

November 2021

# Navigator

## Kronan går, sjung hopp falleralla rallan lej

Av Henrik Unell, Chief Strategist

### Räntor

*Att förkunna tron på ingenting eller vad som helst*

### SEK

*Kronan går, sjung hopp falleralla rallan lej*

### USD

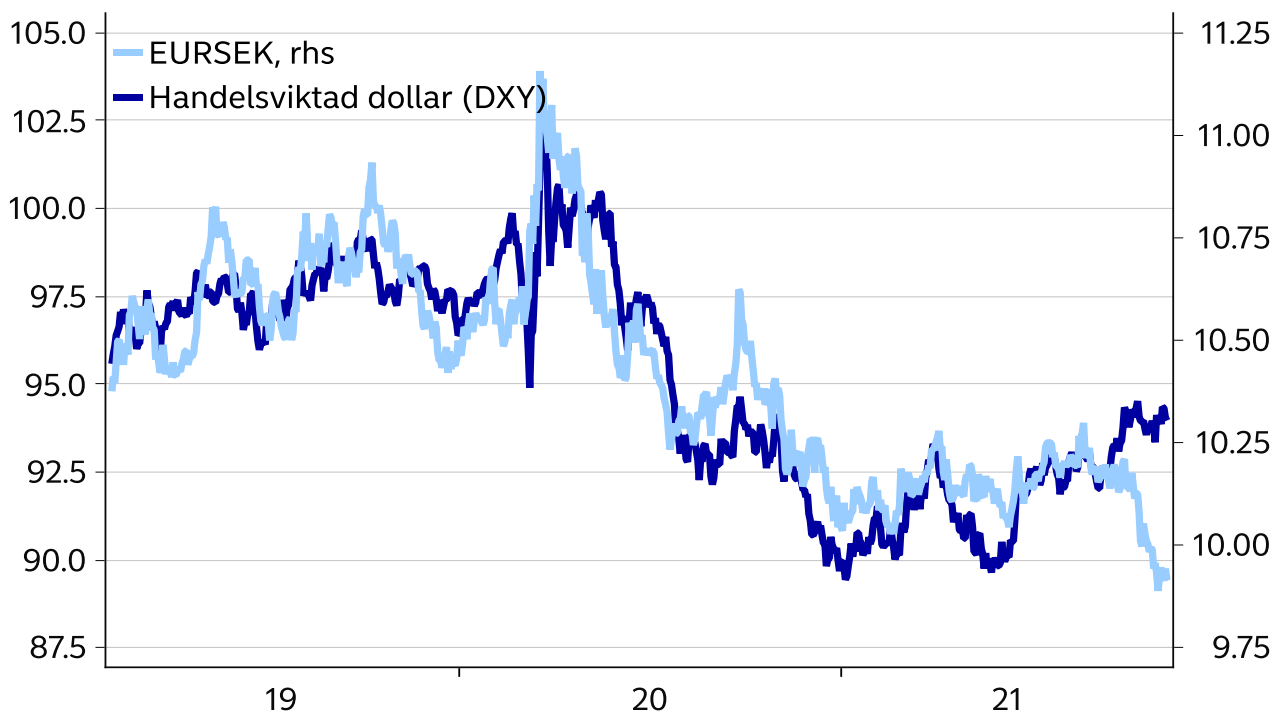
*Någon måste berätta att trollkarlarna är nakna*

### GBP

*Unreliable boyfriend nr 2*

### NOK

*Klimatavtryck i NOK? Inte ännu!*



Source: Macrobond and Nordea

## Räntor – att förkunna tron på ingenting eller vad som helst

Ett socialpsykologiskt misstag är föreställningen att människor tänker självständigt. Så snart homosapiens samlas i grupp förvandlas de till får, oaktat om vi pratar om en bolagsstyrelse, marknadsaktörer eller en centralbank. Centralbanker har skapat en kokong av närmast total förutsägbarhet där de utesluter all typ av stimuli som kan utlösa någon form av signal att priset på pengar så småningom ska stiga. Men räntemarknaden dömer i dagläget ut dessa penningpolitikens visionärer tillförmån för mer realistiska sannolikhetsberäkningar och högre räntor framåt.

