

Bättre vind i konjunkturseglen



Heidi Elmér

Chefekonom

heidi.elmer@skandia.se



Johan Lundqvist

Ekonom

johan.lundqvist@skandia.se

- Den globala ekonomin har haft en snubblande återhämtning. Framöver räknar vi med att konjunkturen får bättre vind i seglen med stöd av fortsatt låga räntor och mindre stram finanspolitik. **Det blir ett cykliskt uppsving, men det handlar inte om någon överfart.** Den långsiktiga trenden är lägre nu än tidigare.
- **Återhämtningen fortsätter att präglas av lokala variationer.** USA leder konjunkturuppgången. I Japan fortsätter stimulansinjektionerna att ge god effekt. Euroområdet visar försiktig tillväxt, men tyngs av en ryggsäck full med skulder. Tillväxtländerna kämpar mot finansiella kastvindar och strukturella svagheter.
- **Centralbankerna kopplar loss den penningpolitiska armkroken,** men det handlar inte om några stora kursändringar. Fed lättar försiktigt på gasen medan ECB och japanska centralbanken fortsätter stimulera.
- **I Sverige är det bottenkänning** för industrin och tillväxten får fäste på bredare front. Fortsatt låg inflation gör att det dröjer till nästa år innan Riksbanken höjer. **Bostadsmarknaden och hushållens skulder är Sveriges akilleshäla.** Politikerna har bollen, men riksdagsvalet skapar ett vakuum och lösningen av potentiella problem skjuts på framtiden.
- Bättre tillväxt, fortsatt låga räntor och mycket överskottslikviditet talar för att jakten på avkastning bland risktillgångar fortsätter. **Vi föredrar fortfarande aktier framför räntor.** Men räkna med risk för större slag. Företagsobligationer med låg kreditvärdighet börjar se dyrt ut.
- **Fördjupning:** En skev riskvilja präglar investeringsklimatet – den finansiella riskaptiten är hög, medan företagets investeringsvilja är avvaktande. **Företagen sitter på nyckeln till en självläkande återhämtning av den globala ekonomin.** Men finns viljan? Och finns finansieringsmöjligheter?

BNP-prognoser Årlig procentuell förändring	Utfall		Skandia ²		Consensus Economics ³	
	2012	2013 ¹	2014	2015	2014	2015
USA	2,8	1,9	3,1 (3,0)	2,8	2,9 (2,7)	3,0
Japan	1,4	1,6	1,7 (2,1)	1,3	1,6 (1,7)	1,3
Euroområdet	-0,6	-0,4	1,3 (1,1)	1,2	1,0 (0,9)	1,4
Sverige	1,3	0,9	2,5 (2,8)	2,8	2,4 (2,6)	2,8
Världen	3,2	3,0	3,7 (3,7)	3,7	–	–

1. Sverige och Världen 2013 är Skandias prognoser.

2. Siffror inom parantes anger Skandias prognoser från i oktober.

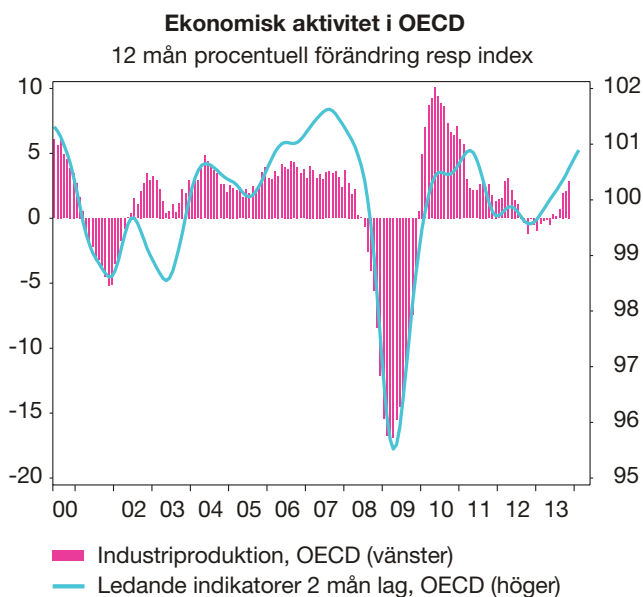
3. Avser konsensusprognoser sammanställda av Consensus Economics i februari 2014. Siffror inom parantes anger konsensusprognoser från september 2013.

SAMMANFATTNING – HUVUDSCENARIO (60 PROCENT SANNOLIKHET)

Bättre vind i konjunkturseglen

Den globala konjunkturen har haft en snubblande återhämtning det senaste året. Det är uppenbart att sviterna efter de senaste årens finans- och skuldkriser fortfarande verkar dämpande på tillväxten.

Enligt olika barometrar kan man konstatera att konjunkturen bottnade för över ett år sedan i november 2012. Ledande indikatorer för OECD-länderna har därefter visat en kontinuerlig förbättring under hela 2013. Med det som mått borde man kunna säga att återhämtningen nu är inne i en mer mogen fas. Men studerar man så kallade hårda data, dvs. hur aktiviteten faktiskt har utvecklats, så kan man konstatera att återhämtningen ännu bara är i sin linda. Det var först mot slutet av 2013 som OECD-områdets industriproduktion började visa tillväxt igen.



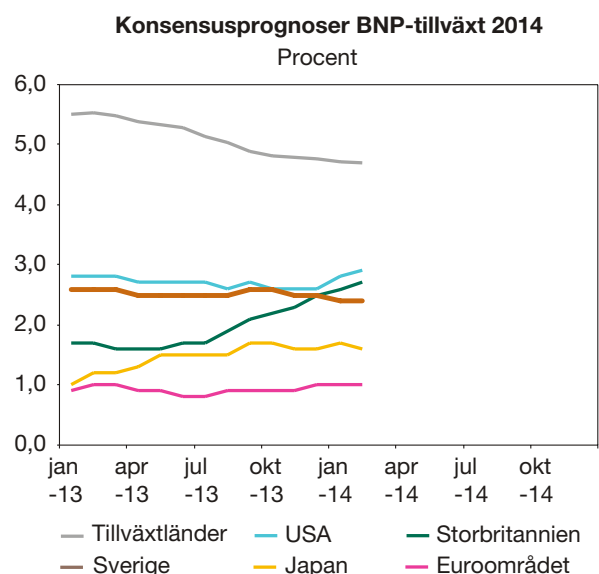
Sammantaget räknar vi dock med att den globala konjunkturen gradvis får allt bättre vind i seglen det kommande året, vilket är i linje med de mer optimistiska framåtblickande indikatorerna. Men den cykliska uppgången riskerar att bli både svagare och kortare än vad historiska mönster visar. Den globala ekonomin kommer fortsätta släpa på en ryggsäck av höga skulder och mycket lediga resurser som tynger tillväxtpotentialen.

Vi har tidigare liknat konjunkturen vid ett fartyg som seglar på ett hav där risken att stöta ihop med ett isberg är stor. Vårt konjunkturfartyg har klarat sig från större motorhaveri det senaste året. Det har dock skett på bekostnad av sänkt fart. När vi nu blickar mot horisonten kan vi konstatera att det på vissa håll skett islossning. Uppgörelsen om både budget och skuldtak i USA är ett sådant exempel. Risken att USA på nytt blir lamslaget av ett budgetbråk har därför eliminerats – åtminstone under

2014. Men flera isberg som ställt till problem tidigare, finns fortfarande kvar i oförminskad storlek. Exempelvis kvarstår den höga skuldsättningen i euroområdet hos såväl stater som banker utan en långsiktigt hållbar lösning. Senare i år kvalitetsgranskas och stresstestas den europeiska banksektorn och det kan bli avgörande för euroområdets fortsatta återhämtning. Det är önskvärt med en bantad banksektor, där vissa banker tillåts gå omkull. Presenteras trovärdiga finansieringslösningar skulle det mycket väl kunna bli en positiv katalysator för euroområdet.

Nya risker för den globala tillväxten har också tillkommit. Efter mer än fem år med lågräntemiljö börjar negativa biffektter flyta upp till ytan. Flera tillväxtländer har drabbats av finansiell turbulens i kölvattnet av att den amerikanska centralbanken Fed har börjat avveckla sina obligationsköp. Kinas allt för snabbt växande skuggbanksektor är också något som kan sätta käppar i hjulen. Sammantaget finns det fortfarande flera potentiella risker som kan sätta krokben för den globala konjunkturen. Samtidigt saknas det inte möjligheter som skulle kunna göra att tillväxten tar fart starkare än väntat. **Vår sammanlagda bedömning är att riskbilden för konjunkturen är mer balanserad nu än tidigare.**

Vi räknar med att återhämtningen får bättre fäste under 2014 och att det visar sig i starkare tillväxt. Drivkrafterna kommer främst från fortsatt mycket expansiv penningpolitik. Hos företagen finns nu dessutom ett uppdämt behov av ersättningsinvesteringar efter fem år av nedskärningar. Vi räknar med att det bidrar till en cyklisk uppgång i tillväxten i år. I de flesta länder kommer dessutom den finansiella motvinden att vara mindre under 2014. **I USA finns nu en budgetöverenskommelse** som sträcker sig in i 2015 och finanspolitiken blir mindre åtstramande i år.



