

Nordea Research & Strategy, 21 februari 2014

## Regionalt lämpliga reporäntor

Skåne vore i dagsläget betjänt av en lägre reporänta medan Stockholm och Västra Götalands län skulle behöva en högre. Bedömningen baseras på skillnader i konjunkturläge men slutsatsen stöds också av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna.

## Konjunkturcykeln vs Kreditcykeln

Just nu biter penningpolitiken sig i svansen: Den stimulerar till belåning och konsumtion, inte till investeringar.

## Observationer från kontinenten ger en besk eftersmak

En stark efterfrågan har drivit spreadar i den svenska kreditmarknaden till historiskt låga nivåer. Läget i Sverige är inte unikt, jakten på avkastning är liknande i den europeiska kreditmarknaden

## SEK

EURSEK – suck, nu ska den över 9 spänn

## USD

Färre dollar i omlopp betyder inte få dollar i omlopp

## GBP

Pundstyrkan är i grunden en bostadprissresa

## NOK

Paritetsargumentet är såååå ute, men svag NOK gäller

## JPY

BoJ på expansionsstigen

## CHF

SNB agerar mot den skenande husmarknaden

## STRATEGI

För köparna ser vi en risk att 9.00 bryter och har därför valt att sätta ett skydd på just denna psykologiska nivå för 50% men öppnar upp för att följa med Nordeas vy på längre sikt mot en starkare krona.

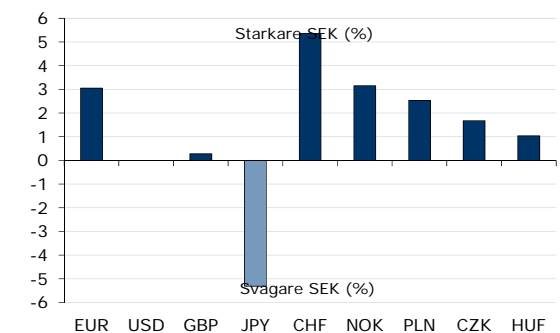
## Valutaprognoser

	20-feb	3M	2014-06-30
EURUSD	1,3720	↓	↓
USDSEK	6,5406	↔	↑
EURSEK	8,9737	↓	↓
NOKSEK	1,0694	↓	↓
GBPSEK	10,9056	↔	↓
JPYSEK	0,0640	↑	↓
CHFSEK	7,3548	↓	↓

## Ränteprognoser

	20-feb	3M	2014-06-30
3M SEK	0,93	↔	↑
2Y SEK	1,12	↑	↑
10Y SEK	2,56	↑	↑

## 3 månaders kronprognoser



Av: Andreas Wallström, Chief Analyst

## Regionalt lämpliga reporäntor

Skåne vore i dagsläget betjänt av en lägre reporänta medan Stockholm och Västra Götalands län skulle behöva en högre. Bedömningen baseras på skillnader i konjunkturläge men slutsatsen stöds också av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna.

Arbetslösheten varierar märkbart mellan olika regioner. Exempelvis är arbetslösheten i Skåne län cirka 10 procent och i Stockholms län under 7 procent. Skillnaden i arbetslöshet kan till stor del antas vara strukturell, dvs. oberoende av konjunkturen, och därmed i princip ingenting Riksbanken kan avhjälpa med sin stabiliseringspolitik. Men delvis kan också skillnader i arbetslöshet bero på olika konjunkturlägen. Effekterna av ekonomiska chocker, som bland annat beror på näringslivsstruktur, påverkar regioner i varierande grad. Eftersom Riksbanken sätter räntan efter utvecklingen i hela landet så kan penningpolitiken potentiellt innebära stora regionala skevheter. Analysen i detta avsnitt syftar till att uppskatta vad som vore en lämplig regional penningpolitik utifrån det aktuella konjunkturläget i regionerna.

Det är väl känt att Riksbankens reporänta har samvarierat väl med arbetslösheten. Under antagandet att Riksbankens reporänta har varit väl avvägd på ett nationellt plan, vilket förvisso är ifrågasatt, kan vi utifrån regional arbetslöshet uppskatta en lämplig regional reporänta. Eftersom

arbetslösheten även skiljer sig åt av strukturella skäl använder vi ett mått på konjunkturell arbetslöshet. Vi definierar strukturell arbetslöshet som medelvärdet för de senaste 15 åren. Följande modell skattas för respektive region:

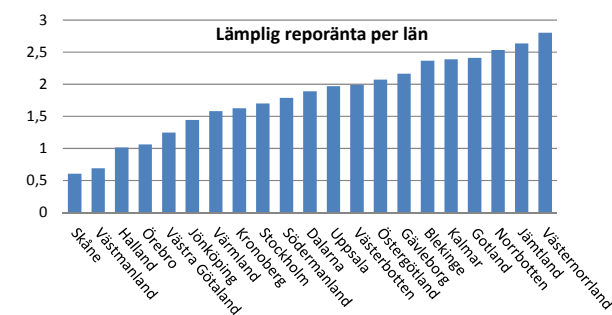
$$\text{reporänta}_{r,t} = a + b * (\text{unemp}_{r,t} - \text{unemp}_{r, \text{ (snitt 15 år) }})$$

När liknande modeller skattats inkluderas ofta även inflation som en exogen variabel. I vårt fall finns det dock åtminstone två skäl till att bortse från inflation och endast beakta arbetslöshet. För det första kan inflationen förväntas variera relativt lite mellan olika regioner eftersom konsumentpriser i huvudsak bestäms nationellt. För det andra blir inflationen inte statistiskt signifikant när modellen skattas för hela riket. Historiskt har alltså arbetslösheten överskuggat inflationen då Riksbanken beslutar om reporäntan. Då resultaten nedan tolkas är det dock viktigt att komma ihåg att lämpligheten i regionala reporäntor endast utgår ifrån de skilda arbetsmarknadslägena i regionerna och inte ifrån eventuella inflationsskillnader.

Skattningarna visar att reporäntan i dagsläget borde uppgå till 1,2 procent i riket som helhet, dvs. märkbart högre än dagens reporänta på 0,75 procent. Den regionala variationen är dock stor. I Skåne och Västmanlands län motiverar konjunkturläget en lägre reporänta enligt

modellen. Trots en fortsatt kärv situation inom industrin så tycks Västra Götaland inte vara i behov av lättare penningpolitik. I Stockholms län motiverar konjunkturläget en styrränta på cirka 1,7 procent enligt modellskattningen. Flera län skulle behöva en betydligt högre styrränta än dagens nivå, inte minst i Norrland. I Norrbotten, Jämtland och Västernorrlands län vore en lämplig reporänta i dagsläget 2,5 procent eller mer.

