

23 mars 2021

Derivatbladet – stigande långräntor, lika naturligt som navelludd

Av Henrik Unell, Chief Strategist

USA – jodå, räntor ska fortsätta stiga

EMU – i fablernas värld

Sverige – stigande långräntor, lika naturligt som navelludd

Den genomsnittliga inflationstakten i USA under 50-talet var 2,1%. Första halvan av 60-talet var snittet 1,3%. Ränteförvaltare hade i 15 år anpassat sig till den lågräntemiljö som följde perioden före och efter 2:a VK. När inflationen började stiga under andra halvan av 60-talet, och hittade en lokal topp 1970 på 6,2%, var det sannolikt flertalet aktörer som fortsatte att betrakta den som tillfällig. Kostnaden för Vietnamkriget och Lyndon Johnsons reformprogram skulle gradvis fasas ut och inflationen förväntades således falla tillbaka.

Därefter kom första och andra oljeprischocken 1973-74 samt 1979-80. Samtidigt bedrev Fed en alldeles för expansiv penningpolitik och inflationen 1975 nådde 12% och 15% 1980. Centralbanksmatadoren som till slut stötte värjan i inflationstjuren var Paul Volcker. Han gick ur tiden 2019 och hyllningstalen från ekonomer och centralbankskollegor världen över klingade vackra. Volcker var dock en iller i hönsgården på mer än ett sätt och i hans sista penningpolitiska inlägg, utöver sina memoarer, lyfte grundaren av inflationsmålet fram allt som har gått fel i dagens penningpolitik: [*"whats wrong with the 2 percent inflation target"*](#).

"It is a governmental responsibility to maintain the value of the currency they issue. And when they fail to do that, it is something that undermines an essential trust in government." Den typen av utfästelser (från Volcker) avfärdas i dagens centralbanksvärld som strunt argument. Och det måste de göra för att få ihop den statsfinansiella ekvationen. 60-talets amerikanska underskottspolitik var blygsam jämfört med dagens excesser. Det regimskifte som inleddes efter finanskrisen och som accelererade under pandemin bör inte hanteras som en "frisk fläkt" av obligationsuniversum. Det är en krigsförklaring mot bond holders och en "ponzi scheme" mot penningvärdet.

Det finns dem som säger att USA står på randen av en inflationsuppgång och överraskningsmomentet är att jämföra med situationen på 60-talet. Triggern är USA:s 30% budgetunderskott som skapats det senaste året. Det utklassar alla andra genom historien finanspolitiska insatser och det betalas med nytryckta dollar från Fed. Hur inflationsuniversum är beskaffat vet vi inte men det känns ingalunda tryggt att höra en myndighet/Fed som haft fel om allt i 10 års tid försäkra marknaden om att intet ont ska hända. När covid-19 släpper greppet och 25% y/y i M2(nyskapad kredit) ska spenderas hittar vi argument varför företagens vinstmarginaler bör stiga framåt samtidigt som arbetsmarknaden går från lediga resurser till ett tydligt högre kostnadstryck. Argumenten för stigande inflation i USA är i dagsläget de mest övertygande som vi sett på länge.

Argumenten för stigande inflation är i dagsläget de mest övertygande som vi sett på länge

