

## ”Gratis pengar” kommer trots allt inte utan kostnader

Inflationen i Euro-området har varit obefintlig, i Euro-området var den 0,44 procent 2014. ECB:s inflationsmål är 2 procent och när den faktiska inflationen ligger så mycket lägre känner ECB att de måste agera.

### AKTIER & RÄNTOR

Hade den ekonomiska tillväxten varit starkare hade nog ECB avvaktat men en svag tillväxt ihop med deflationistiska tendenser får de flesta centralbanker att se rött. För att öka inflationen och få igång tillväxten annonserade ECB i januari att de ska stödköpa obligationer till ett belopp om 60 miljarder euro i månaden fram till 2016.

På så vis skall även de längre räntorna pressas ner och göra det billigare för företag och privatpersoner att låna och investera. Så långt så bra, men när 60 miljarder euro i månaden skapas ur tomma intet med den elektroniska sedelpressen hos centralbanken, får det inga negativa effekter?

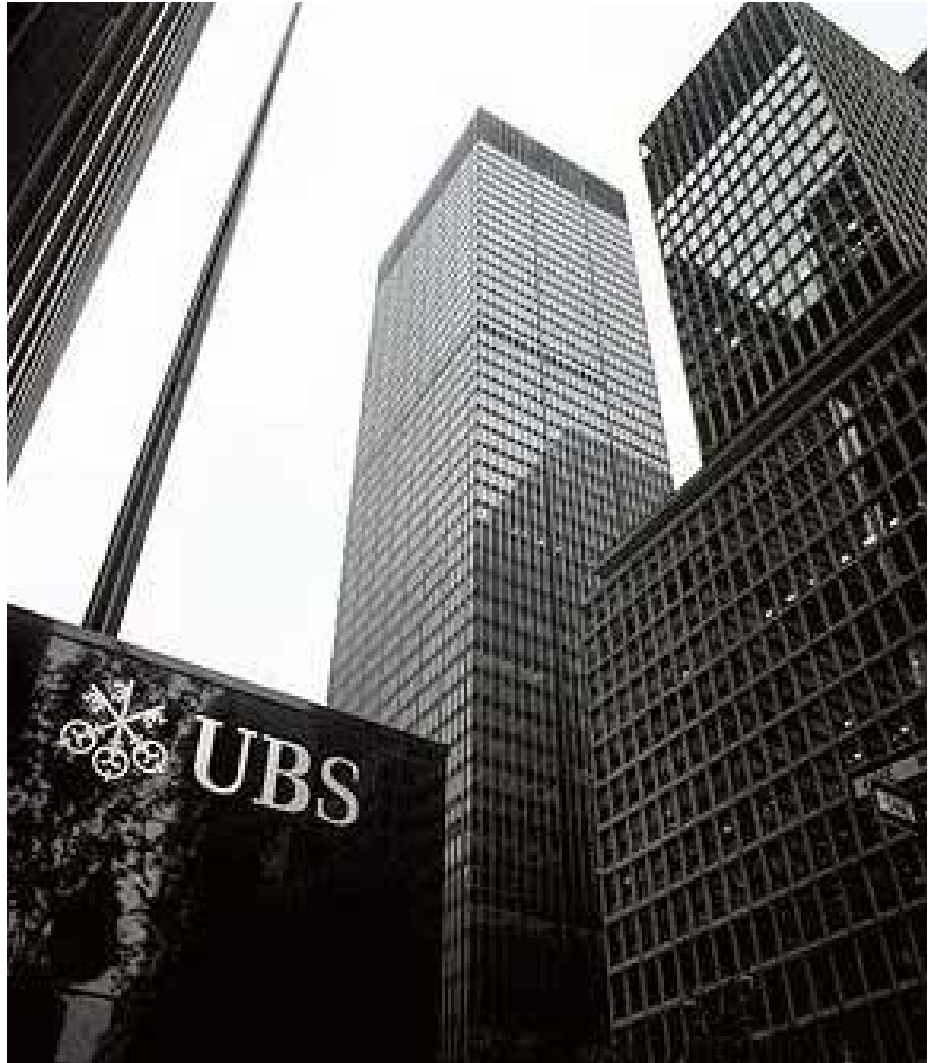
Sedan 2010 har Schweiz haft problem med att schweizerfrancen (CHF) varit så stark att den schweiziska exportindustrin har haft svårt att hävda sig på de globala marknaderna. För att råda bot på detta satte den schweiziska centralbanken (SNB) 2011 ett golv på hur mycket euron skulle tillåtas försvagas gentemot CHF.

Om växelkursen EUR/CHF hotade att handlas under golvet köpte SNB euros och sålde nytryckta CHF för att hålla växelkursnivån uppe. De euros som SNB köpte i valutamarknaden investerades i sin tur i främst tyska statspapper. Med tiden växte SNB:s balansräkning och flödet av nytryckta CHF drev kraftigt upp fastighetspriserna i landet.