## Inflationen borde vara lägre i söder och högre i norr...

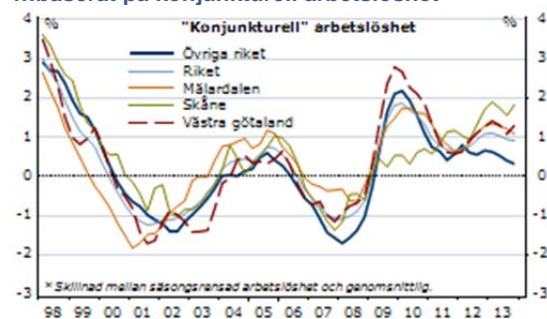


Ann.: Avser 2013 kv. 4. Uppskattat utifrån avvikelse mellan faktisk och genomsnittlig arbetslöshet.

Av: Andreas Wallström, Chief Analyst

Flera län skulle behöva en betydligt högre styrränta än dagens nivå, inte minst i Norrland. I Norrbotten, Jämtland och Västernorrlands län vore en lämplig reporänta i dagsläget 2,5 procent eller mer. Resultatet kan tyckas förvånande. Borde inte län som präglas av utflyttning och vikande sysselsättning snarast behöva stimulans, bland annat via lägre ränta?

### ...baserat på konjunkturell arbetslöshet



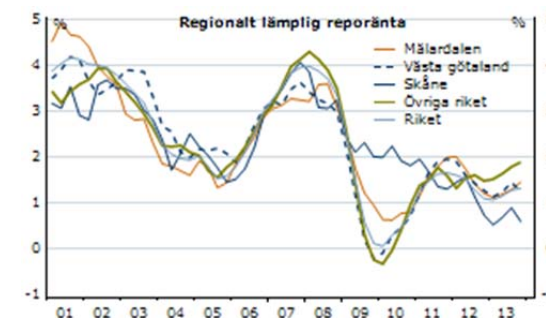
Nej, eftersom migration är en viktig mekanism för en väl fungerande ekonomi som inte bör motverkas av penningpolitiken. Om utflyttningen från dessa län varit mindre skulle arbetslösheten sannolikt varit högre.

Även om konjunkturläget skiljer sig åt mellan regionerna så är spannet med lämplig reporänta (0,6% till 2,6%) inte uppseendeväckande stort. Liknande skattningar för euroområdet och USA kan tjäna som jämförelse. Malkin & Nechio (2012) fann att skillnaderna i lämplig styrränta mellan perifera länder och kärnländer inom euroområdet uppgick till cirka 8 procentenheter. I jämförelse med euroområdet tycks alltså de negativa effekterna av en gemensam penningpolitik i Sverige vara begränsad.

Däremot tycks de regionala skillnaderna i Sverige vara i samma storleksordning som de i USA. Studien ovan indikerar att en lämplig amerikansk styrränta varierade mellan 0-3% i de olika regionerna. Slutsatserna ovan om regionalt lämpliga reporäntor baserar endast på skillnader i konjunkturläge mellan regionerna.

Samtidigt stöds även slutsatserna av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna. Hus- och bostadsrättspriserna har stigit markant i Stockholm och Göteborg medan utvecklingen varit betydligt lugnare i Malmö

### Regionalt lämplig reporänta



### Regionala bostadsrättspriser



Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 534 910 97

## Konjunkturcykeln vs Kreditcykeln

1991 var inflationen i Sverige 13%. Det var bara något år innan kronan devalverades av marknaden med 30% i samband med att Sverige övergav sin fasta växelkurs. En självständig Riksbank med ett 2% inflationsmål blev lösningen på den ansvarslösa politik som föregick 90-talet och som slutade med en krasch 1992. Andra centralbanker i västvärlden hade redan infört inflationsmål som en reaktion på 70 - 80 talets inflationsregim. När Riksbanken valde sitt mandat om ett 2% mål 1993 var globaliseringen redan ett faktum och dess påverkan på produktionskostnader gjorde avtryck i västvärldens KPI-korgar. Priset på arbete, i t.ex. Kina, var en bråkdel av priset i väst. Västvärlden importerade billiga varor och räntor föll som en konsekvens när penningpolitiken anpassades.

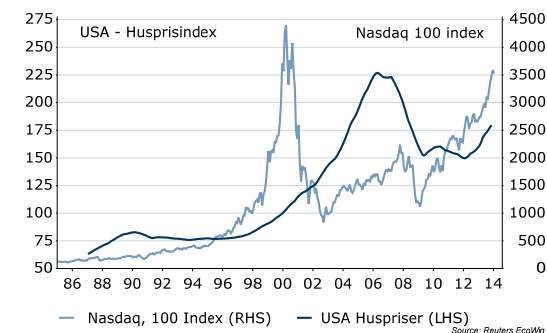
Avreglerade finansmarknader var en annan urkraft som väcktes under 90-talet och som fick bedömare att tro att kapitalallokering och riskhantering nu blivit effektivare, att det finansiella systemet var säkrare, en föreställning som finanskrisen med råge tillintetgjort. Med fallande inflation, pga globaliseringen, och aktiva centralbanker som gasade mer än de bromsade i konjunkturcykeln, pga inflationsmål, växte kreditackumuleringen oavbrutet. Kreditcykeln var helt frikopplad från konjunkturcykeln och parerade varje konjunktumedgång alternativt tillgångsimplosion.

Faktum är att Nasdaqkraschen 2000-2003, inte ens går att skönja i en tidsserie över svenska alternativt amerikanska fastighetspriser. Snäva inflationsmål från centralbanker beredde således vägen för nuvarande kris då instabiliteten i tillgångspriser byggdes upp.

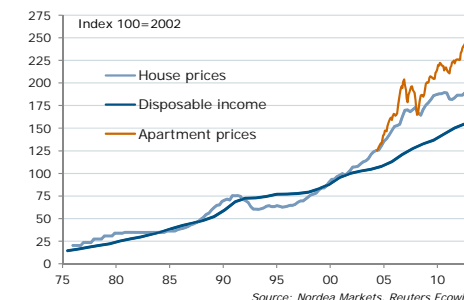
Den privata skulden hos hushållen i Sverige har sedan mitten av 90-talet vuxit kraftigt och fastighetspriser har nått alarmerande höjder. Låg inflation vs fastighetsinflation är ekvationen som Riksbanken för närvarande brottas med. Riksbanken lämnade räntan oförändrad i februari på 0,75%. De behöll sin 16% sänkingsbias inför mötet i april. Första höjningen, enligt räntebanan, ligger kvar i februari 2015. Nordea anser att Riksbanken bör inkorporera finansiell stabilitet i sin reaktionsfunktion för styrräntan. Vi förespråkar således att höjningar bör komma tidigare än Riksbanken och marknaden kommunicerar. Den världsberömda ekonomen Nassim Taleb åskådliggör väl Riksbankens problem och prioriteringen: "Fragility", säger han, "trumps growth". "If a plane has an elevated chance of crashing, even if that chance is very small, we would give that priority over its speed or its price. So, governments should have a risk manager's mindset, and not try to prod the economy into growing. Without a risk-averse mindset, risks will grow".

