

Oktober 2023

Navigator

Riksbanken lyckas skrämma de lättskrämda

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Räntor

Köpstrejk i den längre delen av kurvan

SEK

Riksbanken lyckades skrämma de lättskrämda

USD

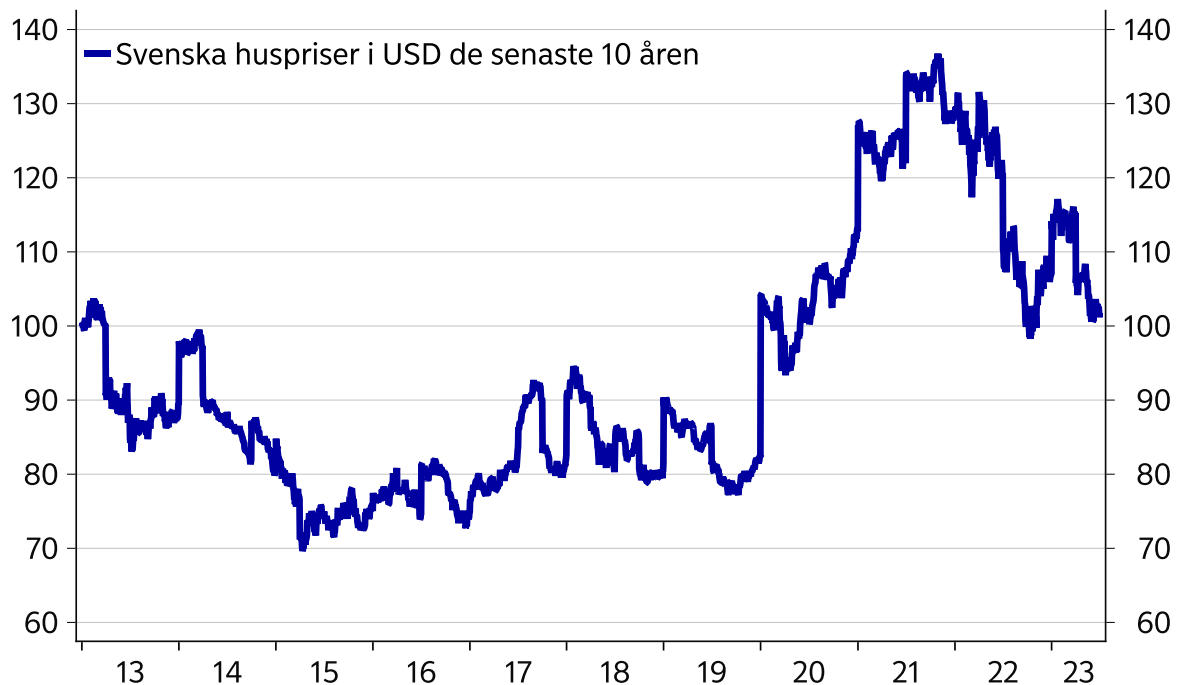
Värdet på Sverige faller som en sten...i USD