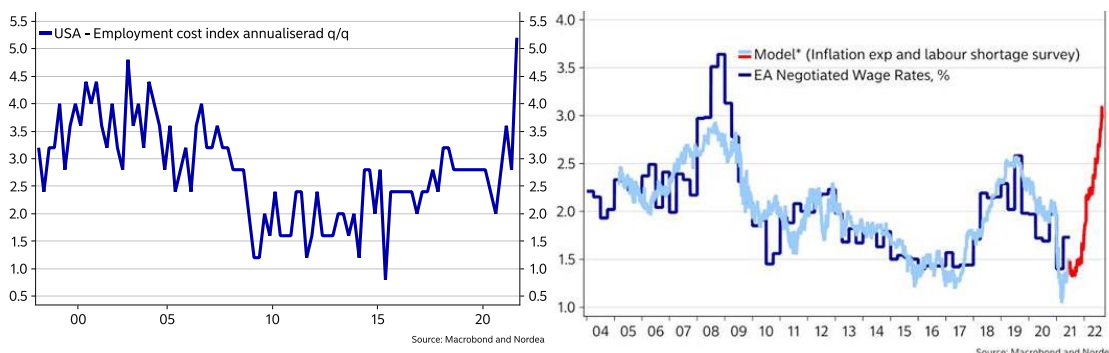
Att som centralbanker, vända andra kinden till, gick an så länge högre inflationstakter bara bestod av petroleumrelaterade produkter. Det tillståndet har vi dock lämnat för länge sedan. Amerikansk kärninflation (exklusive livsmedel och energi) är 4%, på väg mot 5% i slutet av året. Lönetrenden följer efter och har passerat 4% i årstakt. Så sent som i september i år prognostiserade ECB att inflationen i eurozonen hade toppat strax över 2%. Två inflationsutfall senare är KPI dubbelt så hög, över 4% och den "säkra" korta delen av kurvan sköt upp likt en raket för att därefter delvis desarmeras.

Och visst gör det ont när knoppar brister och räntor stiger med 20 punkter på en dag. Men samtidigt: det är bara verkligheten som hinner ifatt det som centralbanker valt att blunda för. I tidigare låginflationsmiljö som global ekonomi opererade under var det centralbanker som guidade marknadsräntor lägre. I nuvarande inflationsmiljö är förhållandet delvis det omvända. Och risken är att ju längre inflationsförnekelsefasen pågår, desto större sannolikhet att ränterörelsen "straffar" de blinda och döva.

*Inflationsriskerna består i att centralbankerna är för långsamma med att höja räntor då de har kikaren vänd åt fel håll*

Inflationsriskerna består i att centralbankerna är för långsamma med att höja räntor då de har kikaren vänd åt fel håll. Pristrycket är övergående konstärer ekot de men de har adderat en ad hoc hypotes till sin spaning, att den är mindre övergående än de tidigare trott. Varför i hela friden ska en institution som har haft fel om allt ha tolkningsföreträde om drivkrafterna framåt och vad som ytterst ska få inflationen att dämpas?

Skälet till att vi på Nordea muar om inflationsrisker är att 1. De är verkliga. 2. Riskpremier i räntemarknaden är på tok för låga. 3. Den överordnade penningpolitiska auktoriteten trivialiserar inflationens existens som vi ser kan hota den rådande ekonomiska ordningen om den inte tas på allvar, inte minst tillgångsmarknader. Den tjeckiska centralbanken har höjt styrräntan med 250 punkter på 5 månader. De har ett marginellt högre inflationstryck än t.ex. USA. Centralbanken förklarar sitt handlande såhär: "We have a clear constitutional and legal obligation to primarily safeguard price stability". Va lustigt! Riksbanken, ECB, Fed och Bank of England har också ett prisstabilitetsmål! Välkommen till den postmoderna penningpolitiken som förkunnar tron på ingenting eller vad som helst.