USA – jodå, räntor ska fortsätta att stiga

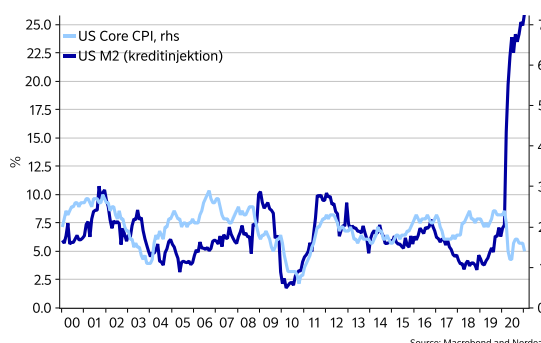
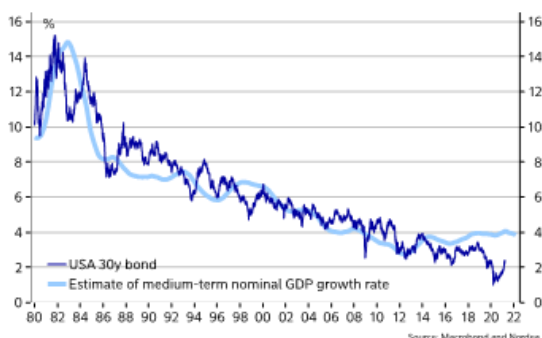
Det går att blanda dagens inflationsdiskurs som en kortlek och ingen giv kan sägas vara mer självklar än någon annan. Centralbankernas gemensamma byråkratanalys är att den inflationspuckel som eventuellt kan genereras när ekonomier nu öppnar upp är av tillfällig karaktär och kräver därmed ingen policy åtgärd. De hänvisar till dagens lägre inflations-takter samt att toleransen för högre inflation, skulle den dyka upp, är större än tidigare. Och när Feds representanter konfronteras med argumentet att nuvarande apokalyptiska nivå på hushållens sparande och accelererande budgetunderskott kan komma att löpa amok, svarar de: resursutnyttjandet är fortsatt lågt och en stor andel av de pengar som landat hos hushållen sannolikt inte kommer konsumeras. Inga inflationsrisker således.

Vi ser dock att det berg av pengar som ackumulerats hos hushållen är det största någonsin. Regeringen Bidens fördelningspolitiska ambition, att det finns flertalet hushåll som vare sig har arbete eller tillräckligt med inkomst, överskuggas av det faktum att den stora majoriteten hushåll har kvar sina jobb och är 15 till 20 gånger fler än de som inte har arbete. I de delstater där restriktionerna har lyfts (Texas, Florida) har tjänstesektorn snabbt återhämtat sig.

Det är rimligt att anta att med en kraftfull efterfrågedriven cyklisk uppgång följer en möjlig marginalexpansion hos företagen. Den typen av fenomen kan vi redan se i de branscher/varugrupper som har haft en stark efterfrågan genom virus-krisen. Betänk att en av fem restauranger inte överlevt och när en explosiv efterfrågan träffar ett mindre utbud finns incitamentet att höja priserna, inte minst för att ta igen ett förlorat år. Lapp-sjuka har drabbat landsbygdsromantikerna och nu går flyttlassen tillbaka till storstäderna. Samtidigt stiger fastighetspriser i en farlig fart. Således räknar vi med att hyror, som utgör 40% av KPI-korgen, kommer stiga rejält framåt.

Vår prognos är att inflationen kan nå så högt som 3 procent under (sen)sommaren. Som alltid när inflationen stiger blir det intressant att se vad som händer med inflations-förväntningarna. Om allmänheten inte betraktar pristrycket som en "one off", utan de letar sig in i högre löneanspråk kan det finnas en second round effect. Vi noterar att små och medelstora företag har rekordstora matchningsproblem på arbetsmarknaden och det brukar clearas via högre löneanspråk.

Fed räknar som sagt med högre inflation i år som faller tillbaka nästa år. De räknar inte med att höja styrräntan förrän efter 2023. Direktionen är långt ifrån enig och det finns dissidenter men i dagsläget utgör de en minoritet. Marknaden prissätter 3 höjningar under 2023 och vi tror att det ligger närmare sanningen än Feds egen räntebana. Vi har en tämligen unik finans- och penningpolitisk regim, tillgångspriser rusar, företagens och hushållens access till bankkredit är opåverkad, sparandet är rekordhøgt etc. Vi fortsätter således att tro på brantare kurvor härifrån.