Just nu biter penningpolitiken sig i svansen: Den stimulerar till belåning och konsumtion, inte till investeringar.

## Nasdaq 100 & amerikanska huspriser



## Hus och lägenhetsprisutveckling i Sverige



# Navigators

# Krediter | Markets

Av: Rickard Hellman, Analyst

## Observationer från kontinenten ger en besk eftersmak

En stark efterfrågan har drivit spreadar i den svenska kreditmarknaden till historiskt låga nivåer. Läget i Sverige är inte unikt, jakten på avkastning är liknande i den europeiska kreditmarknaden. När utbudet av likviditet är så pass stort ökar konkurrensen på investeringsalternativen. Investerare tvingas då att acceptera sämre förutsättningar (eller högre risk) för att nå samma avkastning.

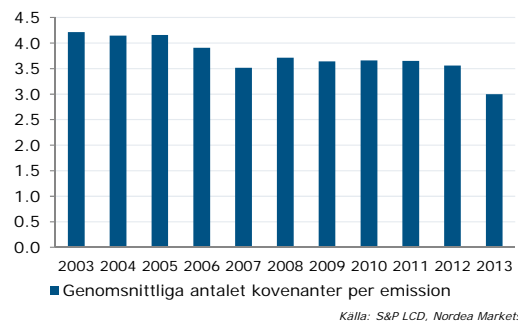
Nedan följer ett antal observationer som tyder på att låntagare i större utsträckning har möjlighet att diktera villkoren utan att behöva kompensera investerare för den höjda risken.

- Antal kovenanter bland europeiska HY lån har fallit. Kovenanter används av skuldgivare som skydd för att begränsa skuldtagarens möjligheter att utöka skuldsättningen, att dela ut pengar till aktieägare eller liknande. Faller antalet kovenanter så minskar även skyddet för långivarna.
- Antalet obligationsemissioner där medlen har använts till att finansiera utdelning är på uppgång.
- Antalet obligationer som har en PIK (Pay-In-Kind) stiger. PIK innebär i detta sammanhang att låntagaren kan välja att betala ut räntan eller att låta hela eller delar av räntebetalningen ackumuleras till förfall.
- Skuldsättningen bland emittenter har återigen börjat stiga. En allt mer aggressiv taktik från emittenter borgar för högre skuldnivåer.

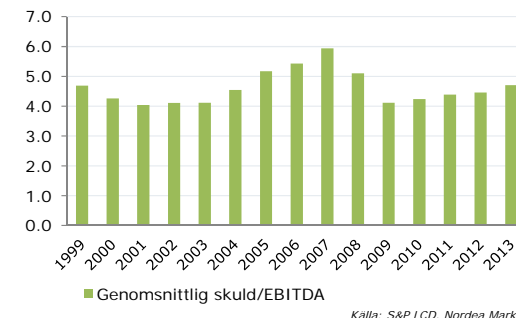
Samtliga företeelser ovan innebär att riskerna ökar för långivarna och borde i en balanserad marknad innebära att kompensationen för långivarna ökar, dvs att spreadarna ökar. Verkligheten är dock tvärtom och det är det som gör att vi håller ett extra öga på utvecklingen.

Den svenska HY-marknaden saknar historik och volym för en liknande sammanställning, men vi noterar att det är alltfler exotiska upplägg som presenteras för SEK-marknaden och det är inte orimligt att anta att svenska emittenter tar till sig av utvecklingen på kontinenten.

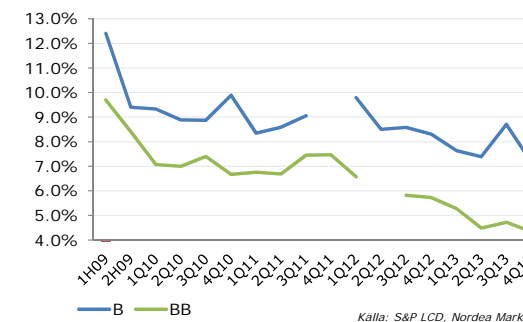
## Antalet genomsnittliga kovenanter i HY-lån på euromarknaden



## Skuldsättningsgraden är på väg upp igen



## Avkastningen för HY obligationer i euromarknaden



### EURSEK – suck, nu ska den över 9 spänn

BNP för det fjärde kvartalet 2013 i euroområdet redovisades i förra veckan och glädjande nog var tillväxten marginellt bättre än konsensus: 0,3% q/q mot förväntat 0,2% q/q. Det var det tredje kvartalet i rad med positiv tillväxt. Nordeas BNP-prognos för helåret 2014 är 1%. Aktivitetsnivån räcker dock inte för att tydligt göra avtryck i en ökad sysselsättning utan arbetslösheten lär endast falla marginellt under året, till strax under 12%. Inflationen förblir låg då det finns gott om lediga resurser i ekonomin. Dock är det en trendvändning som vi ser i både tillväxt och arbetslöshet men det är en mångbottnad återhämtning.

Det har städats rejält i offentliga finanser i Europa. Budgetunderskottet i Grekland har t.ex. gått från -9% till beräknat -3% för 2014. Offentliga finanser i Spanien har också förbättrats, från -10,5% 2012 till beräknat -6 % mot slutet av det här året. Faktum är att sparandet totalt sett i euroområdet är mindre i år än under åren 2011-2013. Det kommer att hjälpa tillväxten. Den höga spanska arbetslösheten har reducerats med en procent under 2013, från 27% till 26% och det finns säkert ytterligare en halv procent att hämta under det här året. Men förbindelsen och spåren av finanskrisen lever tydligt kvar. 25% arbetslöshet är bättre än 27% men det är likafullt en riktig surdeg. Europa behöver en anständig inkomst och en tillväxt som är högre än den nuvarande för att distansera sig från

avgrunden. En vindpust i fel riktning riskerar att stjälpa nuvarande återhämtning.

Om penningpolitiken är expansiv, 0,25% i styrränta, så jobbar EUR-kursen i motsatt riktning. Den gratisoption som Mario Draghi delade ut i juli 2012, då han antydde att ECB's balansräkning stod till marknadens förfogande, var startskottet för den exodus av kapital som i ett och ett halvt år har parkerat i Europa. "We will do whatever it takes"... och helt plötsligt föll riskpremien att äga EUR. Därefter har EUR handelsviktat stärkts med 12%.