I euroområdet har de krisdrabbade länderna redan gjort stora åtstramningar i linje med de åtgärdsprogram som finns. Det finns inte utrymme för stimulanser, men den finanspolitiska åtstramningen blir inte lika tuff. I Sverige är det valår med redan annonserat valfläsk, som bidrar till högre tillväxt.

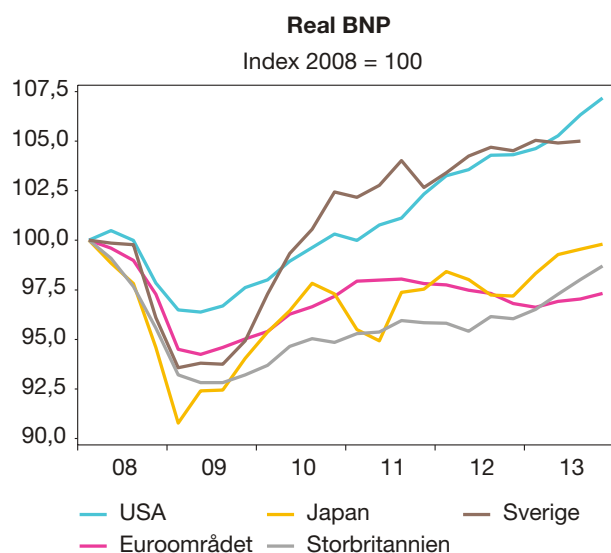
Bilden av en gradvis starkare konjunktur är dock inte homogen och det handlar inte heller om någon stark överfart. **USA är det land som övertygat mest det senaste året och där har tillväxten accelererat.** Ett annat land som överraskat positivt är Storbritannien. Även Japan har fått skjuts av aggressiva stimulanser från framför allt penningpolitiskt håll. Det har gjort att både tillväxt och inflation har tagit fart och det väntas hålla i sig även en bit in i 2014. I euroområdet har recessionen brutits och det sker nu en långsam återhämtning. Tyskland fortsätter att vara draglok, men även de tidigare krisdrabbade sydeuropeiska ekonomierna har vänt uppåt. **Utvecklingen i euroområdet är dock bräcklig och det är bekymrande att Frankrikes tillväxt svajjar och att konkurrenskraften är fortsatt låg.**

Svensk tillväxt stod och stampade förra året – tyngd av svag export till följd av svag omvärldsefterfrågan och en relativt stark krona. Vi ser nu tecken på att industriproduktionen har bottnat och räknar med att den gradvis vänder uppåt när omvärldsefterfrågan stabiliseras och blir starkare. Hushållen fortsätter dessutom att ha det väl förspant med hjälp av goda realinkomster, bättre arbetsmarknad, låga räntor och god förmögenhetsutveckling. **Det bäddar för starkare svensk tillväxt de kommande två åren.**

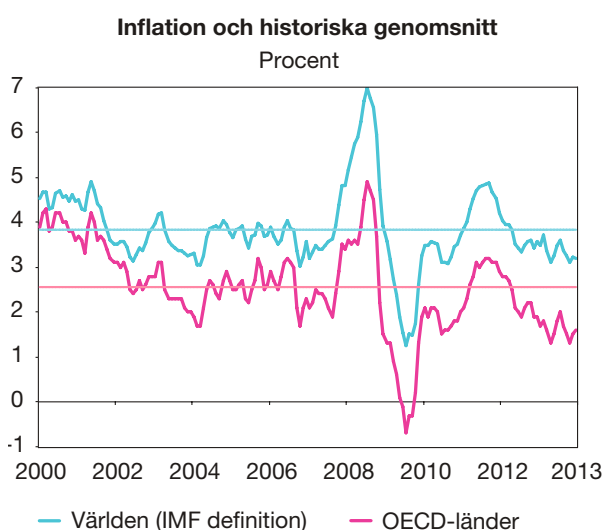
Tillväxtekonomierna fortsätter att vara sorgebarnet. Kinas tillväxt landade visserligen på 7,7 procent för 2013, vilket faktiskt blev bättre än många befarat. Men trenden är på ett sluttande plan. Utmaningen för Kina är att fortsätta strama åt kreditillväxten utan att det helt slår krokben för tillväxten. När det gäller absoluta tillväxttal

kommer Kina fortsätta att vara världsekonomin stora draglok, men det blir på lägre växel än vi varit vana vid. Övriga tillväxtekonomier har kämpat mot kastvindar från många olika håll det senaste året. Dels har de drabbats av svag efterfrågan från den utvecklade delen av världen. Svagare tillväxt har gjort att strukturella problem gjort sig till känna. Det är framför allt länder med stora bytes- och budgetbalansunderskott som drabbats av valutaturbulens och utflöden av kapital. **Vi räknar inte med att detta utlöser en systemkris, men enskilda länder kommer i det korta perspektivet ha ett tufft konjunkturmässigt läge.** Länder som däremot kan gynnas av starkare tillväxt i västvärlden är exempelvis Mexiko som har starka handelsband till USA. Även sydostasiatiska länder kan hållas uppe av fortsatt hygglig tillväxt i Kina.

Även om vi räknar med ett cyklist uppsving för den globala tillväxten kommer inflationstrycket att fortsätta vara dämpat. Inflationen i både OECD-länder och tillväxtländer ligger en bit under sina historiska genomsnitt. Det är bara något enstaka land som Indien och Turkiet som har inflation som ligger kring 10 procent. I övrigt är inflationsutvecklingen generellt sett låg till följd av fortsatt mycket lediga resurser i form av både arbetslöshet och viss överkapacitet. Samtidigt är den globala konkurrensen stenhård och kontinuerlig teknikförbättring bidrar också till att fortsätta hålla nere prisutvecklingen. **I euroområdet är de disinflationistiska tendenserna störst.** I de krisdrabbade sydeuropeiska länderna har en relativt stark euro gjort att den största anpassningen måste komma från kostnadsnedskärningar. En hel del av den anpassningen är nu gjord, men det finns fortfarande behov av bantat kostnadsläge i framför allt Frankrike och Italien, vilket kommer att hålla tillbaka inflationstakten. Det finns därmed en hel del återhållande faktorer för inflationsutvecklingen, men i takt med att konjunkturer och efterfrågan tar lite bättre fart kommer det bli lättare för företagen att börja höja priserna igen. Inflationen borde därmed bottna under första halvåret i år för att sedan gradvis stiga.



Source: Reuters EcoWin



Källa: Macrobond

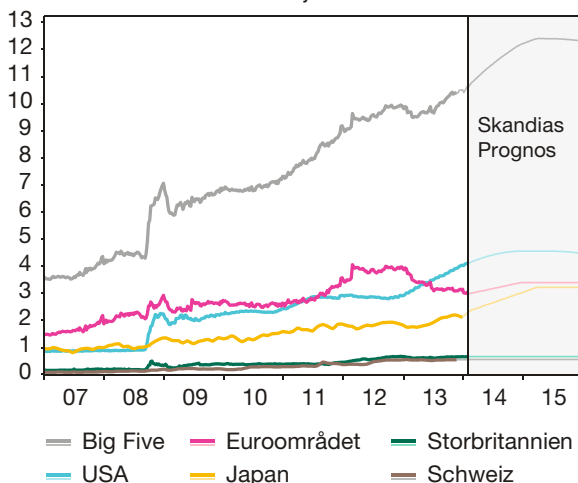
Centralbanker kopplar loss penningpolitisk armkrok

De stora centralbankerna har de senaste åren bedrivit en i hög grad samstämmig penningpolitik med nära nog nollräntor och stora kvantitativa lättnader. Nu har Fed tagit de första trevande stegen mot utgången och minskat på sina månatliga obligationsköp. **I takt med fortsatt konjunkturförstärkning räknar vi med att Fed under resten av året fortsätter att i små steg dra ned på obligationsköpen.** Det betyder att Feds balansräkning fortsätter växa, men i allt mindre takt för att vid årsskiftet plana ut på en konstant nivå. Däremot finns inga planer på att höja styrräntan inom en överskådlig framtid trots att arbetslösheten fallit överraskande snabbt. En första höjning dröjer sannolikt till en bit in i 2015.