Vår prognos är att inflationen kan nå så högt som 3 procent under (sen)sommaren

vänster: i en värld där covid är medicinhistoria, vart ska då 30-åringen ta vägen?

höger: Om du är monetarist och ser kreditinjektionen (M2) öka med 25% y/y – då får du inflationsfrossa

EMU – i fablernas värld

Yttre fiender tenderar att generera en inre sammanhållning. För ett tag sedan var det Lagarde som gick till hårt angrepp mot bitcoin. I förra veckan följdes det upp av ECB:s Elderson som spred retorisk rökelse: "Kryptovalutor är volatila. De saknar "intrinsic value" och ingen pålitlig institution backar upp dem". Och på DI-debatt varnar Riksbankens Per Jansson för att bita i det sura bitcoin-äpplet med liknande argument som Elderson. Centralbanker ogillar kryptovalutor av goda skäl. Som någon påpekade: "begravnings-entreprenörer hade inte applåderat ett odödlighetspiller".

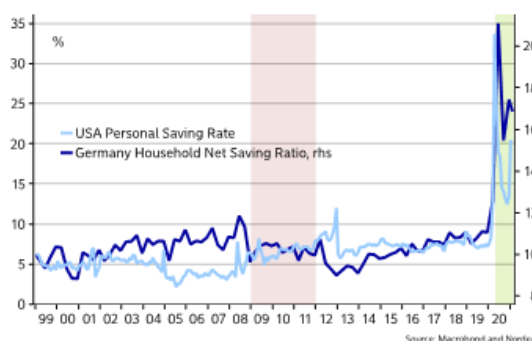
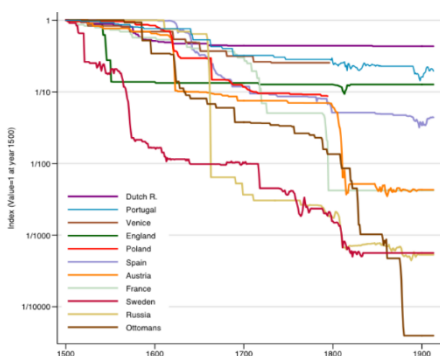
Min poäng är att ogenomtänkta maniska förtalskampanjer för att legitimera sitt eget ruttna ostron är obegåvat. Alla vet att valutor är inget annat än ett politiskt djur, en högst temporär avräkningsenhet som anger relativa priser i ett visst ögonblick men det kan aldrig vara en värdetillgång i sig. Nedan långa tidsserie och ondskefulla graf från 1500-talet lyfter fram att endast turkarna varit värre än Sverige när det gäller devalveringssynden och manipuleringen av penningvärdet. Så mycket för argumentet om en "pålitlig institution" och Riksbankens mantra: "att upprätthålla ett fast penningvärde".

I en paneldiskurs mellan den israeliska filosofen Harari och ECB:s Lagarde (när hon var på IMF) säger Harari: Det enda ni "ekonomer" gör är att berätta historier men det finns i grunden inget där. Det är bara en massa idéer som råkar delas av flera individer. Euron, precis som Bitcoin, är en intersubjektivitet, en abstraktion, till skillnad från gravitation. Självklart har han rätt. Se bara vad som händer med turkiska lire (TRY) när marknaden bestämmer sig för att sluta "tro" och förtroendet försvinner.

Skulder kommer byggas med hjälp av accelererande kredit för utan den finns ingen tillväxt värd namnet

Det samma kan naturligtvis hända med eurozonen och EUR som redan innan viruset var en skuldsatt och tillväxtsovänlig plats med stigande politiska riskpremier. Den andliga orientering som styrt centralbanker de senaste 13 åren har varit allt annat än träffsäker. De fabler som de opererar under är grundfalska men det går inte att revoltera nu då det vore självmord. Det nya samarbetet mellan ECB och medlemsländernas expansiva statsbudgetar är den enda vägen framåt. Glöm tanken på organisk tillväxt. Skulder kommer byggas med hjälp av accelererande kredit för utan den finns ingen tillväxt värd namnet. Frågan är bara vem, utöver ECB, som är villig att förse ett energilöst Europa med kapital?