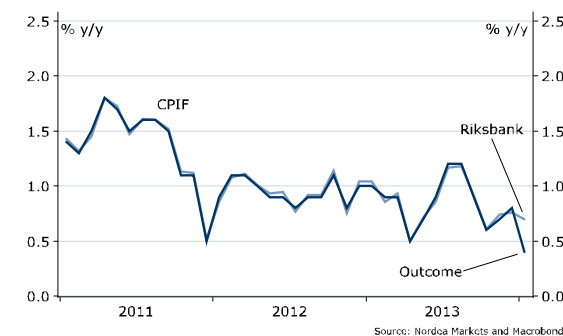
EMU-området är i stort behov av en devalvering för att få igång ekonomin men ECB har inget uttalat mål för EUR. Riksbanken blundar (eller har ena ögat öppet) för problemet med en stark svensk krona som fortsatt är i linje med Riksbankens prognos. Den låga svenska inflationssiffran för januari skjuter en tydlig kronförstärkning på framtiden. Sannolikheten för ytterligare en räntesänkning i april har ökat alternativt att Riksbanken väljer att justera reporäntebanan. På kort sikt kan EURSEK röra sig högre givet att mer sänkingspremie matas in i svenska korräntor. På medellång sikt hävdar vi fortfarande att relativ penningpolitik är avgörande för EURSEK. Ställ 25% arbetslöshet i Spanien i relation till Sveriges 8,3% och det är uppenbart att Riksbanken i något läge stramar åt innan ECB.

Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 534 910 97

### Ränteskillnad signalerar EURSEK över 9



### Inflationen i Sverige tydligt under Rix prognos



Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 614 73 08

### Färre dollar betyder inte få dollar

Amerikansk ekonomi befinner sig i en återhämtningsfas. Bromsarna är borta och den reala ekonomin kan rulla på. Men den bistra vintern som anlände till USA i december och januari påverkar det mesta i statistikväg som kommit på senare tid. Därefter har ytterligare en vinterstorm drabbat östkusten vilket kommer förlänga vädervolatiliteten och svackan i makrodata. Men efter arktiska vindar blir det mer ljumt

Utgångspunkten är att: sparandet i offentliga finanser är tydligt lägre i år jämfört med förra året och det kommer addera minst 1% till BNP. Positiva trender i tillgångsmarknader, börs och fastigheter, ökar på förmögenheter och skapar förutsättningar för en starkare privat konsumtion. Därtill en sysselsättningsökning som på sikt kommer resultera i ett lönetryck och en ökad varu- och tjänsteefterfrågan. Ränthöjningar från den amerikanska centralbanken kommer således närmare.

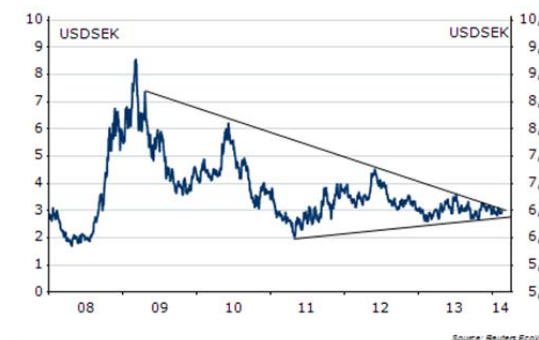
Men det går inte att ropa faran över för riskerna finns i den slappa penningpolitik som bedrivits under finanskrisen. Vi har redan sett prov på hur dollarabstinensen slår till i EM-länder (emerging markets) när Fed annonserat att mängden dollar ska bli mindre och dyrare. Valutaambivalensen drabbade också börs och räntemarknaden som vacklade till under inledningen av året. Fallluckan finns således i den synnerligen stretchade

marknadsprissättningen och inte i den mer välmående reala ekonomin. Den utstakade kursen med färre dollar i omlopp ligger kvar (tapering) så länge tillgångsmarknader i väst inte faller fritt. Att många EM-länder måste höja räntor för att behålla kapitalet bekymrar i dagsläget inte Fed. Men färre dollar betyder inte att dollar för den skull är ransonerad.

Sedelpressen ångar på om än i långsammare takt. Faktum är att USA åtnjuter enorma frihetsgrader i sin valuta- och räntepolitik där vilket annat land som helst hade blivit straffat. I egenskap av att vara världens enda reservvaluta kommer USA undan med att misshandla kapitalägaren. Negativa realräntor långt ut på avkastningskurvan och en synnerligen vårdslös sedelpress ger en svag dollar som borde leda till kapitalflykt och en fordran som ingen vill äga. Men så länge köparna av amerikansk skuld finns där, samtidigt som sedelpressen jobbar, så ger det en svag valuta och därmed en amerikansk konkurrensfördel vilket i sin tur skapar tillväxt, arbetstillfällen och ett starkare banksystem.

Det finns skäl att oroa sig för tapering och en ökad volatilitet i finansiella marknader. Det kan leda till en starkare dollar. Om den reala ekonomin tuffar på, enligt Nordeas bedömning, samtidigt som tillgångspriser uppför sig, då kommer dollarstyrkan sannolikt senare under det här året.

### En rekyllös USDSEK då volatiliteten krymper



### Men handelsviktad USD alltjämt starkare



Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 614 8726

### Pundstyrkan är i grunden en bostadprissresa

GBPSEK har kopplat sig loss från sitt snäva intervall 10,60-10,80. Där har nivån legat och oscillerat sedan mitten av november 2013. Men i samband med den låga svenska inflationssiffran tidigare i veckan så försvagades kronan på bred front. Dagens 10,85 i GBPSEK är att jämföra med 9,80 som var kursen för ett år sedan. Det låter sig förklaras av att svensk ekonomi under 2013 var svag. Storbritannien däremot får ta emot priset som årets nykomling och det är den förbättringen som avspeglas i dagens GBPSEK kurs.

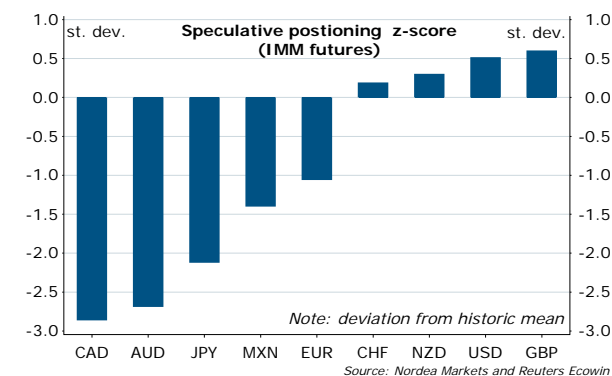
Den stora nyheten under månaden var Bank of Englands inflationsrapport som publicerades i förra veckan. Att villkora utvecklingen av penningpolitiken med ett arbetslöshetsmål var ett misslyckande och nu ändrade BoE den kommunikationsmodellen. Deras tidigare ambitiösa arbetslöshetsnivå på 7%, sattes för att kunna behålla styrräntan oförändrad under en längre period. Men överraskande har brittisk arbetslöshet, likt den amerikanska, fallit rejält och utmanar alldeles för tidigt centralbankens tidigare löften. Lösningen blev att krypa ur den ursprungliga formuleringen till förmån för en mindre tydlig definition av villkor som måste vara uppfyllda för att räntan ska höjas.