GBP

Bank of England har ett imageproblem

NOK

Relativa långräntor säger paritet i NOKSEK



Source: Macrobond and Nordea

Räntor – köpstrejk i den längre delen av kurvan

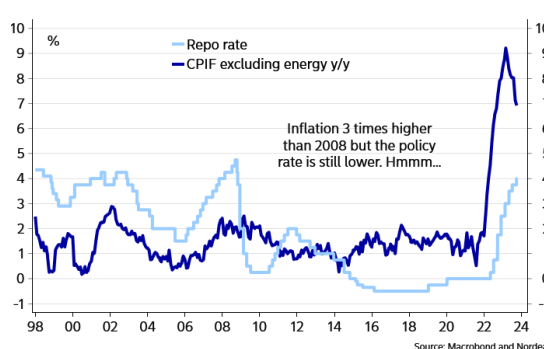
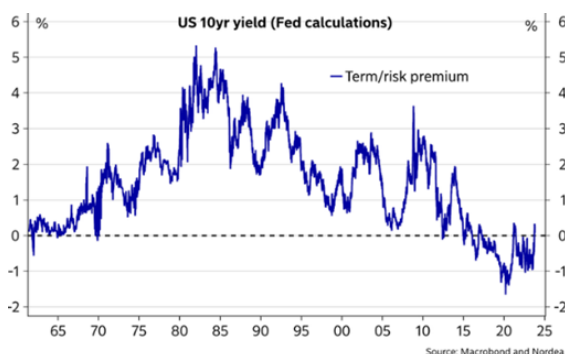
Inflationen i Sverige (KPIF exkl. energi) är tre gånger högre idag (6,9%) jämfört med 2008, men styrräntan är 75 punkter lägre (4% mot 4,75%)? Vidare jämförelser: den 10-åriga statsobligationen följde under höjningscykeln 2006-2008 det historiska mönstret och höll jämna steg med styrräntan, att jämföra med dagens 10-års ränta som är 1% lägre än repo-räntan. Nivåer på svensk inflation sticker ut och i september var KPI högre än förväntat. Räntemarknaden fick kvickt lägga tillbaka den höjningspremie som den tidigare plockat bort. Nu räknar marknaden med att Riksbanken höjer med 25 punkter i november (15p inprisat) alternativt i februari (10p inprisat).

Det penningpolitiska höstmodet gör dock gällande att det är "pause" i den globala höjningscykeln. För Riksbanken är det dock svårt att anamma en "vänta och se" approach när varuinflationen är 7,1%, tjänstepriser stiger med 6,7% och kronan är nästintill rekordsvag. Att räntemarknaden räknar med att Riksbanken redan i juni-24 ska sänka räntan är en påskyndad tolkning av något som sannolikt kommer ta längre tid. Centralbanker predikar "high for longer", inklusive Riksbanken.

I slutet av maj var räntan på den amerikanska 10-åringen 3,40% och i fredags nosade den på 5%. Den svenska 10-åriga statsobligationen har under samma period klättrat 80 punkter, från 2,20% till strax över 3%. Det tog ång tid för marknaden att inse att den överraskande starka konjunktur som fläckvis infunnit sig, inte minst i USA, är en produkt av rekordstora stimulanser och således bär ett minustecken i form av högre statsskuld, vidare budgetunderskott och därmed ökade emissionsbehov etc. "Soft landing" är således en intäkt som bär en kostnad i form av ett större utbud av obligationer, en strukturell anpassning till nya förhållanden och en ny prislapp på skuld.

Vi noterar tendenser till köpstrejk i marknaden i samband med statsobligationsemissioner med längre löptid. Det gäller både i Europa och USA och plötsligt brottas räntemarknaden med likviditetsrisker när orderdjupet i marknader inte finns där. Aptiten hos kreditorer att tillhandahålla långt kapital är mindre än tidigare och man väljer istället den riskfria räntan i kortare löptider.

Löptidspremien har vaknat till liv och stiger från de nedtryckta nivåer som 10 år av nollränta och QE resulterade i. Men löptidspremier (den ersättning kapitalet kräver för att låna ut långa pengar) kan avancera ytterligare eftersom premien fortsätter att vara låg i ett historiskt perspektiv. Långa räntor behöver hitta en stabilare nivå för att köpare ska komma tillbaka. Riskbilden framåt borde vara att marknaden prisar in en sannolikhet för ytterligare höjning från Riksbanken, förbi 4,25%. Dagens svenska 10-års ränta på 3,05% är låg relativt svensk inflation, relativt omvärlden och relativt historien.



För Riksbanken är det svårt att anamma en "vänta och se" approach när varuinflationen är 7,1%, tjänstepriser stiger med 6,7% och kronan är nästintill rekordsvag

Vä: Löptidspremien – QE och minusräntor gömde den men nu är den tillbaka över noll men det är lågt i ett historiskt perspektiv

Hö: 4% styrränta är 75 punkter lägre än 2008, trots att inflationen är tre gånger så hög idag?

