

# Månadens affärsöversikt

Makroanalys februari 2017

Marknadsföringsmaterial – det här materialet ska anses vara marknadsföringsmaterial och har tagits fram i samarbete med icke-oberoende enheter inom Swedbank, vilka kan genomföra transaktioner i eget lager i instrument som nämns häri.

Makro, sidan 2 • Räntemarknaden, sidan 4 • Förslag på kreditplacering, sidan 6 • Förslag på skuldhantering, sidan 8 • Vår valutasytyn, sidan 9 • Förslag på valutahantering, sidan 12

## Ljusglimtar i global ekonomi trots politisk oro

Konjunkturen stärks och tillväxten tar fart i stora delar av västvärlden. Framåtblickande indikatorer pekar på en fortsatt god tillväxt, en stark arbetsmarknad och en stigande inflation i såväl Sverige, eurozonen som i USA. 2017 kommer dock att präglas av fortsatt politisk oro och turbulenta marknader. Liksom under 2016 kan räntor och valutor snabbt påverkas av rykten, opinionsundersökningar och uttalanden på twitter. Donald Trumps första dagar i Vita huset har präglats av motstridiga uttalanden och nervösa marknader. Osäkerheten kring följd effekterna av Brexit och viktiga val i Europa sätter agendan för året.

Bank of Englands chef Mark Carney sa i samband med det penningpolitiska mötet i januari att "centralbankernas 15 minuter av berömmelse nu är över" och att politiken, inklusive finanspolitiken, kommer att vara i fokus framöver. Det är en rimlig tolkning av det senaste årets omvälvande politiska landskap. Centralbankerna har sedan finanskrisen varit tongivande i den ekonomiska politiken och marknaderna har påverkats av centralbankernas okonventionella metoder. Vi går nu mot en långsam normalisering av penningpolitiken där USA har tagit täten.

Den amerikanska centralbanken avvaktade som väntat med ytterligare höjning av styrräntan vid januarimötet. Vi bedömer att dollarn kortsiktig har potential på uppsidan trots en ökad politisk osäkerhet. Vi förväntar oss att Fed höjer policyräntan två gånger under året medan Riksbanken väntar med höjning till 2018. Den relativa ränteskillnaden mot Sverige motiverar fortsatt dollarstyrka mot kronan på 3 månaders sikt. På längre sikt faller dollarn tillbaka mot både euron och kronan i takt med starkare ekonomisk utveckling i Europa och Sverige.

Brexit och effekterna på pundet kommer att vara fortsatt viktig under 2017. Vi bedömer att det inte går att undvika att pundet försvagas ytterligare. Centralt för pundets utveckling blir huruvida villkoren för EU-utträdet blir hårda eller mjuka. Vi står kvar vid vår vy att det brittiska pundet på kort- och medellång sikt även försvagas mot kronan och vi har en positiv



ANNA BREMAN  
Chefekonom

EURGBP-prognos. Viktigt att notera är att det är baserat på ett oförändrat politiskt läge efter de europeiska valen i år.

Riksbanken står inför svåra val under 2017. Den svaga kronan sedan mitten av 2016 har resulterat i en uppgång i den importerade inflationen. Inflationen mätt som KPIF var 1,9 procent i årstakt. Svenska makrodata har fortsatt att överraska positivt. Den svenska kronan har relativt snabbt stärkts över 4 procent mot euron sedan i december, vilket är

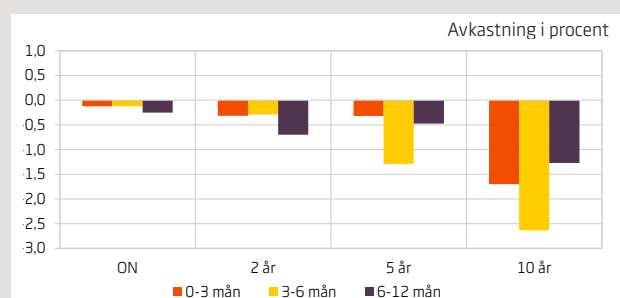
betydligt snabbare än Riksbankens decemberprognos. På sikt kan det göra att den importerade inflationen återigen viker ner. Riksbanken vill inte riskera uppgången i inflationen och kommer därför att förlänga mandatet för valutainventioner vid februarimötet och signalera att en första räntehöjning kommer först under 2018. Riksbanken tolererar en starkare krona, men endast i måttlig takt.

Sammantaget ser vi ett 2017 då centralbanker går mot en långsam normalisering av penningpolitiken. Konjunkturen i Europa, USA och Sverige är god och stödjer en långsam uppgång i marknadsräntor, men stor politisk osäkerhet skapar risker som kommer att bestå under året. Viktiga val och politiska utspel kan få räntor och valutor att snabbt ändra riktning. Centralbankernas "15 minuter av berömmelse" kanske går mot sitt slut, men eran av politisk instabilitet har bara börjat.

### VALUTAPROGNOS

	6 FEB	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
USD/SEK	8,8066	9,17	8,94	8,32
EUR/SEK	9,4571	9,35	9,30	9,15
NOK/SEK	1,0672	1,07	1,07	1,06
GBP/SEK	10,9792	10,75	10,45	10,17
JPY/SEK	7,8220	7,83	7,58	7,17
CHF/SEK	8,8455	8,66	8,53	8,24
EUR/USD	1,0738	1,02	1,04	1,10
USD/JPY	112,59	117,00	118,00	116,00

### AVKASTNING ENLIGT SWEDBANKS RÄNTEPROGNOS



## MAKRO OCH CENTRALBANKER

## Konjunkturuppgång men politikoro ger avvaktande centralbanker

Fed inväntar Trumps finanspolitik medan Riksbanken avvaktar en mjuk ECB. Data pekar på en allt starkare konjunkturutveckling i närtid men förra årets Brexitomröstning och Trumps seger i USA, tillsammans med viktiga val i Europa i år, ökar den politiska osäkerheten.

Riksbanken närmar sig vändpunkten men en fortsatt mjuk ECB och starkare krona är återhållande. Vi förutser inga fler expansiva åtgärder, men inflationsuppgången är skör och kronans förstärkning oroande vilket talar för en mycket långsam reträtt från den ultralätta penningpolitiken. ECB signalerar fortsatt nedåtrisker, betonar den tröga uppgången i kärninflationen, och tillgångsköppprogrammet lär löpa på under året som planerat. Efter räntehöjningen i december intar den amerikanska centralbanken en avvaktande attityd i väntan på mer klarhet kring Trumpregeringens ekonomiska politik. Bank of England är fortsatt återhållsam trots en uppreviderad tillväxtprognos. En enligt dem lägre jämnviktarbetslöshet får löneinflationen att dröja men under prognoshorisonten väntas inflationen trots allt skjuta över målet. Riksbankens nästa besked publiceras den 15 februari.



**JANET YELLEN**  
Federal Reserve

## FEDERAL RESERVE (FED)

Den amerikanska centralbanken valde som väntat att låta penningpolitiken vara oförändrad vid mötet i januari. I uttalandet som publicerades i samband med mötet (ingen presskonferens hölls och de ekonomiska prognoserna uppdaterades inte) framträdde en något ljusare bedömning av den ekonomiska utvecklingen. Mötet följde på december månads höjning, men också den stora ekonomisk-politiska osäkerheten som den nyvalde presidenten Donald Trump skapat. Vid decembermötet höjdes, som väntat, målintervallet för styrräntan med 0,25 procentenheter till 0,50–0,75 procent.

