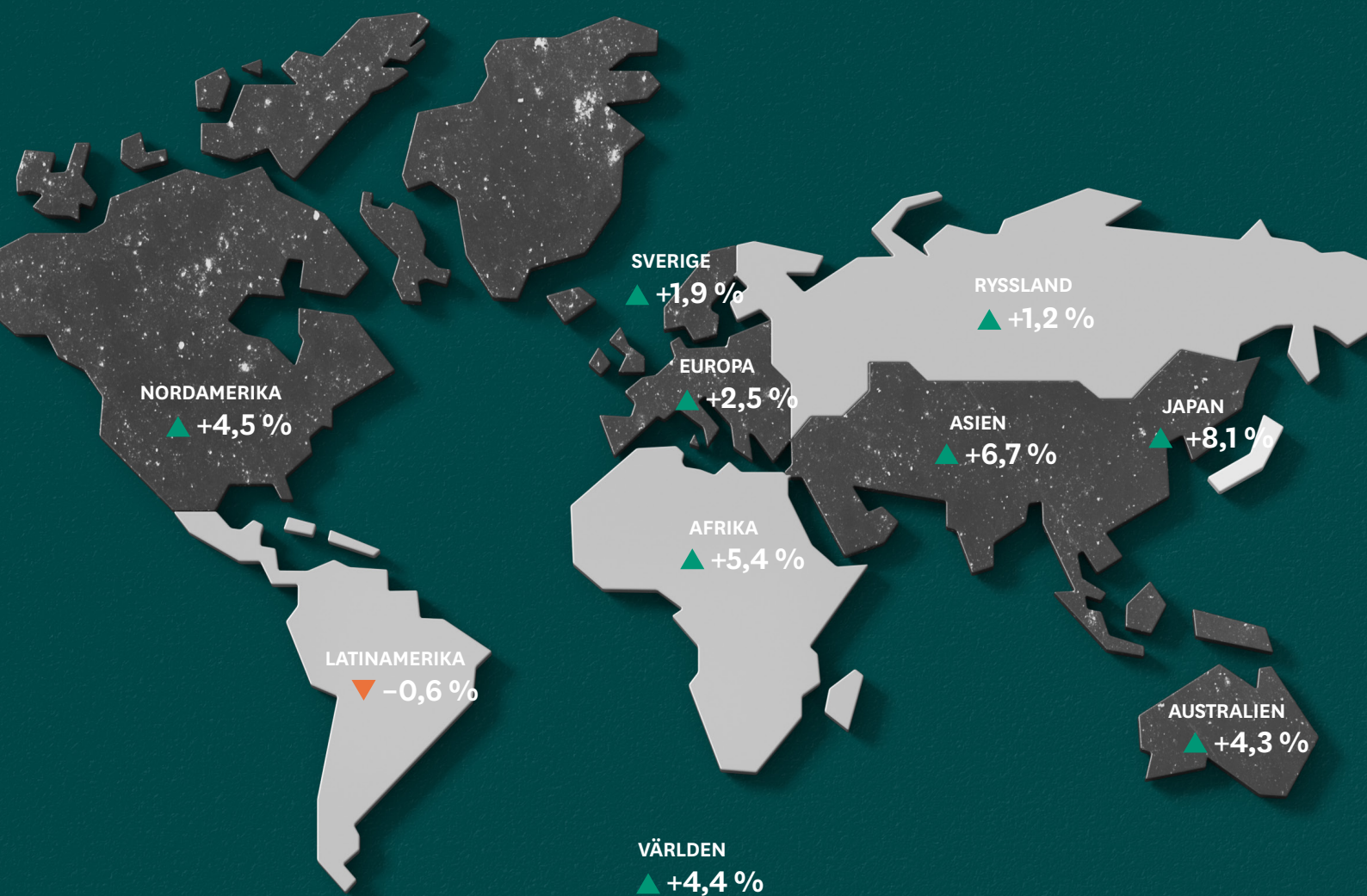


Marknadsbrev November 2017



Marknadsbrev

November 2017

Börsrekord på löpande band / Sid 3

Med två månader kvar av 2017 ser vi ut att gå mot ännu ett år med positiv börsutveckling. Konjunktoren är stark, bolagsvinsterna stiger och de penningpolitiska stimulanserna fortsätter. Och på börserna noteras ideligen nya rekord.