I euroområdet är utvecklingen fortfarande bräcklig och ytterligare stimulans behövs. Ett av euroområdets huvudproblem är att kreditgivningen fungerar trögt. Det gör att ECBs åtgärder inte får full effekt. Trots att ECB vridit på fullt tryck i kranen sipprar det bara ut lite stimulans i slutänden. Eftersom styrräntan i praktiken är mycket nära noll innebär det att ECB troligen lanserar ytterligare kvantitativa åtgärder under våren som riktar sig främst mot små och medelstora företag. Det skulle kunna lösa upp knuten på den tilltänkta kreditkanalen.

I Japan fortsätter centralbanken på den inslagna vägen med kraftigt expansiv penningpolitik. Målet att dubbla balansräkningen har nu kommit halvvägs, så för Bank of Japan fortsätter resten av året på autopilot.

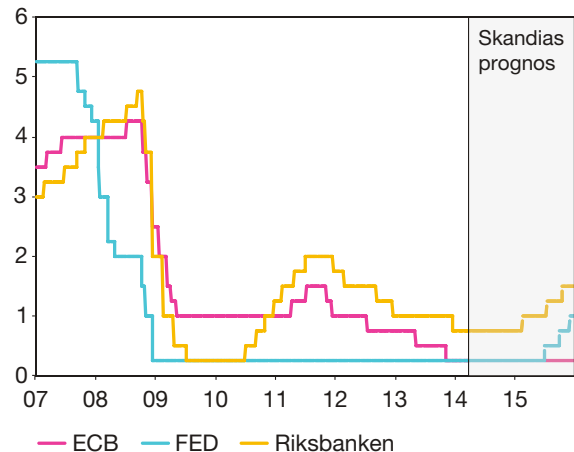
Big Five: Centralbankers balansräkningar
tusen miljarder USD



Source: Reuters EcoWin

Låg aktivitet och mycket låg inflation fick Riksbanken att i december sänka reporäntan till 0,75 procent. Det innebär att det penningpolitiska skyttegravskriget som präglade stora delar av förra året, där låg inflation ställts mot risker med för hög skuldsättning, tillfälligt har vapenvila. Riksbankens sänkning kom dock sent i konjunkturcykeln. Och riskerna med stora och växande skulder finns kvar. Inflationen kommer dock fortsätta vara dämpad det närmaste året. Det i kombination med att ECB väntas lägga i ytterligare en penningpolitisk växel gör att det blir svårt för Riksbanken att höja räntan utan att kronan stärks för mycket. Det kommer att bli alltmer tydligt att reporäntan inte kommer att kunna styra alla delar av ekonomin på ett optimalt sätt. Vi räknar med att reporäntan ligger kvar på 0,75 procent resten av året för att därefter höjas i långsam takt under 2015.

Styrräntor
Procent



Källa: Ecowin och Skandia

De stora centralbankerna har börjat koppla loss och börjar nu gå lite skilda vägar. Men i närtid handlar det inte om några stora kursändringar. Styrräntor kommer fortsätta ligga kvar nära noll även under 2014. Först under 2015 kommer vi se en begynnande normalisering av styrräntor med början i Sverige och USA. **Sammantaget kommer penningpolitiken fortsätta vara mycket expansiv och den totala likviditeten från de stora centralbankerna kommer fortsätta öka resten av året.**

Finansiella marknader: Fortsatt fördel för aktier

Det senaste året har en kombination av nollräntor, massiv överlikviditet samt förhoppningar om en stundande konjunkturvändning varit nyckelingredienser för bättre riskapitet. Det har gynnat riskfyllda tillgångar – allra mest aktier. Starten på det här året har dock präglats av en avkylning på de finansiella marknaderna med fallande börser och obligationsräntor. I höstas varnade vi för att vi skulle få se större inslag av volatilitet på de finansiella marknaderna. Det är också vad vi sett prov på de senaste månaderna.

Gradvis bättre konjunkturutsikter talar för att obligationsräntorna kommer vara på en försiktigt stigande trend det kommande året. Vi räknar inte med en större uppgång av obligationsräntor så länge inflationsutvecklingen är dämpad. Dessutom fungerar centralbankernas nollräntepolitik och fortsatt växande överskottslikviditet som släpkaner och hindrar en allt för brant räntepuppgång.

Företagsobligationer har avkastat mycket bra de senaste åren. Allra starkast har obligationer inom high-yield-segmentet gått. Jakten på avkastning har pressat ned ränteskillnaderna till nästan samma nivåer som rådde innan finanskrisen bröt ut. Det är en kombination av att kreditriskerna minskat, men även likviditetspremierna har pressats ihop till följd av centralbankernas generösa penningpolitik. **Potentialen framöver för detta segment torde dock vara mer begränsad.** Obligationer med lågt kreditbetyg är känsliga för försämrade förutsättningar och omställningar kan gå snabbt. Det har inte minst utvecklingen av tillväxtmarknadsobligationer det senaste halvåret visat. Det som ser sött och gott ut, kan visa sig vara en honungsfälla. Konkursriskerna väntas dock vara fortsatt dämpade då konjunkturen vänder uppåt, men en försämring av likviditeten kan ändå snabbt leda till större ränteskillnader och därmed prisfall. Det går dock kanske

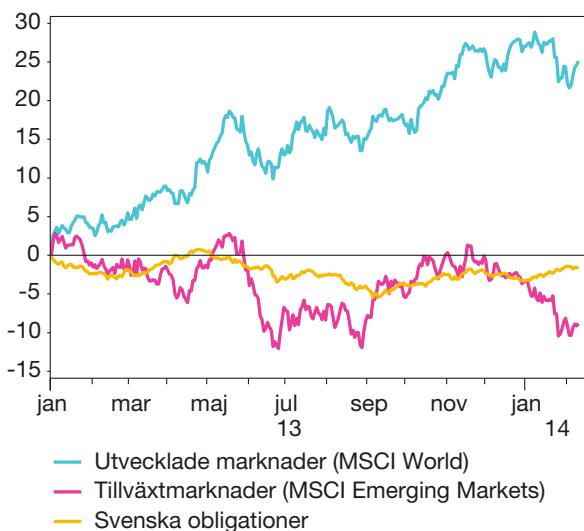
att klämma ut lite ytterligare juice i detta tillgångsslag. Råntnivåerna på företagsobligationer ter sig fortfarande lockande i förhållande till statsobligationsräntor för många investerare. Den potentiella avkastningen ska dock ställas i förhållande till investeringens risk och vi tycker nu att det börjar se dyrt ut i vissa segment. Vi föredrar därför en balanserad ränteportfölj med en blandning av både statsobligationer och företagsobligationer med god kreditvärdighet.

Världens börser utvecklades generellt sett starkt förra året. **Företagens vinster har däremot inte förbättrats i samma i takt och det betyder att värderingarna har ökat.** Det har skapat en sårbarhet för besvikelser, och i det perspektivet är den senaste tidens korrigering inte så förbryllande.

Det är normalt med ökade slag när vi står i konjunktorella vändpunkter. Osäkerhet kring Feds agerande och dess effekter har också bidragit till nervositet. Det är framför allt tillväxtmarknaderna som stått i fokus. Kapitalutflöden och valutafall har tvingat flera centralbanker att höja räntorna i försvar och det har lett till både fallande börser och stigande obligationsräntor på dessa marknader. Vi ser dock en relativt liten sannolikhet för regelrätt valutakris med spridningsrisker, då dessa länder numera har flexibla växelkurser som agerar stötdämpare.

