



Konjunktur & Marknad

Länsförsäkringar Kapitalförvaltning

8 februari, 2005

Länsförsäkringars Konjunkturprognos 2005:1

Den bästa av världar i Sverige – hög tillväxt och låg inflation

- ❖ Svensk ekonomi går på högvarv. Under 2005 och 2006 är det svårt att hitta faktorer som skulle kunna bromsa framfarten. Vi väntar oss därför ett fortsatt konjunkturuppsving under den närmaste tvåårsperioden.
- ❖ Sysselsättningen har fått en trög start men det ser betydligt ljusare ut för åren framöver. Mot bakgrund av ett allt starkare efterfrågeläge väntar vi oss att jobben kommer.
- ❖ Sverige lever i en låginflationsmiljö. Visserligen kommer ett successivt utnyttjande av befintliga resurser att medföra prishöjningar men det låga utgångsläget gör att risken för en inflationsbrasa är liten.
- ❖ Riksbanken kan till följd av den låga inflationen avvakta med räntehöjningar. Vi räknar med fortsatt låga korträntor under resten av året. Först mot slutet av året kan det bli aktuellt med en första räntehöjning från Riksbanken.
- ❖ Mot bakgrund av de goda konjunkturutsikterna i svensk ekonomi är vi positiva till den svenska börsen för 2005. Det finns dock andra marknader som vi tror kommer att gå bättre.

Länsförsäkringars prognoser:

BNP-prognoser

	2003	2004	2005	2006
USA	3	4,4	3,7	4,0
Japan	1,3	2,9	1,4	1,8
EMU	0,9	1,7	1,7	2,0
Storbritannien	2,2	3,4	2,5	2,3
Sverige	1,5	3,7	3,7	3,4
Global	3,0	4,7	4,0	4,0

Aktiemarknader (i lokal valuta) 12 mån sikt från 4 februari

USA	10%
Euroland	8%
Sverige	9%
Japan	3%
Asien	11%
Globalt	9%

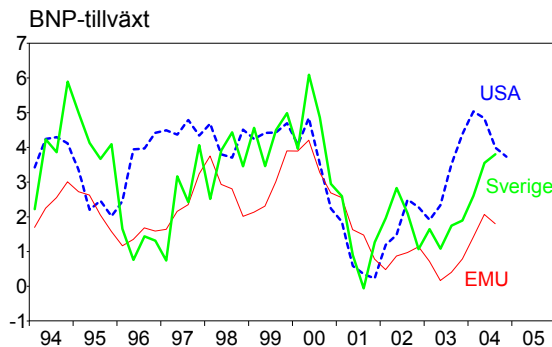
Finansiella prognoser

	04-feb	12 mån sikt
Fed funds (USA)	2,50	4,00
Refi rate (EMU)	2,00	2,00
Reporänta (Sverige)	2,00	2,25
10 år USA	4,15	5,00
10 år Tyskland	3,55	4,10
10 år Sverige	3,75	4,35
Spread Sv-Ty	0,20	0,25
EUR/USD	1,30	1,25
SEK/EUR	9,01	8,95
TCW	124	124



Kris föder framgång

Svensk ekonomi står sig väl i tillväxtligan. I fjol växte BNP i Sverige sannolikt med drygt 3,5 procent, vilket kan jämföras med den blygsamma tillväxten på knappt 2 procent i EMU-området. Även för de närmaste åren väntar vi oss en betydligt starkare tillväxt i Sverige än i Kontinentaleuropa.

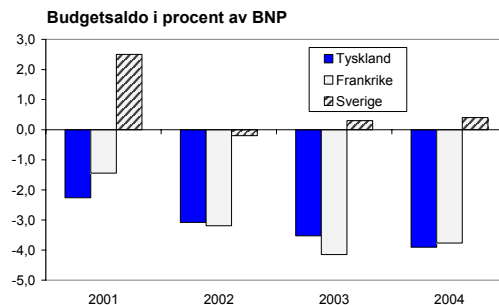


Sverige utklassar EMU

Varför går det bättre i Sverige? Den traditionella bilden som ofta målas upp är den ett svenskt urholkat välfärdssamhälle som successivt glidit ner i välståndsligan. Tyskland har till exempel framstått som ekonomiskt överlägset sin lillebror i nord.

Många saker har dock förändrat bilden ganska radikalt under den senaste dryga 10-årsperioden. I Sverige tvingades vi till nödvändiga och samtidigt smärtsamma reformer i och med att den så kallade fastighets- och lånebubblan sprack i slutet av 80-talet och i början av 90-talet. Vår penningpolitiska regim förändrades från att försvara en fast växelkurs till att upprätthålla ett stabilt penningvärde över tiden. Kronan tilläts med andra ord flyta fritt samtidigt som räntan användes för att värna om inflationen. Det innebär i sin tur att det inte längre finns någon uppenbar risk för att räntorna plötsligt skjuter i höjden för att försvara växelkursen. Rimligtvis bör en rörlig växelkurs även ta bort en del av tidigare tvivel om svenska företags konkurrenskraft, som många gånger gynnats via en konstlad devalveringspolitik. I och med att kronan nu flyter fritt är det marknaden som bestämmer värdet på kronan.