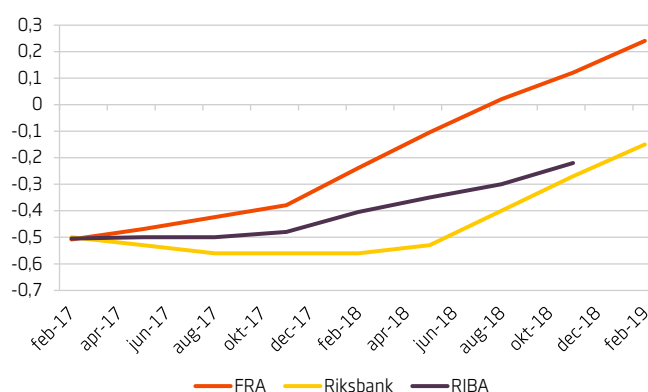
I samband med det mötet publicerades även räntekommittémedlemmarnas nya ekonomiska prognoser. Medianförväntningarna på framtida styrränta steg något och indikerar nu tre 0,25-procentshöjningar under 2017. Osäkerheten rörande den framtida ekonomiska politiken framhölls dock, inte minst sedan Trump utlovat stora infrastruktursatsningar och skattesänkningar. Dock ska ungefär hälften av medlemmarna ha tagit med förväntningar om en mer expansiv finanspolitik i sina prognoser. Mellan mötena har diskussionen tilltagit om hur Federal Reserve i framtiden ska hantera sin balansräkning, som p.g.a. obligationsköpprogrammen har svällt. Ett antal ledamöter har uttalat stöd för att diskutera en minskning av återinvesteringarna av förfallande innehav.

Den amerikanska ekonomin går starkt. Visserligen kom BNP-tillväxten för fjärde kvartalet in lägre än förväntat men inhemsk efterfrågan visade fortsatt bra momentum. BNP som helhet drogs ned av ett negativt bidrag från nettoexporten, vilket till viss del troligen var en effekt på det överraskande positiva bidraget som samma post lämnade under det föregående kvartalet. De privata investeringarna, som var låga under inledningen av 2016, verkar ha kommit igång igen. Tillväxten fick även stöd

AV: INGRID WALLIN JOHANSSON, MARTIN BOLANDER OCH KNUT HALLBERG

## REPORÄNTAN: PROGNOSE OCH MARKNADENS PRISSÄTTNING

Procent



## SWEDBANKS PROGNOSE: STYRRÄNTOR

	6 FEB	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EMU	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	0,75	0,75	1,00	1,25

av lageruppbyggnad, en konjunktursignal som kan vara både negativ och positiv. Givet det goda stämningläget är vår bedömning att lageruppbyggnaden denna gång är positiv; företagen förväntar sig sannolikt ökad efterfrågan framöver.

Den amerikanska arbetsmarknaden blir allt stramare. Arbetslösheten ligger kvar på låga nivåer och jobbtillväxten är fortsatt hög, med i genomsnitt 180 000 nya jobb per månad de senaste tre månaderna. Trots den allt stramare arbetsmarknaden ligger dock löneökningstakten kvar på förhållandevis låga nivåer, något som verkar återhållande för centralbanken. Inflationstrenden är däremot stigande, även om detta främst är drivet av mer volatila komponenter såsom drivmedel. Fed:s favoritmått på inflation, den s.k. PCE-inflationen, ligger på drygt 1,6 procent men väntas stiga framöver.

I samband med Swedbank Economic Outlook reviderade vi vår Fed-prognos. Vi förväntar oss två höjningar om 0,25 procentenheter under 2017 till ett målintervall om 1,00–1,25 procent i slutet av året. Under 2018 bedömer vi att man höjer räntan ytterligare två gånger med 0,25 procentenheter. Vi tror dessutom att man mot slutet av 2018 börjar minska andelen förfallande obligationsinnehav som återinvesteras, något som kommer att kommuniceras under våren och sommaren.

## DEN EUROPEISKA CENTRALBANKEN (ECB)

Tillväxten i eurozonen fortsätter att stärkas, dock i en relativt långsam takt. Den preliminära BNP siffran för det fjärde kvartalet 2016 visar på en tillväxttakt på 1,8 procent i årstakt,

## MAKRO OCH CENTRALBANKER



**MARIO DRAGHI**  
ECB

vilket var starkare än väntat. Även arbetsmarknaden har överraskat positivt. Enligt den senaste statistiken sjönk arbetslösheten till 9,6 procent i december. Även annan data har kommit in i den övre delen av förväntningsbilden. Inflationen för december kom in något högre än väntat, 1,1 procent mot förväntat 1,0 i årstakt, samtidigt som inköpschefsindex för tillverkningsindustrin visar

på en uppgång från 54,9 i december till 55,1 i januari. Motsvarande siffror för tjänstesektorn kom också in något starkare än föregående månad. Vi har också fått in preliminära inflations-siffror för januari som visar på ett fortsatt ökat pristryck, 1,8 procent mot förväntat 1,5 procent, där det framförallt är priset på frukt och grönt som trycker på men energipriserna. Dock låg den underliggande inflationen kvar på 0,9 procent vilket var en liten besvikelse.

I linje med den statistik som influtit under senaste tiden och även under senare delen av 2016 så levererade ECB enligt förväntningarna på det sista mötet för 2016, i december. Där beslutade man att lämna samtliga styrräntor oförändrade samtidigt som man skalar ner obligationsköpen från EUR 80 mdr per månad till EUR 60 mdr per månad från och med april fram till årsskiftet 2017/2018. Mario Draghi sa också att det inte är sannolikt med ett abrupt slut med obligationsköpen utan en viss form av ytterligare nedtrappning under början av 2018 förefaller mest trolig. Draghi sa dessutom att ECB nu även kan köpa obligationer till en ränta under ECBs inlåningsränta, dvs under -0,40 procent, samt att man nu även kan köpa obligationer med en återstående löptid som lägst ett år mot tidigare två år. Att återinvestera samtliga förfall samt kuponger kommer också att fortsätta som tidigare i alla fall så länge man fortsätter sitt obligationsköpsprogram. I protokollet från mötet framgår att det inte rådde enighet. Det fanns egentligen två förslag att ta ställning till; 1. fortsätta med köp för motsvarande EUR 80 mdr per månad i ytterligare sex månader från mars eller 2. köpa för motsvarande EUR 60 mdr per månad fram till årsskiftet 2017/2018. Nu vet vi att det senare förslaget fick mest röster och är det som gäller.

Vid det senaste mötet i januari överraskade inte ECB utan lämnade samtliga stimulansåtgärder oförändrade, dvs både styrräntor och obligationsköp.

Vårt huvudscenario för ECB framgent är inga fler räntesänkningar samtidigt som man kommer att fortsätta att köpa obligationer för EUR 60 mdr per månad fram till årsskiftet och att därefter succesivt trappa ned köpen under våren 2018 och då avsluta de kvantitativa lättnaderna. Nästa steg är hur man kommer att hantera förfall samt kuponger och här förväntar vi att man kommer att fortsätta att återinvestera dessa även under 2018 för att sedan successivt minska dessa kring årsskiftet 2018/2019. Vi ser även att man under andra halvåret av 2018 börjar höja inlåningsräntan samt att man i slutet av 2018 börjar höja refinansieringsräntan.



**STEFAN INGVES**  
Riksbanken

## RIKSBANKEN

Vid Riksbankens senaste penningpolitiska möte i december lämnade direktionen reporäntan oförändrad på -0,50 procent, samt förlängde köpen av statsobligationer under det första halvåret i år. Köpvolymen trappas dock ner ytterligare, från 45 mdr under det andra halvåret 2016 till 30 mdr under innevarande halvår. Direktionen var inte enig om förlängningen. Tre ledamöter vill antingen helt sluta köpa obligationer alternativt minska köpen, bl.a. med hänvisning till det rådande ekonomiska läget. Riksbanken kommer också fortsätta att återinvestera lån som förfaller och kupongutbetalningar under hela 2017 (närmare 35 mdr). Vid det kommande årsskiftet väntas Riksbanken inneha nominella obligationer för ca 275 mdr, motsvarande nästan 45 procent av den utestående nominella statsobligationsstocken.