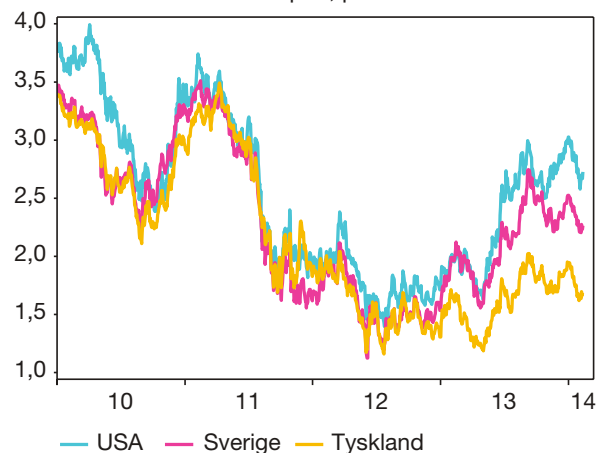
Hur ser förutsättningarna för börser ut den kommande tiden? **Flera av de drivkrafter som har talat till börsens fördel finns fortfarande kvar.** Råntelåget fortsätter att vara lågt och centralbankernas överskottslikviditet kommer att finnas kvar som smörjmedel minst ett år till. Starkare efterfrågan väntas även leda till ökad ordergång och ökade volymer, vilket talar för bättre vinstutveckling

Total avkastning sedan 1 jan 2013
Procent, SEK



Source: Reuters EcoWin

Statsobligationsräntor
10 år löptid, procent



Source: Reuters EcoWin

för bolagen framöver. Som nämndes ovan har dock vinstutvecklingen inte imponerat och det finns en risk att förväntningarna fortfarande är för högt ställda. Värderingarna är nu relativt normala sett i ett historiskt perspektiv. Sammantaget tycker vi att flera faktorer kvarstår som talar till börsens fördel. **Det gör att vi fortfarande föredrar en övervikt för aktier. Men argumenten väger inte lika tungt som tidigare och vi räknar med att det här året kommer att präglas av fortsatt volatilitet.**

Om man ser till konjunkturutsikterna är USA fortfarande det starkaste kortet. Den amerikanska börsen har dock redan diskonterat en hel del av optimismen. Trenden att Fed och ECB kopplar isär sin penningpolitiska armkrok talar för en viss dollarförstärkning under året. Ur ett svenskt investeringsperspektiv gynnar det dollartillgångar. På Europabörserna har värderingarna inte stigit lika mycket och om euroområdet fortsätter att överraska positivt finns en avkastningspotential här.

Tillväxtmarknadsbörserna har varit i strykclass och ser billiga ut enligt de flesta värderingsmetoder. Men det är kapitalflöden som är hårdvaluta och kommer att vara avgörande för utvecklingen framöver. **Det här är ingen homogen grupp, men det finns uppenbara risker och utmaningar för tillväxtmarknaderna som fortfarande väger tungt på nedsidan.** Det går inte att utesluta risken för ytterligare obalanser och valutafall. Men just på grund av att dessa marknader är så skyddade, finns det utrymme för positiva överraskningar. Just nu tävlar länderna med varandra om att vinna investerarens gunst genom att höja räntor. **Om reformer och andra investerarvänliga åtgärder vidtas kan det bli en rekyl på dessa marknader.**

RISKSCENARIER

Hur ser riskbilden ut?

I vårt huvudscenari har vi en relativt optimistisk grundsyn med en gradvis återhämtning av världskonjunkturen. Men som vanligt är utvecklingen behäftad med osäkerhet. Nedan har vi tecknat upp två olika riskscenarier med exempel på händelser som kan ändra utsikterna i vårt huvudscenari. Vi bedömer att riskbilden är mer balanserad nu än tidigare.

Nedåtrisker: Stagnation à la Japan (20 procent sannolikhet)

- **Avvecklingen av Feds obligationsköp fortsätter att skapa negativa konsekvenser** för tillväxtmarknader och blottar problem som gömmts under ytan under flera år av mycket överskottslikviditet.
- **I Kina riskerar problemen i skuggbanksektorn att bli alltmer synliga.** Det gör att investeringarna sjunker drastiskt utan att hushållens konsumtion är förmögen att ta vid som tillväxtmotor. Kinas tillväxt bromsar därmed in betydligt.
- **Framåtblickande barometrar tappar fart** och viker nedåt igen under andra halvåret i år, vilket är ungefär två år efter botten noterades hösten 2012. Det är i linje med en normal cykel för barometerdata. Men det betyder också att aktiviteten tappar fart innan vi hunnit se särskilt starka tillväxttal.
- Så länge global efterfrågan är svag och det råder överkapacitet avvaktar företagen att göra nya investeringar, trots att de har tillgång till billig finansiering och stora kassor. Det gör att **investeringslyftet uteblir och jobbtillväxten fortsätter att vara svag.** Många hushåll sitter därmed kvar i en svag ställning. Svag löneutveckling gör att hushållen behåller ett högt sparande istället för att öka sin konsumtion. Resultatet är ett vakuum där både företag och hushåll väntar på att bättre tider ska infinna sig.
- **Global tillväxt lider av kronisk utmattningssyndrom** liknande det vi sett i Japan de senaste två decennierna. Det gör också att de disinflationistiska tendenserna biter sig fast då företagen har liten förmåga att höja priser pga. svag efterfrågan och hård konkurrens. Störst är risken i euroområdet som balanserar på kanten till deflation.
- **Svag tillväxt gör att problem riskerar att flyta upp till ytan.** Konkurer ökar igen. Det blir en trigger som gör investerare i företagsobligationer skygga, vilket leder till generellt sett högre riskpremier på finansiella marknader.

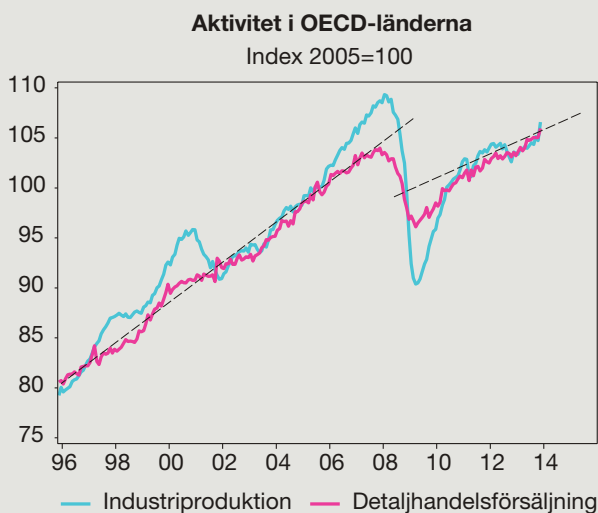
Uppåtrisker: En brantare take-off (20 procent sannolikhet)

- Efter en trög start tar nu aktiviteten fart i linje med en mer traditionell konjunkturuppgång. **Ett uppdämt investeringsbehov och bättre riskvilja hos företagen bidrar till ett uppsving i investeringarna – framför allt i USA men även i Sverige.**
- **Högre aktivitet leder till ökad efterfrågan på arbetskraft – främst på kvalificerad sådan.** Det visar sig att antalet lediga resurser på arbetsmarknaden därmed inte är så stora som tidigare uppskattats, då efterfrågan på lågutbildad arbetskraft eller arbetskraft i utsatta grupper är låg. Det innebär att kapacitetsutnyttjande stiger och de negativa utbudsgapen sluts snabbare än väntat och **leder till både högre löner och inflation.** På arbetsmarknaden uppstår klyftor mellan insiders och outsiders, där det är de som har jobb och rätt kvalifikationer som driver upp lönenivån.
- Högre nominell tillväxt skapar förutsättningar för en självläkande återhämtning som minskar de finanspolitiska spänningarna i både USA och Europa.
- **I euroområdet hittar politikerna trovärdiga lösningar för att rekapitalisera banksektorn.** Det förbättrar kreditmarknadernas funktionssätt och blir en viktig katalysator för en mer självgående tillväxt.
- En god spiral av tillväxt blir också bra draghjälp åt tillväxtländerna. Det underlättar även genomförandet av nödvändiga strukturella reformer.
- **Centralbankerna höjer räntorna tidigare än i huvudscenariot och obligationsräntor normaliseras därmed också snabbare.**

FÖRDJUPNINGSTEMA

Det nya normala?

Åren efter finanskrisen har inte följt ett normalt konjunkturförlopp. Finanskrisen nådde kulmen 2008 och det ledde till en tvärnit i global tillväxt. Men det blev inte bara en tillfällig svacka. **Trots att mer än fem år med ultralätt penningpolitik har passerat, har tillväxten inte tagit fart enligt historiska mönster.** Krisen verkar dessutom ha satt stopp för över ett decennium av god trendtillväxt. I grafen nedan med OECD-ländernas industriproduktion och detaljhandelsförsäljning syns detta tydligt. Sedan 2010 har trendtillväxten i produktionen varit lägre jämfört med perioden 1995–2007. **Den stora knäckfrågan som gäcker ekonomer och beslutsfattare just nu är följande: Ska vi vänja oss vid en lägre potentiell tillväxttrend framöver? Eller är de senaste fem åren bara en ovanligt lång och djup svacka som vi snart är på väg att skaka av oss för att fortsätta i gamla taktfasta hjulspår?**



Source: Reuters EcoWin

Den huvudsakliga förklaringen bakom finanskrisen är kopplad till för hög och ohållbar skuldsättning som – när den briserat – orsakat stora realekonomiska kostnader. Det som började med för högt belånade amerikanska hushåll har via värdepappersmarknader och ökat finansiellt risktagande spridit sig och även blottat för högt skuldsatta banker och stater. I finanskrisens kölvatten har det skett en stor utslagning av både arbetskraft och företag. Mängden lediga resurser är fortfarande stora. Företagens investeringar i förhållande till BNP har fallit relativt kraftigt för de flesta länder, och fortfarande finns viss överkapacitet i befintliga anläggningar. Höga arbetslöshetsnivåer är också något som fortsätter att tynga på den privata konsumtionen i flera länder. Sammantaget bidrar det till att den slutliga efterfrågan fortfarande är relativt låg och inte har tagit fart ännu enligt gängse mönster.

