

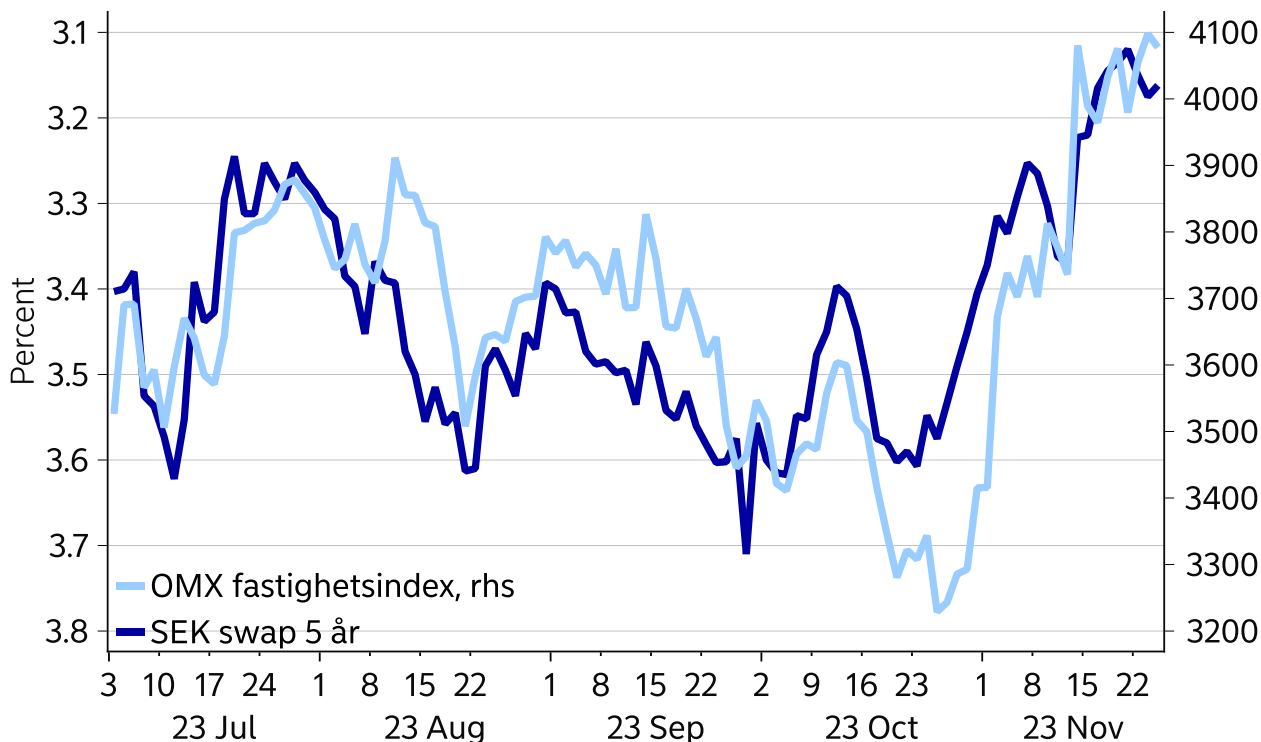
November 2023

Navigator

Kronan plåstras om av lägre räntor

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Räntor
 Riksbankens chansning
SEK
 Kronan plåstras om av lägre räntor
USD
 Dubbelfel i FX
GBP
 "...sänkning till sommaren" på riktigt Huw Pill
NOK
 NOK, en lynnig valuta



Source: Macrobond and Nordea

Räntor – Riksbankens chansning

Riksbanken chansar på att det värsta är över när de avstod från att höja styrräntan. De tror sig kunna överblicka spelplanen och de lutar återigen på sina modeller (efter att Thedéen retoriskt ratade dem i inledningen av året). De har den internationella inflationstrenden med sig och de refererar till företagens dämpade prisplaner, så som de uttrycks i KI:s barometer samt Riksbankens undersökning. De har tagit intryck av den globala centralbankspausen och Thedéen gjorde under presskonferensen inga personliga avtryck som kan tolkas som att det finns en bias framåt.