Samtidigt som vi instiftade en oberoende Riksbank med syfte att värna om ett stabilt penningvärde gjordes också betydande förändringar inom finanspolitiken. Från en modell som tillät att utgifterna skenade iväg under höginkomståren, vilket resulterade i stora underskott under låginkomståren, till en betydligt mer uppstramad finanspolitik. Nya målsättningar för budgetdisciplin och tydliga utgiftstak inrättades, vilket också har lett till att Sverige har gått från höga budgetunderskott till överskott samtidigt som utgifterna inte har skenat iväg. Sverige har också fått ett kvitto på att den förändrade finanspolitiska inriktningen har varit lyckosam genom penningmarknaden. Differensen mellan svenska och tyska långräntor har krympt avsevärt under den här perioden och har till och med i vissa perioder varit negativ, det vill säga svenska räntor har varit lägre än motsvarande tyska. I klartext betyder det att utländska investerare har förtroende för svensk ekonomi. Naturligtvis finns det oro för att budgetdisciplinen har minskat något under de senare lågkonjunkturåren men fortfarande uppvisar Sverige bättre resultat än många



andra länder, framför allt i Kontinentaleuropa. Många länder i EMU-området har haft stora problem att leva upp till stabilitetspaktens krav på de offentliga utgifterna. Budgetunderskotten har accelererat och statsskulden har i många länder snarare ökat än minskat. Kanske just den bristande disciplinen i Europa är det största hotet mot att även vår regering lockas till att släppa på utgiftstak och budgetmål.

I Sverige har vi även genomfört en omfattande omläggning av vårt pensionssystem för att klara av pensionsbördan på sikt. I många andra länder i Kontinentaleuropa återstår detta gigantiska problem att lösa.

Därutöver har avreglering av olika marknader också inneburit en effektivisering av våra ekonomiska sy-



stem. En bättre fungerande kapitalmarknad och en konkurrensutsatt el- och telemarknad har varit viktiga inslag till utvecklingen av svensk ekonomi under den senaste tioårsperioden.

Sammantaget har Sverige under en mängd år rustat för att öka tillväxten. De förändringar som genomfördes under 90-talet var politiskt känsliga och i grunden mycket impopulära beslut. Varför Sverige kunde genomföra dessa kan nog endast förklaras med att vi befann oss i djup kris. Med andra ord kan man krasst säga att många länder i EMU först måste hamna i ordentlig kris för att nödvändiga reformer ska vara genomförbara. Ett positivt tecken är dock att man till exempel i Tyskland faktiskt har fått igenom ett beslut om en förändring i arbetsmarknadslagstiftningen. Frågan är väl snarare om socialdemokraterna efter detta kommer att bli återvalda.

Även för Sveriges del finns det naturligtvis alltid fler reformer att tillgripa för att öka incitamenten för en fortsatt god svensk tillväxt. En ljusglimt i dagsläget är att det inte bara rapporteras om nedläggningar bland storföretagen utan att vi också har fått ett och ett och annat glädjande tecken på att företagandet i Sverige faktiskt är på väg upp. Enligt Bolagsverkets senaste statistik hade till exempel antalet nyregistrerade aktiebolag ökat med 30 procent under 2004. Vi får hoppas att det är en ny trend. Slutsatsen är att svensk ekonomi står sig väl jämfört med de flesta länderna i EMU-området.

Urstark svensk tillväxt

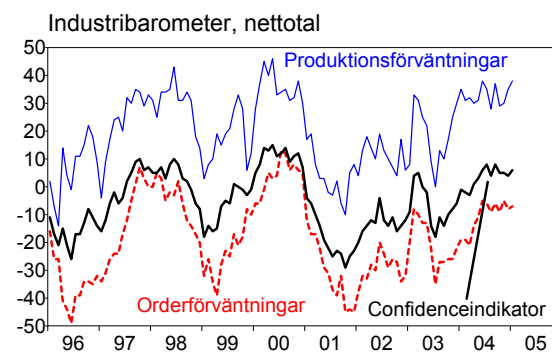
Det är svårt att finna faktorer som skulle kunna bromsa svensk tillväxt för de närmaste två åren. Låg ränta, ett bättre arbetsmarknadsklimat och företag som andas ökad optimism gör att vi räknar med ett fortsatt konjunkturuppsving. Det som bromsar utvecklingen är att vi inte kan räkna med något bidrag från utrikeshandeln.

Företagen vågar investera igen

Sverige har i linje med den globala konjunkturen lagt några tunga år bakom sig i sviterna av den så kallade IT- och börsbubblan våren 2000. Företagen har sedan dess städad i sina balansräkningar och genomfört betydande kostnadsrationaliseringar. Detta innebär att företagen återigen går med vinst, vilket också har resulterat i att aktiekurserna har stigit från bottennoteringarna. Generellt har företagen, liksom placerarna, varit rädda för att ta på sig risk igen, vilket har resulterat i en svag investeringsvilja. Under fjolåret har dock företagen

känt av en ökad efterfrågan. Både orderingången och produktionen har ökat. Företagen har därmed utnyttjat det låga ränteläget och gjort en del nyinvesteringar.