EURSEK – Riksbanken lyckades skrämma de lättskrämnda

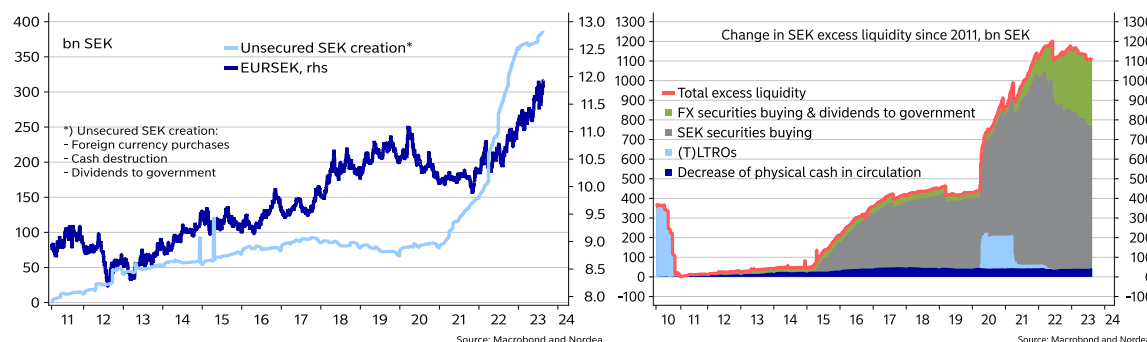
Riksbanken annonserade vid mötet i juni att de eventuellt avsåg att säkra/hedga en del av valutaservisen. I samband med septembermötet var beslutet taget och 8 miljarder USD och 2 miljarder EUR, till ett motvärde av cirka 120 miljarder SEK, ska säljas inom loppet av 4-6 månader. Riksbankens utgångspunkt är att de tror på en kronförstärkning på mellan 10-15%. Riksbanken lyckades skrämma iväg de lättskrämnda och EURSEK handlar 40 öre lägre jämfört med beskedet i september. Riksbanken är nog med att betona att hedgeköpen inte är någon valutaintervenering. I en FX-marknad som omsätter cirka 40 miljarder SEK/dag ska Riksbankens försäljningar på mellan 1-1,5 miljard SEK inte driva kronkursen.

Historien om Riksbankens SEK-handel i sin valutaservis inleddes redan 2021. Riksbanken tog då över finansieringen av valutaservisen från Riksgälden. Riksbanken sålde 300 miljarder kronor portionsvis och köpte utländsk valuta. Riksgälden använde den valutan för att stänga sin finansiering av valutaservisen. När Riksbanken bytte finansieringsmetod skapade de nya SEK i banksystemet (adderade-QE) för motsvarande 300 miljarder. Inför den här åtgärden gjorde Riksbanken bedömningar om att hitta en månatlig säljvolym av kronor som inte bidrog till en kurspåverkan. Men giftbägaren DÅ handlade aldrig om icke kurspåverkande säljvolym av SEK, utan om balansräkning och risk när marknaden helt plötsligt översvämmades med 300 miljarder i nytryckta SEK. Att ha en nettotillförsel av kronor i den storleksordningen gav naturligtvis pris- och efterfrågaeffekter på kronan.

Nordeas korta EURSEK prognos på 12 har realiserats (11,9950) och Riksbanken har lyckats skrämma bort momentumsäljarna av kronor. Det svenska pensionskapitalet har köpt på sig lite kronor men det är än så länge inget brett och övertygande köptryck i SEK. Vi hejar på kronan på längre sikt men slås över hur trögt den handlar i dagens marknadsmiljö. Även om Riksbanken höjer styrräntan i november (Nordeas vy) tror vi inte att det räcker för att Thedéen ska få sina 10-15% i kronförstärkning.

Den svenska kronan är en dyster följetong men utvecklingen är rimlig givet de historiska felsteg som penningpolitiken tagit. Låga räntor i kombination med kreditexcesser och direktionens verbala utspel (under deflationsåren då Riksbanken hotade med att skjuta kronan i sank) under låginflationsåren har cementerat uppfattningen i FX-marknaden: att Riksbanken aldrig har agerat eller kommer att agera för att försvara kronan. Det i sin tur betyder att kronan bara kan stärkas som en "trade eller en rekyl". Det är svårare för kronan att stärkas strukturellt, för att marknaden långsiktigt tror på den.