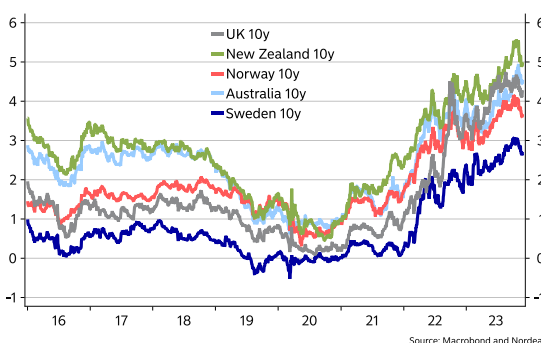
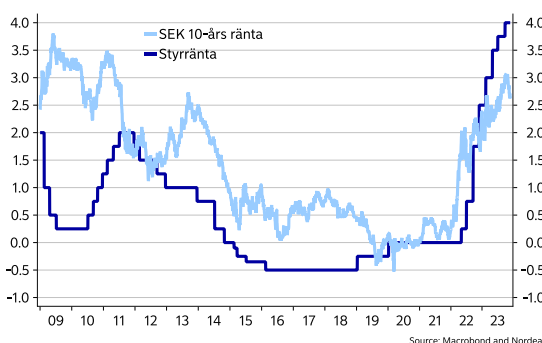
Räntemarknaden hade dock förlikat sig med tanken att Riksbanken var klara. Marknadsrörelsen som följde beskedet var modest och avkastningskurvan brantade (ner i det korta och upp i det långa). Riksbanken flaggade för att accelerera QT-takten (öka försäljning av statsobligationer). Riksbankens innehav av svenska statsobligationer som andel av totalen sticker ut i en centralbanksjämförelse. De äger 40% av den nominella stocken, att jämföra med FED och ECB som "bara" äger 20%. Det får naturligtvis konsekvenser för marknadens funktionssätt och prisbild. QT-beskedet kommer sannolikt vid mötet i februari.

Det är uteslutande svenska aktörer som handlar svensk statsskuld, så när som på en handfull procent. Innan Riksbanken började med QE var Sverige ett populärt resmål för utländska ränteinvestorer. Riksbankens stora ägande i den svenska statsobligationsmarknaden gör marknaden illikvid och därmed felprissatt. Låga svenska statsobligationsräntor sticker ut i en internationell jämförelse (över hela kurvan men framförallt i längre obligationer). I takt med att Riksbanken säljer av sin balansräkning kommer räntor på längre löptider att stiga, omsättningen att öka och diversifieringsrisken för den svenska staten blir mindre om ägarintresset utifrån tilltar.

I takt med att Riksbanken säljer av sin balansräkning kommer räntor på längre löptider att stiga och omsättningen att öka

Stigande räntor krockar med högt värderade tillgångar och med stora balansräkningar. Inflation är att beteckna som en skatt som äter upp hushållens köpkraft. Sedan januari 2020 har svensk inflation stigit med 22,5% och löner har ökat med 8,5% (I UK och USA har löner stigit i samma takt som inflationen). Vår exogena köpkraft, via den svaga kronan, har imploderat och värdet på den svenska tillgångsmassan har bara via växelkursen fallit med tio procent på kort tid. Samtidigt kippar den kommersiella fastighetssektorn efter andan när riskpremier skjuter i höjden.

Riksbanken chansar på att 4% styrränta ska få bukt med inflationen och det massmediala trycket har varit stort att lämna räntan oförändrad. Sverige har en låg styrränta jämfört med övriga världen och låga realräntor. En relevant fråga är: vad har egentligen Sverige för metod att lösa inflationsproblemet, skulle det inte ge med sig, om systemet inte tillåter Riksbanken att höja räntan? Om ekonomin inte tål att reala räntor stiger, då kommer penningvärdet fortsätta att befinna sig på en slippery slope.