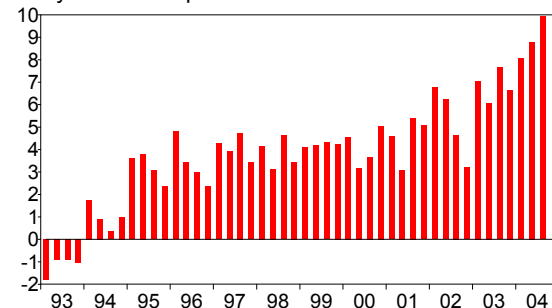
I olika barometrar, som tar tempen på företagen, har indikationerna också varit något mer positiva. I den senaste barometern från Konjunkturinstitutet är alla branscher överlag positiva över utvecklingen av orderläge och produktionsplaner. Det som fortfarande släpar efter är sysselsättningen, där det endast är ett fåtal branscher som rapporterar ökad efterfrågan av arbetskraft. Detta gäller i huvudsak inom tjänstenäringsområden som data och telekom. Även byggsektorn rapporterar om behov av nyanställningar.



Investeringsbilden har sammanlagt blivit betydligt ljusare under fjolåret med en investeringsuppgång på sannolikt sex procent. Blickar vi framåt är förutsättningarna mycket goda för att vi får se en fortsatt stark investeringsuppgång för året framöver.

Kronan har stärkts rejält under den senaste tvåårsperioden, framför allt mot dollarn. Trots detta visar svensk exportindustri upp en imponerande exportframgång. Efterfrågan på oljerelaterade produkter har ökat mest. Även exporten från stål- och metallindustrin har ökat rejält under de tre första kvartalen 2004. Exporten av telekom och fordon har dessutom ökat med 12 procent vardera under perioden januari till och med oktober i fjol jämfört med samma period föregående år.

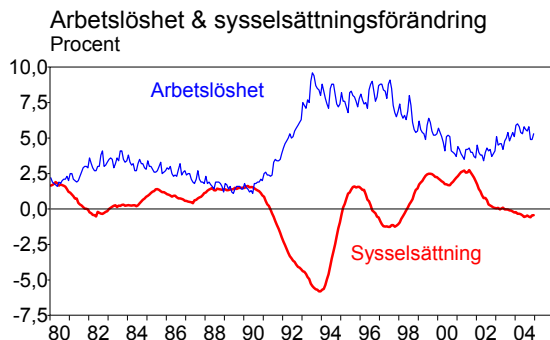
Bytesbalans i procent av BNP



Detta visar också på att svensk industri klarar av en starkare valuta. Överskotten i svensk handel med utlandet har stigit ytterligare under fjolåret och bytesbalansöverskottet är exceptionella tio procent av BNP. Vi väntar oss att handeln med utlandet fortsätter att vara stort. Men i takt med att efterfrågeläget stiger i den inhemska ekonomin kommer detta leda till att importintäkterna kommer att överstiga exportintäkterna, varför vi inte räknar med ytterligare positiva bidrag från utrikeshandeln under åren framöver.

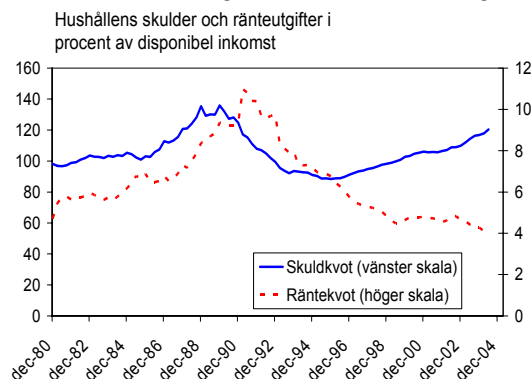
Jobben kommer

Den svaga arbetsmarknaden har gjort att den svenska tillväxten har genererats av en mycket stark produktivitetökning. Detta har samtidigt hjälpt till att hålla inflationen på en fortsatt låg nivå. Företagen har helt enkelt valt att göra kapitalinvesteringar framför sysselsättningsinvesteringar i den här begynnande konjunkturuppgången. Utgångsläget har också inneburit att företagen stod kvar med en för stor kostym efter börs- och investeringsfallen 2000. Det innebär även att kapacitetsutnyttjandet i ekonomin har varit lågt och därmed har behovet av nyanställningar tagit längre tid i denna cykel än vad vi räknat med. Kostymen är nu slimmad till en mer lagom storlek samtidigt som det starka efterfrågeläget innebär att de lediga resurserna successivt kommer att minska. Detta kommer att leda till att efterfrågan på arbetskraft kommer att stiga de närmaste åren. Med tanke på det fortsatt låga kapacitetsutnyttjandet är det dock först under 2006 som vi får se en större sysselsättningsökning. Positivt för sysselsättningsutvecklingen är att företagen i vissa branscher indikerar behov av nyanställningar samtidigt som bemanningsföretagen rapporterar ökad efterfrågan av tjänster. Detta i kombination med att vi har sett en betydande uppgång i antalet arbetade timmar under 2004 visar på att behovet av arbetskraft ändå har tagit fart. Vi ser därför en bred sysselsättningsuppgång på cirka 80 000 nya jobb inom en tvåårshorisont.