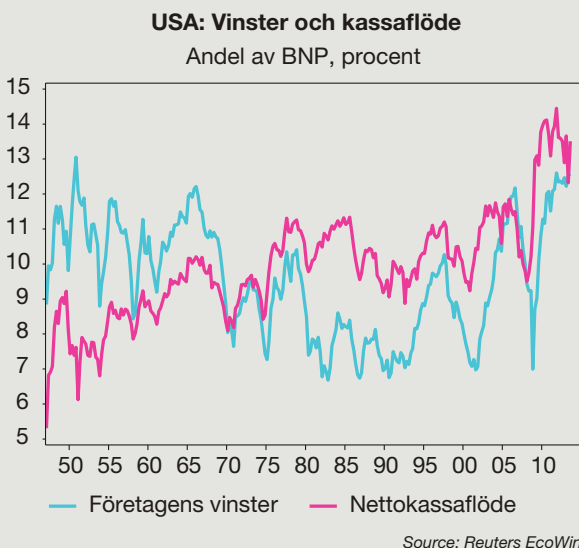
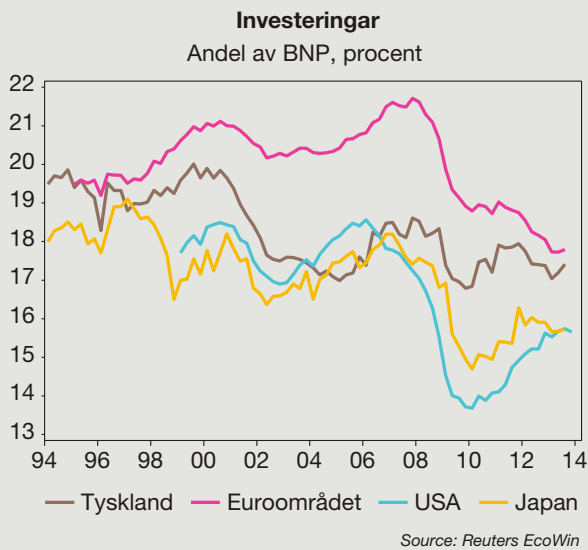
Med en ryggsäck av höga skulder och mycket kvarvarande lediga resurser finns det en uppenbar risk att den globala ekonomin fastnar i en ond spiral av svag efterfrågan och deflationistiska tendenser. Att få till stånd högre nominell tillväxt skulle lösa många av de ekonomiska bekymmer och utmaningar som finns. Bättre tillväxt kan innebära en god cirkel av högre efterfrågan, högre investeringsvilja från företagen och lägre arbetslöshet. Det är faktorer som också automatiskt brukar leda till bättre budgetsaldo för staten – något som sannerligen är eftertraktat på många håll. Starkare konjunktur och högre kapacitetsutnyttjande skulle också normalisera inflationstrycket och i sin tur bidra till att minska de höga skuldnivåerna hos såväl stater, banker som hushåll.

Vilken medicin behövs för att få till en sådan självläkande tillväxt? När penningpolitiken nästan nått vägs ände när det gäller stimulanser, behövs ammunition från annat håll. Finanspolitiken är begränsad på många håll just på grund av att statsskulden redan är på mycket höga nivåer och budgetunderskotten biter sig kvar. Det har däremot inte hindrat att det uppstått en debatt om behov av klassisk finanspolitisk stimulans med exempelvis infrastruktursatsningar.¹ En sådan politik skulle säkert kunna bidra till en skjuts i efterfrågan – åtminstone tillfälligt. Men det var för över 100 år sedan den typen av investeringar i järnvägar och annan grundläggande infrastruktur hade störst potentiell effekt på tillväxten genom att skapa stora produktivitetshöjningar. I dagsläget finns förvisso fortfarande behov av infrastrukturförbättringar, men en sådan satsning kan i sämsta fall leda till temporär efterfrågehöjning och ytterligare ökning av statsskulden. Om hushållen och företagen dessutom inte har förtroende för en stimulanshöjande politik utan ser det som en ökad risk för högre skattetryck alternativt större besparingar i framtiden kan deras efterfrågan ytterligare hämmas. Det här är något Japan bittert fick erfara på 90-talet.

En viktig nyckel för att få till stånd en god spiral finns hos företagen och deras investeringsvilja och tillgång till finansiering. I dagsläget finns ett visst uppdämt behov av ersättningsinvesteringar hos företagen som kan bidra till en cyklisk uppgång av tillväxten. Rekordhöga kassor och god lönsamhet hos företag i allmänhet i kombination med låga räntor borde bädda för ökade investeringar. Grafen på nästa sida visar att amerikanska bolag genererar mycket kassaflöde och att företagets vinstandel som andel av BNP aldrig har varit högre. Motsvarande mönster gäller för många andra multinationella företag. **Företagen själva – enligt enkäter gjorda i såväl USA som Sverige – uppger dock att de är försiktigt inställda till nyinvesteringar. Det verkar inte som att de stora kassorna brinner i fickorna eller att den låga räntenivån**

¹ Exempelvis har tidigare amerikanska finansministern Larry Summers lyft fram sådana klassiska stimulanser med starka keynesianska förtecken på senare tid.

är tillräckligt lockande. I stället verkar svag vinsttillväxt, höga avkastningskrav och kvarvarande överkapacitet vara avskräckande. Företagens osäkerhet kring styrkan i efterfrågan har också hållit tillbaka investeringsviljan. Det finns dessutom fortfarande utrymme att öka produktionen med befintlig kapitalstock. Därför verkar företagen hellre sitta på händerna och vänta in bättre tider. Och så länge företagen avvaktar med nyinvesteringar riskerar arbetslösheten att bita sig fast på för höga nivåer och den långsiktiga produktionspotentialen blir allt mer urholkad.



Det här mönstret med avvaktande investeringsvilja gäller framför allt mogna och globala företag med etablerade verksamheter och varumärken. **Små och medelstora företag borde ha en högre investeringsvilja.** Snabb teknikutveckling och en allt starkare omvandling från ett produktionssamhälle till ett tjänste- och informationssamhälle borde innebära att det finns möjlighet att slå sig in på både nya och befintliga marknader. Uppstickarföretag tenderar däremot sällan att vara stadda i kassa. **Dessa företag är beroende av finansiering.** I Europa inklusive Sverige är bankfinansiering det traditionella alternativet när företag söker finansiering. Den regeltsunami som nu sköljer över den finansiella sektorn innebär dock att denna kanal numera är begränsad. I USA finns en stor och bred företagsobligationsmarknad som alternativ. Även i Europa växer denna marknad, men för små bolag är företagsobligationsmarknaden oftast inte ett alternativ. **Bristen på finansiering är ett allvarligt hinder för både en cyklisk uppgång men framför allt för att få till stånd en långsiktigt god trendtillväxt.** Små växande företag är framtidens storbolag och arbetsgivare.

En intressant observation i sammanhanget är att det de senaste åren inte saknats likviditet eller finansiell riskvilja. **Centralbankernas kvantitativa åtgärder har dock i första hand ökat riskviljan för finansiella tillgångar.** Det är ett rationellt beteende att investerare ökar sitt risktagande och flockas kring risktillgångar när alternativavkastningen på riskfria tillgångar är mycket låg och förväntas fortsätta vara mycket låg. **Riskviljan när det gäller materiella och immateriella investeringar har däremot samtidigt varit låg. Detta har kombinerats med en politisk ovilja att vidta nödvändiga åtgärder för en långsiktigt hållbar tillväxt. Det här är i förlängningen en dålig cocktail och kan leda till felallokeringar av kapital. En otäck kombination vore om en lägre trendmässig tillväxt paras med fortsatt stor risk för finansiella bubblor och obalanser.** En sådan utveckling är särskilt otrevlig när vi befinner oss i ett läge då räntenivåer redan är mycket låga och skuldnivåerna kvar på rekordhöga nivåer. Det här blir den stora utmaningen för beslutsfattare i alla länder nu när vi lämnat finanskrisens akuta skede bakom oss.

