

November 2022

Derivatbladet – Vet ni, svensk räntemarknad är sönder

Av Henrik Unell, Chief Strategist

USA – it ain't tightening if it ain't frightening
EMU – att snubbla fram i tillvaron
Sverige – vet ni, svensk räntemarknad är sönder

Ingen tycker om att behöva anpassa sig till omständigheter man inte gillar. En frodig växt-husmiljö av låga räntor har i ett decenium gett behagliga levnadsvillkor. Föreställningen att centralbankernas sedelpress, i kombination med skuldfinansierad tillväxt, kan skapa ekonomisk välmåga, har drivit upp nominella tillgångspriser men samtidigt malt ner penningvärdet.

Kronans devalveras i dagsläget snabbare än svenska bostadspriser faller och hushållen blir således slagna från flera håll samtidigt, utöver en inflationstakt norr om tio procent. Och för att klara av livets nödtorft (räntor, livsmedel, energi) måste vi arbeta fler timmar än någonsin eftersom pengar endast är en nominell räkneenhet som måste räknas om i varukorgar, i reala användbara värden.

Och centralbankernas självständighet är under attack när diverse politiker/intressegrupper gnäller över nödvändiga åtstramningar. Kontentan är att inflationsmålet tycks endast gälla så länge räntor sänks, inte när de stiger. Världen är i behov av en rejäl nivåförändring i kostnaden för kapital med en eftersläpande anpassning i både den reala- och finansiella ekonomin. Skulle centralbanker kasta in handduken för tidigt, innan dess att inflationen har besegrats, riskerar avkastningskurvor och valutor att gå samma öde till mötes som i UK, under regeringen Truss.

Vi har inte att göra med de vanliga marknadsfrustrationerna som vi levt med de senaste tio åren. Det här är mycket allvarligare

Det finns tyvärr inget väloljat sätt att undgå denna sörja världen har hamnat i. Centralbanker är övertygade om att tvåsiffriga inflationstakter ska tillbaka till två procent. Men samma "modeller", så sent som sommaren 2021, gjorde gällande att inflationen ett år framåt skulle landa på 1,5% y/y (Riksbankens bedömning). Riksbanken missade dock sin prognos med över 5% och mönstret känns igen hos centralbanker världen över.

Vi har inte att göra med de vanliga marknadsfrustrationerna som vi levt med de senaste tio åren. Det här är mycket allvarligare. Tvåsiffrig inflation träffar världen när den är rekord-högt belånad, när delar av aktiemarknaden är lika högt värderad som innan it-kraschen 2000, när oljekrisen på 70-talet bäst beskriver nuvarande energikris och där ett krig härjar i Europa. Flertalet marknadsaktörer vägrar dock se det på det viset och använder istället den gamla noll- och minusräntelinsen. Riskpremier har förvisso stigit men inte tillräckligt enligt vår vy. Marknadens anatomi har förändrats i grunden och det naturliga urvalet kommer avgöra vilka som överlever och inte. Adapt or die, så har det alltid varit.

USA – "it ain't tightening if it ain't frightening"

Bättre sent än aldrig. Centralbankschef Powell har gått från att vara en del av dagens flacka politiska kultur till att bli en tjänsteman som tar ansvar. Under höjningscykeln 2017-2018 höjde Powell styrräntan i sakta mak fram till dess att börsen föll med 20% i december 2018. Därefter svängde den penningpolitiska pendeln på ett ögonblick. Fed pausade omedelbart och signalerade sänkningar som realiserades ett halvår senare. Trots att Powell ljudligt deklarerade riskerna med finansiella excesser valde han att backa när tillgångskasinet gick på en nit. Powell var således lejonjämnaren som aldrig stött på ett lejon.