Vä: Jag hoppas ni ser att den svenska statsobligationsmarknaden har krackelerat

Hö: Och här i jämförelse med andra länders räntor och NEJ, det har inget att göra med Sveriges låga statsskuld!!

EURSEK – kronan plåstras om av lägre räntor

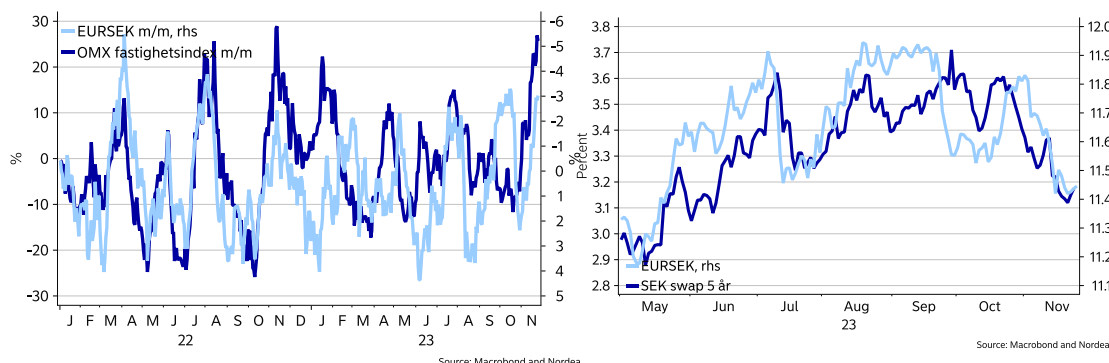
Don't overstay your welcome. Den 18 september nådde EURSEK 11,9954 och vår 3-mån prognos på EURSEK realiserades. Därefter, not so good. Så här sammanfattade jag läget i oktober i Navigator: "Vi tror inte på kronan i den här marknadsmiljön med sämre makroutsikter och högre vol. generellt". Jag borde ha kapat förbindelserna till den gamla prognosen men kommunicerade att vår korta prognos på EURSEK är fortsatt 12, idag handlar den 11,45. Till mitt försvar skrev jag också: "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 vi nu ser är en rekyl, inte ett trendskifte.

Kronans klena personlighet har i grunden inte förändrats då den reagerar på samma drivkrafter som tidigare. Det nya/senaste inslaget är förvisso Riksbankens kronköp som de dagligen genomför men det har mer en föreställd kurseffekt än en verklig. Rekylen och momentumet i kronan har mer att göra med den omplåstring av riskfyllda tillgångar som följer av att marknadsnarrativet tillfälligt har förändrats.

Globala räntor har fallit kraftigt i november, efter att ha stigit under sommaren/hösten. Lägre räntor monterar ner riskerna hos högt belånade svenska hushåll och det ger en gnutta hopp att problemen i den kommersiella fastighetssektorn kanske kan lösas. Lägre räntor löser också upp det trögt flytande klister som fungerar som ett ankare på börsvärderingar samt lyfter caset att sälja dollar. En svagare dollar betyder i nio fall av tio en svagare EURSEK.

Korrelationerna är tydliga där 60 punkter lägre amerikansk långränta har lyft S&P 500 med 11% och OMX med 9%. Lägre räntor har skakat liv i fastighetsaktier där OMX fastighetsindex har stigit med 26% under november månad. Svensk fastighetssektor är den största domestika risken och har ett stort inflytande på kronan (uppskattningsvis mellan 20-40 öre). Handelsviktad dollar och USDSEK har tappat 3,5% respektive 7% och kronan har stärkts mot euron med 3,5% under samma tidsperiod.

Fallande räntor och ett positivt marknadssentiment får marknaden att glömma den låga riskpremie som svenska räntor erbjuder i dagsläget. Att Riksbanken avstod från att höja styrrentan, utan att kronan nämnvärt sålde av, är resultatet av en fördelaktig marknadsmiljö där FX-marknaden vänder andra kinden till. I en riskavert miljö hade de aldrig kommit undan med den typen av manöver utan att kronan tappat mer. Överraskningsmomentet i Riksbankens kronanfall (hedging av valutareservern) har klingat av och jag tror inte att ränterallyt, med alla dess gynnsamma effekter, ska fortsätta då inflationsriskerna är fortsatt närvarande. Säsongsmonstret i börsen är dock starkt och kan stärka kronan vidare. Nordeas korta prognos har reviderats ner, från 12 till 11,70. Bättre än så blir det inte på kort sikt.