När fler och fler marknadsaktörer blev övertygade att ECB skulle börja med stödköp av obligationer ökade trycket på CHF, då stödköp gör Euron mindre attraktiv. I december 2014 och januari 2015 var SNB tvungna att köpa över 2 miljarder euro om dagen för att hålla växelkursen EUR/CHF uppe. Till slut gick det inte.



Mario Draghi,  
chef ECB.



Schweiz har haft problem med sin starka valuta.

Foto: Monte Carlo Generator

SNB hade motsvarande 70 procent av schweizisk BNP på sin balansräkning i utländska värdepapper och med en fastighetsbubbla på halsen gick det inte att motivera ytterligare köp. SNB släppte valutagolvet den 15:e januari och CHF stärktes gentemot EUR med 25 procent på 30 minuter. Valutaförlusten för SNB blev betydande, i storleksordningen 15 procent av BNP, men eftersom eurotillgångarna var betalda med nytryckta pengar till en kostnad av noll så är det en filosofisk fråga vad den faktiska förlusten var.

**Intressant nog finns det** fler valutator som är låsta mot euron, nämligen

den danska kronan (DKK). Danmark har sedan 1979 haft en växelkurs mot euron (och innan dess mot ECU) på 7:46 kronor +/- 2,25 procent. Under hela eurokrisen har Danmarks Nationalbank hållit valutapeggen genom att köpa Euro och sälja DKK och har därigenom också ökat sin balansräkning. I januari 2015 köpte Nationalbanken eurotillgångar för motsvarande 106 miljarder DKK för att försvara peggen. I skrivande stund (5 februari) sänkte Nationalbanken styrräntan för fjärde gången på två veckor till -0,75 procent för att göra danska kronan än mer oattraktiv för utländska investerare. I Danmark får man just nu betalt



Antalet oljerigggar på land i USA, mestadels skifferolja, har minskat kraftigt. Bilden föreställer Shells experimentella skifferoljefacilitet i Piceance Basin i Colorado i USA. Foto: U.S. Geological Survey Department of the Interior

för att låna pengar! Om Danmarks Nationalbank kommer klara att hålla peggen är oklart – för ett par veckor sedan verkade det väldigt sannolikt, nu känns det mer osäkert. Dessutom är det en väldigt fin trade att gå lång i DKK och kort i euro. Håller peggen kostar det inte mer än räntedifferensen mellan valutorna, håller peggen inte blir man rikligt belönad.

**Sedan juli 2014 har** oljepriset sjunkit kraftigt, från 110 dollar per fat för Brentolja till runt 50 dollar per fat i slutet av januari. Att en sådan prisminskning slår på energisektorn är uppenbar.

Aktieanalytikernas förväntningar på oljebolagens vinster har skruvats ner, i Europa har estimaten på 2015 års vinster för de europeiska energibolag som ingår i sektorindexet STOXX Oil & Gas minskats med 38 procent från i början av i höstas till i dag. I USA har motsvarande vinstestimat på bolag som ingår i S&P 500 Energy Index sänkts 51 procent. De flesta makroekonomer har dock sett detta som en positiv nyhet.

När priset på olja sjunker får alla som konsumerar råvaran lägre kost-

nader. Och eftersom det är möjligt att ersätta annan energi med olja så sjunker även priset på kol, gas, el, solpaneler, vindkraftverk, värmepumpar och så vidare. Det i sin tur ger privatpersoner och företag mer pengar att spendera på annat, till exempel konsumtionsvaror och nyanställningar.



Danske finansministern Bjarne Corydon. Foto: Lars Schmidt

Vissa har kallat det för en skattesänkning finansierad av Saudiarabien, och historiskt finns det en stark korrelation mellan minskade energikostnader och ökad BNP-tillväxt. På sikt borde vi se ett uppsving i den globala ekonomin driven av det lägre oljepriset.

**Frågan är vad som händer** i dag och på sikt. Vi ser att de flesta bolag inom energisektorn minskar sina investeringar och avskedar folk. Antal aktiva oljerigggar på land i USA (mest skifferolja) har gått från drygt 1 850 till under

1 500 från november till januari och trenden är liknande i alla områden där kostnaden för utvinning av olja är hög.

Det är inte bara oljebolagen som drabbas: alla som på något sätt levererar varor och tjänster till dessa bolag känner av minskningen redan i dag. På den positiva sidan borde privatpersoner och företag ha mer pengar att spendera.

Problemet är att dessa pengar inte nödvändigtvis spenderas direkt utan mycket väl kan läggas undan. Konsumtionsmönster brukar inte omedelbart ändras vid en ökning av disponibla medel. Typiskt sker anpassningen till mer disponibla medel gradvis.

**I skillnaden mellan omedelbar** anpassning i energisektorn och gradvis anpassning i den övriga ekonomin ligger en tillfällig inbromsning i ekonomin.