Tanken var att ge marknaden beskedet att räntor förblir låga under överskådlig tid och förhoppningsvis försvaga pundet i samtidigt. Så blev det inte. Pundet befinner sig på

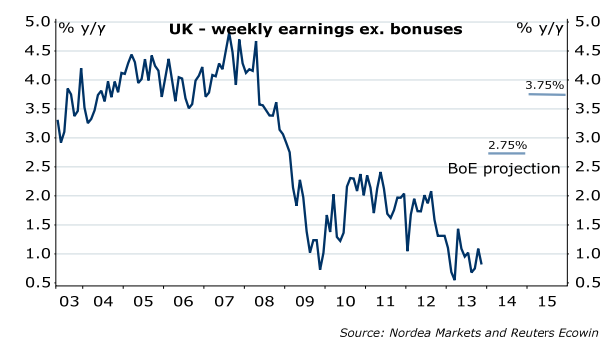
sin starkaste nivå mot dollarn på nära fyra år och stärks mot de flesta valutor. Marknaden lyssnar således inte på löften från BoE om låga räntor utan drar egna slutsatser om när en höjningscykel kan tänkas inledas. För BoE rätt i sin nya prognos på 3,4% i tillväxt för UK 2014 då finns tydliga risker för en ökad oro angående inflationsutveckling, ökat resursutnyttjande och för en tidigare höjning, något som skulle kunna stärka pundet.

I den räntebana som BoE anger så ligger en första justering av styrräntan planerad till mitten av 2015. BoE gör ett antagande om en större mängd lediga resurser vilket resulterar i att lönetryck och inflationstryck uteblir trots stark tillväxt. Den kalkylen kan dock visa sig vara fel då finanskrisen sannolikt höjt nivån på den arbetslöshet som är synonym med stabil inflation. Det går inte att utesluta en höjning redan i år från BoE. En risk i andra riktningen, dvs för ett svagare pund, är det faktum att ekonomin förvisso har en synnerligen stark motor igång men det är lika fullt bara en motor och inte fler som driver BNP. Fastighetsprisutveckling, skuldsättning och privat konsumtion är den brittiska modellen och dyra huspriser blir bara dyrare för varje dag som går. Det finns naturligtvis en skörhet i en sådan lösning, att bygga krediter. Det går att fälla tvivel om varaktigheten i nuvarande uppgång och kvaliteten i den BNP som levereras. Men det är en fråga för pundet på lite längre sikt.

### Marknaden gillar att ligga lång i pund



### Aggressiv förväntansbild på lönetillväxt från BoE



# Navigators

# NOK | Markets

Av: Ole Håkon Eek-Nielsen, Chief Analyst

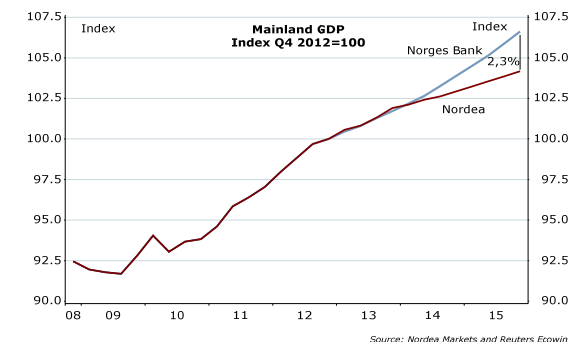
## Varaktigt svag NOK

Nordea Norge fortsätter att argumentera för en tillbakagång i norsk ekonomi. BNP för det fjärde kvartalet ökade med 0,6%, vilket var något bättre än väntat. Men härifrån ska det bli mer tydligt att både byggsektorn och oljeindustrin mattas. Det kommer i sin tur att påverka norsk sysselsättning och leda till en svagare privat konsumtion. Det är dock förvånade hur snabbt den norska kronan har försvagats och varaktigheten i försvagningen. Nordeas tidigare bedömning: att Norges Bank skulle sänka räntan i mitten av året går inte längre att få ihop givet växelkursprognosen. En varaktigt svagare NOK ger sämre odds för en sänkning då deprecieringen ska ställas mot avmattningen i den reala ekonomin. I slutet av mars publicerar Norges Bank en ny räntebana och sannolikt ligger den högre än vår. Nordea har en lägre tillväxtprognos än Norges Bank samt en svagare NOK prognos. Det mest sannolika är att de fortsätter signalera en oförändrad ränta med en första höjning i inledningen 2015. Med nuvarande svaga NOK får ekonomin den stimulans den behöver utan att räntan sänks. Volatiliteten i den norska kronan påminner om rörelsen i EM – valutor. Den sämre likviditeten bidrar naturligtvis. Men det faktum att lägre oljeinvesteringar är att likna vid fenomen i länder som Ryssland och Brasilien. Svagare makrodata och finansiella utflöden stärker vår bild av en svagare NOK. Temat under inledningen av finanskrisen var att kapitalet

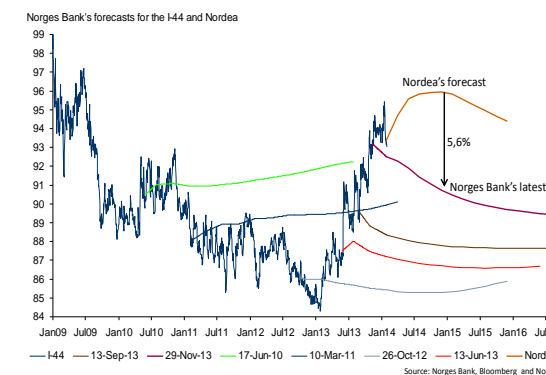
nådde Norge via flertalet olika kanaler då efterfrågan på safe haven placeringar var stor. Efterfrågan på kreditobligationer var tydlig fram till andra halvåret 2013. Emissioner av företagsobligationer dog därefter ut och under våren har marknaden att hantera stora förfall. Då majoriteten av dessa obligationer ägs av utländska konton så finns risken att placeringar/positioneringen i NOK inte rullas vidare utan kapitalet väljer att sälja NOK. Den bedömningen, att rulla vidare en NOK exponering eller ej, beror naturligtvis på den miljö och det stämmningsläge som råder i Norge i vår. Förfallovolymen mostvarar 30 miljarder norska kronor under april och maj.

