

25 oktober 2017

Om det växer som ogräs så är det ogräs

Henrik Unell

En bekymmerslös tillgångsmarknad

Fed vill ha mer ränta

Bostadsmarknaden – om det växer som ogräs så är det ogräs

En bekymmerslös tillgångsmarknad

Världen fortsätter att styras enligt marknadsliberala och kapitalistiska principer. Politiska riskpremier puttrar i bakgrunden men de alternativa politiska krafterna förmår inte ändra på de grundläggande villkoren för handel, trots Trump, Brexit och Katalonien. Nuvarande synkroniserade konjunkturstyrka har således fortsatt livskraft. Under ytan finns det dock skäl att oro sig över hur djupt t.ex. USA har fallit i termer av normer och civilitet. Att världens enda supermakt i dagsläget "räddas" från en galen president av en 230 år gammal konstitution. Moraliskt förfallna typer som paraderar med maktens symboler likt forna tiders kungar och risken att framtiden tillhör personer som Trump, att hans rollfigur pekar framåt. När världen förstås via twitter och tweets där sammanhang och minnen går förlorade då är Trump en template för framtidens ledare. Därtill motreaktioner till de senaste 30-årens globalisering och ambitionen att vända sig inåt i provinsiella, föreställda gemenskaper med grundläggningsmyter, hovpoeter och demagoger som göder illusionen om t.ex. den katalanska samhörigheten.

Världen fortsätter att styras enligt marknadsliberala och kapitalistiska principer. Politiska riskpremier puttrar i bakgrunden

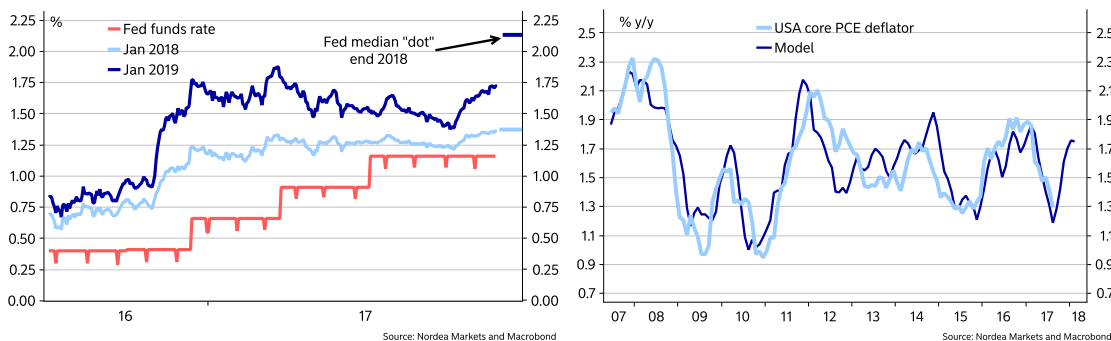
Hitintills har Trump inte ens förmått krusa ytan i termer av att tilta amerikansk politik men nu diskuteras möjligheten att Feds roll ska förändras och blir mer politiskt kontrollerad. Det finns ett mått av oro i marknaden att Yellens eventuella efterträdare ska ha en hawkish penningpolitisk bias. Givet tidigare livscyklars globala skulduppbyggnad kan skruvarna inte dras åt i för snabb takt eftersom det skulle pressa systemet allt för hårt. Vi ser därför ingen hämningslös ersättare till Janet Yellen. Fed fortsätter dock att signalera vidare höjningar och de utnyttjar nuvarande tillväxtfönster att skaffa sig ammunition för en framtida lågkonjunktur. VIX signalerar en malande uttråkning av en aktiemarknad som bara går upp, trots att rubrikriskerna haglar. Sedan 1990 har VIX handlat lägre än 10 vid 40 talet tillfällen och 30 av dem har ägt rum i år. Marknaden hanterar Nordkorea och Irankrisen som blott små nålstick. Nedtrappningen av likviditetsåtgärder: kommande QE-reversering från Fed samt ECB:s förväntade tapering förväntas inte leda till något drama trots att motsatt politik, expansiva balansräkningar, drev upp tillgångspriser. Varför upprörs inte marknaden? DET är den stora risken för framtiden. Vi noterar att ledande makroindikatorer så som PMIs, IFOs, ISMs etc. snart ska falla från sina toppar och tillgångsmarknader brukar reagera på momentumförändring. Orderdata har redan vänt runt i flertalet av ovan nämnda surveys och givet en sämre kreditimpuls från Fed och ECB så riskerar en högt värderad och överviktad börs att möta motstånd.