Vi noterar att historiskt, när krediten/M3 växer med 12,5% y/y, har det inneburit inflation på 4%. Vi räknar med att dagens låga räntor i eurozonen på intet sätt oroar beslutsfattare. Vi pratar fortfarande -30 punkter på en tysk 10-åring EFTER den senaste tidens ränteuppgång. I takt med att ekonomier öppnar upp ska inflationsförväntningar fortsätta stiga och räntor likaså. ECB kommer inte stå i vägen för det.



vänster: från 1500-talet till 19-00 talet / utvecklingen av olika valutor mot silver och guldmynt. Sverige snäppet bättre än Turkiet! Wohooo!

höger: Den andra sidan av T-kontot/statens underskott, har landat hos hushållen och en kommande reflationsfest

Sverige – navelludd och stigande räntor

Att räntekurvan brantar är ingen enigma. Det är i grunden lika naturligt som navelludd. Till att börja med: Räntenivåer har länge varit fränkopplade makrobilden och startpunkten är därför absurt låg. Covid-19 problematiken tangerar heller inte den klassiska templatén för en lågkonjunktur. Chocken kommer inom kort vara över och hushållen i västvärlden badar i pengar som de inte har kunnat spendera det senaste året. Det är därför rimligt att centralbanker tidigare än kommunicerat, reelltidsanpassar sin penningpolitik.

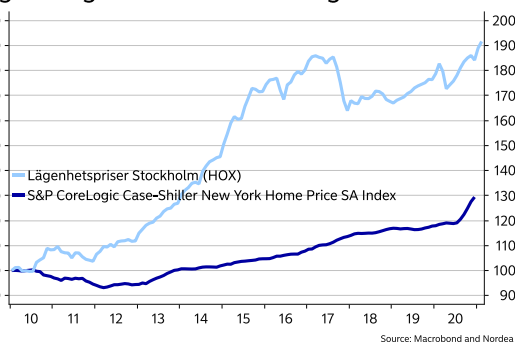
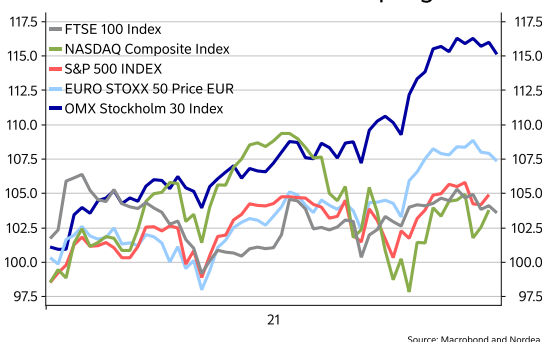
Marknaden revolterar således i olika grad mot de kommunicerade räntebanorna från t.ex. Riksbanken, Fed och ECB. "Vi rör inte räntan förrän 2024" säger de tre. Om denna verklighetsfrånvända politik drivs för långt kommer avkastningskurvor att branta till månen. Marknadens förväntan är att Fed höjer styrräntan med 25 punkter i slutet av 2022 och därefter följer ytterligare tre höjningar inom ett år. I euroland prissätts ingen höjning förrän sent 2024 och i Sverige sent 2023. Men svenska långräntor kommer ta intryck av sina amerikanska motsvarigheter så som de gjort på senare tid, även om rörelsen blir mindre. Det är vår bedömning.

I budgetunderskott termer framstår de statliga svenska covid-insatser som återhållsamma. När amerikanska offentliga finanser taktar minus 30% y/y är motsvarande siffra minus 4-5% i Sverige. Det finns således inte samma explosiva sparande och i dess förlängning återhämtning och inflation i den svenska ekonomin jämfört med den amerikanska. Vår statsfinansiella insats är i t.o.m. i jämförelse med genomsnittet i EMU-området mindre än hälften.