Riksbanken försöker balansera penningpolitiken i en fortsatt svårnavigerad omvärldsmiljö. Den svenska ekonomin och arbetsmarknaden visar en fortsatt mycket god utveckling. Samtidigt förblir ECB mycket mjuka och de politiska omvärldsriskerna höga. Det tar sig uttryck i en fortsatt mjuk hållning med beredskap att göra mer och en ränteprognoz som fortsatt indikerar en relativt hög sannolikhet för ytterligare räntesänkning. Det senaste protokollet visade dock att de tre reservanterna även hade invändningar mot den höga sannolikheten. Inflationstakten har visserligen stigit under de senaste månaderna men uppgången är ryckig och skör. Det visar inte minst de oväntade bakslagen under fjolåret. För Riksbanken är det därför av största vikt att förhindra en snabb och kraftig appreciering av kronan, i synnerhet i ett läge när den inhemska inflationen ännu inte funnit fast mark. Det innebär att Riksbanken ängsligt sneglar på ECB:s penningpolitik. Riksbankens politik, avseende att hålla kronan svag, har varit framgångsrik. Kronan har utvecklats betydligt svagare än förväntat under 2016, men har stärkts under den senaste månaden. I den positiva vågskålen ligger att den svenska tillväxten och arbetsmarknaden utvecklas starkt. Inflationförväntningarna är likaså stabila trots de ryckiga inflationsutfallen. Rent generellt så har omvärldsutvecklingen och utländska centralbanker, och då inte minst den amerikanska, gått Riksbankens väg. Sammantaget bedömer vi att Riksbanken är färdig med ytterligare expansiva åtgärder. Men med det sagt så tror vi att reträtten från den ultralätta penningpolitiken kommer att gå mycket långsamt och ske i små steg.

Swedbanks huvudscenario är att Riksbanken behåller reporäntan på -0,50 procent året ut. Även om det säkert finns en vilja att försöka komma bort från minusräntan så snart tillfälle ges bedömer vi att det blir svårt med det fortsatt mjuka förhållningssätt som de tongivande centralbankerna i omvärlden intar, inte minst ECB. Den svenska inflationen rör sig just nu uppåt, men uppgången är ännu osäker. Enligt vår uppfattning är det först under vintern/våren 2018 som inflationen har fått ett ordentligt fäste och därmed ger utrymme för en första räntehöjning. Sammantaget under nästa år bedöms reporäntan kunna höjas vid två tillfällen och hamna på noll procent vid utgången av 2018.

## RÄNTEMARKNADEN

## Räntemarknaden rättar in sig inför slutet på QE

Ränteuppgången, i efterdyningarna av det amerikanska valet, håller i sig. Den underliggande makroekonomiska utvecklingen visar styrka, inte minst i de globala sentimentindikatorerna vilket återspeglats i högre inflationsförväntningar med stigande break-even inflationsräntor som följd. Osäkerheten gällande den amerikanska finanspolitiken är förvisso påtaglig. Förväntningarna på inflationsdrivande tillväxt via kraftiga finanspolitiska stimulanser driver fortfarande optimismen på marknaden och avspeglas i högre marknadsräntor. Till detta kan adderas en marginellt mer positiv kommunikation från centralbankskollektivet som delvis ökat förväntningarna på en, om än i långsam takt, normalisering av penningpolitiken.

AV: JOHANNA HÖGFELDT

## RÄNTEMARKNADEN UNDER DECEMBER OCH JANUARI

De svenska och europeiska räntemarknaderna har under december och januari präglats av stigande räntor, dock enbart med marginellt brantare avkastningskurvor. Noterbart är att i Sverige har 2-årsräntan stigit tydligt och ränterörelsen har därmed varit nästintill ett parallellskifte uppåt. Förväntningsbilden på centralbankerna har skiftat åt det något mer hökaktiga hållet där både Riksbanken och ECB förväntas att successivt påbörja avvecklingen av de kraftiga tillgångsköpen, vilket delvis påverkat även kortändan. Trots att den största bulken i köpen är inriktade på 5- till 10-årssegmentet påverkas kortändan av tron om antågande räntehöjningar. Den ekonomiska statistiken har gett vid handen att både inflationen och den underliggande ekonomin utvecklats åt rätt håll; bl.a. har sentimentindikatorerna globalt fortsatt stiga. Skillnaden mellan de svenska och tyska marknadsräntorna har vidgats, dock mest i kortändan, under perioden. Protokollet från Riksbankens förra räntemöte angav en mer positiv vy och indikerade en tydlig splittring i direktionen gällande både kvantitativa lättnader och sannolikheten till räntesänkningen i närtid. Detta ökar chanserna till att Riksbanken framöver vilar på hanen.

Uppgången i de amerikanska räntorna har avtagit något och räntenivåerna har kommit ned från de nivåer vi såg innan jul. Kurvaturen i den amerikanska avkastningskurvan har inte påverkats märkbart trots att marknads långsiktiga inflationsförväntningar fortsatt stiga. Efter installationen har Trump nu gått över från löften till exekutiva ordrar, men till marknads besvikelse med mindre fokus på finans- och budgetpolitiska frågor. Därtill har hans, under valkampanjen, tydligt fientliga inställning till frihandeln visats sig även gälla i verkligheten. Trumps beslut att lämna frihandelsavtalet TPP och bygga en mur mot Mexiko sprider oro kring den ekonomiska integrationen i västvärlden och är samtidigt, bl.a. via dyrare importerade varor på grund av högre tullar, inflationsdrivande för den amerikanska ekonomin. Detta kan naturligtvis ge huvudbry för Fed som i så fall kan behöva parera en allt för snabbt stigande inflation med snabbare räntehöjningar och därmed riskera en starkare dollar.

## FRAMTIDSUTSIKTER – RÄNTEMARKNADEN

Marknaderna kommer framöver sannolikt att präglas av större osäkerhet än vanligt. De brittiska förhandlingarna för EU-utträdet har redan lett till högre riskpremier för brittiska

tillgångar vilket vi tror håller i sig på kort sikt. Oron inför de europeiska valen och dess inverkan på eurosamarbetet fortsätter att vidga ränteskillnaderna mellan Tyskland och andra medlemmarna. Den våg av protektionism som USA nu startat riskerar i sin tur ha mer långsiktiga konsekvenser för den globala tillväxten utifrån marknadseffektivitet och konkurrenskraft.

Trots denna riskbild tror vi att den globala ränteuppgången kommer att fortsätta. Vårt grundscenario inkluderar inget eurosammanbrott och inte heller något regelrätt handelskrig från USAs sida. Den globala bilden för en låginflationsmiljö har börjat skifta och vi ser tecken på stigande löner och en något bredare återhämtning i inflationen allmänt. Vi räknar med att Fed höjer ytterligare två gånger i år och att den amerikanska tillväxten fortsätter att växa. Vi tror att de amerikanska räntorna visar vägen där de faktiska styrräntehöjningarna samt inprisningar av framtida höjningar lyfter upp kortändan relativt sett mer och därmed får avkastningskurvan att flacka under året. Dock begränsas den sedvanliga flackningen i denna räntehöjningscykel av ökat utbud av statsobligationer samt diskussionerna hos Fed om eventuella avtrappningar av återinvesteringar. Dessutom är den amerikanska kurvan idag, av strukturella skäl, abnormt flack.

För Sveriges och Europas del blir centralbankernas agerande avgörande för räntornas inriktning där framför allt nedtrappningar av tillgångsköpen och hanteringen av balansräkningarna kommer att påverka både mitten och långändan av kurvan. I Sverige fortsätter även en strukturell utbudsbrist av statsobligationer att begränsa en allt för kraftig brantning. Vi tror att räntorna kommer att stiga både i Sverige och i Tyskland, vilket förstärks av en fortsatt gradvis och bred återhämtning i inflationstakten, i synnerhet i Sverige. Riksbanken är mogen att i år sluta med ytterligare stimulanser, vilket innebär att tillgångsköpen inte kommer att förlängas efter mitten av året. Som en följd tror vi att den svenska avkastningskurvan kommer att branta mot första halvan av året samtidigt som långräntespreaden mot Tyskland vidgas. Vi tror att Riksbanken kommer att höja styrräntan första gången under vår/vinter 2018, vilket återspeglas i vidgande korträntespread mot Tyskland och flackare kurva i slutet av 2017. ECB förväntas inte höja räntan förrän i slutet av 2018, men avtrappningen av tillgångsköpen kommer att få den europeiska kurvan att branta och långräntespreaden mot Sverige att krympa under andra halvan av året.