Trots denna potentiella dystopi räknar vi i våra konjunkturutsikter med bättre cyklisk tillväxt i år. **Den cykliska uppgången kommer dock att ske kring en lägre trend.**

Översikt av enskilda ekonomier

USA – på allt fastare mark

Den amerikanska ekonomin visade på styrka under förra året. Trots finanspolitiska åtstramningar och nedstängning av delar av statsförvaltningen i oktober, växte ekonomin med 1,9 procent. **I år förbättras tillväxten ytterligare då finanspolitiken blir mindre åtstramande och den inhemska efterfrågan stärks.** Det ser även ut som att vi slipper nya budgetbråk i år då kongressen har röstat igenom en budget som gäller in i 2015 och det verkar som att även en höjning av skuldtaket går igenom.

Förbättringen i amerikansk tillväxt har skett på bred front. Industrin har växlat upp. Den senaste månaden har dock strängt väder resulterat i att både förtroendebarmetrar och sysselsättning utvecklats svagare än väntat. Vi räknar med att detta är tillfälliga effekter och inte ett trendbrott.

Förbättringen på bostadsmarknaden har i stora drag fortsatt under vintern. Antalet påbörjade husbyggen och beviljade bygglov stiger, och bostadspriserna ökar med nästan 14 procent i årstakt. Senast priserna ökade så snabbt var 2006. Däremot har försäljningsvolymerna minskat en del under senare månader. Det förklaras sannolikt till största av att bolåneräntorna har ökat. Framöver stiger boräntorna i takt med att Feds stimulanser minskar och ränteläget så småningom normaliseras. Det leder till lite lugnare utveckling på bostadsmarknaden.

Ett viktigt stöd till tillväxten kommer i år från konsumtionen. Stigande bostadspriser och aktiemarknader har bidragit till att hushållens nettoförmögenhet vuxit rejält under de senaste två åren. Tillsammans med stadigt växande sysselsättning och hygglig löneutveckling skapar det goda förutsättningar för lite högre konsumtionstillväxt i år. En annan viktig nyckel för tillväxten finns hos företagen. Det finns fortfarande kvar viss ledig kapacitet, men

efter flera år på sparlåga har företagen nu ett uppdämt behov av ersättningsinvesteringar.

Nu när tillväxten blivit allt mer självgående har Fed börjat lätta foten från den penningpolitiska gaspedalen genom att minska på sina månatliga obligationsköp.

I takt med fortsatt konjunkturförstärkning räknar vi med att Fed under resten av året fortsätter att i små steg dra ned på obligationsköpen. Det betyder att Feds balansräkning fortsätter växa, men i allt mindre takt för att vid årsskiftet plana ut på en konstant nivå.

I nästa skede ska även balansräkningen börja krympa igen. Vi tror att det i första hand sker genom att låta obligationer långsamt gå till förfall snarare än att sälja obligationerna. Det här dröjer dock sannolikt till en bit in i 2015.

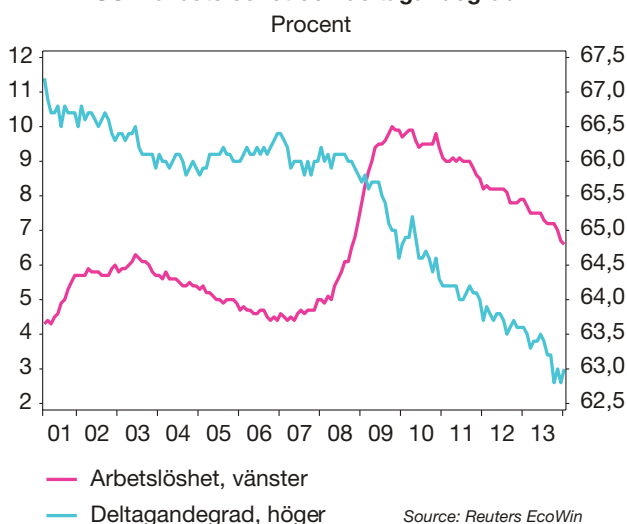
Det finns inte heller några planer på att höja styrräntan inom en överskådlig framtid trots att arbetslösheten fallit överraskande snabbt. **Nu är arbetslösheten bara marginellt över de 6,5 procent, som är den nivå som Fed siktar på.** En stor del av minskningen beror på att deltagandet på arbetsmarknaden har sjunkit. Andelen av befolkningen som står till arbetsmarknadens förfogande har minskat till nivåer vi inte har sett sedan 1970-talet. Förbättringen på arbetsmarknaden är därför inte helt entydlig. En första höjning dröjer därmed sannolikt till mitten av 2015.

Euroområdet – försiktig återhämtning

Återhämtningen inom euroområdet har fortsatt under hösten och vintern. Förtroendet ökade bland såväl företag som hushåll genom hela 2013. Även om tillväxten varit positiv i kvartalstakt de tre senaste kvartalen, så minskade regionens samlade BNP med knappt en halv procent under 2013. De negativa bidragen kommer från de skuldyngda sydeuropeiska länderna som fortsatte att krympa. I år förväntar vi oss dock att bara något enstaka euroland bidrar negativt till den samlade tillväxten.

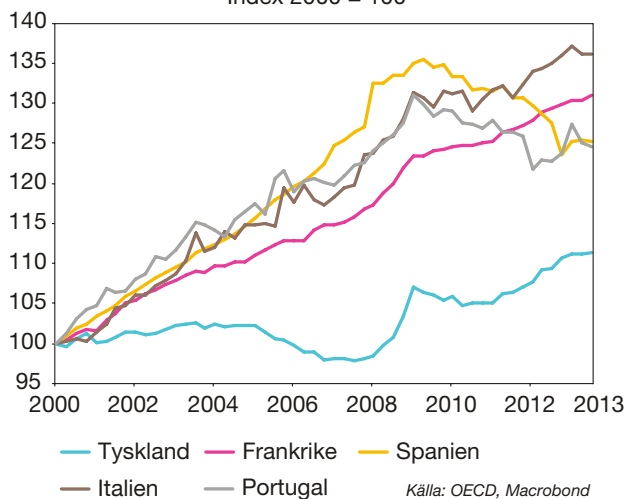
Några av de tydligaste förbättringarna står de problemtyngda sydeuropeiska länderna för. Bortsett från i Grekland växer nu industriproduktionen i årstakt i alla dessa länder. Vidare har inköpschefsindex i både Spanien och Italien tagit sig över 50-strecket, som markerar skiljelinjen mellan expansion och kontraktion. På räntemarknaden bekräftas en mer positiv syn på dessa länder, då ränteskillnaderna mot tyska obligationer minskade kraftigt under 2013. I de flesta av dessa länder är obligationsräntorna nu nere på nivåer som vi inte sett sedan den europeiska skuldskrisen blossade upp 2010. Lägre finansieringskostnader är välkommet och bidrar till en stabilisering, då skuldnivåerna fortfarande är mycket höga i dessa länder.

USA: arbetslöshet och deltagandegrad



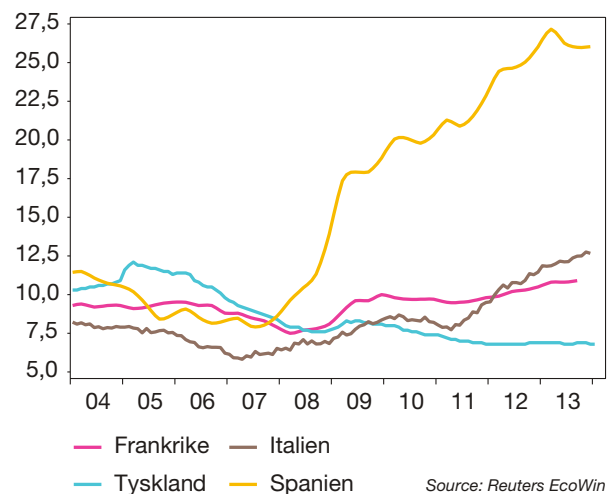
Euroområdet: Enhetsarbetskostnader

Index 2000 = 100



Euroområdet: Arbetslöshet

Procent



Tyskland fortsätter att vara motorn för euroområdets konjunktur. Låg arbetslöshet och reallöneökningar håller uppe den inhemska efterfrågan – något som även gynnar andra europeiska länder via importkanalen. Den franska ekonomin har däremot inte hängt med i den förbättring av konjunkturindikatorer som de andra större euroländerna har uppvisat. Till skillnad från i Tyskland är antalet arbetslösa på rekordhög nivåer. **Frankrikes huvudproblem är dålig konkurrenskraft. Detsamma gäller för Italien.** Medan de krisdrabbade länderna i syd har gjort stora kostnadsneddragningar ligger Frankrike och Italien kvar på allt för hög nivå. Den franske presidenten Hollande har utlovat skattesänkningar för företagen och minskade statliga utgifter. Men det behövs en bred rad av reformer på både arbetsmarknad och i näringslivet för att få till en bättre dynamik i ekonomin.