Kronans klena personlighet har i grunden inte förändrats då den reagerar på samma drivkrafter som tidigare

Vä: SEK och fastigheter, klart att det finns något där...

Hö: ...och nivån på räntor! Lägre globala räntor är ett livsuppehållande elixir för det som inte klarar att hävda sig på egen hand (kronan, börs, fastigheter)

USD/SEK – dubbelfel i FX

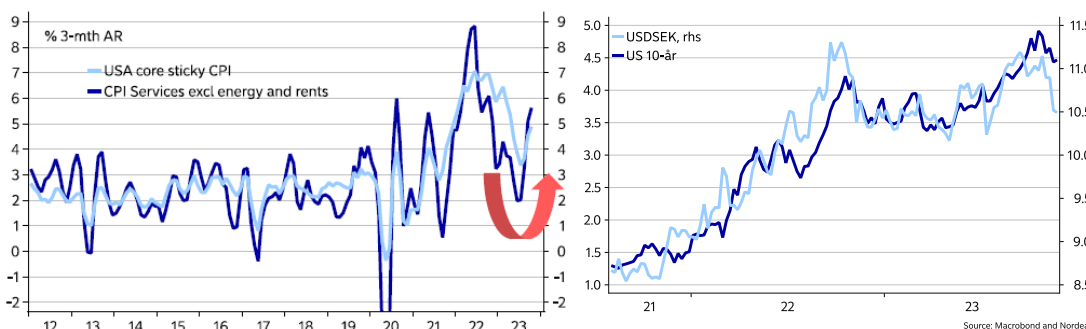
I förra Navigator skrev jag: "Utöver det låga priset hittar jag i dagsläget få eller inga skäl att äga kronan. Utöver det höga priset ser jag nästintill ingen anledning alls att sälja dollar", och så gick det som det gick: kronan har stärkts och dollarn har försvagats och man framstår inte som ett snille direkt. Mitt FX-dubbelfel har dock blott ett embryo och jag snubblade i farstun på räntevolatiliteten. När jag skrev Navigator för en månad sedan var den amerikanska 10-års räntan 60 punkter högre jämfört med idag. Ränteuppgången hade pågått oförtrutet sedan i maj och den accelererade under september och oktober. När amerikanska långräntor till slut nådde 5% i oktober borde jag ha tackat för kaffet.

En serie events triggade räntefallet när marknadens positionering vände och narrativet bytte fot från "higher for longer" till avmattning, men med en "soft landing" twist:

- Feds penningpolitiska beslut den 1/11 (on hold) var ingen överraskning och Powells budskap var "high for longer". Han gjorde dock misstaget att referera till stigande långräntor och fallande börs, att den finansiella åtstramningen gjorde Feds jobb. Marknaden tog det uttalandet som intäkt för att höjningscykeln var över och sänkningar kan komma tidigare.
- Finansminister Janet Yellen och finansdepartementet tog intryck av marknadens köpvägran av lång amerikansk skuld och kortade därför ner löptiden på de gigantiska förfall (1/3 av statsskulden) som ska refinansieras under 2024 (1/11).
- En serie något svagare arbetsmarknadsstatistik vid månadsskiftet, och crescendo var Nonfarm Payrolls, den 3/11, men statistiken påverkades av strejklaterad arbetsfrånvaro som var rekordhög.
- En tiondel lägre inflation än förväntat, 4% istället för 4,1% (den 14/11) fick räntor att falla med 20 punkter över hela kurvan. Det underliggande inflationstrycket steg dock (se graf) plus att prisplaner för de mindre företagen fortsätter att signalera en uppåtrisk på KPI. Därtill: medianinflation är 5,3%! Tiondelarnas tyranni är tillbaka, men den här gången är det räntemarknaden och inte centralbanker som applicerar den.