Nedtrappningen har börjat / Sid 5

Under oktober började den amerikanska centralbanken att minska storleken på sin obligationsportfölj. Vad vi ser är de första, stapplande stegen mot en minskning av de senaste årens enorma penningpolitiska stimulanser. Det kommer på sikt att ändra förutsättningarna för de finansiella marknaderna.

Medvind för konjunktur känsliga aktier / Sid 8

Rapportperioden pågår för fullt. Inför tredje kvartalet räknade analytikerna med en genomsnittlig vinsttillväxt på 8–9 procent. Det är högt, men inte orimligt givet högre tillväxt och gynnsamma förutsättningar. Utfallet har hittills varit något blandat med övervikt åt det positiva hållet.

Vad händer på bostadsmarknaden? / Sid 11

Få har väl undgått domedagsrubrikerna beträffande den svenska bostadsmarknaden under de senaste veckorna. Ord som ”tvärnit”, ”nedkylning” och ”bubbla” har förekommit. Men är det verkligen så konstigt om bostadsmarknaden nu svalnar av? Nej, förmodligen inte.



Börsrekord på löpande band

Med två månader kvar av 2017 ser vi ut att gå mot ännu ett år med positiv börsutveckling. Konjunktoren är stark, bolagsvinsterna stiger och de penningpolitiska stimulanserna fortsätter. Och på börserna noteras ideligen nya rekord.

Historiskt har de två sista månaderna på året ofta varit starka börs månader, och det är svårt att hitta något som talar emot att det ska bli så även i år. Det ekonomiska klimatet för aktier är helt enkelt mer gynnsamt än på länge.

En åttaårig börsuppgång

Vi har vid ett par tillfällen konstaterat att börserna har stigit i över åtta år. Vi har också fått frågan om det verkligen stämmer. Många börsindex, däribland breda OMX-index, har nämligen stängt på minus under enskilda kalenderår. Vad som avses med att börserna har stigit i mer än åtta år är att *den långa uppåtgående trenden på världens börser har varit intakt* under så lång tid. Längs vägen har det dock förekommit att marknaden har rört sig i sidled under långa perioder och flera gånger har vi fått snabba tvåsiffriga rekylar. Det händer bland annat i samband med den europeiska skuldcrisen och efter Feds första räntehöjning, som av en händelse inföll samtidigt som tillväxten i Kina vacklade, vilket gav marknaderna skrämshicka. Sedan Brexit i juni 2016 har vi dock inte sett någon rekyl värd att nämna. När Donald Trump valdes till amerikansk president för snart ett år sedan föll marknaderna under morgontimmarna, men vände upp så fort segertalet började och det visade sig hålla en något mer sansad ton än valkampanjen.

Rekord på rekord på rekord...

Faktum är att börsuppgången det senaste året har varit nästan överkligt stabil. De amerikanska börserna har stadigt rört sig uppåt och kontinuerligt noterat nya *all time high*. Som ett resultat av detta har VIX-index, som visar hur stora svängningarna på den amerikanska börserna förväntas vara de kommande 30 dagarna, fallit till den lägsta nivån någonsin. Även Stockholmsbörsen har slagit rekord under hösten genom att stiga 14 handelsdagar i rad, vilket med god marginal slår det tidigare rekordet på 11 dagar som inträffade två gånger under första halvan av 90-talet.

Andra nya rekord att notera den senaste tiden är det samlade värdet av världens börser som nu uppgår till över 80 000 miljarder dollar och Bitcoin som stigit från 0,06 dollar år 2010 till närmare 6 000 dollar idag.