Det är rimligt att tro att Riksbankens stora obligationsförluster i QE-portföljen under 2022 (80 miljarder) är politiskt besvärande och de SEK-köp som Riksbanken nu genomför i valutaservisen är att betrakta som en vinsthemtagning för tidigare SEK-försäljningar. De kommer inte att göra en nämnvärd skillnad på kronkursen här och nu. Vi tror inte på kronan i den här marknadsmiljön med sämre makroutsikter och högre vol. generellt. Tyvärr.



Vi hejar på kronan på längre sikt men slås över hur trögt den handlar i dagens marknadsmiljö

Vä: Vassego, här kommer 300 miljarder nytryckta SEK! ja då hände det gräjer med priset

Hö: Den största balansräkningen sedan Gustav den 3:e fortsätter att vara rekordstor.

USD/SEK – värdet på Sverige faller som en sten...i USD

Utöver det låga priset hittar jag i dagsläget få eller inga skäl att äga kronan. Utöver det höga priset ser jag nästintill ingen anledning alls att sälja dollar. I förra Navigator skrev jag på temat "fiktiva förmögenheter" att svenska huspriser i dollar är oförändrade de senaste tio åren. Ett värre statistiskt faktum/nederlag är att svensk BNP omräknat i USD har fallit 20% sedan 2007 och under tiden har amerikansk tillväxt stigit med 30%. Ett gigantiskt reall köpkraftsjusterat (och därmed jämförbart) tillväxtgap har således adderats de senaste 15 åren. Det säger någonting om den samlade kraften i USA:s ekonomi jämfört med Sveriges.

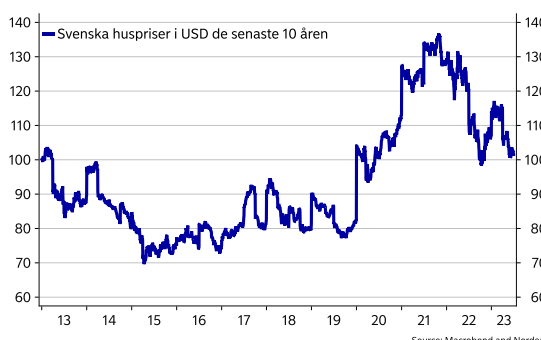
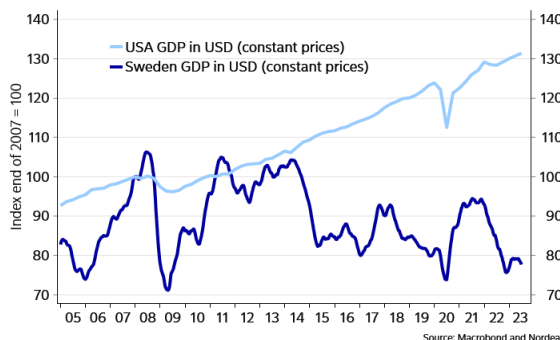
Riksbankschefen Erik Thedéen har uttryckt att kronan (EURSEK) kommer att stärkas den dagen dollarn faller. Det är med största sannolikhet en korrekt slutsats och Nordeas längre EURSEK-prognos bygger på det antagandet. Från 2018 till och med 2021 var EURSEK ett destillat av handelsviktad dollar (DXY). Det som dock oroar mig är vad som eventuellt kan hända innan dess att det äger rum, om det äger rum. I mitten av september nådde USDSEK 11,30 ish. Det var den näst högsta nivån någonsin men i linje med Nordeas prognos. Kursen var inte resultatet av en marknad i panik utan det skedde under tämligen ordnade former.

FX-marknaden brukar vilja äga dollar i tider då det går oerhört bra för USA relativt omvärlden. Den vill också äga dollar när global makro och finansiella förhållanden är ansträngda och stressade. USA:s ekonomi utklassar i dagsläget övriga västvärlden och tillväxtsiffror för Q3 förväntas landa in mellan 4-5% y/y (släpps på onsdag). Det är att jämföra med stora delar av Europa och Sverige där BNP står och stampar. Därtill: USA:s teknologiska avantgarde gör att amerikanska aktieindex utklassar alla andra. Makro och marknadsförutsättningarna för en stark dollar har således funnits där.