## RÄNTEMARKNADEN

## STATSRÄNTOR

## SWEDBANKS PROGNOSE: OBLIGATIONER

		6 FEB	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	2 år	-0,55	-0,45	-0,35	0,00
	5 år	0,05	0,12	0,40	0,55
	10 år	0,70	0,90	1,20	1,40
EMU	2 år	-0,75	-0,55	-0,50	-0,40
	5 år	-0,37	-0,20	-0,05	0,15
	10 år	0,39	0,55	0,60	0,85
USA	2 år	1,18	1,25	1,50	1,80
	5 år	1,89	1,95	2,10	2,40
	10 år	2,44	2,50	2,60	2,80

## SWEDBANKS PROGNOSE: SWAPRÄNTOR

		6 FEB	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	Stibor3M	-0,54	-0,50	-0,50	-0,45
	Stibor6M	-0,38	-0,35	-0,30	-0,20
	Swap 2 år	-0,29	-0,20	-0,10	0,30
	Swap 5 år	0,36	0,50	0,85	1,10
	Swap 10 år	1,21	1,43	1,75	1,98

## FÖRSLAG PÅ KREDITPLACERINGAR

## Politisk oro men en relativt lugn marknad

Det politiska läget till trots tar kreditmarknaden det hela med ro, tycks det, och kreditindex har bara rört sig obetydligt sedan årets början. Även om ECB är fortsatt expansiv i sin penningpolitik så kommer signalerna allt tätare om ett liv bortom nollräntor. Frekvensen av kredithändelser förväntas faktiskt gå ner en del under 2017, positivt för kreditmarknaden och då särskilt för high yields. Totalt sett innebär detta att vi behåller en neutral vy på krediter. På företagsspecifik nivå tittar vi på till exempel Vasakronan, Sandvik och Norwegian.

AV: INGVAR MATSSON

Ledande kreditindex har i stort sett rört sig sidledes under inledningen av året och volatiliteten har varit låg. Vi har sett bredare index under de senaste dagarnas politiska turbulens. Jämfört med marknadsläget andra hälften av november förra året så har vi signifikant lägre kreditpremier. Med Trump i Vita huset är dock den politiska osäkerheten fortsatt stor. Politiska risker ser vi också på närmare håll här i Europa. Turerna runt Brexit fortsätter, vi har val i Frankrike, och Spanien och Italien står inför utmaningar att fortsätta med nödvändiga strukturella reformer. I en värld allt mer karakteriserad av protektionistiska tongångar, där internationell handel blir lidande, så kan man naturligtvis befara en lägre ekonomisk aktivitet i ett globalt perspektiv.

Tillväxtförväntningarna för 2017 är modesta och när det gäller Europa så har få länder reviderat upp sina prognoser för 2017. Den monetära policyn från centralbankernas sida är fortsatt supporterande men också mindre aktiv än tidigare. En svagare EUR torde kunna stötta tillväxten i eurozonen under 2017. Ur ett kreditperspektiv kan denna miljö ändå sägas vara relativt stabil. Lågräntemiljön tror vi kommer att bestå till 2019. Beroende på hur inflationen i området utvecklas kan man tänka sig att obligationsköpen bantas ytterligare under 2017. Månatliga köp kommer att uppgå till 60 miljarder euro från april, ner från tidigare 80 miljarder. Eurozonens företag, och kreditmarknaden, har tagit både Brexit och Trumps framfart med ro hittills.

Även om antalet kredithändelser (i absoluta tal i Moody's universum) under 2016 var på den högsta nivån sedan 2009 så är förväntningarna att frekvensen kommer att gå ner under 2017. I sin prognosmodell så ser Moody's att den globala frekvensen av kredithändelser när det gäller high yield (HY) når en topp på 4,5 procent under första kvartalet 2017 för att sedan gå ner och sluta året på omkring 3 procent. En stor del av förklaringen till den milda utvecklingen är starka likviditetsprofiler hos bolagen liksom en rimlig förfallostruktur på obligationerna. Man ser en klar skillnad mellan USA och Europa med en klart högre frekvens av kredithändelser i USA. Återhämtningen på råvarumarknaderna till trots så kommer de mest utsatta sektorerna fortsatt vara gruv och metall, och olja/gas.

De ganska modesta tillväxtförväntningarna kanske inte skapar förutsättningar för stark organisk tillväxt i många branscher men ger ändå rätt stabila regionala och sektoriella utsikter för 2017. Bolag med tydlig inriktning på export kan naturligtvis känna av de protektionistiska vindarna. Vi ser en risk (möjlighet) för mer aktivitet när det gäller bolagsförvärv och samgåenden (M&A) i en omvärld med begränsade till-

växtmöjligheter. Det är svårt att just nu se någon klar trend i utvecklingen av kreditkvalitet (särskilt med tanke på betydande politiska risker). Sektorer som stål, rederi och fordon har negativa utsikter inför 2017 medan konsumentprodukter har positiva utsikter. De flesta sektorer har dock mer karaktären av "mellanmjölk" och hit hör till exempel telekomsektorn och tillverkningsindustrin.

Emissionsvolymerna (utbudet av obligationer) förväntas vara relativt oförändrat under 2017. Inom investment grade (IG) torde ökad M&A-aktivitet leda till visst behov av nyemissioner medan bolag med en mer frekvent marknadsnävaro kommer att driva bulken av emissionsvolymerna. Inom high yield kommer volymerna att styras av fortsatt jakt på avkastning hos investerare och mer aggressivt strukturerade lån som konkurrerar med obligationer. Volatiliteten kommer antagligen att vara hög på grund av de politiska riskerna, volatilitet i valutakurser, utvecklingen av amerikanska marknadsräntor och minskade kvantitativa lättnader.

Gröna obligationer fortsätter att utvecklas starkt med rekordnivåer emitterade 2016. Även om Trumps tillträde har skapat en osäkerhet om vart "klimatfrågan" tar vägen (han tycker som bekant att hela konceptet är direkt tramsigt) så är bedömningen att den globala trenden med minskat fossilberoende fortsätter och kommer att påverka flera sektors generella kreditkvalitet genom direkta finansiella effekter, regulatoriska förändringar, förändringar i konsumenters beteende och teknologiskiften. Hit hör förstas kraftbolagen, olja/gas, fordon och flygindustrin.

Sandvik (-/BBB) torde få en skjuts av återhämtningen inom gruv- och metallsektorn där man är en globalt ledande leverantör av utrustning. Utsikterna på kreditbetyget är negativa men vi ser potential för en stabilisering. Vasakronan (-/) är som bekant ett fastighetsbolag med stark ägarbild (statligt via AP-fonder). Bolaget har en mycket väldiversifierad fastighetsportfölj i attraktiva lägen, kanske låter för bra för att vara sant men så är det faktiskt! Inom fastighetssektorn kan man också kontempera bolag med en högre riskprofil som till exempel Klövern (-/-) eller Fastpartner (-/-).

Norwegian (-/-) är ett expansivt flygbolag som framförallt konkurrerar på lågprismarknaden. Man har tagit betydande marknadsandelar under senare år, både inom Europa och interkontinentalt. Till riskerna i sektorn hör till exempel sådant som utvecklingen av bränslepriser (oljepriset underliggande) och miljöpolitiska beslut och ambitioner.