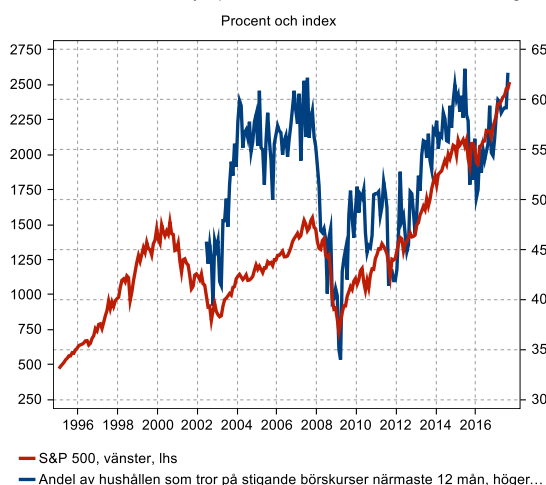
Maria Landeborn
Sparekonom

USA: Schiller cykliskt justerade p/e-tal för S&P 500



Bara vid två tidigare tillfällen har den amerikanska börserna varit så högt värderade som idag.

USA: Hushållens syn på börsen och faktisk börsutveckling



Dyrt – men inte rekorddyrt

Resultatet av låga räntor, stort utbud av likviditet och goda förutsättningar är alltså att värdet på tillgångar av olika slag har blivit mycket högt. Även värderingen på aktier har stigit, men rekorddyra är de inte. Vi har ofta tittat på det vanliga p/e-talet för olika börser, men ett mått som ger en mer nyanserad bild är Robert Schillers cykliskt justerade p/e-tal. Det går att följa ända tillbaka till 1880-talet och visar att amerikanska S&P 500 bara vid två tidigare tillfällen varit så högt värderat som det är idag – strax före den stora kraschen 1929 och innan It-bubblan sprack år 2000. En närmare titt på grafen på sidan 3 visar dock att börsen under perioden före It-bubblan sprack var högt värderad under en lång period, och att värderingarna nådde betydligt högre än idag innan rallyt tog slut. Inga träd växer till himlen – men något som är dyrt kan förstås vara dyrt lång och

dessutom bli ännu dyrare. Förutsättningarna just nu är gynnsamma, likviditet finns i överflöd och det är svårt att se några stora hot mot börsen i närtid även om de inte saknas på längre sikt.

Bästa köptillfället någonsin – eller?

En rätt intressant enkätundersökning som började göras i USA år 2002 handlar om hur hushållen ser på aktiemarknaden – är aktier köpvärda eller inte? Den har historiskt varit en nästan otäckt pricksäker kontraindikator, det vill säga en indikator som man ska gå emot. När hushållen har tyckt att aktier varit som mest köpvärda har börsen historiskt precis toppat, och när hushållen har ansett att börsen varit som minst attraktiv har kurserna precis bottnat ur. Just nu tycker hushållen att det är lika köpvärdt som det var när börsen toppade 2007 före finanskrisen. En högst relevant fråga är vad detta egentligen är värt – givetvis är det så att hushållen är optimistiska när börsen stiger och pessimistiska när den faller, så detta är ett naturligt samband. Icke desto mindre är det intressant. ●

När hushållen har tyckt att aktier varit som mest köpvärda har börsen historiskt precis toppat.



Nedtrappningen har börjat

Under oktober började den amerikanska centralbanken att minska storleken på sin obligationsportfölj. Samtidigt meddelade ECB att obligationsköpen kommer att halveras vid årsskiftet och på andra håll höjs räntor. Vad vi ser är de första, stapplande stegen mot en minskning av de senaste årens penningpolitiska stimulanser. Globalt sett ökar fortfarande tillgången på likviditet tack vare obligationsköpen – men det sker i långsammare takt – och litet längre fram kommer likviditet att börja dras tillbaka. Det ändrar förutsättningarna för de finansiella marknaderna.