Därutöver förfaller ca 9 miljarder NOK i statsskuldsväxlar som främst ägs av utlänningar. Addera till det aktieutdelningar och totalen summerar till närmare 50 miljarder NOK i potentiella utflöden. Enligt våra beräkningar har ca 170 miljarder NOK sålts under 2013. I förra månadens navigator så ställde vi oss tveksamma till dåvarande låga NOKSEK kurs, under 1,04, och vi såg förutsättningar för en rekyll uppåt. Lite bättre norsk makrodata samt sämre svensk data har givit NOKSEK andrum. Vi prognostiserar dock att NOKSEK, mot mitten av året, handlar lägre än dagens kurs men ser en möjlighet för en fortsatt starkare norsk krona. Den låga svenska inflationssiffran för januari har tiltat maktbalansen på kort sikt.

## Nordeas BNP prognos är svagare än Norges Bank



## Och valutaprognosen likaså



Av: Alexander Wojt, Analyst, +46 8 614 73 08

## BoJ på expansionsstigen

Bank of Japan höll storleken på sitt uppköpsprogram oförändrad i februari men något överraskande fördubblade de sin likviditetsåtgärd för att främja bankutlåning. Den aktionen försvagade yenen tillfälligt och gjorde marknaden påmind om att BoJ inte nödvändigtvis är färdig med sin experimentella penningpolitik.

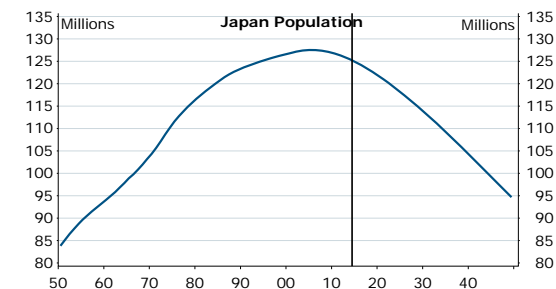
Tillväxten för det fjärde kvartalet var betydligt sämre än väntat, 0.3% mot förväntade 0.7%. Exporten var till mångas besvikelse den stora negativa bidragande faktorn, den stora devalveringen till trots. Det här väcker sannolikt oro bland landets beslutsfattare ett par månader innan en momshöjning kan komma att hämma tillväxten ytterligare.

På kort sikt tror vi att en starkare yen kan ligga i korten men på lite längre sikt prognostiserar vi att USDJPY kommer hålla sig i rangen 105 till 110. I mångt och mycket kommer det handla om huruvida Abeonomics lyckas driva på konsumtionen och vända 20 år av ekonomisk besvikelse. 70% av befolkningen känner fortfarande inga direkta effekter av den nya politiken och med tanke på tidigare misslyckade försök och volatila politiska klimat kommer sannolikt större märkbara förändringar krävas för att Abenomics ska få fortsätta ostört.

I februari var våra kollegor inom research tillsammans med kunder på en studieresa i asien där man bland annat besökte Japan. Nedan uppmärksammar vi några av deras intryck.

- **Demografiförändringar.** År 2025 går det bara två i arbetsför ålder på en pensionär. En åldrande befolkning brukar minska innovationsförmågan.
- **"Abenomics".** Består av 3 pelare; penningpolitik, finanspolitik och avregleringar. Men för att inte endast exportföretag ska gynnas måste löner snart börja stiga, annars lär Abe snart åka ut...
- **Momshöjning.** Från 5% till 8% i april. Kommer den resulterande konsumtionsminskningen tvinga BoJ till ytterligare stimulanser?
- **Premiärminister Abe.** Förtroendet är högt just nu, högst i G7, men åtta olika premiärministrar på lika många år talar för att väljare har dåligt tålamod.
- **OS 2020.** Kan leda till nya infrastrukturprogram men kanske framförallt en positiv självkänsla och framtidsoptimism.

## Det demografiska "stupet"



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

## Lönetillväxten tillbaka på noll



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Av: Alexander Wojt, Analyt, +46 8 614 73 08

### SNB agerar mot den skenande husmarknaden

Den Schweiziska ekonomin är ett drama i tre aktier; en stark valuta, nollräntepolicy och en bostadsmarknad som har gått upp med 75% sedan år 2000. De låga räntorna har tillsammans med en begränsad ökning av lägenhetsutbudet och en signifikant befolkningsökning under de senaste åren gjort husmarknaden till ett orosmoln för både politiker och ekonomer.

Från centralbankens sida har man satt tilltro till nya regleringar. En höjning av räntan för att mildra husprisuppgången skulle kunna stärka francen och därmed sätta press på valutagolvet och det alternativet är i dagsläget uteslutet av SNB. Man har istället som första land infört de så kallade kontracykliska kapitalbuffertarna. Dessa tvingar bankerna att hålla mer kapital som säkerhet då man ger ut bolån. I januari meddelade regeringen att man på SNBs förslag kommer höja detta "extra" kapitalkrav för banker från 1% till 2% av riskviktade tillgångar.

Detta gör man alltså som ett försök för att kyla av landets bostadsmarknad utan att använda det klassiska policyräntevapnet. Allt annat lika innebär det också att SNB kan hålla en låg styrränta längre, vilket borde ge stöd åt vår prognos för EURCHF på 1.30 vid slutet av året.

Schweiz har varit tidiga med implementeringen av nya regleringar och man ligger sannolikt över ett år före länder

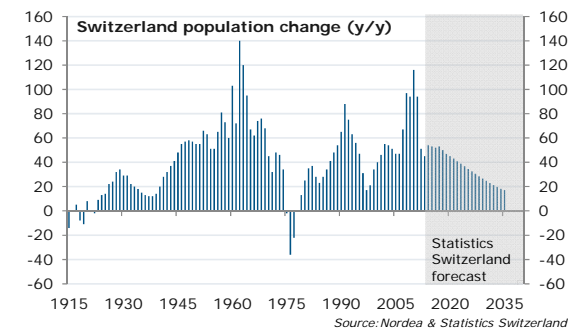
som till exempel Sverige. I takt med att Riksbanken sakta men säkert lämnar över frågor som rör finansiell stabilitet till Finansinspektionen kan ett liknande scenario komma att utspela sig också i Sverige i framtiden.

Den schweiziska ekonomin har bjudit på relativt få överraskningar under den gångna månaden. BNP för det fjärde kvartalet 2013 (som släpps i nästa vecka) kan komma att fortsätta stiga på årsbasis om man ska lita på KOF indikatorn. Inflationen ligger fortsatt nära noll och valutareserven växer inte längre, ett tecken på att SNB i dagsläget inte behöver försvara sitt valutagolv mot euron.