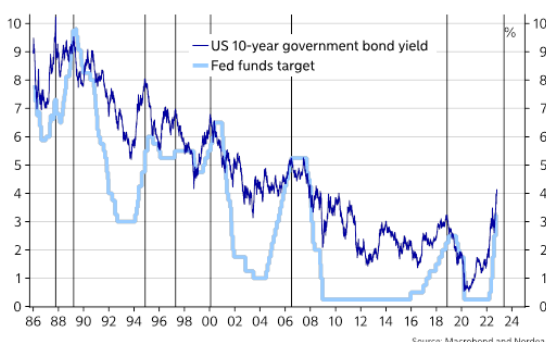
Vi har länge hävdad att rekordhöga inflationstakter boxar in Fed i några få valmöjligheter. En märkeshändelse var när Joe Biden och Vita huset i panik, efter oktober-KPI-2021, skickade ut ett pressmeddelande och gav inflationsbekämpningen högsta prioritering. Och mycket riktigt driver Fed höjningscykeln mer aggressivt än någon annan centralbank. Förra veckans räntjustering med 75 punkter till 4% var den fjärde i ordningen och signalen var att det kommer mer. "its very premature to think about or talk about pausing our rate hikes".

Givet dagens unika inflationssituation så bör marknader ha en djupare respekt för det okända. Självfallet ska inflationen under 2023 bromsa in och KPI ska falla tillbaka, men vi tror att marknader måste spela spelet i rätt ordning. Att i dagsläget "frontrunna Fed" är en dålig strategi och man undrar hur många gånger fölet/aktiemarknader ska placera nosen på elstängslet.

Givet dagens unika inflationssituation så bör marknader ha en djupare respekt för det okända

"It ain't tightening if it aint frightening". Fed vill tydligt bromsa finansiella och real-ekonomiska variabler för att uppnå maximal "demand destruction" och då gäller det att stå emot de svagsinta som hela tiden vill bli utbailade. Marknaden kommer så småningom att få sin "pivot", Fed ska dra sig tillbaka och börskramare ska överväga att kasta sig på köpknappen. Men vår gissning är att när Fed slutar höja räntan (kanske i mars alt. april nästa år) då har ekonomin och företagens vinster förvandlats till kaksmulor och ingen vill äga aktier av det skälet.

Vi fortsätter således att kommunicera stigande räntor (över hela avkastningskurvan) och lågkonjunktur /sälj börsen till dess att risk/reward säger åt oss att göra något annat. Och betänk de stora strukturella skiftena och en ny global design där inflationen envist biter sig fast över 2%. Den nya säkerhetsordningen och ett kallt krig kommer kräva stora statliga investeringar i t.ex. energi och militär upprustning. Kapitalismen kommer ta ett steg tillbaka när mänsklig överlevnad står på spel.



Year	Fed Funds peak	US 10-yr peak
1987	7.31%	10.23%
1989	9.75%	9.53%
1995	6.00%	8.03%
1997	5.50%	6.98%
2000	6.50%	6.79%
2006	5.25%	5.25%
2018	2.50%	3.24%

Source: Macrobond & Nordea

vänster: Räntor stiger så länge Fed höjer, så har det alltid sett ut

höger: och 10-åringen "brukar" nå en nivå som är högre än styrräntetoppen

EMU – att snubbla fram i tillvaron

Verkligheten är så oerhört mycket mer intressant än överkligheten. ECB:s Lagarde blandar dem bägge när hon i sina framträdanden kombinerar viljan att tro på något övernaturligt, inflationen i eurozonen ska snyggt landa in på 2% i slutet av 2024, samtidigt som hon konstaterar det uppenbara: "inflation today is way to high".

Lagarde sa i förra veckan i Riga: "we must deliver on our price mandate, no matter what", en retorisk motsvarighet till Mario Draghis "we will do whatever it takes". Det är ett förhållningssätt som tyder på en kompromisslös övertygelse och som gör gällande att mycket står på spel. ECB har EN produkt som de ansvarar för och det är prisstabilitet. Med tvåsiffrig inflation är ECB en synnerligen opålitlig leverantör av sin enda uppgift.