Feds bantningskur har börjat

Under oktober började den amerikanska centralbanken, Fed, att minska på sitt innehav av obligationer genom att inte längre återinvestera alla kuponger. Det sker inledningsvis i – relativt sett – liten skala om 10 miljarder dollar per månad, vilket ska jämföras med det totala obligationsinnehavet som uppgår till ca 4,5 biljoner (tusen miljarder) dollar. Längre fram är dock avsikten att nedtrappningen ska ske snabbare samtidigt som ambitionen är att fortsätta höja räntan. I grund och botten är det hög tid för den amerikanska cen-

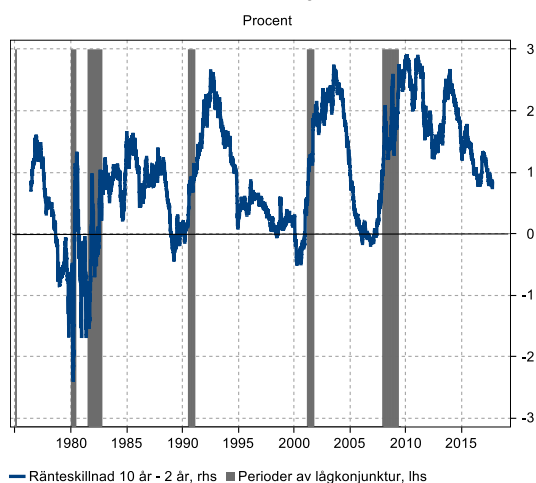
tralbanken att strama åt penningpolitiken. Ekonomin växer över trend och befinner sig i full sysselsättning. I normala fall är det ungefär nu som räntan brukar nå sin högsta nivå under konjunkturcykeln.

Men det finns problem. Dels har inflationsuppgången vi såg för ett år sedan kommit av sig eller åtminstone tagit en paus. Ett annat, mer tekniskt, problem är att de fyra räntehöjningar som Fed har genomfört de senaste två åren har drivit upp räntor med kort löptid, men långräntorna har inte följt med. Obligationsrän-



Den amerikanska ekonomin växer över trend och befinner sig i full sysselsättning.

USA: Skillnad mellan lång och kort ränta



— Ränteskillnad 10 år - 2 år, rhs ■ Perioder av lågkonjunktur, lhs

tor med 10 års löptid är tillbaka på ganska exakt samma nivåer nu som vid den första räntehöjningen i december 2015. Det innebär att ränteskillnaden mellan korta och långa räntor har minskat. Och just nämnda ränteskillnad är en av de vanligaste recessionsindikatorerna som marknaden bevakar. Faktum är att de senaste sju recessionerna i USA har föregåtts av att korträntan har blivit högre än långräntan. Få andra indikatorer har lika träffsäker historik att luta sig mot. Så om inte långräntorna börjar stiga, t ex på förväntningar om stigande inflation, så blir det svårt för Fed att gå vidare.

Låg och hög inflation – samtidigt

Vad Fed och de flesta andra centralbanker saknar är alltså högre inflation. Konsumentprisinflationen vill helt enkelt inte ta fart – varken i USA eller på andra håll. Anledningen är något av ett mysterium för ekonomkollektivet. Det illustrerades inte minst av Fed-chefen Janet Yellen som vid presskonferensen efter räntebeskedet i september sa att ”Mina kollegor och jag kan ha missbedömt [...] även de fundamentala drivkrafterna bakom inflationen”. Men inflationsbristen är något av en illusion, för vi må ha låg konsumentprisinflation i så gott som hela världen, men de många åren av nollränta och obligationsköp har som bekant drivit upp tillgångspriserna påtagligt – vi har alltså hög tillgångsprisinflation. För centralbankernas del kan skenande priser på aktier och andra tillgångar (inte minst på bostäder i Sverige) vara ett bekymmer, men det har ingen nämnvärd inverkan på penningpolitiken som utformas efter just konsumentprisinflationen.

Europa inne i slutspurten

Federal Reserve är den centralbank som går i bräschen för stimulansnedtrappningen eftersom USA ligger först i konjunkturcykeln. Men även Kanada har börjat höja räntan och på vår sida av Atlanten är vi inne i stimulansfestens slutspurt. För under oktober meddelade ECB att storleken på obligationsköpen ska trappas ned efter årsskiftet. Tidigare har dessutom Bank of England flaggat för en räntehöjning som förväntas klubbas igenom i samma veva som den här publikationen släpps.