Om vi i USA ser en möjlighet att inflationen framåt överraskar marknaden så är det svårt att bygga samma vildvuxna uppgång här. KPIF kommer stiga framöver men det är i grunden ett jämförelsefenomen. Den starkare kronan och avsaknad av ett tydligt inhemskt kostnadstryck håller emot. Men samtidigt ser vi på global nivå mer än en handfull inflationsmarkörer som kan överraska oss och Riksbanken.

Och om penningpolitiken ska gå i asyl fram till 2024, vad kommer då att hända med tillgångspriser? Riksbankens sovjetmodell, där en marknadsbestämd ränta ersätts med en av byråkrater satt korränta, återspeglas i riskapiten. OMX30 är det globalt starkaste börsindex YTD (15%) och svenska fastighetspriser tjurrusar (villapriser+17% y/y). I någon sorts hjärnklyvningsexperiment har Riksbanken länge försökt frikoppla och förneka penningpolitikens påverkan på tillgångspriser men nu har de fått krypa till korset. De säger dock att förmögenhetsomfördelningen minsann är någon annans ansvar?!

Min poäng är att om du som centralbank är regissör till nuvarande verklighet där du kan låna på 1% och placera till 17%, med endast en liten del eget kapital, och du lovar marknaden att dessa villkor ska gälla i ytterligare 3 år, då kan framtiden bli ganska svettig. Nordea fortsätter att tillsvidare prognostisera högre långräntor också i Sverige.



Svenska långräntor kommer ta intryck av sina amerikanska motsvarigheter så som de gjort på senare tid, även om rörelsen blir mindre

vänster: OMX30 utklassar peers

höger: Fastighetspris VM Stockholm – New York, 1-0

Disclaimer

Nordea Markets är det kommersiella namnet på Nordeas internationella kapitalmarknadsverksamhet.

Detta dokument innehåller generell bakgrundsinformation som bara får användas av den avsedda mottagaren. Nordea Markets syn och den information som presenteras i dokumentet var aktuella då dokumentet skrevs, och kan ändras utan föregående underrättelse. Dokumentet innehåller ingen utförlig beskrivning av den produkten eller av riskerna förknippade med den. Informationen ska alltså inte betraktas som uttömmande och mottagaren måste göra sin egen bedömning härav.

Denna information är inte avsedd som placeringsråd eller ett erbjudande att köpa och sälja finansiella instrument. Informationen är inte anpassad till den enskilda mottagarens specifika placeringsmål, ekonomiska situation eller personliga behov. Lämplig professionell rådgivning ska alltid inhämtas innan placerings- eller kreditbeslut fattas. Det är viktigt att notera att historisk utveckling inte är någon garanti för framtida avkastning.

Nordea Markets är inte och söker inte uppträda som rådgivare i juridiska frågor eller i skatte- eller bokföringsfrågor.

För det fall detta dokument innehåller analys av pris eller marknad för derivat och inte är undantagen enligt tillämpligt regelverk utgivet av U.S Commodity Futures Trading Commission (CFTC), är den godkänd för distribution i USA till "US persons" som är jämbördiga kontraktsparter utifrån ett CFTC-perspektiv. Nordea Bank Abp är en registrerad swap dealer hos CFTC. Derivattransaktioner med "US persons" måste genomföras i enlighet med reglerna i Dodd-Frank Wall Street Reform och Consumer Protection Act.

Detta dokument får inte i något syfte kopieras, distribueras eller publiceras utan skriftligt medgivande i förhand från Nordea Markets.

Nordea Bank Abp, Hamnbanegatan 5, FI-00020 NORDEA, Finland, hemort Helsingfors, FO-nummer 2858394-9

För mer information om Nordea www.nordea.com