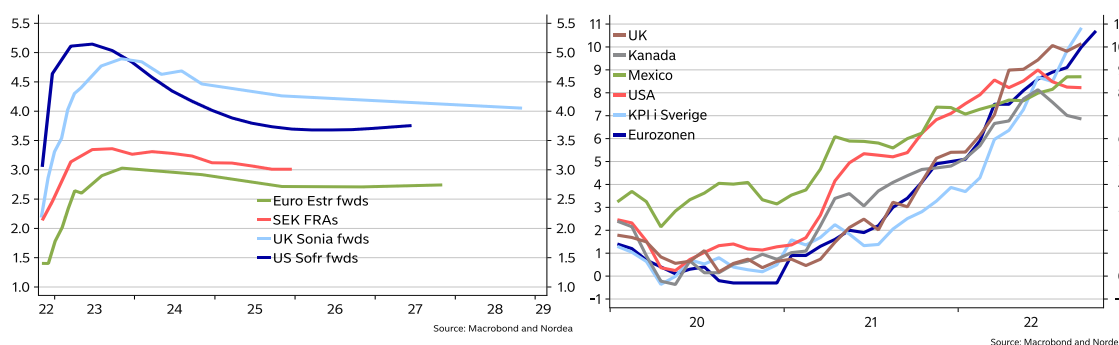
De letter som lyssnade på Lagardes tal måste undrat om hennes ord var äkta eller om hon spelade ett politiskt spel. Inflationen i Lettland är 22% och när ECB nyligen höjde depositräntan med 75 punkter, till 1,50%, antydde Lagarde att majoriteten höjningar nu var genomförda. Hur ska 22% inflation helt plötsligt försvinna om styrräntan redan nu är nära sin peak? Hur går det ihop med Lagardes garantier att ECB ämnar slåss till sista blodsdroppen?

Människan har daterat universums födelse, knäckt livets kod, uppfunnit wettextrasan och o'boy men med Powells ord: We now understand better how little we understand about inflation". I ett läge där världen är så pass kaotisk att ingen förmår se inflationshorisonten bör ECB avstå från att göra utfästelser med kort hållbarhet. "Inga höjningar under 2023" kommunicerade Lagarde för ett år sedan. Så sent som i juni var det höjningar i "små steg" som gällde innan ECB smackade på med 50 punkter i juli.

Vid mötet i september, när ECB höjde 75p, inledde Lagarde presskonferensen med att säga "we are on a meeting by meeting approach", d.v.s. vi anpassar oss till verkligheten och avstår från prognoser, men mot slutet av presskonferensen kunde hon inte hålla sig när hon fick frågan: hur många möten ECB planerar att fortsätta höja räntan? "probably more than two, including this one, but its probably also going to be less than five".

Lagardes snubblande, som räntemarknaden måste ta till sig, är att ECB vet ingenting om framtiden och de vet inte hur länge de inte kommer veta någonting. Och inflationsöverskningarna fortsätter. Dagen efter ECB:s senaste räntebesked i oktober släppte Italien KPI för oktober där förväntat var 9,9% y/y. Siffran kom in på 12,8%! Förvisso bara halva Lettlands inflationsnivå men väl 10,8% över ECB:s inflationsmål. Vill du verkligen äga en tysk 10-årig statsobligation på 2,30%? Jag är definitivt inte intresserad.

ECB vet ingenting om framtiden och de vet inte hur länge de inte kommer veta någonting



vänster: Så här ser inprisningen ut i EMU, Sverige, UK och USA

höger: Svensk KPI är 10,8% och håller jämna steg med inflationen i eurozonen

Sverige – vet ni, svensk räntemarknad är sönder

Det som bäst beskriver Riksbankens politik de senaste 10 åren är expansion, där räntor kontinuerligt har sänkts och finansiella villkor har varit ultraexpansiva i jakten på två procents inflation. Senaste gången svenska realräntor avkastade positivt var 2012. I fem år hade Sverige till och med negativa nominella räntor då varje tiondels avvikelse från inflationsmålet betraktades som betydelsefull och något som genast måste åtgärdas.