Riksbanken valde att hålla oss på halster i väntan på ytterligare information, men med nedtrappade stimulanser från ECB i sikte, vore det mycket anmärkningsvärt om inte Stefan Ingves också tar tillfället i akt och agerar genom att antingen avveckla eller åtminstone minska ordentligt på köpen av obligationer. Sveriges konjunktur påminner mer om den amerikanska än den i euroområdet och en försiktig åtstramning vore minst sagt lämplig. Kvar har vi Bank of Japan. Här ska vi nog inte förvänta oss någon åtstramning i närtid, men med bättre konjunktur och stimulansnedtrappning i omvärlden kan läget komma att ändras framöver.

Nedtrappningen ändrar marknadsförutsättningarna

Efter upp emot nio år av ständigt utökade stimulanser från världens centralbanker är det kanske inte så konstigt att vändningen tar tid. Det påminner om ett fraktfartyg som ska svänga etthundraåttio grader på



öppet hav. Det är först någon gång under nästa år som svängen kan förväntas vara fullbordad och då dröjer det tills vi har fått upp marschfart. Det förutsätter dessutom att vi blir befriade från större chocker längs vägen. Men skiftet har påbörjats och det innebär att förutsättningarna för marknaderna håller på att ändras. Hittills har marknaderna dels eldats på av ständigt utökade penningpolitiska stimulanser. Dessutom har centralbankerna agerat stöttepelare när oron har brett ut sig. Men i och med nedtrappningen så kommer flödet av likviditet initialt att minska och därefter upphöra. Och om centralbankerna ska lyckas med nedtrappningen den här gången så kan de inte ta ett steg tillbaka så fort det stormar på börsen.

Lugna marknader men stora risker

Marknaderna kommer därför att behöva stå på egna ben, och det innebär att vi får räkna med att turbulensen ökar framöver. För tillfället stiger aktiemarknaderna i maklig takt och de dagliga kursrörelserna är små. Även långräntorna stiger långsamt. Det är snarast *för lugnt* på de finansiella marknaderna. Man ska dock inte förväxla marknadens lugn med låg risk. Vi vet att marknaderna kan skifta humör blixtnabbt. Pessimismen är bara en handelsdag bort. Under åren efter finanskrisen har börsen haft ett flertal sättningar på över 10 procent på kort tid och då har alltså centralbankernas stimulanser funnits runt hörnet, vilket har lindrat nedgångarna. Den senaste större rekyl var i samband med Brexit förra året. Sedan dess har ett globalt börsindex stigit över 30 procent och värderingarna har ökat. Rådande

läge har dock ett bäst före-datum. Så småningom når vi en punkt där aktier har stigit för mycket och/eller då konjunkturen stöter på hinder. Det kan ske snarare än vad många tycks tro idag. Då får vi se hur beslutsamma centralbankerna är. ●



Johan Lundqvist
Makroekonom

Medvind för konjunktur-känsliga aktier

Rapportperioden pågår för fullt. Inför tredje kvartalet räknade analytikerna med en genomsnittlig vinsttillväxt på 8–9 procent. Det är högt, men inte orimligt givet högre tillväxt och gynnsamma förutsättningar.



De bolag som väntas öka vinsterna till följd av högre tillväxt i världen, är framför allt de konjunktur-känsliga verkstads- och industribolagen där en stor andel av försäljningen går till export. Kronans förstärkning som tyngde Stockholmsbörsen under sommaren har dessutom klingat av något, vilket är positivt för vinstprognoserna. Det har fått kurserna att lyfta, och i vinnarskaran återfinns vi aktier som Volvo och Atlas Copco.

En bransch som normalt sett gynnas av stark konjunktur är byggsektorn, där vi hittar aktier som JM, NCC och Peab. För närvarande återfinns de dock i bottenskiktet på grund av den senaste tidens rapporter om inbromsningen på bostadsmarknaden. Priset på bostäder har sjunkit något den senaste tiden, men varningsklockorna ringer framför allt på marknaden för nyproducerade bostadsrätter i Stockholmsregionen, som blivit allt svårare att sälja. Tänka bostadsrätter har omvandlats till hyresrätter, och köpare lockas med avgiftsfria år och räntefria handpenning-lån. Det har fått aktiekurserna på bostadsutvecklare

”Förutom att priserna på bostäder sjunkit något har det också inkommit rapporter om att nyproducerade lägenheter, framför allt i Stockholmsregionen, är svåra att sälja.”