Mitt FX-dubbelfel har dock blott ett embryo och jag snubblade i farstun på räntevolatiliteten

Dollar-index (DXY) har tappat 4,5% på en månad när marknaden prisar in ett Goldilocks scenario för den finansiella och reala ekonomin. Avförtrollningen av högre räntor under en längre period har gett stöd åt "risky assets", inklusive kronan. Därtill har Riksbankens köp av kronor bidragit till framstegstakten i kronans relation till dollar. Det förargliga ögonblicket (sett ur mitt perspektiv), med en tydligt lägre USDSEK, bör inte betyda att man ska kasta sig över kronan, inte på 3 månaders sikt. Ovan grogrund för räntefallet är tämligen poröst men det fungerar som ett livsuppehållande elixir för det som inte klarar att hävda sig på egen hand (kronan, börs, fastigheter). Se upp för ränterekylen och en reversering av gynnsamma omständigheter.



Vä: Jahaja, vad var det som var så bullish med amerikansk KPI? 3m takter uppräknat till årstakt runt 5%

Hö: Sambandet USDSEK och långa amerikanska räntor

GBPSEK – "...sänkning till sommaren" på riktigt Huw Pill?

Storbritannien och Bank of England tog under förra månaden beslutet att inte följa det penningpolitiska originalreceptet. Avsteget som Bank of Englands chefsekonom Huw Pill gjorde var att indikera ett möjligt startskott för räntesänkningar redan till sommaren. "Håll linjen och vik inte en tum", som vilken härförare som helst hade sagt.

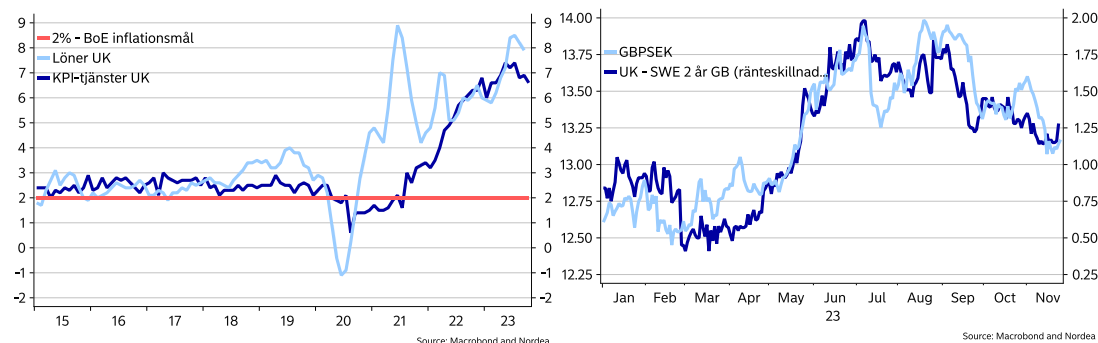
För att vinna inflationskriget krävs att centralbankerna vägrar öppna dörren för räntesänkningar innan dess att de är 100% säkra att inflationen är besegrad. I förra Navigator skrev jag om Bank of Englands rekordlåga förtroende hos allmänheten och deras odisciplinerade kommunikation. I ett läge där västvärldens centralbanker fortsätter att predika "high for long" och fullt krig mot fortsatt besvärande hög inflation, så väljer britterna en annan variant.

Att kortsiktigt låta sig förföras av att KPI faller ska inte ge Bank of England någon själsfrid. Den senaste inflationssiffran var lägre jämfört med september: 4,6% mot septembers 6,7%. Men den kosmetika som KPI och fallande energipriser bidrar med, kamouflerar den fortsatt skyhöga tjänsteinflationen: 6,6%, ner från 6,9% i september. Addera löneökningstakter på 7,9% y/y så landar det analytiska förnuftet i att den kommunikation som BoE borde förmedla är: inga sänkningar så långt ögat når.