Marknaden hanterar Nordkorea och Irankrisen som blott små nålstick.

USA – Fed vill ha mer ränta

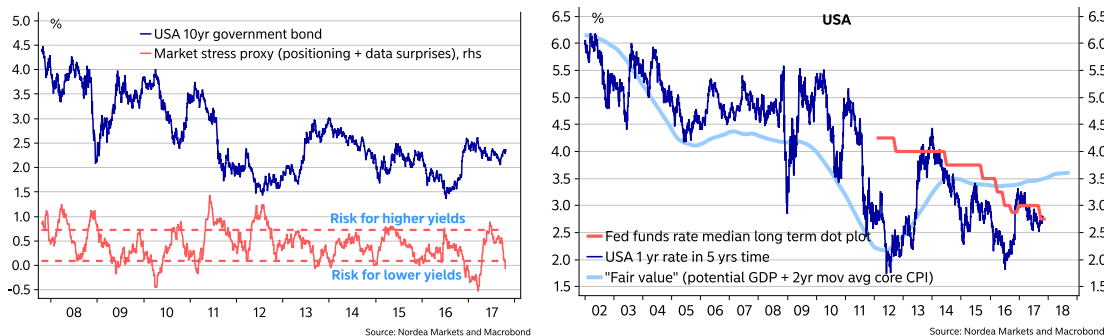
Räntemarknaden diskonterar, i linje med Feds kommunikation, en höjning i december till 1,50%. Därefter är dock diskrepansen mellan Fed och marknaden tydlig. Så länge marknaden väljer att inte tro på den kommunicerade räntebanan (3 höjningar under 2018) så underhålls nuvarande reflationsekonomi vidare. Stark tillväxt och låg inflation gör att Fed fortsätter sin höjningscykel i långsam takt. Fed ser ut att vilja bygga en buffert inför en framtida lågkonjunktur och så länge marknaden/börser inte ryter ifrån så fortsätter höjningarna komma. Den lägre inflationstakten noteras och kommenteras av Fed-ledamöter men det hindrar dem inte från att höja vidare. Dessutom räknar vi med att den svagare dollarn ska accelerera importerad inflation och Fed ska under nästa år strama åt penningpolitiken förbi dagens förväntansbild. I centralbanksvärlden är Fed tämligen ensam om att höja vilket betyder att differensen mellan avkastningen (global tillväxt) och finansieringskostnaden (globala korträntor) ökar. Det har bidragit till att driva aktiekurser högre. Längre amerikanska räntor följer i stort konjunkturen och det går att argumentera att nuvarande nivå på den amerikanska 10-åringen är nära "fair value" givet Feds estimat på neutralränta. I forwardledet handlar 1 år om 5 år (styrräntan om 5 år) på 2,85% vilket är 10 punkter högre än Feds neutralränta. För att amerikanska långräntor kraftigt ska skjuta i höjden från dagens nivå så krävs sannolikt att inflationen överraskar på uppsidan. Gör vi samma övning i forward-ledet på svenska och europeiska (tyska) räntor, skillnaden mellan neutralränta och diskontering, så uppstår en avgrund. Korrigeringenspotentialen och mispricing är således större i svenska och tyska obligationer än i de amerikanska. Den kommande reduceringen av Feds balansräkning ger svårbedömda marknadseffekter, dock borde de inträffa längre fram, under 2018 då tempot och QT-volymer ökar. Risken för högre långräntor består sannolikt i en koordinerad inflation- och löneuppgång.