I vinnarskaran finner vi aktier som Volvo, Sandvik och Atlas Copco.

som Oscar Properties att falla kraftigt på börsen den senaste tiden. Om det är en överreaktion eller början på omfattande problem återstår ännu att se. Mer om bostadsmarknaden kan du läsa på sidan 11 i det här marknadsbrevet.

Övervägande positiva nyheter

Precis som inför rapporterna under de två första kvartalen i år är förväntningarna generellt högt ställda. Första kvartalet infriades förväntningarna och kurserna steg, men andra kvartalet blev en besvikelse och Stockholmsbörsen backade. Sedan dess har marknaden tagit ny fart och kursuppgången för många cykliska bolag som Volvo, Alfa Laval, Sandvik och SSAB innebär att såväl värderingar som förväntningar har stigit.

Utfallet har hittills varit något blandat med övervikt åt det positiva hållet. Volvo, som närmast gått som en raket på börsen det senaste året, lyckades exempelvis presentera siffror som fick aktien att stiga ytterligare 7 procent på rapportdagen. Ett annat bolag som varit i fokus den senaste tiden är Ericsson. Även om rapporten egentligen inte var någon munter läsning, så var siffrorna ändå något mindre dåliga än vad marknaden hade väntat sig och aktien steg. När konkurrenten Nokia släppte sin rapport bekräftades att det inte bara är Ericsson som har problem i branschen, och Nokiaaktien föll 17 procent.

Följa trenden eller dra ner på risken?

Trender håller ofta i sig längre än man tror, och för tillfället är vi inne i en stark börstrend. Tillväxten i värld-

”Trender håller ofta i sig längre än man tror, och för tillfället är vi inne i en stark börstrend.”

den stiger, bolagsvinsterna ökar och penningpolitiken är fortfarande mycket stimulatив. Det är helt enkelt ett bra klimat för aktier. Särskilt gynnsamt är det för cykliska bolag som är känsliga för aktivitet och efterfråga i ekonomin och som regel rör sig kraftigare än börsen i genomsnitt. Håller den starka börstrenden i sig är det cykliska bolag som kommer att fortsätta vara vinnare. Det är dock dessa bolag som tar mest stryk den dag börsen vänder ner. Detta är aktier för den som vill följa och förstärka börstrenden i sin portfölj.

En mer defensiv och försiktig portfölj innehåller istället aktier som är mindre konjunktur känsliga, och som håller emot bättre när det skakar på börsen. Dit hör bolag som producerar varor som behövs oavsett hur



ekonomin utvecklas, som mat, förbrukningsvaror och mediciner. Ica, Axfood och AstraZeneca är några exempel på defensiva aktier. Att satsa på bolag som har klarat av att leverera en hög direktavkastning under många år är också ett sätt att stabilisera portföljen och sänka risken när det stormar. Det finns dock få (om några) bolag som klarar av att helt stå emot en svag börsutveckling. Det handlar snarare om att hitta aktier som klarar sig bättre än genomsnittet.

De sista månaderna på börsåret är säsongsmässigt ofta starka, och givet förutsättningarna kan den stigande börstrenden mycket väl fortsätta. Som vi pekat på tidigare saknas dock inte risker på sikt. Att pricka toppar och botten är en svår konst, och för de allra flesta är en blandad portfölj med en bra riskspridning över tid det klokaste valet. ●

Håller den starka börstrenden i sig är det cykliska bolag som kommer att fortsätta vara vinnare. Detta är aktier för den som vill följa och förstärka börstrenden i sin portfölj.



Vad händer på bostadsmarknaden?

