0,61	-0,45
Sverige 2 år	-0,64	-0,59	-0,63	-0,61	-0,64	-0,44
Sverige 5 år	-0,25	-0,20	-0,33	-0,11	-0,12	0,30
Sverige 10 år	0,29	0,31	0,15	0,52	0,54	1,00
USA 3m	0,18	0,21	0,26	0,21	0,26	0,12
USA 2 år	0,75	0,77	0,75	0,69	0,84	1,05
USA 5 år	1,20	1,20	1,16	1,11	1,33	1,76
USA 10 år	1,69	1,66	1,58	1,61	1,87	2,27
EMU 3m	-0,30	-0,30	-0,30	-0,26	-0,23	-0,13
EMU 2 år	-0,65	-0,63	-0,61	-0,61	-0,48	-0,35
EMU 5 år	-0,51	-0,47	-0,50	-0,50	-0,29	-0,05
EMU 10 år	0,01	0,01	-0,03	-0,02	0,31	0,63
Japan 10 år	-0,04	-0,02	-0,09	-0,19	-0,08	0,27

Styrräntor (%)

	Idag
Riksbanken	-0,50
FED	0,50
ECB	0,00

Övrigt

	Idag
Stibor 90dgr	-0,47

SEK (%)

USA		5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	3 år	2016
New York	S&P500	1,4	-0,1	7,0	8,2	11,5	23,8	5,9
Nasdaq	NASDAQ Comp	3,2	2,1	12,9	13,2	10,9	38,0	6,0

Europa

EuroStoxx50	Euro Stoxx 50	-2,0	0,0	6,1	2,0	-2,8	6,0	-3,5
London	FTSE100	-2,3	-0,4	3,5	2,7	-4,1	4,0	-2,8
Frankfurt	Dax30	-2,6	-1,9	9,1	6,4	5,7	17,0	-0,2
Paris	CAC40	-3,3	-0,9	5,7	0,2	-2,5	1,8	-2,4
Stockholm	OMXSPI	-1,1	1,3	9,9	4,3	4,4	24,3	0,2
Stockholm 30	OMXS30	-1,5	0,8	8,2	1,0	-3,3	9,2	-2,9
Stockholm	SIXRX	-1,2	0,5	11,6	7,9	6,4	38,9	3,7

Japan

Tokyo	Topix100	-1,8	1,4	10,5	11,4	10,5	-14,7	4,0
-------	----------	------	-----	------	------	------	-------	-----

Emerg Mkt

Ryssland	RTS	-1,8	1,5	9,3	12,4	20,0	-35,4	28,3
Kina	MSCI China 10/40	1,3	2,7	18,9	12,8	1,4	6,0	3,5
Hongkong	Hang Seng	-1,3	4,5	19,8	17,2	4,9	7,5	6,0
Sydkorea	MSCI Korea	-3,4	1,3	13,0	13,2	19,1	1,5	12,4
Indien	Bombay100	-0,1	4,1	14,1	21,0	12,1	23,2	11,9
Brasil	Bovespa	-1,3	-3,3	23,1	27,5	45,6	-25,4	54,4
Mexiko	Bolsa	-5,8	-9,6	0,9	-4,5	-6,4	2,7	-3,7
Sydafrika	MSCI South Africa	0,6	-6,5	11,2	10,5	2,5	-9,8	18,5

Världsindeks (SEK)

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

Valutor (%)

	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
EURUSD	1,12	-0,6	-1,4	-1,3	-0,6	-0,2	2,8
USDSEK	8,55	0,8	1,9	3,7	3,8	2,2	1,3
EURSEK	9,55	0,2	0,7	2,4	3,1	2,0	4,1
GBPSEK	11,16	-1,3	1,8	-7,9	-5,7	-14,0	-10,3
JPYSEK	8,38	0,6	0,2	5,6	13,9	20,8	19,3
NOKSEK	1,03	0,2	1,1	3,7	5,5	1,5	8,1
DKKSEK	1,28	0,2	0,5	2,2	3,2	2,2	4,3
CNYSEK	1,28	1,0	1,7	2,2	1,0	-2,3	-1,4
KRWSEK	0,01	0,0	2,7	8,5	8,5	8,5	6,9
INRSEK	0,13	0,6	2,5	4,8	3,2	0,4	0,2
BRLSEK	2,62	0,3	0,1	7,8	15,1	24,8	22,7
MXNSEK	0,44	-2,6	-4,6	-0,7	-7,1	-12,5	-10,6
ZARSEK	0,61	1,6	-2,5	9,0	11,9	-2,4	10,9

Råvaror (%)

	kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
Zink	2200,5	-3,5	-2,2	11,1	26,3	27,3	38,2
Koppar	4771,5	3,4	-0,6	5,4	-3,6	-11,4	1,4
Guld	1316,5	-0,9	-1,8	1,3	4,9	15,6	24,0
Olja (Brent)	46,5	-3,8	-8,6	-5,5	12,8	-2,1	24,7
Olja (WTI Crude)	43,8	-5,4	-10,9	-11,6	0,1	-11,9	2,1

Volatilitet (%)

	Kurs	5dag	1mån	3mån	6mån	1 år	2016
VIX (USA)	15,4	-12,2	35,5	-20,8	9,6	-31,0	-15,6

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.