*Vä: Löneökningstakten i USA är den högsta på över 20 år...!*

*Hö: ...och löner i Europa ska stiga framåt därför...det är vad vår modell säger*

## EURSEK – Kronan går, sjung hopp falleralla rallan lej

När Nordeas EURSEK-modell ställs mot verkligheten är det uppenbart att vi har haft fel den senaste tiden. En längre period har vi argumenterat (och haft rätt) att det ytterst är USD-rörelsen som bestämmer var EURSEK ska ta vägen (se nedan graf). Vår vy har varit att kronan, tillsammans med flertalet andra valutor, är att betrakta som satelliter där den centrala gravitationskraften är dollar. Handelsviktad dollar har sedan förra Navigator i september fortsatt att stärkas och därmed indikerat en högre EURSEK. Istället har kronan rest sig ur askan och EURSEK har gått som på järnvägsspår, ner mot 9,90.

Vi har länge lyft fram den svenska makrobilden relativt omvärlden som något positivt. Vår hantering av pandemin har gett svensk ekonomi ett försprång. Sveriges statsfinanser, jämfört med andra länders hårt belastade statsbudgetar, sticker ut. Det faktumet har tidigare inte betytt att klockan har klämtat för kronan men kanske att FX-världen har förändrats? Vi noterar att kronan har stärkts mot flertalet valutor på senare tid och Nordea är i behov av en ny kompass då den tidigare nervbanan mellan dollar och sek är defekt.

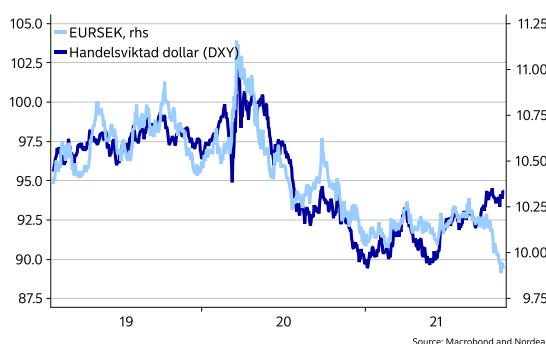
Att EURSEK handlar på sin lägsta nivå sedan 2018 är upplyftande. Och det förefaller rimligt att kronan upplever någon form av regimskifte när världen går från en låginflation- till en höginflationsvärld. Precis som en inflationsportfölj av tillgångar ser annorlunda ut jämfört med en deflationsportfölj kan FX-marknaden också byta skepnad.

*Det är möjligt för marknaden att stärka kronan utan att behöva riskera att bli örfilad av Riksbanken*

Under den SEK-mörka minusränteperioden från 2015 och framåt, då Riksbanken via krondevalvering försökte förverkliga sitt inflationsmål på 2%, gick det att ana åt vilket håll det barkade. Marknaden kunde räkna fram hur mycket kronan var tvungen att försvagas för att Riksbanken skulle plocka tillräckligt med inflationstiondelar för att nå sitt inflationsmål.

I dagsläget badar världen och svensk ekonomi i hög inflation och i en sådan miljö är det möjligt för marknaden att stärka kronan utan att behöva riskera att bli örfilad av Riksbanken. I en inflationsregim, då nivån på statsskuld och räntekostnaden för densamma blir en viktig faktor, kan Sverige och kronan hävda sig.

Det kommer krävas en större penningpolitisk insats för att hålla ihop eurozonens statsfinanser jämfört med Sveriges. Vi noterar den senaste tidens breda EUR-försvagning i ett läge där riskpremier i räntemarknaden skruvats upp. Det påminner om situationen 2011-2012 och den europeiska skuldskrisen. Nordea har justerat ned sin 3-månaders prognos till 10,10 från 10,40. Därefter tror vi på en starkare krona och en EURSEK under 10.