Ett värre statistiskt faktum/nederlag är att svensk BNP omräknat i USD har fallit 20% sedan 2007

Det är dock så att termostaten i den amerikanska ekonomin delvis har skruvats upp med hjälp av fiskala stimulanser och tidigare stimulatív penningpolitik. Det är således kredit-tillväxten som mångt om mycket driver tillväxten. Räntemarknaden har länge blundat för skuldens konsekvenser men på senare tid har polletten trillat ner. Långa räntor stiger när kalkylen kring flödesbilden av obligationer förändras. Ett större framtida utbud av obligationer med längre duration pressar upp amerikanska långräntor mot 5%, de högsta nivåerna på 16 år. En riskfri ränta på mellan 5-6%, som möter kapitalet med utsträckta armar, utgör ett hot mot flertalet högt värderade aktier. För att framtida p/e-tals estimat ska ha en chans att realiseras krävs att räntor faller abrupt. Det rimmar illa med Powells kommentar i förra veckan då han säger: "I think the evidence is not that policy is too tight right now".

Vi ser att globala långräntor håller på att normaliseras samtidigt som flertalet andra tillgångsmarknader fortsätter att vara historiskt högt värderade. Situationen i mellanöstern samt räntemarknadens "high for long" talar för dollar och mot kronan på kort sikt.



Vä: Svensk real BNP i USD fallit med 20% sedan 2007 och tillväxten i USA har stigit 30%, ouch!

Hö: Svenska huspriser=bullish. Svensk krona mot dollar=not so bullish och tillsammans blir det oförändrade svenska huspriser i dollar de senaste 10-åren.

GBPSEK – Bank of England har ett image problem

Jag tror att vi befinner oss i en centralbanksverklighet som ser ut ungefär så här: inflationens yttersta orsaker är inte klarlagda och det är rimligt att förvänta sig att i tidsrymden mellan inflationens födelse och försvinnande kommer det att saknas ett bestämt och pålitligt mått. Det är således näst intill meningslöst att försöka sikta framåt med någon form av precision. Centralbanker fortsätter dock att låtsas som att de har ett navigationssystem men det hör institutionen till. Den finns ju där för att bidra med en stabil penningpolitisk orientering och när de inte kan eller vet så måste de låtsas att de gör det.

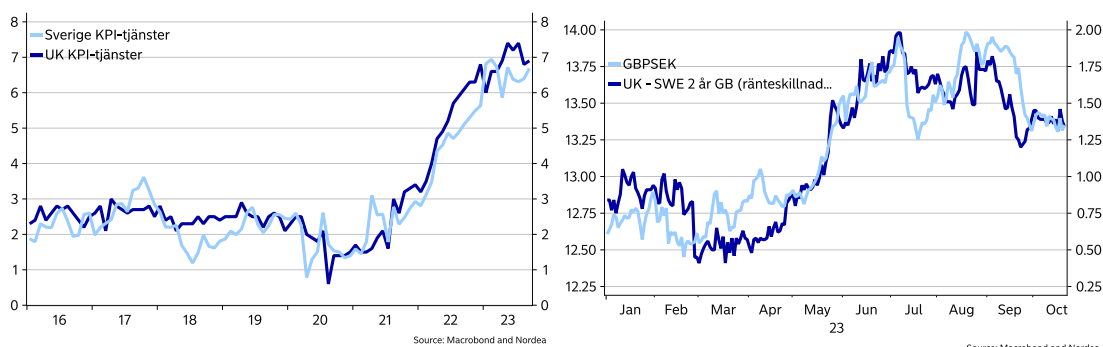
Majoriteten centralbanker anser sig ha nått en restriktiv styrräntenivå och vill inte höja vidare. Det kan betyda att rörelser i valutamarknaden, som i stor utsträckning drivs av relativa kontraster, kan komma att bli mindre. Drivkrafter borde dock skifta härifrån, från ränterisker till kredit- och likviditetsrisker. Det går heller inte att utesluta fortsatt negativa inflationsöverskningar, och det i ett läge då centralbanker lyfter fram penningpolitiska framgångar. I ärlighetens namn så är dessa framsteg knappt synbara förutom i USA.