Hushållen riskbenägna

Om företagen har varit ovilliga att ta på sig risk under de senaste åren så har detta inte gällt hushållen. Här syns tydligt att Riksbankens penningpolitik har fått effekt. Trots en försvagad arbetsmarknad har hushållen stått emot och faktiskt fortsatt att konsumera i en relativt hög takt. Hushållen agerade därmed stöddämpare för det stora investeringsfall som vi såg framför allt under 2001 och 2002. Det låga ränteläget har gynnat konsumenterna dels genom att det har varit generellt förmånligt att ta på sig nya lån, dels för att gamla lån har kunnat läggas om till en mer fördelaktig räntenivå. Hushållen har med andra ord fått mer pengar över till konsumtion när lånen har betalats. Den ökade efterfrågan på bostäder har dessutom drivit upp huspriserna så att hushållens reala förmögenhet har stärkts. Det har inneburit ytterligare möjligheter för hushållen att öka sin skuldsättning. Resultatet har varit en mycket god konsumtionsutveckling men också en snabbt stigande

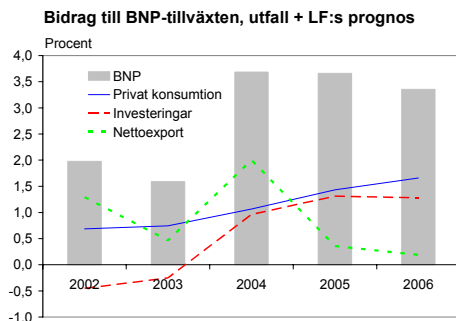


skuldsituation för hushållen. Hushållen är betydligt mer skuldsatta idag än för fem år sedan. Här kan man höja en varningens finger men å andra sidan har hushållens budgetutrymme snarare förstärkts under samma period i och med de låga ränteutgifterna. Ränteutgifterna i relation till disponibel inkomst har faktiskt sjunkit de senaste åren. Risker för en lånebubbla skall därför inte överdrivas. Hushållen har marginal för att klara av en högre räntenivå i dagsläget. Hushållen har också kunnat se sina inkomster stiga under de senaste åren trots lägre sysselsättning. Det har att göra med att samtidigt som Riksbanken har fört en expansiv penningpolitik har även finanspolitiken verkat i samma riktning. Skatter har sänkts, vilket har gett ett visst ökat bidrag till hushållens plånbok. Det i kombination med att hushållens förmögenhet har stigit, framför allt reellt i och med husprisökningar, har inneburit att hushållen har haft möjlighet att öka konsumtionen. Konsumtionsökningen under 2004 bidrog sannolikt med ungefär en fjärdedel av BNP-tillväxten. Detaljhandelsförsäljningen överras-



kade starkt under julhandeln. Hushållen har också blivit mer optimistiska om framtiden. Indikatoren för hushållens förtroende (den så kallade consumer confidence-indikatoren) steg på nytt i januari och indikerar att köpfesten inte är slut än. I och med det fortsatt låga ränteläget i kombination med att sysselsättningen nu också väntas vända upp är förutsättningarna för en stark konsumtion under 2005 goda. Sålunda räknar vi med att bidraget från konsumtionen kommer att öka under prognoshorisonten.

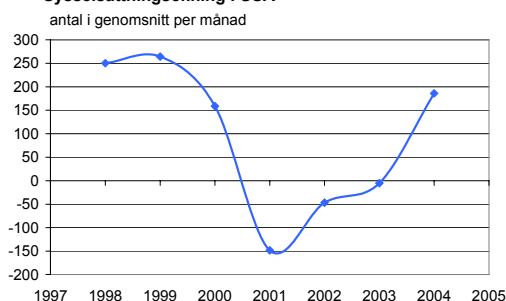
Sammantaget ser vi inte mycket som kan komma att bromsa den ekonomiska tillväxten under det närmaste året. Ett fortsatt starkt internationellt efterfrågeläge i kombination med en allt starkare inhemsk efterfrågan kommer att generera bra fart i både investeringar och konsumtion åren framöver. Däremot är det svårt att se en lika stark utveckling av utrikeshandeln, framför allt på grund av att importen väntas öka mer än exporten de närmaste åren.



Sverige tar rygg på USA

Sverige kan ritas in på tillväxtkartan mitt emellan USA och EMU. Den amerikanska tillväxten har imponerat de senaste åren och under 2004 steg BNP med 4,4 procent. Bidragande till tillväxten har varit en mycket stark konsumtions- och investeringsuppgång. I USA har dessutom sysselsättningen tagit ordentlig fart. I genomsnitt skapades 186 000 nya jobb per månad under 2004. Det är en avsevärd förbättring efter tre år med fallande sysselsättning. I och med att efterfrågeläget har förbättrats har också Federal Reserve börjat justera upp räntenivån. I dagsläget ligger styrräntan i USA på 2,5 procent, vilket är betydligt högre än 1 procent som var nivån vid halvårsskiftet i fjol. Det är dock svårt att se att de räntehöjningar som hittills har skett verkligen har haft en åtstramande effekt. Under hela 2004 har realräntan varit negativ, vilket måste anses vara mycket expansivt. Med andra