*Vä: EURSEK åker sidovagn och det är dollarn som styr...men inte nu*

*Hö: När världen förändras justeras också drivkrafterna. En starkare krona p.g.a. en mindre Eurokris. I like it!*

## USD/SEK – Någon måste berätta att trollkarlarna är nakna

Politiker och centralbanker valde att genomföra tre unika strategiska beslut i samband med pandemin. 1. De låste i princip in hela jordens befolkning i 18 månader. 2. Under samma tidsperiod ersattes samtliga förlorade kassaflöden (hushåll och näringsliv) med statliga medel. 3. Finansieringen av denna drakoniska summa skedde med hjälp av centralbankernas sedelpress.

Att världen i ett nafs inte återgår till det "normala" är inte så konstigt. De beslut som togs har inte varit tillgängliga för testning utan handling gick före sanning. Vad för slags irrationalism som gemene hen föredrar är en smaksak men det är värt att komma ihåg att underverk hör religionen till. Någon måste berätta att trollkarlarna är nakna.

Det här är skälet till att världen för tillfället är stökig och att de långsiktiga ekonomiska följderna av pandemin i princip är överblickbara. Men den relevanta ögonblicksbilden är: att amerikansk inflation har legat över 5% i fem månader och korträntor ligger kvar strax över noll.

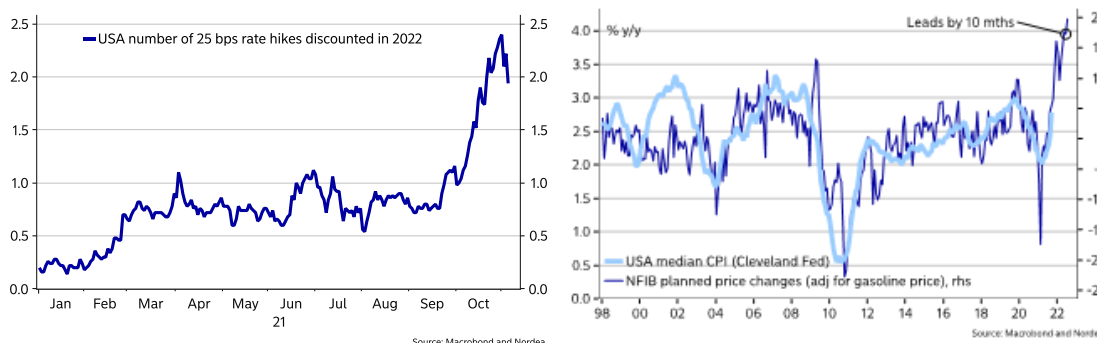
Att löner stiger parallellt med inflation och vi ser inledningen på en spiral där ett högre kostnadstryck hos företagen resulterar i högre priser för att skydda marginaler. Det i sin tur resulterar i nya ersättningskrav som kompenserar för högre inflation. Vi ser i dagsläget ett paradigmskifte när det gäller lönelyft i enklare serviceyrken och där maktbalansen mellan arbetsgivare och arbetstagare har skiftat.

Att marknadens långa inflationsförväntningar har stigit till 3% ökar pressen på Fed att agera men de fortsätter att blunda och hoppas. Nordea har justerat sin prognos och vi räknar med tre höjningar istället för två under 2022. Den prognosen ligger i tangentens riktning då 2021, om något, har definierats av Nordeas mer aggressiva inflationsbedömning som landat närmare utfall än konsensus.

Vad som dock förvånar oss är hur lång Feds förnekelsefas är/har varit. Att skylla på en pandemidefekt utbudssituation är ju långtifrån hela sanningen. Det faktum att statens monetära gåvor till hushållen har resulterat i en explosiv global varuefterfrågan är ändå huvudorsaken till dagens pristryck. Och det bästa sättet att komma tillrätta med det är ett högre ränteläge.