Fed ser ut att vilja bygga en buffert inför en framtida lågkonjunktur och så länge marknaden/börser inte ryter ifrån så fortsätter höjningarna komma.



vänster: dec.-höjning inprisad men inte Feds 2018 scenario

höger: Inflationen ska vända runt



vänster: Positionering talar för lägre långräntor

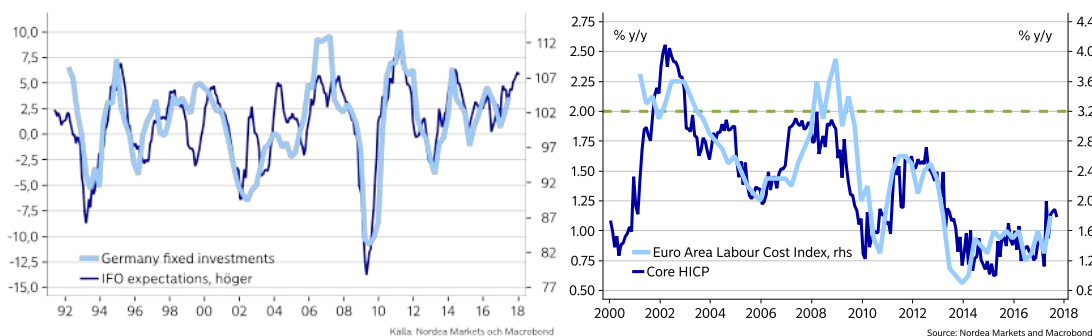
höger: längre ut på kurvan är Feds syn på neutral ränta inprisad

Europa – ECB:s kommande investeringsstopp

Känslan är att räntemarknaden kan ta semester fram till oktober 2019 då Draghis mandatperiod upphör och en förhandstippad Weidmann kan ta vid. En sengångare framstår som snabbfotad jämfört med Draghis budskap om hur långsamt ECB planerar att ta sig ur sin klubbiga smet av QE och minusräntor. Nordea räknar med att ECB imorgon deklarerar att de har för avsikt att fasa ut sitt uppköpsprogram under 2018. Men med hängslen och livrem kommer de lyfta fram att bantningen är villkorad marknadsreaktionen. Skulle räntor eller EUR röra sig på ett icke önskvärt sätt då avbryts operationen. Med tanke på hur tydlig Draghi och andra ECB-ledamöter varit så borde rörelsen i EUR och räntor bli begränsad på ett dylikt budskap. Därefter, under 2019, kan räntehöjningar komma på tal.

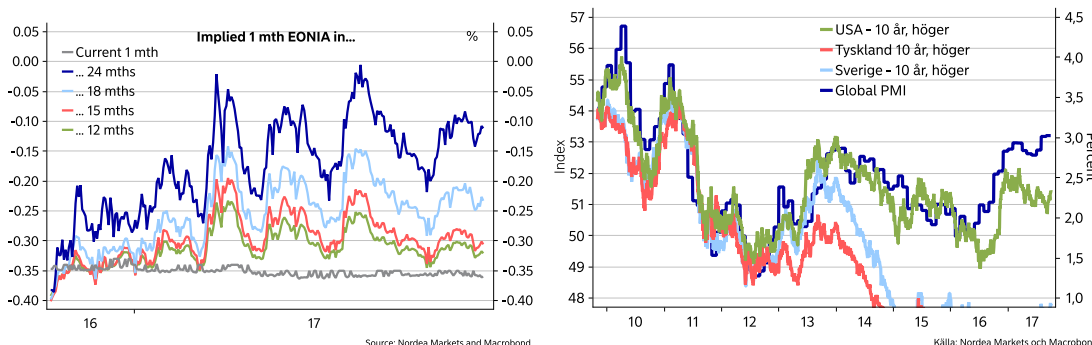
På sikt är det ohållbart att en 2-årig tysk statsobligation handlar på -0,70 punkter och en 10-åring på 55 punkter när ekonomin i euroområdet växer med 2% y/y och omvärlden spurtar på. Målet med ECB:s penningpolitik är dock att stötta den svagaste systemviktiga länken i EMU, den italienska ekonomin och det italienska banksystemet. Tack vare Italiens misslyckade affärsmodell så göds den tyska export och konsumtionsekonomin som ingalunda är i behov av dagens låga räntor och svaga EUR. Den universella rättvisan säger att Tyskland borde fondera en del av sitt kapital/exportöverskott till en eventuell bailout fond för ett framtida italienskt sammanbrott. En mer mångbottnad amerikansk penningpolitik är öppen inför faktum att inflationen är låg och ekonometriska modeller kan inte förklara varför. Fed utnyttjar inflationsvakuemet till att strama åt penningpolitiken. ECB å sin sida håller emot och tror fortfarande att en cyklisk efterfrågepush kan överbrygga strukturella deflationsimpulser. ECB skruvar ner tempen på den kokande penninggrytan men lyfter inte bort den från spisen. I dagsläget kan högre långräntor sannolikt bara följa av högre amerikanska räntor som fortplantar sig vidare till EU. Värderingsargumentet, att räntor långsiktigt är alldeles för låga, kortsluts i dagsläget av ECB. Planerad tapering ändrar i dagsläget inte den analysen. Värderingsargumentet kan dock bli aktuellt under 2018 i takt med att tapering fortgår.