## FÖRSLAG PÅ KREDIT- OCH RÄNTEPLACERINGAR

## AKTUELLA PLACERINGSFÖRSLAG

## Kreditobligationer investment grade FRN (Rörlig ränta)

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Willhem AB	2020-01-27	3m+90	-/-
Hemsö Fastighets AB	2020-06-04	3m +75	A-/
Saab	2019-09-10	3m+80	-/-
Volvofinans AB	2018-06-19	3m+54	-/-
MTG	2018-03-19	3m+70	-/-

## Kreditobligationer investment grade fast ränta

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Leaseplan Corporation	2020-01-24	0,75 %	BBB-/Baa2
Arla Foods Finance	2019-05-28	0,70 %	-/-
Vasakronan	2019-07-31	0,35 %	-/-
Sandvik	2021-10-11	1,35 %	BBB/-

## Kreditobligationer high yield

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Klövern	2019-03-02	3m+250	-/-
Millicom Intl Cellular	2019-04-17	3m+160	-/Ba1
Norwegian Air Shuttle	2020-08-07	3m+520	-/-
Fastpartner	2019-04-05	3m+310	-/-
ComHem AB	2021-06-23	2,15 %	BB/-

## Säkerställda obligationer med fast ränta

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Stadshypotek	2020-06-17	0,30 %	Aaa
Swedbank Hypotek	2022-06-15	0,95 %	Aaa

## Kommunobligationer

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
KI2206	2022-06-01	0,663 %	Aaa

## Certifikat

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Ålandsbanken	2017-03-07	-0,02 %	A-2/K-2
Stockholms Stad	2017-04-18	-0,59 %	AAA
Fabege	2017-04-24	0,10 %	NR
Klövern	2017-04-10	0,31 %	NR
Wallenstam	2017-05-05	0,10 %	NR
Arla Foods Finance	2017-07-17	0,02 %	NR

## FÖRSLAG PÅ SKULDHANTERING

## Risk för överhettning eller "conundrum II"?

Obligationsräntorna började successivt stiga under hösten för att efter presidentvalet i USA ta ordentlig fart norrut. Det gäller såväl våra egna som de europeiska långräntor, trots att den ekonomiska situationen här avviker något från den som råder på andra sidan Atlanten. Plötsligt verkade marknadens "grundmurade" uppfattning att de enorma skuldstockarna, den haltande återhämtningen, oron kring Kina/EM och det obefintliga inflationstrycket som skulle försvåra kommande räntehöjningar ifrågasättas.

AV: PÅR ANDERSSON

Ungefär samtidigt registreras inflationstal som första gången på länge överraskar på uppsidan. Dessa är främst en konsekvens av högre energipriser, men vi har även registrerat tendenser till högre löneökningar i t.ex. USA. Tillsammans med Trumps valvinst, som kan mynna ut i finanspolitiska stimulanser, stärker detta tron på att den historiska räntebotten, efter 30 år av fallande nivåer, redan kan vara passerad. Vad vi ser kan vara en början på en långsiktig trend med stigande långräntor. Uppfattningen ger betydande kapitalomflyttningar där investerare lämnar räntebärande placeringar och köper aktier i större omfattning.

En positiv vinkling av ovanstående resonemang är att världen successivt håller på att lägga finanskrisen bakom sig. Det land som gick först in i krisen har stora möjligheter att fortsätta höja räntan (givet att konjunkturen "rullar på" och att Trump inte "stökar till det"). I år pratar Fed om att göra 2-3 korrigeringar uppåt, att jämföra med utfallet föregående år – då en av "utlovade" 3-4 höjningarna (decembermötet 2015) blev verklighet.

Det lär emellertid dröja minst ytterligare ett par år innan eurozonen är mogen för en första räntehöjning. På risksidan ser vi att politiska störningar från årets val mycket väl kan störa den begynnande framtidstron. Definitivt är detta också på ECB:s radarskärm och det bidrar till att de önskar hålla nere policyräntorna tills vi får större klarhet om såväl politik som konjunktur. Detta sätter också dagordningen för Riksbanken

där kronstyrkan är nyckeln för räntepolitiken.

Räntebindningsmässigt för en skuldförvaltare så är det fortfarande önskvärt att balansera mellan risken att dagens ränteuppgång bryts av ännu en missbedömd konjunkturåterhämtning och möjligheten att styrkan i konjunkturen trots allt ger möjligheter för centralbankerna att fortsätta/börja strama åt. Hur stor blir då långränteuppgången? Kanske får vi en upprepning av händelseutfallet tidigt 2000-talet då korträntorna steg medan långräntan höll sig lugn. Fenomenet döptes till "Conundrum" av Fed-chefen och legenden Alan Greenspan. Står vi inför ett nytt Conundrum – II?

Nedan skissar vi på en lösning som låser räntan mellan en tidpunkt 2 år från idag och en tidpunkt 7 år från idag. Skuldförvaltaren köper en betalarswaption 2y5y med strike 1,50 procent och ställer ut en erhållarswaption 2y5y med strike 1,10 procent. De första två åren, dvs. innan swaptionskorridorrens optionsförfall, ger strategin inte upphov till några ränteflöden. Vid optionsförfall har skuldförvaltaren en rättighet att betala fast ränta på 1,50 procent om man själv vill samt en skyldighet att betala en fast ränta på 1,10 procent om banken vill detta. Endast en, eller ingen, av dessa situationer inträffar dock; båda swaptioner bör aldrig utnyttjas (exerceras) vid samma tidpunkt. Ligger den 5-åriga swapräntan mellan 1,10 procent och 1,50 procent efter 2 år är det irrationellt för endera part att utnyttja sin rättighet. Kunden kan därefter ta ställning till en ny strategi genom att hedga sig till då rådande villkor i marknaden.

## UTFALL FÖR STRATEGIN UNDER OLIKA MARKNADSSCENARIER VID OPTIONSFÖRFALL

Swapräntan i marknaden för motsvarande den underliggande swappen	Utfall	Exempel
Högre än strikeräntan i betalarswaptionen (över intervallet)	Skuldförvaltaren bör välja att exercera sin betalarswaption för att utnyttja sin rättighet att betala fast i den underliggande swappen. Banken väljer däremot att inte utnyttja sin erhållarswaption.	Då 5-årsswapräntan ligger över strikenivån 1,50% bör skuldförvaltaren utnyttja sin rättighet att betala fast 1,50% i 5 år.
Mellan strikeräntorna i de båda swaptionerna (inom intervallet)	Ingen av parterna bör exercera (utnyttja) sin swaption.	Då 5-årsswapräntan ligger mellan 1,10% och 1,50% bör ingen av swaptionerna exerceras.
Lägre än strikeräntan i erhållarswaptionen (under intervallet)	Banken kommer välja att exercera sin erhållarswaption för att utnyttja sin rättighet att erhålla fast i den underliggande swappen. Skuldförvaltaren bör däremot inte utnyttja sin betalarswaption.	Då 5-årsswapräntan ligger under strikenivån 1,10% kommer banken utnyttja sin rättighet att erhålla fast 1,10% i 5 år.



## VÅR VALUTASYN

## Valutamarknaden pendlar mellan Trumpföri och Trumpföbi

Sedan förra Månadens Affärsöversikt publicerades har valutamarknaden övergett en del av hoppet om en Trump-driven tillväxtboom i USA. De ekonomiskt-politiska löften som Trump gav fick dollarn att stärkas kraftigt mot slutet av året. Likväl har osäkerheten om vad Trumps presidentskap faktiskt kommer att innebära i form av faktiska finanspolitiska åtgärder blivit påtaglig och dollarn har försvagats med över 3 procent i handelsvägda termer. Samtidigt har den svenska kronan fått ny kraft av bättre makrodata och stärks till nivåer som torde oroa Riksbanken. Pundet har försvagats sedan i december och valutan varierar med utsikterna mellan en hård- kontra mjuk-brexite. Den norska kronan har tappat mot den svenska utan någon ytterligare hjälp från oljan.