Få har väl undgått domedagsrubrikerna beträffande den svenska bostadsmarknaden under de senaste veckorna. Ord som ”tvärnit”, ”nedkylning” och ”bubbla” har förekommit. Även om utsikterna talar för stigande boendekostnader framöver, så är samtidigt förutsättningarna för bostadsmarknaden fortsatt goda tack vare en kombination av stark konjunktur, ökad sysselsättning och mycket låga räntor. Det är dock en ganska onaturlig kombination som förr eller senare tar slut.

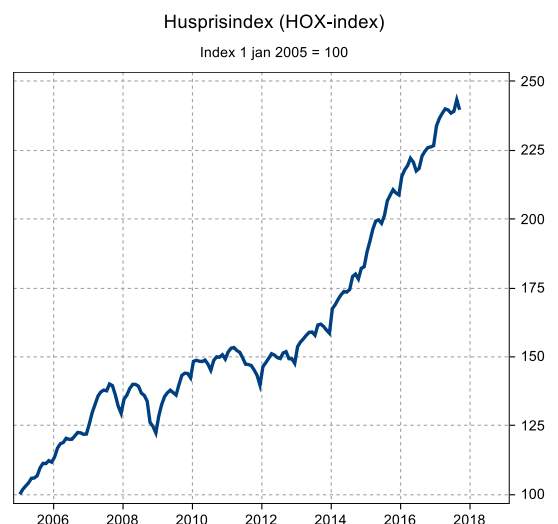
Mycket av de drastiska rubriksättningarna har att göra med att vi har nåtts av rapporter om tröga budgivningar, svårsålda objekt, nyproducerade bostadsrätter som omvandlas till hyresrätter och så vidare. Den senaste månadens prisstatistik visade på en nedgång om 1–2 procent under september, enligt Valueguard. 1–2 procent är förvisso inget att ta till brösttoner över, men om vi tänker oss att oron håller i sig och priserna minskar i samma takt som i september under det kommande året – då rör det sig plötsligt om nedgångar om 10–20 procent på årsbasis.

Logiskt med lugnare bomarknad

Men är det verkligen så konstigt om bostadsmarknaden nu svalnar av? Nej, förmodligen inte. Till att börja med har vi som bekant en makalös uppgång i bagaget. Under de senaste 10 åren har huspriserna stigit över 60 procent och lägenhetspriserna över 90 procent, enligt HOX Valueguard – och då får vi dessutom med nedgångarna i samband med finanskrisen och den europeiska skuldskrisen. Vidare kommer allt fler signaler om att det kommer att bli dyrare att bo framöver. Nästa år väntas Riksbanken höja räntan, bankerna har redan börjat tillämpa skuldkvotstak, amorteringskrav har införts och det flaggas för ytterligare skärpningar nästa år. Även en nedtrappning av ränteavdraget har börjat diskuteras på allvar bland politikerna. Det är kanske därför inte så konstigt om viljan att ge sig in i en upptrissad budstrid påverkas.

Framför allt är det ett område på bostadsmarknaden som sviktar – nyproducerade lägenheter i premiumsegmentet, framför allt i Stockholmsregionen. Där är det uppenbart att utbudet överstiger efterfrågan, vilket vi har kunnat läsa om under de senaste veckorna. Att det skickar svallvågor in på den bredare bostadsmarknaden är inte konstigt.

”Men är det verkligen så konstigt om bostadsmarknaden nu svalnar av? Nej, förmodligen inte.”





Det är inte så konstigt att bostadsmarknaden svalnar av efter den makalösa uppgång vi har i bagaget.

Fortsatt fina förutsättningar för bostadsmarknaden

Om vi lyfter blicken en aning så är det dock svårt att komma ifrån att förutsättningarna för bostadsmarknaden fortsätter att vara ytterst gynnsamma. Bolåneräntorna ligger kvar i närheten av de lägsta nivåerna någonsin. Nog för att Riksbankens retorik inte är fullt lika duvaktig längre, men någon brant ränteppgång ligger knappast framför oss. Vidare fortsätter sysselsättningen att öka i spåren av den urstarka konjunkturen. Det bör dessutom tilläggas att den befolkningsökning som Sverige upplever nu är den största sedan 1800-talet. Även om det dröjer innan nyanlända invånare har den ekonomiska kapaciteten att köpa ett eget boende så ökar ju likväl efterfrågan på bostäder.