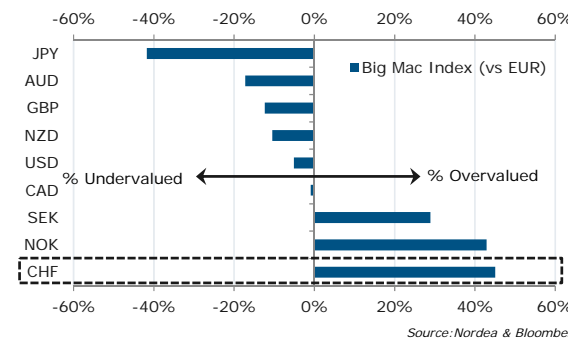
Big Mac Index, som är ett mått på hur över- eller undervärderad en valuta är indikerar att francen är den mest övervärderade valutan mot euron av övriga nio stora valutor. Detta index jämför priset på en Big Mac i två länder, och indikerar just nu att francen skulle behöva försvagas för att en hamburgare skulle kosta lika mycket i Schweiz som i euroland, om man justerar för valutakursen.

SNB har visat att man menar allvar med EURCHF golvet och i takt med att den globala ekonomin fortsätter att återhämta sig och euroräntor långsamt vänder upp tror vi att valutan rör sig från 1.30 i slutet av året till 1.35 i slutet av 2015.

### Senaste årens populationsökning driver på huspriser



### Big Mac Index signalerar övervärderad CHF mot EUR



Av: Lovisa Alvek, Senior Sales Manager

## Löpande flöden

I denna månadspublicering har vi valt att fokusera på de företag som har löpande flöden. Nordea tror fortsatt på en starkare krona för 2014 vilket gör att nuvarande nivåer ser attraktiva ut för säljare. För köparna ser vi en risk att 9.00 bryter och har därför valt att sätta ett skydd på just denna psykologiska nivå för 50% men öppnar upp för att följa med Nordeas vy på längre sikt mot en starkare krona.

## SÄLJARE

**Få möjlighet att sälja till 9,15 så länge kurs inte ligger under 8,60**

De förfall EURSEK ligger mellan **9,15** och **8,60** säljer företaget den månaden 100k EUR till **9,15**

De förfall EURSEK ligger över **9,15** säljer företaget den månaden 200k EUR till **9,15**

De förfall EURSEK ligger under **8,60** säljer företaget inget den månaden

Ovan strategi har månadsvisa förfall med första förfall om 1 månad. Strategin löper i totalt 12 månader.

Notera att företaget riskerar att sälja dubbelt belopp, samt riskerar att tappa säkringen.

## KÖPARE

**Garanterat köpkurs 9,00 för 50% av önskad volym för de kommande 12 månaderna**

De förfall EURSEK ligger mellan **9,00** och **8,60** köper företaget *valfritt belopp* till den marknadskurs som råder vid avstämning

De förfall EURSEK ligger över **9,00** köper företaget 100k (50%) EUR till **9,00**

De förfall EURSEK ligger under **8,60** köper företaget 200k (100%) EUR till **9,00**

Ovan strategi har månadsvisa förfall med första förfall om 1 månad. Strategin löper i totalt 12 månader.

Notera att företaget riskerar att köpa dubbelt belopp.

Alla nivåer är indikativa då volym, löptid och nivåer anpassas efter era specifika önskemål.

**Kontakta din lokala Marketsavdelning för vidare diskussion.**

## EURSEK prognos



### Valutakurser mot SEK

	20-feb	3M	30jun14	31dec14	31dec15
EURSEK	8.9737	8.7000	8.4500	8.3500	8.3500
USDSEK	6.5406	6.5414	6.5000	6.6800	6.9583
GBPSEK	10.9056	0.8750	10.5625	10.7051	10.7051
NOKSEK	1.0694	1.0357	1.0120	1.0121	1.0309
JPYSEK	0.0640	0.0674	0.0619	0.0607	0.0633
CHFSEK	7.3548	6.9600	6.7600	6.4231	6.1852
DKKSEK	1.2025	1.1662	1.1327	1.1193	1.1193
PLNSEK	2.1507	2.0964	2.0864	2.0875	2.1139
CZKSEK	0.3277	0.3222	0.3130	0.3093	0.3262
HUFSEK	0.0288	0.0285	0.0282	0.0288	0.0293

### Svenska räntor och spreadar

	20-feb	3M	30jun14	31dec14	31dec15
<b>Räntenivåer</b>					
Reporänta	0,75	0,75	1,00	1,50	1,75
3M Stibor	0,93	1,00	1,25	1,60	2,30
2Y swap	1,12	1,50	1,80	2,30	3,30
5Y swap	1,87	2,20	2,65	3,15	3,75
10Y swap	2,56	2,85	3,30	3,65	4,00
<b>Spreadar</b>					
10Y-2Y Sv	1,44	1,35	1,50	1,35	0,70
10Y-5Y Sv	0,69	0,65	0,65	0,50	0,25
Sv-Ty 10Y	0,65	0,85	0,95	1,00	1,00
US-Ty 10Y	0,92	1,05	0,90	1,10	1,35
US-Ty 2Y	0,01	0,15	0,50	0,80	1,05
10Y-2Y US	2,38	2,45	2,00	1,90	1,45

### Internationella valutakurser

	20-feb	3M	30jun14	31dec14	31dec15
EURUSD	1.3720	1.3300	1.3000	1.2500	1.2000
EURJPY	140.11	129.01	136.50	137.50	132.00
USDJPY	102.12	97.00	105.00	110.00	110.00
EURGBP	0.8229	0.8000	0.8000	0.7800	0.7800
GBPUSD	1.6673	1.6625	1.6250	1.6026	1.5385
EURCHF	1.2201	1.2500	1.2500	1.3000	1.3500
EURNOK	8.3911	8.4000	8.3500	8.2500	8.1000
EURPLN	4.1725	4.1500	4.0500	4.0000	3.9500
EURCZK	27.3830	27.0000	27.0000	27.0000	25.6000
EURHUF	312.09	305.00	300.00	290.00	285.00

### Internationella räntor

	20-feb	3M	30jun14	31dec14	31dec15
<b>EMU</b>					
Styrränta	0,25	0,25	0,25	0,25	0,75
2Y swap	0,44	0,45	0,75	1,05	1,85
10Y swap	1,91	2,00	2,35	2,65	3,00
<b>USA</b>					
Styrränta	0,25	0,25	0,25	0,25	1,25
2Y swap	0,45	0,60	1,25	1,85	2,90
10Y swap	2,83	3,05	3,25	3,75	4,35
<b>UK</b>					
Styrränta	0,50	0,50	0,50	0,50	1,25
10Y swap	2,85	2,90	3,15	3,50	4,15
<b>Norge</b>					
Styrränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10Y swap	3,17	3,26	3,43	3,70	3,81