Flertalet centralbanker har de senaste åren råkat ut för ett haveri i sina prognosverktyg men i någon form av tävling (race to the bottom) sticker Bank of England ut. Banken väljer därför att kalla in det tunga konsultartilleriet i form av Ben Bernanke för att hjälpa en institution med [rekordlångt förtroende](#) hos allmänheten. Men här kommer två kostnadsfria tips från en betraktare av debattens arena: 1) sluta konstatera innehållslösa självklarheter. 2) upphör med taktiken att tro att obehagligheter försvinner om man klär dem i lite rosa. I en tidningsintervju i förra veckan med Andrew Bailey säger centralbankschefen att: "dagens löner är inte kompatibelt med 2% inflationsmål" samt att "inbromsningen i kärninflationen i september var uppmuntrande". Lönetillväxten är 8,1% y/y och inflationsmålet är 2%. Kärninflationen var 6,2% i september och det är samma nivå som den var i april 2022. Tjänsteinflationen föll i augusti men steg i september till 6,9%! Där finns ingen framgång!

Upphör med taktiken att tro att obehagligheter försvinner om man klär dem i lite rosa.

För er som eventuellt handlar pund och läser Navigator så vet ni att mitt tema under året har varit att skillnaden i höjningsförväntan mellan Bank of England och Riksbanken, har varit för stor. Ränteskillnad har under en längre period varit en relevant drivkraft för GBPSEK och givet den bistra och tämligen likartade inflationssituation kan penningpolitiken i UK och Sverige inte avvika på det sätt som marknaden uttryckt. Min idé har varit att köpa SEK och sälja GBP när GBPSEK närmar sig 14.

När GBPSEK handlade 14 kr i juli var skillnaden i kortränta nästan 200 punkter. Senare i augusti och september, när pundet var på väg igenom 14, var skillnaden 180 punkter. Nu handlar GBPSEK 13,40 och ränteskillnaden är 134 punkter. Den relativa centralbanksrisken framåt är tämligen symmetrisk. Det kan komma att läggas till mer höjningspremie i både Sverige och UK så dagens GBPSEK-kurs är närmre en korrekt värdering än tidigare 14.



Vä: Svensk och brittisk tjänsteinflation going head to head, men hur går det ihop givet att löner är så avgörande för tjänsteinflation?

Hö: Räntor säger att dagens GBPSEK-kurs är fair. Vi håller med.

NOK/SEK – relativa långräntor säger paritet i NOKSEK

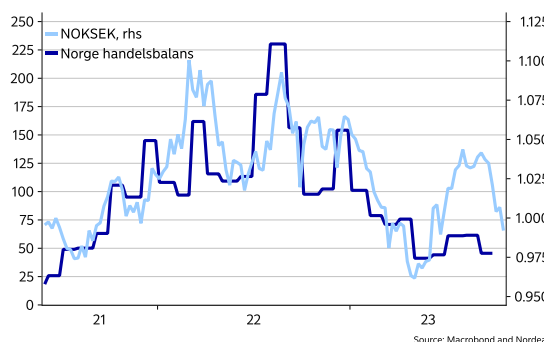
Den 10 procentiga uppgången i oljepriset de senaste två veckorna har inte gjort avtryck i en starkare NOK som återigen trillat under paritet mot kronan. Kanske beror det på hur riskerna har spelat ut? Mellanösternkonflikten har resulterat i svagare börser och vi vet att NOK är mer känslig än SEK för den typen av miljö. Men det kan också vara så att det högre oljepriset inte slår igenom på grund av andra omständigheter. Norges export och Norges handelsbalans i september (se nedan graf) var den lägsta på över 2 år. Det har dels att göra med det lägre priset på naturgas, Norges huvudsakliga CO2 export, men det är också en funktion av planerat underhåll av diverse anläggningar och därmed mindre försäljningsvolymer. Uteblivna dollarintäkter leder till färre NOK-köp (företagen säljer USD och köper NOK för att betala skatt) samtidigt som Norges Banks "sterilisering" (säljer NOK) är oförändrad. Läs mer om hur det fungerar [här](#).