Utsikter om stigande boendekostnader framöver behöver alltså sättas i relation till de grundläggande förutsättningarna i ekonomin. Det gäller också att komma ihåg att en avkylning eller inbromsning inte är samma sak som en krasch. I exemplet ovan där vi räknar upp nedgången under september i årstakt, så skulle det röra sig om prisfall på 10–20 procent – det motsvarar ungefär uppgången under de senaste två åren. Det får i så fall beskrivas som en ”sättning” eller ”korrektions” – inte en krasch.

Betydande risker när lågkonjunkturen kommer

Vi ekonomer använder gärna begreppet ”allt annat lika” när vi resonerar om framtidsutsikterna. Och allt annat lika så är det svårt att se att en fastighetskrasch ska inträffa så länge räntorna är låga och sysselsättningen ökar. Oro och sättningar? – visst, men krasch? Nej.

Problemet är bara att allt annat, som bekant, inte är lika. Det är värt att begrunda att bostadsmarknaden

darrar till i ett läge med minusränta och högkonjunktur. Om vi skulle drabbas av en chock av något slag – låt det vara en politisk missbedömning, en finanskris eller något annat som får till följd att förtroendet och konjunkturen dyker – då riskerar vi att hamna i ett allvarligt läge. Vi påminner om hur det såg ut för ganska exakt nio år sedan när finanskrisen slog till. Då sänkte Riksbanken reporäntan från 4,75 procent ner till som lägst 0,25 procent. Det bidrog till att nedgången på bostadsmarknaden blev förhållandevis mild och kort.

Om något liknande skulle inträffa nu, står vi utan penningpolitiska buffertar. Priseraset skulle då riskera att bli betydligt kraftigare. Vi oroar oss därför inte för den nervositet vi ser just nu på bostadsmarknaden. Vi oroar oss för vad som händer om en chock utlöser panik och vi står utan motmedel. ●

Begränsning av ansvar

Informationen i denna publikation baseras på Skandias egna bedömningar vid tidpunkten för publicerandet samt på andra källor. Bedömningarna utgår från faktorer och uppgifter som kan visa sig vara oriktiga. Bedömningar och slutsatser som presenteras kan komma att ändras och det kan ske utan att Skandia distribuerar information om förändringen. Skandia ställer därför inga garantier och gör inga utfästelser vad gäller riktighet, tillförlitlighet eller fullständighet av den lämnade informationen. Den som tar del av informationen ska vara medveten om att den inte innebär något erbjudande om köp eller försäljning av nansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd. Det ankommer på användaren av informationen att själv värdera riktigheten, tillförlitligheten och fullständigheten av informationen.

Information och åsikter som uttrycks i annonser från andra företag än Skandia är dessa företags egna och baseras på företagets egna bedömningar. Skandia ansvarar inte för innehållet i

annonser och ställer inga garantier och gör inga utfästelser vad gäller riktighet, tillförlitlighet eller fullständighet av lämnad information. Den som tar del av annonser ska vara medveten om att dessa inte innebär något erbjudande om köp eller försäljning av nansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd från Skandias sida.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtiden. Pengar som placeras i fonder kan både öka som minska i värde och det finns ingen garanti att få tillbaka hela det insatta kapitalet. Att fatta investeringsbeslut innebär alltid ett risktagande och varje sådant beslut fattas självständigt av kunden och på dennes eget ansvar.

Denna information är avsedd enbart för personer och företag med hemvist inom den europeiska unionen och det ekonomiska samarbetsområdet samt i Schweiz och således inte riktat till person hemmahörande i USA eller något annat land där tillgängliggörande på något sätt är begränsad.

Medverkande

Maria Landeborn
Sparekonom

Johan Lundqvist
Makroekonom

Foto och renderingar

Klara G / Söderberg Agentur: Sid 4
Elias Klingén / Söderberg Agentur: Omslag, sid 10
Viktor Gårdsäter: Sid 3 och 7
AgnosticPreachersKid / Wikimedia Commons: Sid 5

Publiceringsdatum
November 1, 2017