AV: JOHANNA HÖGFELDT



### DOLLARN HAR KORTSIKTIG POTENTIAL PÅ UPPSIDAN TROTS ÖKAD OSÄKERHET

Den kraftiga dollarförstärkningen sedan det amerikanska valet har ebbat ut och dollarn handlar i skrivande stund svagare mot kronan än innan valet. Dollarstyrkan är som vi sett baserade på både ett relativt räntespel och på en förväntan om kraftiga finanspolitiska åtaganden. Utsikterna för räntehöjningar från Fed fortsätter att hållas uppe av en relativt stark amerikansk ekonomi. Till det har man adderat potential för ökad tillväxt till följd av infrastrukturinvesteringar, skattelättnader och avregleringar. Marknaden förhåller sig nu avvaktande till vad som kommer att skilja mellan förväntningar och verklighet. En nedskallning av de högt uppskrivade förväntningarna förklarar delvis den senaste tidens dollarnedgång.

Vi förväntar oss att Fed höjer policyräntan två gånger till under året och den relativa räntefördelen motiverar fortsatt dollarstyrka mot kronan på 3 månaders sikt. På längre sikt tror vi att dollarn kommer att falla tillbaka, både mot euron och kronan, i takt med starkare ekonomisk utveckling i Europa och Sverige. Vi bedömer att riskerna på nedsidan kvarstår i fall en aggressiv handelspolitik implementeras och i sin tur även infekterar de politiska relationerna mellan USA och omvärlden, t.ex. Kina. Denna typ av handelspolitik är förvisso inflationsdrivande och i sig åtstramande vilket talar för mindre incitament för den nya presidenten att initiera "ett regelrätt" handelskrig. Vår dollarprognos baseras på att handelspolitiken inte blir fullt så protektionistisk och att Trump de facto lyckas driva igenom delar av sin finanspolitiska agenda i kongressen. Vi prognostiserar dock en mer försiktig dollaruppgång på kortsikt jämfört med tidigare och USDSEK förväntas handla på en månads sikt på 8,95 och på tre månaders sikt på 9,17.



### KRONAN HAR FÅTT ETT NYTT LIV OCH KAN MÖTA MOTSTÅND FRÅN RIKSBANKEN

Den svenska kronan har relativt snabbt stärkts över 4 procent mot euron sedan i december. Svenska makrodata har fortsatt att överraska på den positiva sidan både vad gäller inflations- och sentimentindikatorer. Även den importerade inflationen har visat på uppgång där den tidigare kronförsvagningen börjat ge den efterlängtdade effekten. Riksbankens kommunikation vid det senaste räntemötet avslöjade ett något mer positivt tonläge och det faktum att direktionen nu har tre reservanter till ytterligare kvantitativa lättnader öppnade upp för nya starkare nivåer för kronan. Riksbankens valutaprognos

indikerar i dagsläget klart svagare nivåer än rådande och marknaden är nu vaksam för eventuella verbala interventioner från Riksbankens håll. Riksbanken har varit tydlig med att en alltför snabb kronförstärkning riskerar att hämma den pågående återhämtningen i inflationen.

Vi förväntar oss att kronan på sikt kommer att fortsätta stärkas mot euron. Den svenska ekonomin visar alltfler styrke-tecken vilket gör det något lättare för Riksbanken att tolerera en starkare krona. Kronstyrkan mot euron håller i sig då den närmaste perioden kommer att vara en orolig tid i Europa med kommande nyckelvalen. Vi utgår i vårt basscenario från att de populistiska partierna inte får fäste och hotar eurosamarbetet, vilket i så fall skulle förändra riskbilden på marknaden markant. På medellång och lång sikt anser vi att kronan fortfarande är undervärderad sett i relation till svenskt bytesbalansöverskott och tillväxt som fortsätter överstiga den potentiella trendtillväxten. Vi har reviderat ned vår EURSEK prognos på både en månads och tre månaders sikt till 9,40 respektive 9,35.



### FORTSATT PUNDSVAGHET GÅR INTE ATT UNDVIKA

Pundet har under de senaste två månaderna försvagats sammantaget med ca 6 procent mot kronan. Den starka kronutvecklingen förklarar delvis rörelsen men pundet har även försvagats marginellt mot euron. Utsikterna för de brittiska utträdesförhandlingarna fortsätter orsaka huvudbry för marknaden. Pundets utveckling är beroende av huruvida utträdesvillkoren kommer att utformas för ett hårt eller mjukt EU-utträde. Tongångarna från Storbritanniens sida har varit relativt hårda där premiärminister May tydligt visat vilja att kontrollera gränserna mot EU samtidigt som hon vill ha kvar tillgången till EUs inre marknad. EU i sin tur har varit tydlig med att det inte går att både äta kakan och ha den kvar, vilket talar för att Storbritannien behöver "betala ett pris" för sitt utträde. Vi tror att pundet fortsätter att försvagas trots att en del av den hårda inriktningen redan är inprisat. Domstolen beslutade nyligen att parlamentet måste involveras när utträdesansökan aktiveras. Detta kan på marginalen ha en viss positiv effekt på pundet då parlamentets delaktighet innebär mindre inflytande för May och hennes hårda linje.

Den brittiska ekonomin kommer på sikt att belastas av utträdet ur EU och kräver en svagare valuta för att parera de negativa konsekvenserna. En svag valuta agerar som stöddämpare och förbättrar Storbritanniens kraftiga bytesbalansun-

## VÅR VALUTASYN

derskott via ökad export. Vi kvarstår vid vår vy att det brittiska pundet på kort- och medellång sikt försvagas mot kronan och vi har i grunden en positiv EURGBP-prognos som baseras på oförändrad politiskt läge efter de europeiska valen. Vår prognos för GBPSEK på en och tremånaders sikt ligger nu på 10,80 och 10,75.

NOK

## SIDLEDES UTVECKLING MEN FÖRBÄTTRAT UNDERLIGGANDE MOMENTUM

Den norska kronan har försvagats mot den svenska sedan förra utgåvan av Månadens Affärsöversikt i en allmän SEK-styrka. Den norska kronan fick tidigare stöd från stigande oljepriser i samband med överenskommelse inom OPEC i november om produktionsnedskärningar. Momentumet i oljepriset har därefter avtagit och brentoljan har stabiliserats kring 55 dollar per fat. Vår bedömning är att oljepriset på sikt kommer

att stiga, dock inte så mycket då ett ökat utbud från USA väntas motverka prisökningar. Långsiktigt anser vi att prisnivån kommer att stabiliseras kring 65 dollar per fat på två års sikt.

Vi tror att den norska kronan har potential att marginellt stärkas mot den svenska. Norges Bank är klar med stimulanserna och kommer att sitta still i båten i avvaktan på att inflationstakten successivt stiger. Vi ser redan signaler på en förbättring i den norska konsumtionen och när effekten av de tidigare låga energipriserna klingar av kommer inflationstakten, som redan i dag ligger över den svenska, att stiga. Skillnaden mellan den svenska och norska kronan styrs av relativt räntespel i brist på direkt guidning från oljepriser. Vi tror att Norges Bank kommer att höja räntan före Riksbanken vilket gynnar den norska kronan något på lite längre sikt. Vår prognos på NOKSEK på en och tre månaders sikt är 1,06 respektive 1,07.

## VÅR VALUTASYN: TILLVÄXTMARKNADER

## Tuppfäktning skapar turbulens

Året har inletts med stora variationer mellan olika tillväxtvalutor. Den bästa utvecklingen finner vi för valutorna i länder med stor råvaruproduktion som Ryssland och Brasilien. Sämst har det gått för valutorna i Turkiet och Mexiko. Vi förväntar oss en fortsatt spretig utveckling och är generellt negativa till flertalet tillväxtvalutor det närmaste halvåret mot bakgrund av förväntningar på en starkare dollar och högre räntor i USA. I denna miljö kommer råvaruproducenter att klara sig relativt bättre medan vi ser fortsatt fall för valutorna i länder med lågt politiskt förtroende och med stora underskott gentemot omvärlden.