Mina Nordea-kollegor i Norge prognostiserar inte lägre en höjning till 4,50% i december. Den lägre än förväntade KPI-siffran för september får dem att tro att Norges Bank avvaktar. Den underliggande inflationen (exkl. energi och livsmedel) var fyra tiondelar lägre än Norges Banks prognos. Marknaden är inte lika säker dock och siffran har inte fått majoriteten bedömare att ändra sin uppfattning, att det kommer en höjning med 25 punkter i december, i linje med vad NB kommunicerade i september.

Centralbanker generellt är snabba med att lyfta fram tjänsteinflationen som en central värdemätare på pristrycket i ekonomin. Den är mer kletig och mindre volatil än varuinflationen och utgör en tydligt större del av ekonomin. Tjänster föll i september, till 5%, från 5,4%, men den höga nivån och det faktum att det saknas en övertygande trend komplicerar sannolikt Norges Banks decemberbeslut och får marknaden att tro på ytterligare en höjning från dagens 4,25%. Den svaga norska kronan är ett problem för Norges Bank, precis som kronan är ett bekymmer för Riksbanken. Norges Bank kommunicerar i sitt räntebesked i september att en svag NOK isolerat kan resultera i ytterligare höjningar. 11,75 i EURNOK och 11,08 i USDNOK och NOKSEK under paritet ÄR en svag NOK och frågan finns således på Norges Banks ränteradar.

Den bästa indikator på NOKSEK som jag kan se är relativa långräntor (se nedan graf). Den säger att NOKSEK ska handla i närheten av dagens kurs. Norsk 10-års ränta är nästan 1% högre än sin svenska motsvarighet men skillnaden har blivit tydligt mindre på senare tid. Svensk 10-års ränta (stat) har accelererat sedan inledningen augusti medan den norska har stått still. Dagens svenska 10-års ränta på 3,05% är låg relativt svensk inflation, relativt omvärlden och relativt historien. Ett varningens finger således för NOKSEK på nedsidan som ett resultat av högre volatilitet, triggat av mellanöstern och stigande långräntor, samt en svensk långränta som ska återgå till det historiskt normala. Uppsidan i NOKSEK är fortsatt högre oljepris, flödesbilden i NOK där handelsbalans och exportintäkterna accelererar tillbaka från dagens lägre nivå.

Den svaga norska kronan är ett problem för Norges Bank, precis som kronan är ett bekymmer för Riksbanken



Vä: Relativa 10-års räntor säger paritetet i NOKSEK

Hö: Ett sämre norskt handelsnetto pga diverse underhåll etc ger också stöd åt en lägre NOKSEK

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun24	31dec24	31dec25
EURSEK	11,62	12,00	11,50	11,20	10,70
USDSEK	10,98	11,21	10,45	10,00	9,30
GBPSEK	13,35	13,80	13,07	12,17	11,26
NOKSEK	0,99	1,04	1,00	1,02	1,02
JPYSEK	0,0755	0,0790	0,0771	0,0790	0,0779
CHFSEK	12,28	12,38	11,74	11,20	10,39
DKKSEK	1,56	1,62	1,55	1,50	1,43
PLNSEK	2,60	2,59	2,51	2,48	2,42
CNYSEK	1,50	1,52	1,45	1,43	1,35

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun24	31dec24	31dec25
EURUSD	1,06	1,07	1,10	1,12	1,15
EURJPY	158,59	160,50	159,50	156,80	149,50
USDJPY	149,94	150,00	145,00	140,00	130,00
EURGBP	0,87	0,87	0,88	0,92	0,95
GBPUSD	1,22	1,23	1,25	1,22	1,21
EURCHF	0,95	0,97	0,98	1,00	1,03
EURNOK	11,73	11,50	11,50	11,00	10,50
EURPLN	4,46	4,63	4,58	4,50	4,42
EURCNY	7,74	7,87	7,92	7,84	7,94

Henrik Unell
Chief Analyst
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