Trots en försiktig återhämtning i euroområdet kommer inflationstrycket vara dämpat framöver. Det hålls tillbaka av fortsatt hög arbetslöshet och behov av kostnadsanpassningar nedåt. Då utrymmet för finanspolitiska lättnader fortfarande är ytterst begränsade är det snarare ECB som behöver göra ytterligare åtgärder för att stödja tillväxten. ECB sänkte styrräntan till 0,25 procent i slutet av 2013, vilket var i linje med vår prognos. Nästa steg är att vidta ytterligare kvantitativa åtgärder för att öka ECBs balansräkning igen. **Ett stort problem i euroområdet är att kreditgivningen är trög, då banksektorn fortfarande kämpar med att minska sin skuldsättning.** Det är ungefär som när vattenslangen till vattenspridaren har trasslat ihop sig och fått knutar som stoppar upp vattenflödet. Trots att ECB har kranen vidöppen så sipprar det bara ut vatten i slutänden. En möjlig åtgärd är att införa åtgärder som är riktade mot små och medelstora företag, som exempelvis köp av banklån. Vi räknar med att ECB levererar någon typ av kvantitativ åtgärd under våren, vilket skulle kunna bidra till att lösa knuten på vattenslangen.

Sammantaget handlar det fortfarande om blygsamma tillväxttal från låga nivåer för euroområdet. Bland de fyra stora euroländerna förväntas tillväxten i Frankrike, Italien och Spanien bli lägre än 1 procent i år och bara bli drygt 1 procent 2015. Tyskland fortsätter därmed att vara dragloket för euroområdets samlade tillväxt.

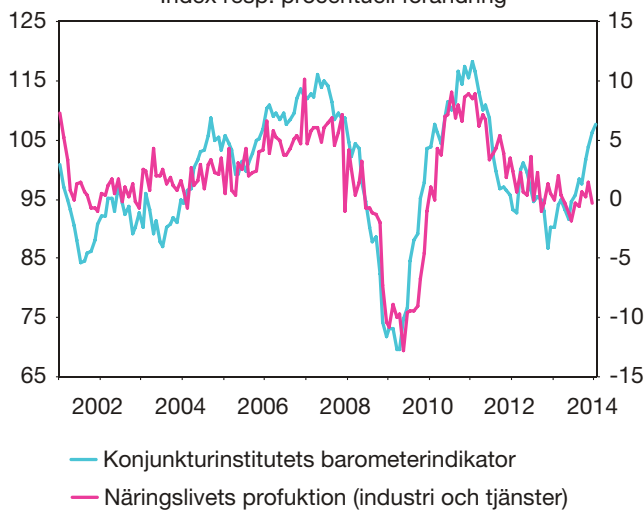
Sverige – bättre snurr på hjulen

Återhämtningen i svensk ekonomi har varit spretig.

Det finns en tudelning i dubbel bemärkelse. Medan de framåtblickande indikatorerna blivit allt mer optimistiska det senaste året, blev BNP-tillväxten för de tre första kvartalen 2013 svagare än väntat. Samtidigt har drivkrafterna bakom tillväxten varit ojämnt fördelade. **Industrin har kämpat i motvind** tyngd av svag omvärldsefterfrågan och en relativt stark krona. **Hushållens framtidstro har däremot stärkts**, vilket sannolikt är ett resultat av ljusare arbetsmarknad och god realinkomst- och förmögenhetsutveckling. Valfläsk med skattesänkningar och låga räntor ger extra skjuts.

Den senaste tiden har vi fått tecken på att den samlade aktiviteten nu faktiskt håller på att ta sig. Industriproduktionen verkar ha bottnat och i takt med att omvärldsefterfrågan tilltar räknar vi med en gradvis återhämtning. Samtidigt fortsätter hushållen att ha det väl förspant. Systsättningen har fortsatt att öka under året och förbättringarna har kommit trots att den samlade BNP-tillväxten varit trög. Parallellt har dock även arbetskraftsutbudet fortsatt att öka, och det har bidragit till att hålla kvar arbetslösheten på en relativt hög nivå kring 8 procent. Ökningen av den svenska arbetskraften är en kombination av växande befolkning och regeringens utbudsfrämjande åtgärder de senaste åren. Man kan säga att Sverige har en omvänd situation mot USA. Det amerikanska arbetskraftsutbudet har istället minskat de senaste åren, vilket bidragit till att arbetslösheten där fallit snabbare än väntat.

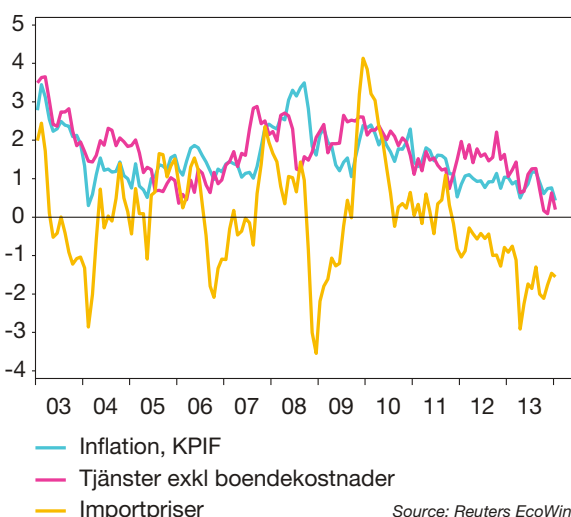
Sverige: Barometer och produktion
Index resp. procentuell förändring



Källa: Macrobond

Sammantaget räknar vi med att hjulen får allt bättre fäste i år och det är framför allt hushållen som fortsätter driva tillväxten. Samtidigt väntas inflationstrycket att vara fortsatt dämpat. Det här är i hög grad ett globalt fenomen. Det finns fortfarande överkapacitet och arbetslösheten är fortfarande relativt hög i de flesta delar av världen, vilket håller nere det globala prstrycket. Samtidigt ser vi hur det är stenhård konkurrens. Trenden med globalisering och ny teknikutveckling pressar inte bara importpriserna utan även tjänstepriser – framför allt i konsultbranscher med IT- och företagstjänster.

Sverige: Inflation
Procent



Source: Reuters EcoWin

Låg aktivitet och mycket låg inflation fick Riksbanken att i december sänka reporäntan till 0,75 procent. Riksbankens sänkning kom sent i konjunkturcykeln, men blev nödvändig när inflationen legat under målet och Riksbankens trovärdighet och oberoende ifrågasatts. Fortsatt dämpad inflationsutveckling i kombination med att ECB väntas lägga i ytterligare en penningpolitisk växel gör att Riksbanken ligger kvar på 0,75 procent i år för att under 2015 långsamt höja räntan till 1,50 procent.

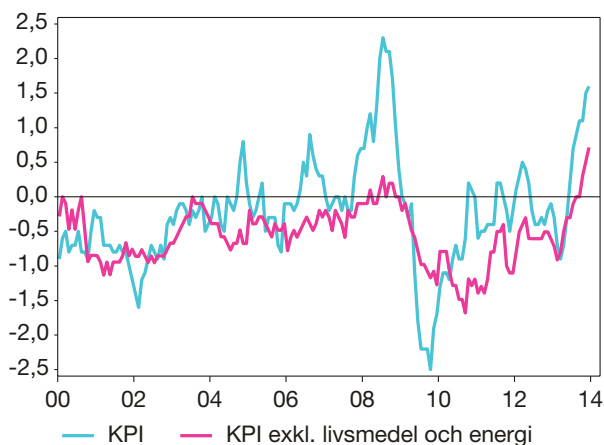
Det penningpolitiska skyttegravskriget, där låg inflation ställts mot risker med för hög skuldsättning, har tillfällig vapenvila. **Men riskerna med stora och växande skulder finns kvar.** När tillväxten tilltar kommer det att bli allt mer tydligt att reporäntan inte kommer att passa alla delar av ekonomin på ett optimalt sätt. Industrin önskar en låg ränta som inte avviker för mycket från omvärlden, då ytterligare kronförstärkning i detta läge skulle lägga lök på laxen för en redan tyngd export. Samtidigt fortsätter den svenska bostadssituationen att vara Sveriges akilleshäla. Finansinspektionen har en viktig roll och nya makrotillsynsåtgärder som höjda riskvikter för bankernas bolån har införts och planeras att fortsätta höjas. Än så länge är det dock oklart hur stor effekt det får. Samtidigt behövs också lösningar på ett bredare plan – ökat byggande, ändrade skatteincitament för lån och sparande, avreglerad hyresmarknad samt säkrad stabilitet i det svenska finansiella systemet. Bollen ligger hos politikerna, men eftersom det är valår hamnar dessa frågor längst ner på prioriteringslistan. **Under tiden kommer de tudelade tendenserna förmodligen att skärpas ytterligare mellan å ena sidan optimistiska hushåll och stigande bostadspriser och å andra sidan lågt inflationstryck och svag exportindustri.**

Japan – stimulanser ger fortsatt skjuts

Under förra året fick den japanska ekonomin en ordentlig skjuts uppåt av de ekonomiska stimulansåtgärder som regering och centralbank har sjösat. **Både tillväxt och inflation tog fart, och olika konjunkturbarometrar noteras på de högsta nivåerna på många år.** Tillväxten sker nu både i den inhemska efterfrågan och i industriproduktionen. Ett särskilt glädjeämne är att den japanska kärninflationen, dvs. exklusive livsmedel och energi, har stigit successivt och uppgick i december till 0,7 procent – den högsta nivån sedan 1990-talet.