I en marknad där högre räntor pressar både hushåll och investerare är det lätt hänt att en fjäder blir en retorisk höna. I snart två år har centralbanker försämrat och fördyrat kostnaden för kapital och centralbanksledamöter har svårt att stå i skottlinjen när nödroppen skallar. Vissa känner sig nödgade att räcka ut en hand till allmänheten. Lagardes presskonferenser under 2022 var ett lysande exempel på det då hon hintade att varje höjning var den sista.

Även om BoE har pausat sina räntehöjningar så är England det land som ser sämst ut utifrån ett inflationsperspektiv. Det är också en av få ekonomier som fortsätter att ha tillväxttryck, där t.ex. tjänste-PMI är över 50, indikerar att tjänstesektorn växer. Huw Pills vrickning har dock resulterat i tydligt lägre UK-räntor och ett svagare pund.

Trots försök att släta över chefsekonomens fadäs så väljer marknaden att inte lyssna när Andrew Bailey insisterar på att det blir inga sänkningar 2024. GBPSEK är en valutacross som korrelerar väl med ränteskillnader och sannolikt är det nu ett ganska bra tillfälle att gå lång pundet. Kronan har haft ett oerhört flyt med lägre räntor och marknader som rallar. Pundet har haft otur när en tjänsteman fick feeling och gav ut löften som blir svåra att hålla. Sannolikheten att BoE måste aktivera sitt pausläge är större än Riksbankens. Vi tror på ett starkare pund nästkommande tre månader.



Kronan har haft ett oerhört flyt med lägre räntor och marknader som rallar. Pundet har haft otur när en tjänsteman fick feeling och gav ut löften som blir svåra att hålla

Vä: "...sänkning till sommaren", på riktigt Huw Pill!

Hö: Ränteskillnad styr GBPSEK och riskbilden är till pundets favör

NOK/SEK – NOK, en lynnig valuta

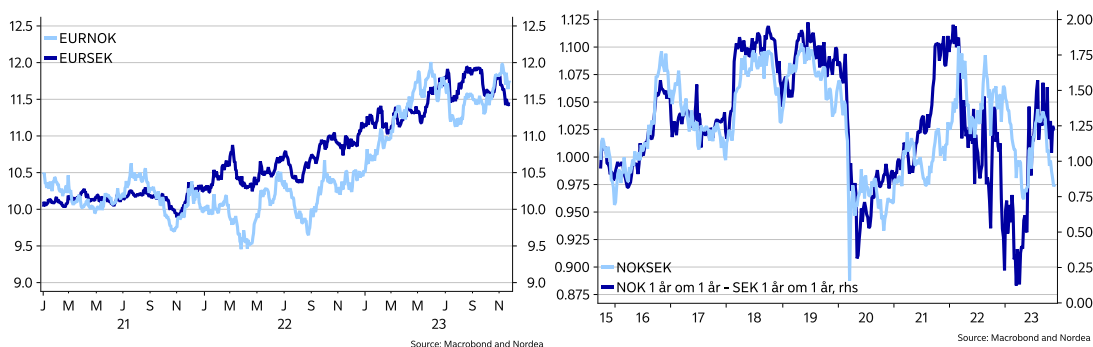
Det finns få FX-handlare som har en harmonisk relation till NOK. Min kollega i Nordea, som bl.a. sitter på bankens risk i NOK, anser att den allt som oftast är svårnavigerad. NOK kan vara extremt fragil och konstraintuitiv och alldeles för mycket tid går åt år att hantera den i nutid, utan att kunna kontrollera dess framtid. Med det förbehållet är vi glada om vi lyckas rama in/prognostisera den norska kronan +-ett par procent (när jag tänker efter gäller det samtliga valutaprognoser).

Det stokastiska inslaget till trots, så här tänker jag om NOK. EURNOK har återigen varit uppe och snuddat vid 12. Den här gången var drivkraften inte relativa NOK- mot EUR-räntor utan sannolikt en kombination av lägre oljepris samt positionering, där marknaden köper SEK och säljer NOK (mot EUR). Det påverkar både EURNOK, EURSEK och därmed NOKSEK.