Sysselsättningsökning i USA



ord har hushåll och företag gynnats av ett fortsatt mycket lågt ränteläge. Liksom i Sverige syns också detta i att hushållen har skuldsatt sig i allt större utsträckning. Huspriserna har också här lett till att hushållens reala förmögenhet har stärkts. Hushållens skuldsituation innebär naturligtvis en risk för en eventuell lånebubbla. Men liksom i Sverige är ränteutgifterna i relation till disponibel inkomst relativt låga. Dessutom väntas inte inflationen öka dramatiskt, varför räntorna inte heller väntas stiga avsevärt. En viss åtstramande effekt kommer ändå räntehöjningarna att ha på konsumenternas beteende på sikt. För de närmaste åren kommer dock den ökade sysselsättningen i kombination med relativt låga räntor att driva på konsumtionen ytterligare under framför allt 2005 men även en bit in på 2006. Vi räknar därför med att amerikansk tillväxt kommer att fortsätta mycket starkt under prognosperioden (2005-2006). USA ligger dock före Sverige i konjunkturcykeln med drygt ett år i och med att sysselsättningen ännu inte har tagit fart i Sverige.

EMU står i skuggan

För EMU-området är det svårare att hitta ljusglimtar. "Det har slutat att regna men solen lyser med sin frånvaro" var det någon som beskrev situationen i EMU-området nyligen. Det känns passande. Visserligen har företagen blivit mer optimistiska om orderläget och produktionen har lyft från tidigare bottennoteringar. Hushållen har dock inte, till skillnad från i Sverige, satt på sig spenderbyxorna. Snarare har det omvända gällt. Trots ett lågt ränteläge har inte konsumtionen kommit igång. Dessutom har inte finansministrarna i EMU-området haft samma möjligheter att föra en expansiv finanspolitik, vilket har varit fallet i både USA och Sverige. Det finns inte heller mycket som talar för en snar förbättring på arbetsmarknaden, varför det är svårt att finna drivmedel till en högre tillväxt. Det mest sannolika är att tillväxten kommer att harva kring två procent för de närmaste åren framöver. Den förstärkning av euron som har skett under fjolåret försämrar dessut-

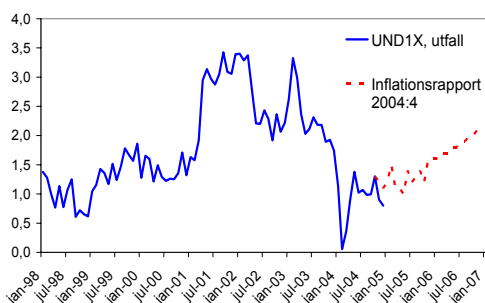


om industrins konkurrenskraft. Med andra ord får EMU-länderna finna sig i att stå i skuggan ett tag till.

Riksbanken sitter still

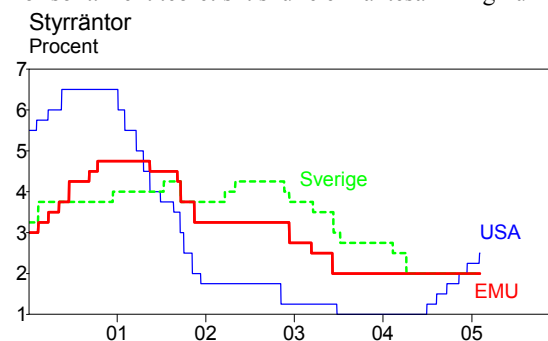
I och med att svensk ekonomi växer kraftigt borde det också vara rimligt att vänta sig att räntorna börjar stiga. Högre efterfrågan innebär ju i slutändan att företagen behöver anställa folk, vilket i sin tur innebär höjda priser på varor för att kompensera för högre löneutgifter. Samtidigt innebär även ett efterfrågeöverskott att företagen kan öka priset direkt på en vara. Detta betyder att inflationen kan ta fart om inte några åtgärder vidtas. Riksbanken har till uppgift att just se till att en inflations- och lönebrasa inte uppstår. För hög inflation tenderar ju att urholka vår konkurrenssituation. Detta fenomen har vi varit vana vid att se vid ett flertal tillfällen i svensk ekonomi under 70- och 80-talen. Varför höjer då inte Riksbanken räntan? Det som har varit unikt i denna cykel är att sysselsättningen inte har tagit fart i den utsträckning som vi väntade oss. Uppenbarligen har de lediga resurserna i svensk ekonomi varit betydligt större i utgångsläget än vad som har varit fallet i tidigare konjunkturcykler. Återhämtningen i