Vinstestimaten för den amerikanska aktiemarknaden sjunker på grund av att nedrevideringarna i energisektorn är mycket större än upprevideringarna i de övriga sektorerna. Aktievärderingarna i USA börjar kännas utmanande.



Oljepriset drabbar även alla andra råvaror, som till kaffe – här vid plantagen i Sakleshpur, en bergsstad i den indiska delstaten Karnataka. Foto: Irrigator

## Catella klarade oljan och dollarn

Fonderna har klarat sig bättre än de flesta konkurrenter 2014.

### UTFALL

**2014 bjöd på ett spännande** år på finansmarknaderna och den svenska aktiemarknaden steg med 15,8 procent (SIXRX). Även om det var ett kraftigt nedstall i oktober får aktieåret betecknas som lugnt. I vår diskretionära förvaltning har vi i vårt Sverigeblock haft **Catella Småbolagsfond**, **Carnegie Sverigefond** och **Didner & Gerge Aktiefond**, ett block som steg 22,2 procent under året. Speciellt Catella Småbolagsfond har gått bra med en uppgång om 28 procent 2014.

**USA är den största** aktiemarknaden globalt och står för knappt 58 procent av världens totala aktievärde. I dollar räknat steg den marknaden 13,7 procent men eftersom dollarn stärktes kraftigt mot kronan och de flesta andra valutor fick man som svensk investerare 38 procent avkastning på amerikanska aktier ifjol.

På räntemarknaderna har räntorna sjunkit över hela linjen. Inflationen har varit låg och stödköpsprogram har bidragit till de rekordlåga räntorna. En svensk 10-årig statsobligation handlas nu till en ränta på 0,60 procent, vilket jag finner helt otroligt. Den svenska staten kan låna till 0,6 procent på tio år, borde det inte finnas en uppsjö infra-

strukturprojekt som är lönsamma till så låg finansieringskostnad?

Det går inte att sammanfatta 2014 utan att beröra oljepriset. Det har halverats i dollar räknat under andra halvåret 2014 och till stor del beror detta på ett överutbud av olja, främst amerikansk skifferolja. En annan bidragande orsak är dollarförstärkningen.

Alla råvaror prissätts i dollar även om långt i från alla producenter och konsumenter har dollar som hemmavaluta. När dollarn stärks minskar många länders BNP i dollar (men inte mätt i lokal valuta). Den globala BNP man normalt räknar växte 2014, men räknar man nominell BNP utan köpkraftsjusteringar och i dollar krympte världsekonomin 2014. Att en krympande världsekonomi (i dollar) inte kan köpa lika dyr olja (i dollar) är logiskt.

**Catella erbjuder ett antal** hedgefonder och i vår diskretionära förvaltning har vi alternativa investeringar som speciellt fokus. Vi har under året varit investerade i **Atlant Stability**, **Catella Nordic Long/Short** och **Catella Hedgefond**. Sammantaget genererade vårt hedgefundsblock 4,9 procent under förra året till mycket låg risk.

Catella Hedgefond blev årets hedgefond 2014 av både fondmarknaden.se och Privata Affärer, vilket glädjer oss!

**OLA MÄRTENSSON**

## Allokering

Aktier: SVERIGE

- Vinsterna revideras upp på valutaeffekter, kortsiktigt men bra.

**Sverige** ↗

Aktier: GLOBAL

- Bra drag i USA, QE (quantitative easing) kommer att driva Europa.

**Global** ↗

Aktier: EMERGING MARKETS

- Bra tillväxt men dollarstyrkan är en motvind.

**Emerging markets** ↗

RÄNTOR

- Både korta och långa räntor är låga och det är svårt att se värde på dessa nivåer. Fortfarande en -2.
- Vi är försiktigt positiva till krediter, en 1:a.

**Korta räntor** ↓

**Långa räntor** ↓

**Företagsobligationer** ↗

**Företagsobl. högre risk** ↗

HEDGE

- Vi ser framför oss en mer volatil marknad som hedgefonder kan dra nytta av.

**Lägre risk** ↑

**Högre risk** ↑

RÅVAROR

- Koppar och olja på bottenivåer. Svårt att se någon omedelbar vändning. En -2:a.

**Råvaror** ↓

ALLOKERINGEN GÖRS I EN SKALA FRÅN -2 TILL +2.

### Disclaimer

Informationen är framtagen av Catella Bank Filial (Banken). Informationen är av allmän karaktär och ska inte ses som en oberoende investeringsanalys eller rådgivning och utgör därmed inte ett personligt investeringsråd eller rekommendation.

Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar eller andra frågor rörande dina juridiska, ekonomiska eller skattemässiga förhållanden anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i Banken.

Att investera i finansiella instrument innebär alltid en risk. Din investering kan såväl minska som öka i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade beloppet. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.