AV: HANS GUSTAFSON

Vi bedömer att den nya regeringen i USA kommer att vara aktiv under det första halvåret i år och leverera beslut i linje med vallöftena. En expansiv ekonomisk politik kommer att öka inflationstrycket i USA då den amerikanska ekonomin redan i utgångsläget är nära full sysselsättning. Därutöver kan protektionistiska skatter direkt dra upp inflationen genom högre importpriser och därigenom öka förväntningarna på fler räntehöjningar i USA än vad som är inprisat i dagsläget. Detta innebär att det blir dyrare för länder med stora skulder tagna i amerikanska dollar. Mest utsatt är Turkiet med sitt stora bytesbalansunderskott i kombination med ett mycket svagt förtroende för den ekonomiska politiken.

**KINA:** Kina har, i likhet med USA, stora maktambitioner. Detta kommer att prägla såväl Kinas utrikespolitik som den inhemska politiken under 2017. I höst har kommunistpartiet sin 19:e partikongress där många politiker kommer att bytas ut. För regeringen kommer det att vara än mer viktigt att visa upp en prydlig fasad. Detta innebär att den ekonomiska politiken kommer att vara fortsatt expansiv och att Kina inte kommer att backa för påtryckningar från USA. Pressen var stor på renminbin i slutet av 2016 och i början av januari i år. De kinesiska myndigheterna lyckades stabilisera renminbin men först efter omfattande kapitalkontroller och kraftig åtstramning av likviditeten i Hong Kong. Förväntningar på en starkare dollar och högre räntor i USA sätter press på renminbin. Oron och osäkerheten är stor över vilka handelsåtgärder USA kan tänkas vidta mot Kina. Någon form av protektionistisk åtgärd är högst sannolik. Vi tror däremot inte att USA kommer att deklarera Kina som en valutamanipulator. Om Kina släpper kontrollen av sin valuta skulle sannolikt renminbin försvagas ytterligare, bl.a. mot bakgrund av stora diversifieringsflöden från kinesiskt sparkapital. Vi bedömer att Kina fortsätter med en gradvis försvagning av den handelsvägda renminbin så länge som exportutvecklingen är svag. Vår prognos för renminbin är EUR/CNY på 7,35 (7,36) och CNY/SEK 1,26 (1,29) om sex månader.

**RYSSLAND:** Återhämtningen av den ryska ekonomin fortsätter, om än i en svag takt. Stämningläget har förbättrats kraftigt. Inköpschefsindex för såväl tjänstesektorn som tillverkningsindustrin befinner sig på de högsta nivåerna på över tre år. Inflationstakten har fallit snabbt. Under december steg konsumentpriserna med 5,4 procent i årstakt vilket är ca en tredjedel jämfört med stora delar av 2015. Detta stärker hushållens reala köpkraft. Efterfrågan är däremot fortfarande

mycket låg. Detaljhandeln faller med ca 5 procent i årstakt. Rubeln har stärkts i linje med högre oljepriser. Vi är försiktigt optimistiska till rubeln den närmaste tiden givet vår syn på fortsatt stabila oljepriser och en hög ränteskillnad. Om USA lägger om sin utrikespolitik och närmar sig Ryssland är det inte osannolikt att delar av sanktionerna börjar hävas. Detta skulle stärka rubeln mer än vår prognos. Vi förväntar oss att rubeln handlas på EUR/RUB på 60,7 (63,3) och RUB/SEK på 0,15 (0,15) om sex månader.

**BRASILIEN:** Tillväxten har stabiliserats i Brasilien tack vare stöd från stigande råvarupriser. Det har även gjorts vissa framsteg på det politiska området efter att regeringen beslutat om ett tak för de offentliga utgifterna. För att taket ska fungera i praktiken måste dock även socialförsäkringssystemet reformeras då kostnaderna för detta system står för runt 40 procent av de offentliga utgifterna och ökar snabbt i takt med att befolkningen åldras. Detta är en rejäl utmaning för regeringen. Tillväxten är väldigt svag och den höga arbetslösheten fortsätter att stiga. Hushållens konsumtion försvagas till följd av stigande arbetslöshet, svag köpkraft och tuffa lånevillkor. Både reallöner och försäljningssiffrorna i detaljhandeln har sjunkit sedan slutet av 2014. Däremot har inflationstakten fallit kraftigt vilket öppnar upp för räntesänkningar framöver. Den politiska risken förblir dock hög eftersom förtroendet för regeringspolitikerna är i botten. Vi är för tillfället neutrala till den brasilianska realen då negativa effekter av politisk osäkerhet motvägs av stigande råvarupriser. Vår prognos för realen på sex månaders är EUR/BRL 3,48 (3,34) och BRL/SEK 2,67 (2,84).

**INDIEN:** Regeringens kontroversiella beslut att byta gamla sedlar mot nya slår hårt mot tillväxten i Indien. Detta avspeglas tydligt i inköpschefsindex som rasade under 50-strecket under december från toppen på 54,4 i oktober. Investeringar och kredittillväxt är sedan tidigare svaga. Indien påverkas däremot endast marginellt av eventuella handelshinder från USA då utrikeshandeln utgör en liten del av den totala indiska ekonomin. Inflationstakten har fallit tillbaka och är nära bottennivån på 3,3 procent från slutet av 2014. Detta öppnar upp för en snar räntesänkning från centralbanken. Vi bedömer att de även kommer att tillåta en viss försvagning av rupien för att tillsammans med lägre räntor motverka sedelbytet negativa effekter på efterfrågan. Vi har en marginellt negativ syn på rupien de närmaste månaderna och har en prognos på EUR/INR 71,4 (72,1) och INR/SEK 0,13 (0,13) om sex månader.

## FÖRSLAG PÅ VALUTAHANTERING

## Strategier för euro, dollar och pund

AV: PATRIK LARSSON

**STRATEGI FÖR EUR-KÖPARE:  
1 BY 2 (BOOSTER) MED KNOCK OUT, 3 MÅNADERS LÖPTID  
(SPOT REF 9,4300)**

Strategin ger innehavaren rätt köpa euro till kurs 9,31, om inte 9,70 nås under löptiden. Det kan jämföras med aktuellt terminspris på 9,4270. Strategin ger möjlighet att köpa euro till en klart bättre nivå jämfört med en terminssäkring.

Om spotkursen på förfalldagen ligger på 9,31 eller lägre måste innehavaren emellertid köpa det dubbla beloppet.

**STRATEGI FÖR USD-KÖPARE:  
FLEXIBEL TERMIN MED DUBBLA BARRIÄRER, 3 MÅNADERS  
LÖPTID (SPOT REF 8,7450)**

En flexibel termin ger kännedom om det sämsta tänkbara utfallet samtidigt som möjligheten kvarstår att köpa till bättre nivåer. Denna variant ger dessutom möjlighet att tjäna på en eventuell uppgång i kursen.

Denna strategi ger innehavaren rätten att köpa USD till kursen 8,88. Det skall jämföras med aktuellt terminspris på 8,7050. Om USD kursen handlas lägre än 8,88 men högre än barriären 8,35 under hela löptiden kan innehavaren köpa USD till marknadspris. Om USD kursen handlas 8,35 eller lägre någon gång under löptiden måste innehavaren köpa till kurs 8,88.

För varje öre högre kurs än 8,88 får innehavaren rätt att köpa till lägre kurs i motsvarande mån. Om barriären 9,30 bryts någon gång under löptiden faller möjligheten att tjäna på uppgången.