Utfall inflation samt Riksbankens prognos



ekonomin hittills har alltså till mångt och mycket skett genom en ökad produktivitet. Kronan har dessutom stärkts en del, vilket ytterligare har verkat återhållsamt på inflationen. Samtidigt har den ökade globaliseringen och avregleringar på viktiga marknader, så som tele och el, inneburit en ökad priskonkurrens. Sålunda har inflationstrycket i svensk ekonomi varit mycket lågt och har för de senaste månaderna överraskat kraftigt på nersidan. Inflationen är i dagsläget endast 0,4 procent mätt som KPI och 0,8 procent mätt som den underliggande inflationen, UND1X. Oavsett vilket mått vi använder oss av är bilden entydig. Inflationen är betydligt under Riksbankens målintervall på 1-3 procent. I och med att vi räknar med ett fortsatt mycket starkt

efterfrågeläge i Sverige kommer det också till slut att innebära att inflationen på sikt kommer att ta fart. Detta betyder att Riksbanken så småningom behöver strama åt ekonomin via högre räntor för att undvika att inflationen stiger över 3 procent. Å andra sidan innebär den låga inflationen i utgångsläget, i kombination med att sysselsättningen inte hittills har vänt upp, att inflationshotet ligger längre bort än Riksbankens prognoshorisont. Rent teoretiskt skulle en räntesänkning kunna



vara motiverad i detta läge. Å andra sidan är penningpolitiken redan idag mycket expansiv, vilket inte minst syns i den ökade kreditgivningen. Det är inte särskilt troligt att Riksbanken vill elda på hushållens skuldsättning än mer bara för att inflationen i dagsläget är låg. Det innebär dock att det mest sannolika är att räntehöjningar kommer att dröja ett bra tag. Möjligtvis kan vi få se en första höjning på 0,25 procentenheter i slutet av året, givet att vi då har sett ett tydligt trendbrott i sysselsättningen. Med andra ord räknar vi med fortsatt mycket låga korträntor i Sverige.

USA fortsätter att höja

I EMU-området är läget något annorlunda. Här gäller snarare det motsatta, det vill säga trots svag efterfrågan har ändå inflationen tagit fart. Inflationen ligger en bit över ECB:s målsättning på 2 procent. Å andra sidan kan en stor del av inflationsuppgången förklaras av oljeprisuppgången. Även om oljepriset har legat kvar på högre nivåer än vad många hade räknat med kommer ändå baseffekten innebära att inflationen faller tillbaka något under kommande år. Dessutom finns inget större inhemskt efterfrågetryck och euroförstärkningen hittills innebär också en viss press neråt på inflationen. Det finns därmed inget större skäl att tro att ECB kommer att höja räntorna. Vi räknar med att styrräntan ligger kvar på oförändrad nivå, 2 procent, under resten av året.

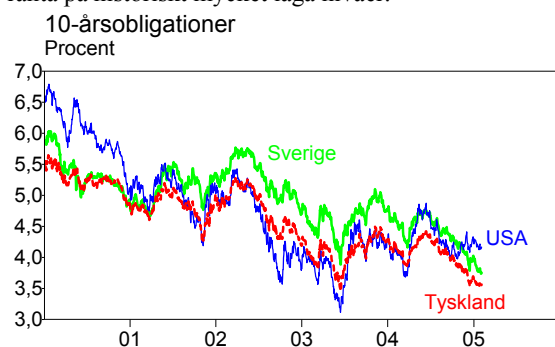
I USA har Federal Reserve (Fed) höjt räntan från 1 procent till 2,5 procent med 0,25 procentenheter vid varje möte sedan sista juni i fjol. Indikationerna är



tydliga att denna justeringstakt kommer att fortsätta under året. Frågan är när man anser att räntan har nått en nivå där den borde ha fått en tillräckligt åtstramande effekt. Vi räknar med att Fed höjer räntan till och med mötet i november, vilket skulle innebära en räntenivå på 4 procent. Den räntenivån är fortfarande inte särskilt dramatisk men innebär ändå att realräntan blir positiv, vilket borde ge en viss uppbromsning i framför allt hushållens skuldsättning.

Långräntorna går isär

Det som har varit förvånande under fjolåret är att långräntorna, framför allt i USA, inte har stigit mer. Ökad efterfrågan, stigande inflation och korträntor borde ha lett till en större ränteuppgång än vad som hittills har varit fallet. Förklaringar till investerarens beteende får man söka på annat håll. Till exempel har det stora dollarraset inneburit att många asiatiska centralbanker, som har sina valutor knutna till dollarn, har stödköpt amerikanska statspapper. Ytterligare förklaringar kan vara att uppgången i de korta räntorna fortfarande inte har inneburit en positiv realränta. Investerare har därför sökt sig längre ut på räntekurvan i jakt på avkastning. I och med att Fed nu fortsätter att höja räntan samtidigt som dollarraset sannolikt har kommit till ett slut borde det vara rimligt att anta att långräntorna fortsätter uppåt mot en mer neutral nivå. Fortfarande är dagens långränta på historiskt mycket låga nivåer.



Långränteuppgång i Sverige och i EMU-området är inte lika självklar. Här är inflationsbilden annorlunda och förväntningar om centralbankshöjningar ligger långt borta. Det finns med andra ord inte lika mycket som talar för att långräntorna kommer att stiga inom den närmaste framtiden. Den senaste tiden har vi också sett att långräntorna har gått i motsatt riktning i de olika regionerna. Vi tror att detta gap, mellan å ena sidan USA och å andra sidan Sverige och EMU, kommer att bestå eller till och med vidgas något under det närmaste året. Först mot slutet av året kan vi få se blygsamma uppgångar i långräntorna i Sverige och i

EMU-området. Det är dock högst ovanligt att internationella räntor under längre perioder rör sig i olika riktning. Svenska långräntor väntar vi oss dessutom stiga något mer än motsvarande i EMU på grund av stigande förväntningar på Riksbankshöjningar och ett starkare efterfrågeläge.