Hittills är resultaten av den japanska Abenomics-politiken lovande. Det ser ut som att deflationen är på väg att brytas. Den expansiva politiken fortsätter även i år, men ännu har inga långsiktiga reformförslag av större betydelse presenterats. Japans utmaningar med åldrande och krympande befolkning och skyhögt statsskuld på 240 procent av BNP löses inte med stimulanser. Högre tillväxt, och med den ökade skatteintäkter, kommer vara en förutsättning om skuldsättningen ska kunna minska. För att nå dit behövs avregleringar inom vissa sektorer

Japan: Inflation
Procent



och reformering av arbetsmarknaden i riktning mot ökat arbetsutbud och produktivitet. Det är avgörande att premiärminister Abe kan presentera förslag inom dessa områden i år för att utvecklingen ska vara uthållig.

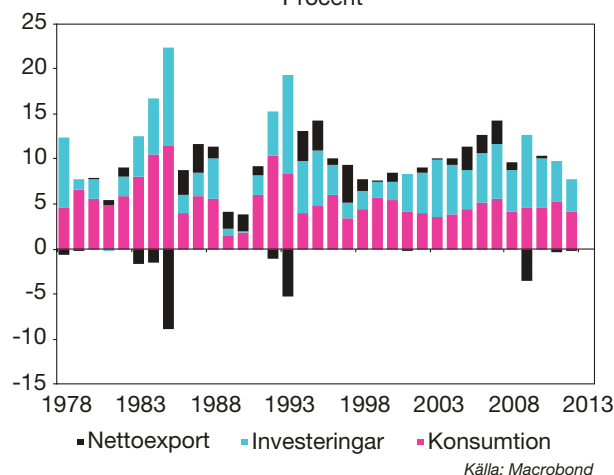
Fortsatt expansiv ekonomisk politik och förbättrad världskonjunktur gör att den japanska ekonomin växer med 1,7 procent i år. Nästa år mattas tillväxten till 1,3 procent. En joker i leken är momshöjningen från 5 till 8 procent som träder i kraft i april. I slutet av 90-talet var det just en momshöjning som satte käppar i hjulet för en återhämtning. Förväntningarna är att det denna gång endast får liten påverkan på tillväxten, då dess effekter kompenseras av ett stimulansprogram som uppgår till omkring 1 procent av BNP.

Tillväxtländer – kämpar med kastvindar

Tillväxtländerna förlorade fart under 2013 och växte med 4,7 procent, vilket är den lägsta tillväxttakten sedan 2009. Kinas tillväxt landade visserligen på 7,7 procent för 2013, vilket faktiskt blev bättre än många befarat. Men trenden är på ett sluttande plan. **När det gäller absoluta tillväxttal kommer Kina fortsätta att vara världsekonomin stora draglok, men det blir på lägre växel än vi varit vana vid.** Den kinesiska ledningen har siktat tydligt inställt på att ställa om ekonomin från att vara investeringsdriven till att bli mer konsumtionsdriven. Reformplanerna är ambitiösa – bland annat tas steg mot att öppna upp den finansiella sektorn. Även avsteg från ett barnpolitiken tilläts. Det är nödvändigt för att motverka de negativa effekterna av en snabbt åldrande befolkning.

Kinas styrka är att ledningen är fullt medveten om vad som krävs och dessutom har hög grad av styrning och kontroll. Det talar för att Kina fortsätter sin mjuka inbromsning utan alltför stor dramatik. **En stor utmaning blir dock att strama åt de senaste årens alltför höga kreditillväxt utan att det helt slår krokben för tillväxten.**

Kina: Bidrag till BNP-tillväxt
Procent



Skuggbanksektorn har vuxit okontrollerbart och när den kinesiska centralbanken nu försöker strama åt likviditeten, har det lett till hög volatilitet av interbankräntor. Det är normalt ett symptom på en illa fungerande marknad, som centralbanken trots allt inte har full kontroll över.

Övriga tillväxtekonominer har kämpat mot kastvindar från många olika håll det senaste året. Dels har de drabbats av svag efterfrågan från den utvecklade delen av världen. **Svagare tillväxt har gjort att strukturella problem gjort sig till känna.** Det är framför allt länder med stora bytes- och budgetbalansunderskott som drabbats av valutaturbulens och utflöden av kapital. De värst drabbade länderna är Brasilien, Indien, Indonesien, Turkiet och Sydafrika, vilket populärt också gått under akronymen BIITS. Länder med bytesbalansöverskott som Kina och Korea har inte påverkats i samma utsträckning, eftersom de inte är beroende av utländsk finansiering på samma sätt.

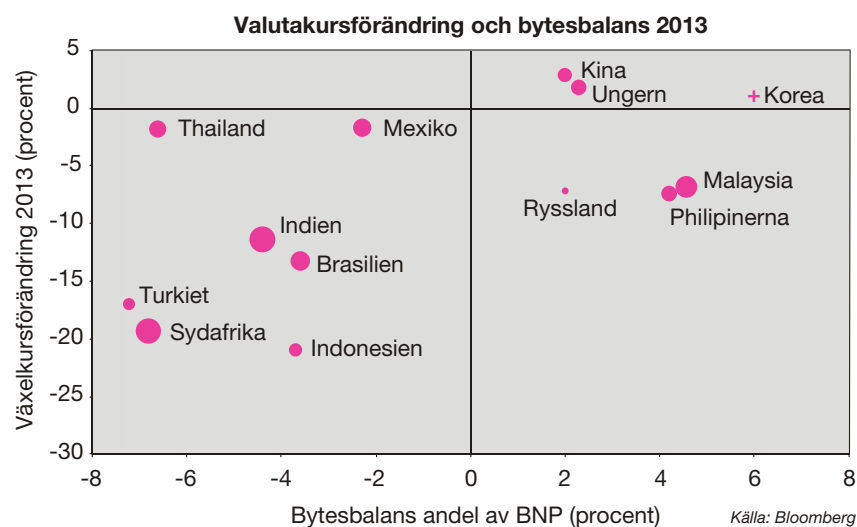
Vi räknar inte med att den senaste tidens turbulens utlöser en systemkris. En förmildrande omständighet är att de flesta länder nu har rörliga växelkurser, vilket agerar stötdämpare och reducerar risken för valutaspekulationer.

Tillväxtländerna är inte längre ett homogent block. Utvecklingen och förutsättningarna spretar. **Men den gemensamma nämnaren för de flesta är att behovet av reformer är mycket stort.** Behoven skiljer sig dock mellan de olika länderna. Medan Kinas strategi är att reformera ekonomin i riktning mot mer konsumtionsbaserad tillväxt, behöver Brasilien och Ryssland göra det omvända och satsa på att öka andelen investeringar. Även om investeringskvoten som andel av BNP i dessa länder är på liknande nivåer som i många utvecklade länder, så dras ekonomierna med betydande flaskhalsar som begränsar den ekonomiska potentialen. Och högt inflationstryck och rekordlåg arbetslöshet talar för att resursutnyttjandet är

högt. I Indiens fall är eftersatt infrastruktur samt omfattande byråkrati och regleringar betydande hinder för den ekonomiska utvecklingen.

Vissa krisdrabbade länder kommer ha ett tufft konjunkturmässigt läge det närmaste året. **Länder som däremot kan gynnas av starkare tillväxt i västvärlden är exempelvis Mexiko som har starka handelsband till USA.**

Även flera asiatiska länder kan hållas uppe av fortsatt hygglig tillväxt i Kina. Sammantaget räknar vi med att tillväxten bottenar i år och sedan gradvis vänder uppåt. Men utan smarta reformer är det svårt att se några tydliga triggers för tillväxten.



Storlek på cirkelarna illustrerar storleken på ländernas budgetunderskott.
Korea har budgetöverskott.

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 uttalanden 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 finansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd. Det ankommer på användaren av informationen att själv värdera riktigheten, tillförlitligheten och fullständigheten av informationen.

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.