Om vi backar bandet till juli-september, då var den svenska kronan vrakgods när EURSEK låg och taktade runt 12 medan EURNOK handlade 50 öre lägre. Globala långräntor klättrade under den perioden och det påverkade den allmänna börshälsan generellt och svenska fastighetsaktier specifikt. OMX30 tappade sin ackumulerade 10-procentiga YTD uppgång och OMX Real Estate index föll 20% och nådde en ny bottenivå, 60% lägre jämfört med toppen i november 2021. Det behövdes inga akademiska seminarier för FX-marknaden att förstå att kronan under sådana omständigheter var en "screaming sell".

Resan från 1,04 i NOKSEK till paritet var resultatet av den kronförstärkning som ägde rum i samband med Riksbankens initiering av kronköp i slutet av september. Riksbanken har tagit det exotiska beslutet att sälja en fjärdedel av sina USD och EUR i valutareserven till ett motvärde av 120 miljarder SEK. Det har skrämt bort de lättskrämda SEK-säljare som föreställde sig att köpen är större än de egentligen är. Riksbankens genomsnittliga SEK-köp taktar cirka en miljard SEK per dag och det är cirka 2,5% av den dagliga SEK-omsättningen, således en allt för liten volym för att ha en tydlig kurspåverkan.

Första veckan i november försvagades NOKSEK ytterligare ett par procent, från paritet till 0,9750. Det korrelerade med att oljepriset tappade 8% och EURNOK nådde 12. Samtidigt fick kronan en boost av att långa amerikanska räntor föll med 40 punkter under samma vecka. Globala börser tog fart och OMX fastighetsindex raketade med 10%. EURNOK och EURSEK gick således i olika riktning, till kronans favör. Vi tror på NOK från dagens nivåer. Vi räknar med att Norges Bank inte tar intryck från Riksbanken utan höjer styrräntan till 4,50% i december. OPEC:s planerade möte har senarelagts då parterna inte kan enas om utbudet framåt. Oljepriset har dock fallit 16% sedan september och gissningsvis kommer OPEC landa i ett volymbeslut som ger stöd åt en högre prisbild. Därtill är vår uppfattning att marknaden är lång SEK och kort NOK vilket talar för NOK på sikt, mot paritet



NOK kan vara extremt fragil och konstraintuitiv och alldeles för mycket tid går åt år att hantera den i nutid, utan att kunna kontrollera dess framtid

Vä: En högre EURSEK än EURNOK är mer regel än undantag de senaste 2 åren.

Hö: Forwardräntor säger högre NOKSEK.

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun24	31dec24	31dec25
EURSEK	11,42	11,70	11,50	11,20	10,70
USDSEK	10,43	10,83	10,64	10,20	9,30
GBPSEK	13,17	13,45	13,07	12,44	11,50
NOKSEK	0,97	1,02	1,00	1,02	1,02
JPYSEK	0,0700	0,0708	0,0734	0,0717	0,0689
CHFSEK	11,85	11,94	11,61	11,20	10,39
DKKSEK	1,53	1,57	1,55	1,50	1,43
PLNSEK	2,62	2,60	2,58	2,55	2,46
CNYSEK	1,46	1,47	1,46	1,42	1,33

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun24	31dec24	31dec25
EURUSD	1,09	1,08	1,08	1,10	1,15
EURJPY	163,14	165,24	156,60	156,20	155,25
USDJPY	149,02	153,00	145,00	142,00	135,00
EURGBP	0,87	0,87	0,88	0,90	0,93
GBPUSD	1,26	1,24	1,23	1,22	1,24
EURCHF	0,96	0,98	0,99	1,00	1,03
EURNOK	11,73	11,50	11,50	11,00	10,50
EURPLN	4,36	4,50	4,45	4,40	4,35
EURCNY	7,83	7,94	7,88	7,87	8,05

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