### Strategy & Research Sverige

Mikael Sarwe

+46 8 614 9909, mikael.sarwe@nordea.com

Torbjörn Isaksson

+46 8 614 8859, torbjörn.isaksson@nordea.com

Andreas Jonsson

+46 8 534 910 88, andreas.w.jonsson@nordea.com

Mats Hydén

+46 8 614 96 02, mats.hyden@nordea.com

Henrik Unell

+46 8 534 910 97, henrik.unell@nordea.com

Rickard Hellman

+46 8 614 87 26, rickard.hellman@nordea.com

Mark Schindele

+46 8 614 82 01, mark.schindele@nordea.com

### Finansiell rådgivning

Stockholm

Valuta

+46 8 614 86 20

Räntor

+46 8 614 95 20

Väst

Valuta

+46 31 771 64 73

Räntor

+46 31 771 65 19

Syd

Valuta

+46 40 660 82 05

Räntor

+46 40 660 82 06

### Nordea Bank AB (publ)

Hamngatan 10

Postboks 850,

SE-105 71 Stockholm

+46 8 614 7000

### Nordea Bank Danmark A/S

Christiansbro, Strandgade 3

DK-0900 København C

+45 33 33 33 33

### Nordea Bank Norge ASA

Middelthunsgt. 17

PO Box 1166 Sentrum, N-0107 Oslo

+47 2248 5000

### Nordea Bank Finland Plc

36 B Aleksanterinkatu, Helsinki

FIN-00020 Nordea

+358 9 1651

## Disclaimer and legal disclosures

### **Origin of the publication or report**

*This publication or report originates from: Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Danmark A/S, Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Norge ASA (together the "Group Companies" or "Nordea Group") acting through their unit Nordea Markets. The Group Companies are supervised by the Financial Supervisory Authority of their respective home countries.*

### **Content of the publication or report**

*This publication or report has been prepared solely by Nordea Markets. Opinions or suggestions from Nordea Markets may deviate from recommendations or opinions presented by other departments or companies in the Nordea Group. The reason may typically be the result of differing time horizons, methodologies, contexts or other factors. Opinions and price targets are based on one or more methods of valuation, for instance cash flow analysis, use of multiples, behavioural technical analyses of underlying market movements in combination with considerations of the market situation and the time horizon. Key assumptions of forecasts, price targets and projections in research cited or reproduced appear in the research material from the named sources. The date of publication appears from the research material cited or reproduced. Opinions and estimates may be updated in subsequent versions of the publication or report, provided that the relevant company/issuer is treated anew in such later versions of the publication or report.*

### **Validity of the publication or report**

*All opinions and estimates in this publication or report are, regardless of source, given in good faith, and may only be valid as of the stated date of this publication or report and are subject to change without notice.*

### **No individual investment or tax advice**

*The publication or report is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the basis for any investment decision. This publication or report has been prepared by Nordea Markets as general information for private use of investors to whom the publication or report has been distributed, but it is not intended as a personal recommendation of particular financial instruments or strategies and thus it does not provide individually tailored investment advice, and does not take into account the individual investor's particular financial situation, existing holdings or liabilities, investment knowledge and experience, investment objective and horizon or risk profile and preferences. The investor must particularly ensure the suitability of an investment as regards his/her financial and fiscal situation and investment objectives. The investor bears the risk of losses in connection with an investment. Before acting on any information in this publication or report, it is recommendable to consult one's financial advisor. The information contained in this publication or report does not constitute advice on the tax consequences of making any particular investment decision. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial merits of his/her investment.*

### **Sources**

*This publication or report may be based on or contain information, such as opinions, recommendations, estimates, price targets and valuations which emanate from: Nordea Markets' analysts or representatives, Publicly available information, Information from other units of the Group Companies or other companies in the Nordea Group, or Other named sources. To the extent this publication or report is based on or contain information emanating from other sources ("Other Sources") than Nordea Markets ("External Information"), Nordea Markets has deemed the Other Sources to be reliable but neither the companies in the Nordea Group, others associated or affiliated with said companies nor any other person, do guarantee the accuracy, adequacy or completeness of the External Information. The perception of opinions or recommendations such as Buy or Sell or similar expressions may vary and the definition is therefore shown in the research material or on the website of each named source.*

### **Limitation of liability**

*Nordea Group or other associated and affiliated companies assume no liability as regards to any investment, divestment or retention decision taken by the investor on the basis of this publication or report. In no event will entities of the Nordea Group or other associated and affiliated companies be liable for direct, indirect or incidental, special or consequential damages resulting from the information in this publication or report.*

### **Risk information**

*The risk of investing in certain financial instruments, including those mentioned in this document, is generally high, as their market value is exposed to a lot of*

*different factors such as the operational and financial conditions of the relevant company, growth prospects, change in interest rates, the economic and political environment, foreign exchange rates, shifts in market sentiments etc. Where an investment or security is denominated in a different currency to the investor's currency of reference, changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value, price or income of or from that investment to the investor. Past performance is not a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realized. When investing in individual shares, the investor may lose all or part of the investments.*

### **Conflicts of interest**

*Companies in the Nordea Group, affiliates or staff of companies in the Nordea Group, may perform services for, solicit business from, hold long or short positions in, or otherwise be interested in the investments (including derivatives) of any company mentioned in the publication or report. To limit possible conflicts of interest and counter the abuse of inside knowledge, the analysts of Nordea Markets are subject to internal rules on sound ethical conduct, the management of inside information, handling of unpublished research material, contact with other units of the Group Companies and personal account dealing. The internal rules have been prepared in accordance with applicable legislation and relevant industry standards. The object of the internal rules is for example to ensure that no analyst will abuse or cause others to abuse confidential information. It is the policy of Nordea Markets that no link exists between revenues from capital markets activities and individual analyst remuneration. The Group Companies are members of national stockbrokers' associations in each of the countries in which the Group Companies have their head offices. Internal rules have been developed in accordance with recommendations issued by the stockbrokers associations. This material has been prepared following the Nordea Conflict of Interest Policy, which may be viewed at [http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets\\_Discloser\\_Disclaimer.pdf](http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets_Discloser_Disclaimer.pdf). Important disclosures of interests regarding this research material are available at: [http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets\\_Discloser\\_Disclaimer.pdf](http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets_Discloser_Disclaimer.pdf)*

### **Distribution restriction**

*The securities referred to in this publication or report may not be eligible for sale in some jurisdictions. This research report is not intended for, and must not be distributed to private customers in Great Britain or the US. This research report is intended only for, and may be distributed only to, accredited investors, expert investors or institutional investors in Singapore who may contact Nordea Bank, Singapore Branch of 3 Anson Road, #22-01, Springleaf Tower, Singapore 079909. This publication or report may be distributed by Nordea Bank Luxembourg S.A., 562 rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg which is subject to the supervision of the Commission de Surveillance du Secteur Financier. This publication or report may be distributed by Nordea Bank, Singapore Branch, which is subject to the supervision of the Monetary Authority of Singapore. This publication or report may not be mechanically duplicated, photocopied or otherwise reproduced, in full or in part, under applicable copyright laws.*