Ett rekordhøgt inflationstryck som håller i sig och en lönetillväxt som är det kraftigaste vi sett på 20 år ska få Fed att höja räntan tidigare än marknaden i dagsläget diskonterar. Det finns dessutom en högre sannolikhet att den i förra veckan annonserade utfasningen av obligationsköp sker snabbare än planerat. Samtidigt som EURUSD ska falla vidare sker en kronförstärkning. Nettot landar i en historiskt stark USDSEK, upp mot 9.

*Nordea har justerat sin prognos och vi räknar med tre Fed-höjningar istället för två under 2022. Det är tillräckligt för att dollarn ska stärkas*



*Vä: Mindre än två \*25 höjningar inprisade från Fed 2022. Nordea tror på tre!*

*Hö: och lönekostnader stiger och input priser ökar och för att skydda marginalerna höjer företagen priserna och så snurrar inflationshjulet*

## GBPSEK – Unreliable boyfriend nr 2

Att förutse centralbankers agerande kräver ett intensivt dechiffreringsarbete. Hur skildrar ledamöterna verkligheten? Hur kopplar dem verkligheten till sin "modell" om framtiden? Vad utgör en marknadssignal från ledamöter och vad är irrelevant läckande hjärnskräp? Centralbankernas s.k. "forward guidance" är tänkt att leda ekonomins aktörer i nosringen genom marknadsmanegen. Ibland lyckas de oerhört väl då ett penningpolitiskt besked snabbt absorberas utan några avtryck i prisbilden. Federal Reserves räntebesked i onsdags lyckades med det senare. Men det finns också exempel på det motsatta. Bank of Englands räntebesked i torsdags var en fullständig katastrof.

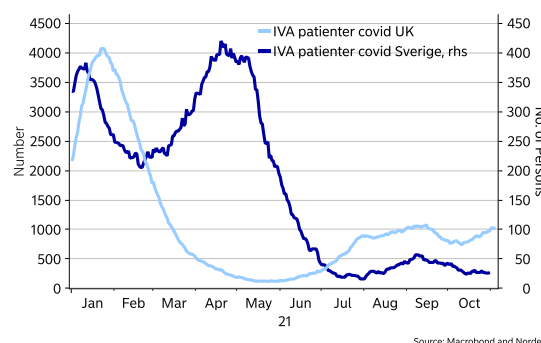
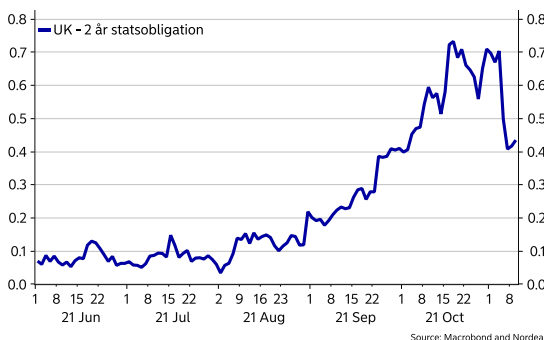
Centralbankschef Andrew Bailey efterträdde i mars 2020 Mark Carney. Den senare hade ett välförtjänt rykte om sig att ständigt förleda marknaden. Carney's karaktär liknades vid "an unreliable boyfriend". Marknaden har redan identifierat "the unreliable boyfriend nr 2". Marknadsörelser i samband med förra veckans räntebesked var hiskeliga. Korta och långa räntor föll med 25 respektive 15 punkter och pundet försvagades med 1,5% mot kronan.