På sikt är det ohållbart att en 2-årig tysk statsobligation handlar på -0,70 punkter och en 10-åring på 35 punkter när ekonomin i euroområdet växer med 2%



vänster: EMU upplever sin första högkonjunktur på över 10 år

höger: Låga löner, starkare EUR ger låg inflation



vänster: 10p höjning inprisad mars/april 2019

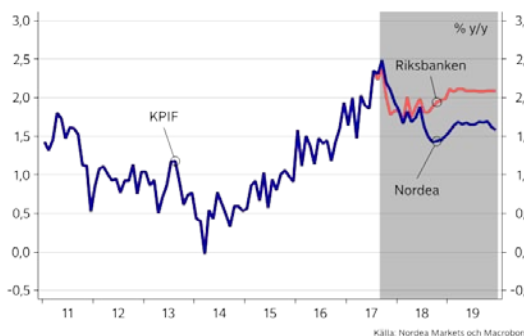
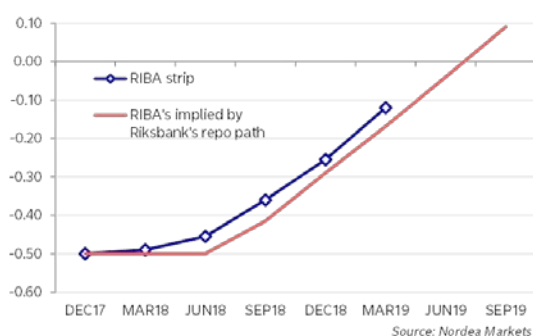
höger: Någon som har sett tyska o svenska lång-räntor? Koko!

Sverige – Om det växer som ogräs så är det ogräs

Riksbanksprotokollet från det penningpolitiska mötet i september var inte speciellt exotiskt i termer av att erbjuda något nytt. Alarmistiska stämmor från ledamöterna och ett platt och insiktslöst framförande av halvsanningar och ständigt dessa fallerande modeller över inflationen. Har enkelspårighet någonsin kunnat fånga en komplex värld kan man undra. På torsdag (26/10) är det återigen dags för Riskbanken att lämna räntebesked. Vi räknar med mjuka signaler från Brunkebergstorg. Riksbankens favoritmått på inflationen, KPIF minus energi, var i september tre tiondelar lägre (1,9%) än Riksbankens prognos. Nordea räknar inte med att de tillfälligt högre inflationsutfall som vi nyligen sett ska komma tillbaka. Vår prognos är att inflationen ska falla till 1,5% under första halvåret 2018. Därtill ser bostadsmarknaden ut att ha bromsat in och vi noterar att det redan blivit svårare/dyrare att spela leverage rouletten. Hur riskerna ska spela ut är för tidigt att säga. Det är dock rimligt att bostadsmarknaden tar en paus och ställer sig frågorna: ska kvadratmeterpriset i Stockholm vara detsamma som på Manhattan? Är kreditmissbruk ett lämpligt ekonomiskt projekt att driva eller är det en risk för svensk ekonomi? Om något växer som ogräs så brukar det vara ogräs.