**STRATEGI FÖR GBP-SÄLJARE:  
TERMIN MED INTERVALL, 3 MÅNADERS LÖPTID  
(SPOT REF 11,0600)**

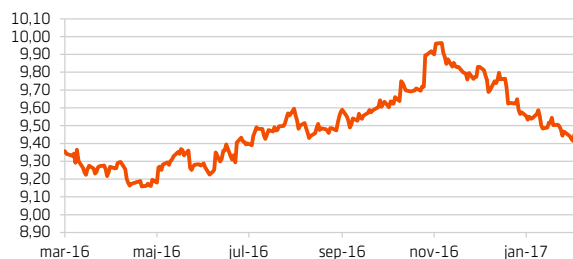
En termin med intervall ger kännedom om sämsta tänkbara utfall, samtidigt som möjligheten finns att sälja till betydligt bättre nivå om intervallet inte bryts under löptiden.

Denna strategi ger innehavaren rätten att sälja pund till kursen 10,80. Det skall jämföras med aktuellt terminspris på 11,0300. Om pundkursen handlas inom intervallet 10,68–11,50 hela löptiden betalas en premie motsvarande 70 öre per pund till innehavaren, vilket ger en effektiv kurs på 11,50. Om intervallet bryts någon gång under löptiden utgår ingen premie, och innehavaren säljer till kurs 10,80.

Nästa nummer av Månadens Affärsöversikt utkommer tisdagen den 14 mars.

Du hittar som vanligt Swedbanks dagliga kommentarer om makroläget, ränte- och valutamarknaden på [swedbank.se/insikt](http://swedbank.se/insikt). Där kan du även hitta länk till våra tv-sändningar, som heter [Swedbank Direkt](#).

Kronor per EUR



Kronor per USD



Kronor per GBP



EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET	EUR-KÖPARE
9,75	Innehavaren har förlorat rättigheten att köpa till 9,31 och får därmed köpa till rådande kurs	
9,50	Innehavaren har rätt att köpa euro till kursen 9,31	
9,20	Innehavaren har skyldighet att köpa dubbel volym till kursen 9,31	
EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET	USD-KÖPARE
9,40	Innehavaren har rätt att köpa USD till kursen 8,88	
9,10	Innehavaren har rätt att köpa dubbel volym USD till kursen 8,88, vilket ger en effektiv kurs på 8,66 (Halva volymen säljs av med vinst om 0,22. 8,88-0,22=8,66)	
8,50	Innehavaren köper USD i spotmarknaden	
8,20	Innehavaren är skyldig att köpa USD till kursen 8,88	
EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET	GBP-SÄLJARE
11,60	Innehavaren är skyldig att sälja pund till kurs 10,80	
11	Innehavaren är skyldig att sälja pund till kurs 10,80 samt erhåller 70 öre per pund, vilket ger effektiv kurs 11,50.	
10,50	Innehavaren har rätt att sälja pund till kursen 10,80	

**Notera att strategierna** har inslag av optioner, att en köpt option innebär en rättighet och en såld option innebär en skyldighet, och för att genomföra någon av dessa strategier krävs ett minsta motvärde om cirka 1 miljon SEK.

## Kontaktinformation

### STORA FÖRETAG & INSTITUTIONER

Besöksadress: Landsvägen 40, Sundbyberg  
Postadress: 105 34 Stockholm

#### FICC

Chef  
Jan Peter Larsson Tel: 46 8 5859 7736  
e-post: jan.peter.larsson@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales

Chef  
Maria Janson Tel: 46 8 5859 2219  
e-post: maria.janson@swedbank.se

#### Valutahandel

Chef  
Anders Thorsson Tel: 46 8 700 94 34  
e-post: anders.thorsson@swedbank.se

#### Räntehandel

Chef  
Claes Göthman Tel: 46 8 700 92 80  
e-post: claes.gothman@swedbank.se

#### Kredithandel

Chef  
Kerstin Björklund Tel: 46 8 700 98 90  
e-post: kerstin.bjorklund@swedbank.se

#### Analys

Chef  
Olof Manner Tel: 46 70 56 79 312 eller  
46 70 87 251 87  
e-post: olof.manner@swedbank.se

#### Makroanalys

Chef  
Magnus Alvesson Tel: 46 8 5859 3341  
e-post: magnus.alvesson@swedbank.se

#### Strategi och Allokering

Chef  
Sara Arfwidsson Tel: 46 70 899 24 47  
e-post: sara.arfwidsson@swedbank.se

### ANALYS

#### Makro

Chefekononom  
Anna Breman Tel: 46 70 314 95 87  
e-post: anna.breman@swedbank.se

Knut Hallberg Tel: 46 8 700 93 17  
e-post: knut.hallberg@swedbank.se

Jörgen Kennemar Tel: 46 8 700 98 04  
e-post: jorgen.kennemar@swedbank.se

Åke Gustafsson Tel: 46 8 700 91 45  
e-post: ake.gustafsson@swedbank.se

Cathrine Danin Tel: 46 8 5859 0000  
e-post: cathrine.danin@swedbank.se

Martin Bolander Tel: 46 8 700 92 99  
e-post: martin.bolander@swedbank.se

Ingrid Wallin Johansson Tel: 46 8 700  
92 95. e-post: ingrid.wallin-johansson@  
swedbank.se

#### Valutor

Anders Eklöf Tel: 46 8 700 91 38  
e-post: anders.eklof@swedbank.se

Johanna Högfeldt Tel: 46 8 700 91 37  
e-post: johanna.hogfeldt@swedbank.se

#### Räntor

Pär Magnusson Tel: 46 72 206 06 89  
e-post: par.magnusson@swedbank.se

#### Tillväxtmarknader

Hans Gustafson Tel: 46 8 700 9147  
e-post: hans.gustafson@swedbank.se

### KUNDHANDEL

#### Corporate and Retail Sales Stockholm

Simon Oljans Tel: 46 8 700 99 14  
e-post: simon.oljans@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales Göteborg

Klas Sandesjö Tel: 46 31 739 78 01  
e-post: klas.sandesjo@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales Malmö

Madelene Jonsson Tel: 46 40 24 22 80  
e-post: madelene.jonsson@swedbank.se

## Viktigt information

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Large Corporates & Institutions (LC&I) Makro Research. Makro Research består av research-avdelningar i Estland, Lettland, Litauen, Norge och Sverige, och de är ansvariga för att förbereda rapportering om den ekonomiska utvecklingen på globala och hemmamarknader.

### Analytikerns intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de företag och värdepapper som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

### Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av Makro Research analytiker på LC&I och ges ut av affärsområdet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank First Securities LLC ("Swedbank First"), som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något värdepapper som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank First. Swedbank First är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos the Securities and Exchange Commission, och är medlem av the Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank First är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:

<http://www.swedbankfs.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investerings-aktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order ("high net worth companies, unincorporated associations etc").

- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

### Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument.

Observera att analysen kan vara subjektiv. Analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

### Intressekonflikter

På Swedbank LC&I har interna riktlinjer implementerats för att säkerställa integriteten och oberoendet av analytikerna.

Riktlinjerna innehåller regler för, men inte begränsat till: kontakter med de företag som bevakas; personligt engagemang i de bolag som bevakas; deltagande i investment banking verksamhet och tillsyn och granskning av research produkter. Till exempel:

- Research produkter baseras enbart på publik information.
- Analytikerna tillåts i allmänhet inte ha några innehav eller positioner (långa eller korta, direkt eller via derivat) avseende aktier eller aktierelaterade instrument i företaget de analyserar.
- Ersättningen till personalen inom Makro Research kan innefatta diskretionära utmärkelser baserade på företagets totala intäkter, inklusive intäkter för investment banking. Dock ska ingen sådan personal få ersättning baserat på specifika investment banking transaktioner.

### Planerade uppdateringar

Makro Research produkter uppdateras vanligtvis en gång per månad.

### Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank LC&I:s medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Mångfaldigad av Swedbank Large Corporates & Institutions, Stockholm 2014.

### Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.  
Besöksadress: Landsvägen 40, 172 63 Sundbyberg