Marknadens förväntansbild inför mötet var en konsekvens av bistert höga inflationsutfall och oförankrade inflationsförväntningar som stressat ledamöterna. Räntemarknaden hade adderat höjningspremie under flera veckor, ivrigt understödd av Andrew Baileys uttalade oro. Banken fegade dock ur och lämnade styrräntan oförändrad på 0,10%, samt att de guidade en "dovish" förväntansbild. Det är uppenbart att majoriteten centralbanker väljer att bekämpa inflation/disinflation asymmetriskt. Att eftersträva prisstabilitet tycks endast gälla när inflationen underskjuter två procent men inte när den överskjuter. Och Bank of England spelar ett högt spel givet att inflationen kommer fortsätta stiga mot 5% under 2022.

*Att eftersträva prisstabilitet tycks endast gälla när inflationen underskjuter två procent men inte när den överskjuter*

UK är ett av västvärldens mest skuldsatta länder post covid och statsbudgeten fortsätter att dela ut pengar nästkommande två år. När skulden är så stor som 115%/BNP blir till och med små ränteförändringar kännbara utgifter. Dock förbättras statsskuldsekvationen så länge statens finansieringsränta är lägre än nominell tillväxt. Det är ett sätt att låta hushållen ta hela inflationskostnaden och Bank of England och regeringen kan fly sitt ansvar.

Brittisk nutidspolitik från 1970-2021 är det en enda lång räcka av katastrofer: Strejkvågorna på 1970-talet, IMF-bailouten 1977, Thatchers privatiseringar, slumbostads-byggandet, den ensidiga finansmarknadssatsningen, Irak-fake uppgifterna, bankkraschen 2008 och inte minst brexit. Att därtill ha en centralbank som förnekar att gravitationen existerar gör att vi har justerat ned vår GBPSEK prognos..



*Vä: the unreliable boyfriend rörelsen i räntor*

*Hö: Covid är ett större problem i UK än i Sverige. Virusproblem ger lockdowns som ärrar konjunkturen plus allt annat som pågår i kölvattnet av brexit.*

## NOK/SEK – klimatavtryck i NOK? Inte ännu!

Först en pandemi och därefter en pandemisk energikris. Energipriser har under hösten stigit kraftigt i Europa och Asien och politiker räds utvecklingen. Det är dock ödets ironi (eller ett window of opportunity?) att historiskt höga priser på olja och naturgas realiserar samtidigt som klimatmötet i Glasgow äger rum. Vi vet att dagens prisbild är både en funktion av hög efterfrågan och ett lägre utbud som naturligtvis kan vara temporär i sin karaktär. Men det finns en långsiktig komponent i dagens högre priser som återspeglar ett politiskt vägval.

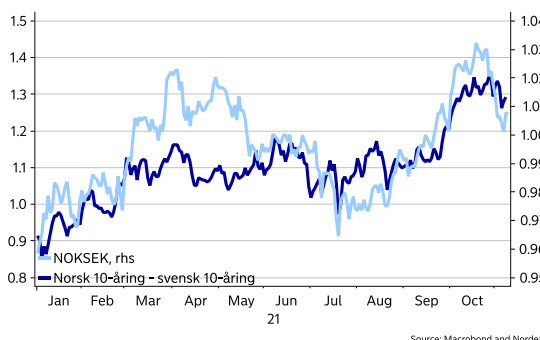
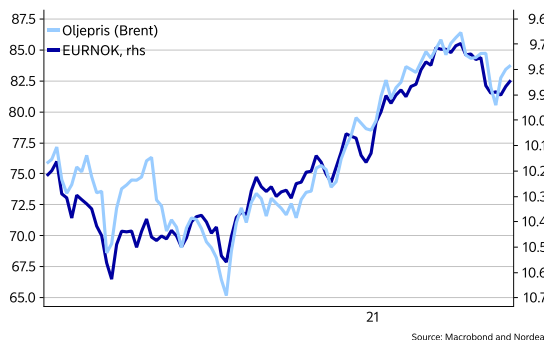
Vägen från CO2 till fossilfritt var alltid tänkt att gå via ett högre pris på fossila bränslen. Ett högt pris, och inte en global moralinsikt om det rätta, var ju det som skulle få efterfrågan att falla. För att efterfrågan på CO2 ska förbli låg måste priset på fossilfritt kapital falla och investeringar kan därmed gå i riktning mot förnybar energi. Men häri ligger problemet. I samma andetag som Joe Biden nynnade med i klimathymnen, om han inte tar en tupplur d.v.s., så överväger han att frigöra amerikanska oljereserver för att få ner ett stigande, och politiskt kostsamt, bensinpris. Och västvärldens samtliga ledare som knuffar Joe Biden framför sig för att sätta press på OPEC att öka produktionsvolymerna.