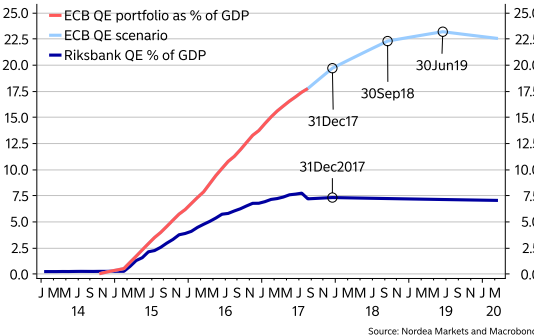
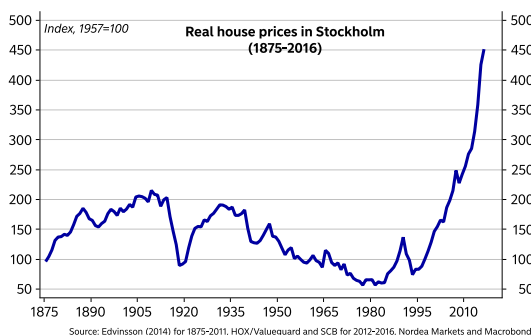
Sveriges ekonomiska styrka på sikt kommer avgöras av hur de interna obalanserna spelar ut

Nordeas huvudscenari är att Riksbanken inte lanserar fler stimulanser och att den första räntehöjningen sker om ett år. Vi räknar också med att Riksbankens QE-program avslutas vid årsskiftet. Ljusare prognoser över världsekonomin, där västvärlden trots allt passerat en ränte- och inflationsbotten, får Riksbanken att skifta fokus. Vår låga inflationsprognos i förhållande till Riksbankens gör det dock svårt att utesluta att stimulanskapitlet avslutats. Addera därtill möjligheten att en fastighetsprissättning av större dignitet utvecklas. Vi räknar med gradvis högre räntor längre ut på kurvan då centralbanker världen över omvärderar riskbilden. Säsongsmonstret i 3m Stibor gör att den kan fortsätta falla ner mot -60p och det tynger korta räntor generellt. En passiv Riksbank i kombination med en stark global konjunktur ger kortsiktigt möjligheten för en brantare kurva, i synnerhet bortom 5-års punkten.



vänster: Inprisning vs Riksbankens repobana.

höger: Vår KPIF prognos vs Riksbankens



vänster: Reala huspriser i Sverige. My gosh!

höger: Riksbankens och ECB:s QE-portföljs som andel av BNP

Henrik Unell
Chief Analyst
henrik.unell@nordea.com

Disclaimer and legal disclosures for investment recommendations

Origin of the publication or report

This publication or report originates from Nordea Bank AB (publ), including its branches Nordea Danmark A/S and Nordea Bank AB (publ) Sverige, Nordea Bank AB (publ) Filial Finland and Nordea Bank AB (publ), filial Norge together "Nordea" acting through their unit Nordea Markets. Nordea Bank AB (publ) is supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the branches are supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the Financial Supervisory Authority in their respective countries.

Content of the publication or report

This recommendation has been prepared solely by Nordea Markets.

Opinions or investment recommendations from Nordea Markets may differ from one another or from recommendations or opinions presented by other departments in Nordea. This may typically be the result of differing time horizons, methodologies, contexts or other factors. Investment opinions, ratings, recommendations and target prices are based on one or more methods of valuation, for instance cash flow analysis, used in multiples, data source (technical analysis of underlying market movements). In combination with considerations of the market situation and the time horizon. Key assumptions of forecasts, ratings, recommendations, target prices and projections in research or produced appear in the research material from the named sources. The date of publication appears from the material cited or referred to. 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 recommendation are, regardless of source, given in good faith, and may only be valid at the stated date and time of this recommendation and are subject to change without notice. This recommendation has not been disclosed to the issuer directly or indirectly.