Kronförstärkningen tar en paus

Kronan har stärkts avsevärt mot dollarn under det senaste året men också i handelsvägda termer. Den relativa styrkan i svensk ekonomi parad med de gigantiska överskotten i byteshandeln är två faktorer som talar för att kronan har potential att stärkas ytterligare. I det korta perspektivet väntas dock räntedifferenserna få ett större genomslag, vilket inte talar till kronans fördel. Ett stigande ränteläge i USA kontra EMU och Sverige bör snarare ge stöd åt en viss dollarförstärkning under året.

Finansiella prognoser

	04-feb	12 mån sikt
Fed funds (USA)	2,50	4,00
Refi rate (EMU)	2,00	2,00
Reporänta (Sverige)	2,00	2,25
10 år USA	4,15	5,00
10 år Tyskland	3,55	4,10
10 år Sverige	3,75	4,35
Spread Sv-Ty	0,20	0,25
EUR/USD	1,30	1,25
SEK/EUR	9,01	8,95
TCW	124	124

Ljusa aktieutsikter

Mot bakgrund av vår ljusa konjunkturbild anser vi att miljön för aktieplaceringar är fortsatt god, trots att aktiemarknaderna stigit två år i rad. Värderingen är fortsatt attraktiv, vinsterna växer och bolagen har välfyllda kassor. Mönstret är detsamma på flertalet av börserna i världen. Dessutom är värderingen relativt räntebärande placeringar tilltalande.

Det vore däremot fel att tro att allt är positivt. Råvarupriserna har stadigt stigit ända sedan april 2003. Ökad efterfrågan framförallt från Kina är en viktig förklaring. Utvecklingen har bidragit till sämre resultat för många bolag. Exempelvis har Höganäs och Electrolux gjort investerare uppmärksamma på detta. Men det är inte bara råvarumarknaden som givit vissa negativa effekter, även på valutamarkanden har utvecklingen stundtals varit ganska stökig. Kronan stärktes med



drygt 7 procent mot dollarn under 2004. De stora förlorarna torde vara de svenska exportbolagen. Men tack vare väl utvecklade metoder för att hantera kraftiga förändringar på valutamarkanden så har de svenska exportbolagen ändå kunnat parera detta mycket bra så här långt. Bolag med kostnader i dollar och intäkter i andra valutor är i detta sammanhang vinnare. Clas Ohlson och Hennes & Mauritz är två bra exempel på detta. Dessutom är i regel den slutgiltiga efterfrågan det absolut viktigaste för resultatet, inte valutakursförändringen.



Låga marknadsräntor har bidragit till ett mycket gynnsamt klimat för bolagen. Vi väntar oss visserligen att räntorna kommer att stiga på 12 månaders sikt men vår bedömning är att ränteuppgången inte behöver bli särskilt stor. Dessutom är det sannolikt att resultatutvecklingen i börsbolagen kommer att kompensera för detta.

Starka balansräkningar

Ökad effektivitet efter kraftiga omstruktureringar de senaste åren har bidragit till att många bolag nu har stora positiva kassaflöden och mycket starka balansräkningar. I vissa fall är bolagen till och med överkapitaliserade. Mot den bakgrunden är det inte märkligt att vi fått se ett stort antal uppköp och sammanslagningar det senaste året. Drott och Song Networks är exempel på börsbolag som köptes upp förra året. Och det finns gott om bolag som utpekats som uppköpskandidater på den svenska börsen framöver. Gambro, Carnegie och JM är tre sådana exempel. Mönstret gäller inte bara svenska börsbolag utan är ett globalt fenomen. Uppköp och strukturaffärer kommer säkerligen att vara vanligt förekommande även det kommande året. När möjligheterna till fortsatta rationaliseringar avtar i det egna bolaget blir ofta nästa steg ett samgående eller uppköp av andra företag.

Uppköpen bidrar till att driva upp värderingen på bolagen. Därtill ökar det allmänna intresset för aktier, vilket är positivt. Dessutom frigörs kapital hos de tidi-

gare aktieägarna som kan konsumeras eller reinvesteras. Men många uppköp blir dessvärre ganska kostsamma. Med facit i hand kan man konstatera att det i regel hade varit bättre att dela ut överskottet via återköp eller i form av direktutdelning till sina aktieägare istället för att genomföra mindre genomtänkta köp.

Företagsförvärv är en bidragande förklaring till att mindre bolag utvecklats fantastiskt bra det senaste året. Oftast är det just dessa bolag som är de naturliga uppköpskandidaterna. Fortsatt jakt på uppköpskandidater kommer därför sannolikt bidra till att småbolag kan utvecklas väl ännu en tid. Risken har dock ökat i och med att värderingen inte är lika attraktiv som tidigare.