Det visar på det svåra med att vara en tempelbyggare. Att lägga den teoretiska grunden är en sak men att komma vidare med konstruktionen kan vara nog så problematiskt. Norge och NOK är en huvudrollsinnehavare i klimatomställningen och kraven på underkastelse. Det motsägelsefulla i att vara Europas största fossilfabrik men att sälja sig som en klimathjälte. Och energikrisen är ett tydligt tecken på att politik bör bygga på en korrekt bild av sakförhållanden men istället har man valt att bortse från lösningarnas effekter och kostnader. Energikrisen i Europa skulle vara ännu värre utan Norsk export av olja och gas.

Transformationen från CO2 till miljövänlig el är verklig. För ett land som är så ensidigt beroende av olja och gas resulterar det i att NOK på sikt befinner sig i skottgluggen. I det omedelbara tidsperspektivet har intensifieringen av elkrisen, med högre olja- och gaspriser, lyft NOKSEK. Crossen har dock fallit från 1,03 till dagens 1, i linje med något lägre oljepriser. Det finns därtill en säsongseffekt i slutet av året som talar emot NOK.

Men NOK kommer hitta stöd framåt i den norska centralbanken. Med största sannolikhet kommer de att höja styrräntan för andra gången i december. De tillhör kategorin centralbanker som har identifierat att vi har 90% av viruskrisen bakom oss och nu gäller det att anpassa penningpolitiken till något nytt och bättre. Riksbanken är inte där ännu. De ligger cirka tre år efter.

*Norge är en huvudrollsinnehavare i klimatomställningen och kraven på underkastelse. Det motsägelsefulla i att vara Europas största fossilfabrik men att sälja sig som en klimathjälte*



*Vä: NOK och oljepris går allt som ofta hand i hand. Utfallsrummet är gigantiskt givet att flertalet oljeanalytiker reviderar upp prognoser*

*Hö: relativa långräntor i NOKSEK*

## Prognoser

### Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun22	31dec22	31dec23
EURSEK	9,94	10,10	10,00	9,90	9,80
USDSEK	8,58	8,85	8,92	9,16	9,07
GBPSEK	11,65	11,60	11,36	11,51	11,67
NOKSEK	1,00	1,00	1,00	1,01	1,03
JPYSEK	0,0760	0,0770	0,0776	0,0833	0,0825
CHFSEK	9,42	9,44	9,35	9,25	8,90
DKKSEK	1,34	1,36	1,35	1,33	1,32
PLNSEK	2,16	2,21	2,22	2,22	2,22
CNYSEK	1,34	1,34	1,30	1,33	1,32

### Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun22	31dec22	31dec23
EURUSD	1,16	1,14	1,12	1,08	1,08
EURJPY	130,80	131,00	128,80	118,80	118,80
USDJPY	113,09	115,00	115,00	110,00	110,00
EURGBP	0,85	0,87	0,88	0,86	0,84
GBPUSD	1,35	1,31	1,27	1,26	1,29
EURCHF	1,06	1,07	1,07	1,07	1,10
EURNOK	9,86	10,10	10,00	9,80	9,50
EURPLN	4,60	4,55	4,50	4,75	4,92
EURCNY	7,40	7,52	7,67	7,45	7,45

---

Henrik Unell  
 Chief Analyst  
[henrik.unell@nordea.com](mailto:henrik.unell@nordea.com)

---

## 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](http://www.nordea.com)*