No individual investment or tax advice

The recommendation is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the basis for any investment decision or strategy. This recommendation has been prepared by Nordea Markets as general information for private use of the investor to whom the recommendation has been distributed, but it is not intended as personal investment advice or recommendation of particular financial instruments or strategies and thus 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 objective. The investor bears the risks involved in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, the investor is recommended to consult his/her financial advisor. The information contained in the recommendation does not constitute advice on the tax consequences of making any particular investment decision or strategy. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial merits of his/her investment.

Sources

This recommendation may be based on or contain information, such as opinions, recommendations, estimates, price targets and valuations which are taken from Nordea Markets' analysts or research firms, publicly available information, information from other units of Nordea, or other named sources.

To the extent this publication or recommendation is based on or contains information emanating from other sources ("Other Sources") than Nordea Markets ("General Information"), Nordea Markets has deemed the Other Sources to be reliable but neither Nordea, others associated or affiliated with Nordea nor any other person, do guarantee the accuracy, adequacy or completeness of the General Information. The designation of opinions or recommendations such as Buy/Sell or similar expressions may vary and the definition is therefore shown in the link at the bottom of the page or on the website of each named source.

Limitation of liability

Nordea or other associated and affiliated companies assume no liability in connection with any investment, divestment or retention decision taken by the investor on the basis of this recommendation. In no event will Nordea or other associated and affiliated companies be liable for direct, indirect or incidental, special or consequential damage 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 higher, 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 rate 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 financial instruments, the investor may lose all or part of the investments.

Conflicts of interest

Nordea, affiliate or staff in Nordea, may perform services for a client or issuer from holding or shorting additional, or otherwise be interested in the investments (including derivatives) of the company mentioned in the publication or report. To help avoid conflicts of interest and counter the abuse of inside knowledge, the author of Nordea Markets is subject to internal rules on sound ethical conduct, the management of inside information, handling of unpublished research material, contact with other units of Nordea, and personal account dealing. The internal rules have been prepared in accordance with applicable legislation and relevant industry standards. The objective of the internal rules is, for example, to ensure that no author will abuse or cause others to abuse confidential information. It is the policy of Nordea Markets that no individual is to receive revenues from capital markets activities and individual analysts remuneration. Nordea and the branches are members of national securities dealers associations in each of the countries in which Nordea has head offices. Internal rules have been developed in accordance with recommendations issued by the stockbroker associations. This material has been prepared following the Nordea Conflict of Interest Policy, which may be viewed at <https://www.nordea.com/en/inf>.

Distribution restriction

The securities referred to in this publication or report may not be available for sale in some jurisdictions. This research report is not intended for, and must not be distributed to US persons or within the US.

With respect to Singapore, 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 at 2 Anson Road, #23-01, Springlife Tower, Singapore 079909. This publication or report may be distributed by Nordea Bank, Singapore branch, which is subject to the supervision of the Monetary Authority of Singapore. With respect to Luxembourg, this publication or report may be distributed by Nordea Bank Luxembourg S.A., 55 rue de Neudorf, L-1015 Luxembourg, which is subject to the supervision of the Commission de Surveillance Sectorielle Financière.

With respect to UK, this publication or report may be distributed in the UK to institutional investors by Nordea Bank AB, London Branch at 8th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC3V 7AZ, which is authorised by the Prudential Regulation Authority (Financial Supervisory Authority) in Sweden and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority in the United Kingdom. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority and Prudential Regulation Authority are available from request. This publication or report may not be electronically duplicated, photocopied or otherwise reproduced, in full or in part, under applicable copyright law. For disclosure and disclaimer, visit <https://www.nordea.com/en/inf/compliance>

Distribution of recommendations (last quarter)

Recommendation	Distribution	Definition
Buy	12.2%	Recommendation to buy
Sell	5.1%	Recommendation to sell
Hold	1.4%	Recommendation to hold
Other	78.4%	Recommendations that include buying and/or selling more than one financial instrument

Conflicts of interest

-

Recommendation changes in the past 12 months

Author(s)	Date issued	ISIN	Recommendation	Entry price	Price target	Valid until
Henrik Unell, Jark Mäkelä	2015-10-27		A bought, payer exception 3 year starting in 3 years			
Henrik Unell, Åsa Clausson	2015-12-05					
Åsa Clausson	2017-02-14		buy a floor and sell a ceiling			