I år förväntas utdelningarna öka påtagligt på alla marknader. Trots en högre risknivå kan därför aktier vara ett utmärkt placeringsalternativ till räntebärande placeringar för många placerare. Men det vore fel att tro att bolagen kommer att dela ut allt överflödigt kapital. En hel del av överskotten går till ersättnings- och/eller nyinvesteringar. Under december ökade exempelvis beställningarna av nya datorer och kommunikationsutrustning kraftigt i USA. Underleverantörer till datortillverkarna har tidigare signalerat att den närmaste framtiden ser ljus ut.

Vinsttillväxt och värdering

I takt med att återhämtningen efter IT-kraschen fortskridit de senaste två åren så har vinsterna i bolagen uppvisat fenomenal tillväxt. Det är därför inte så besynnerligt att resultatutvecklingen i år förväntas ske i långsammare takt. Under 2006 förväntas vinsttillväxten dämpas ytterligare. Globalt förväntas vinsterna växa med cirka 12 procent under 2005 och 10 procent året därpå. Detta är den allmänna förväntansbilden och ligger därför redan i dagens aktievärdering.

Den mest tilltalande värderingen finner man i Asien och på tillväxtmarknaderna. Placeringar på högriskmarknader ska däremot alltid göras med stor eftertänksamhet. Den amerikanska marknaden är också attraktivt värderad. Historiskt har värderingen under långa perioder varit betydligt högre än den är idag. Värderingen av den svenska börsen ligger nära den genomsnittliga värderingen globalt. Sämre ser det däremot ut på den japanska marknaden där sannolikt många investerare har för höga förväntningarna på bolagens vinster. Tills vidare bör man därför vara extra försiktig om man väljer att placera i Japan.



Aktiemarknad	PE-05	Vinststillväxt-05
Sverige	16	14%
USA	17	15%
Europa	15	11%
Asien	13	14%
Japan	20	7%
Tillväxtmarknaderna	13	10%
Globalt genomsnitt	17	12%

Det är dock inte de faktiska utfallen som har störst effekt på marknadsutvecklingen utan det beror i regel på förändringar och överraskningar i relation till vad som är förväntat. Sett ur ett längre historiskt perspektiv är den vinstutveckling som förväntas fortfarande mycket stark de närmaste två åren. Effektivare bolag och bättre fungerande marknader där komparativa fördelar utnyttjas maximalt gör att bolagens resultatutveckling mycket väl kan överraska positivt.

Förväntad utveckling 2005-2006

Mycket talar för att den globala börsutvecklingen blir positiv det närmaste året. Den svenska aktiemarknaden förväntas ge en betydligt mer normaliserad avkastning under 2005 jämfört med året som gått. Med rätta kan man förvänta att börsens tungviktare, Ericsson, kommer att utvecklas väl även det kommande året, men det är föga troligt att vi får se lika fenomenal avkastning som under föregående år.

Det är långt ifrån alla börser som har lika goda förutsättningar. I Euroland saknas fortfarande kraftfulla strukturåtgärder som förbättrar företagens förutsättningar. Dessutom är värderingen i relation till förväntad resultatutveckling i bolagen inte speciellt attraktiv. Sannolikt blir därför utvecklingen inte lika positiv som på andra marknader. Tillväxtmarknaderna ser däremot lovande ut, särskilt de östeuropeiska börserna. Värderingen är inte hög trots att börsutvecklingen varit god en längre tid. Bolagen på dessa marknader är de stora vinnarna när industrin i Euroland lägger ut sin produktion dit. Dessutom är arbetskraften välutbildad och det allmänna kostnadsläget är lågt. Flertalet av de asiatiska marknaderna bedöms också ha goda förutsättningar framöver. Värderingen är låg och vinststillväxten stark. Den japanska marknaden bedöms däremot inte ha lika goda förutsättningar. Den ekonomiska återhämtning som stod för dörren efter en längre tids avmattning ser ut att komma av sig. Dessutom är värderingen hög. Den svenska aktiemarknaden utvecklas förmodligen bättre än börserna i Euroland men svagare än exempelvis de asiatiska. Som bekant följer den svenska börsen till stor del utvecklingen i USA.

Generellt bedöms aktiemarknaderna ha förutsättningar att gå bra även under inledningen av 2006. Där efter ökar osäkerheten.

Aktiemarknader (i lokal valuta) 12 mån sikt från 4 februari

USA	10%
Euroland	8%
Sverige	9%
Japan	3%
Asien	11%
Globalt	9%

Om Länsförsäkringars konjunkturprognos

Konjunkturprognosen innehåller Länsförsäkringars syn på konjturen och de finansiella marknaderna för de kommande två åren. Rapporten görs av Länsförsäkringar Kapitalförvaltning och utkommer en gång per kvartal. Nästa prognos publiceras i maj 2005. Stoppdatum för denna prognos var den 4 februari 2005.

Kontaktpersoner:

Marie Giertz
Chefekonom
marie.giertz@lansforsakringar.se
Tfn 08-588 419 68, 073-96 419 68

Claes Ahrel
Aktiestrateg
claes.ahrel@lansforsakringar.se
Tfn 08-588 419 84, 073-96 419 84