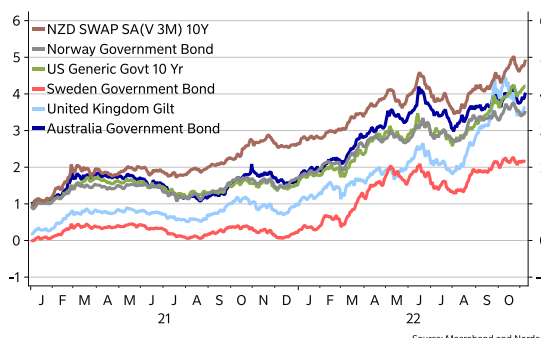
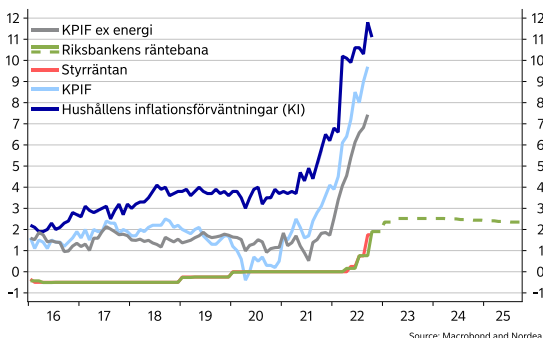
Och Riksbankens expansiva evangelium fortsätter, trots stigande räntor. Tioårsräntan i Sverige (i både stat och swap) är den tredje lägsta i världen, efter Japan och Schweiz. Och räntor i framtiden, en 1-års ränta om 10 år i staten, är en punkt lägre i Sverige än i Japan! Den svenska räntegiljotinen är knappast en funktion av starka offentliga finanser. Flertalet västländer med låg statsskuld har långräntor som avkastar 1,5-2,5% högre än svenska. Förklaringen är snarare att den svenska obligationsmarknaden är mer trasig än andra marknader, samtidigt som Riksbankens styrränta på 1,75% är lägre än majoriteten peers.

Och sönderfallet i svensk obligationsmarknad lyfts fram i Riksbankens senaste finansmarknadsenkät. "Andelen som svarar att räntemarknaden fungerar dåligt eller mycket dåligt är nu åtta av tio" och sju av tio säger att det är Riksbankens fel. En avgörande fråga för marknadsaktörers riskhantering är huruvida svenska statsobligationer ska klassificeras som en omsättningsbar och likvid tillgång? Jag vet vad jag hade svarat.

Att kunna hedga sig i 5 eller 10-år på nivåer mellan 3-3,20%, när KPI är 10,8%, är en gratischeck som ett defekt system ger

Men för derivatkunder är ovan ett erbjudande som man bör utnyttja. Att kunna hedga sig i 5 eller 10-år på nivåer mellan 3-3,20%, när KPI är 10,8%, är en gratischeck som ett defekt system ger när vi har den lägsta realränta (SEK 10år-KPI) som vi någonsin haft i Sverige. Om 1,8% inflation (istället för 2%) kunde resultera i minusräntor och köp av 400 miljarder statsobligationer, vad ska då tvåsiffrig inflation betyda för Riksbankens penningpolitik framöver? Riksbanken lämnar räntebesked den 24 november och Nordea/marknaden räknar med att styrräntan höjs med 0,75%, till 2,50%. Riksbanken har historiskt valt att sila mygg och nu sväljer de elefanter när de guidar mot en styrräntetopp på 2,50%. Diskonteringen i marknaden ligger fortsatt kvar på strax under 3,50%.

Svensk ekonomi kommer gå in i 2023, eldandes ved, med en rekordstor privat skuldsättning, tvåsiffrig inflation, usel reallöneutveckling och svajiga tillgångsmarknader. Den real-ekonomiska verkligheten har gått från disinflation till inflation. Inflationsbekämpningen har blivit ett fiasko, från tiondelarnas tyranni till rekordhöga inflationstal. Ingves säger "Ett scenario som måste undvikas är att vi höjer styrräntan för lite och att inflationen fastnar på höga nivåer". Touché, precis så är det Stefan nu när ni har klantat er så.



vänster: Det är ändå lite sött att ha en räntebana som toppar på 2,50% när inflation och inflationsförväntningar ser ut som de gör

höger: ...som sagt, den 3:e lägsta långräntan i världen

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

