

23 mars 2018

# Make trade not war

Av Henrik Unell, Chief Strategist

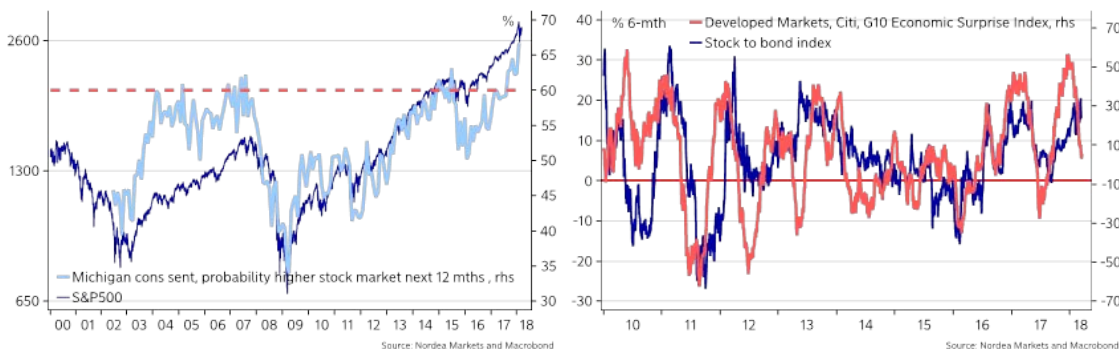
Trumps draksådd  
ECB och enögda härskares olämplighet  
Brunkebergfontänen fortsätter spruta billiga pengar

## Make trade not war

“Trade wars aren’t so bad”, säger the Donald. Ska politisk handling följa Trump-administrationens retorik så kan resultatet bli ett globalt tilltagande inflationstryck och ett Hobbesianskt (filosofen, inte Kalle och Hobbe) allas krig mot alla. Trots att Trump har en oerhörd otur när han tänker (det blir ofta fel) så är han medveten om kostnaderna av att manipulera den globala handelsplattformen. Att binda en kvarnsten kring halsen på en högt värderad börs tjänar inte Trumps syften. Räkna dock med att USA kommer fortsätta straffa Kina för deras “free rider” beteende och icke reciprocitet i agerandet mot omvärlden men det kommer att ske inom kontrollerade former.

Trump vet att det finns en fundamental orsak till varför USA har handelsunderskott med 101 länder. Amerikansk kapitalism låter sig bäst beskrivas som ett system som lånar och konsumerar istället för den tyska modellen, att spara och producera. Därav följer dubbla underskott (i statsbudgeten och bytesbalansen) vilket gör att övriga världen fortsätter ackumulera amerikanska IOU’s. USA:s skattereform visar också att det finns en politisk konsensus att hellre låna och dela ut pengar än att beskatta och omfördela. Så länge de strukturella underskotten består, samtidigt som krediten/skulden inte genererar några extra investeringar, så ska trycket upp på räntor fortsätta och dollarn ska försvagas vidare. Nordeas makrovy fortsätter att andas tillförsikt i termer av en stark ekonomisk tillväxt där inflationen i stort uteblir. Men för en leverage-spelare som länge varit med på börsfesten så bör man se upp. Stormklockorna ringer in förebud att högt värderade amerikanska tillgångsmarknader har att utkämpa slag mot fortsatt stigande räntor, sämre likviditet via QE-reversering samt en makrobild där survey-data vänder runt.

*USA:s skattereform visar också att det finns en politisk konsensus att hellre låna och dela ut pengar än att beskatta och omfördela*



*vänster: Vem är nästa köpare om hen på gatan är rekord-bullish på aktier?*

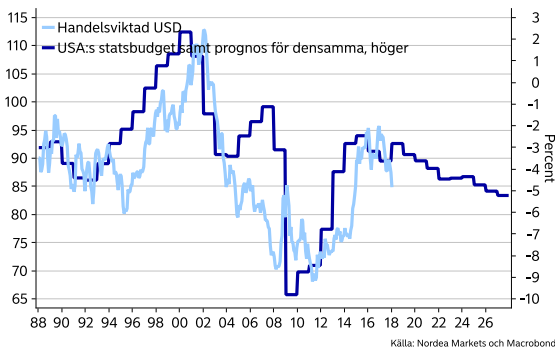
*höger: Räkna med negativa makroövertäckningar framåt*

## USA – Trumps draksådd

I beaktande av den draksådd som Trump nu sår är det svårt att se hur USA på sikt ska kunna stabiliseras politiskt och ekonomiskt. Budgetunderskotten kommer explodera (vidare) den dagen konjunkturen mattas och realräntorna svängt till positiva. Därtill den politiska backlashen av sveket mot alla marginaliserade grupper. Visst finns det fortfarande en elit, en stor grupp människor som mår utmärkt i det luxuösa kryssningsfartyget men det är inte längre ett samhälle som innefattar en idé att inkludera, utjämna, medverka och stötta alla. Att dollarn försvagas är delvis en konsekvens av att statsskulden växer som ett resultat av underskotten i offentliga finanser. Därtill: Om kreditgivare på allvar börjar tvivla på Trumps nuvarande "utbudspolitik", att den har en förmåga att lyfta tillväxten, då ska räntor stiga vidare. Och samtidigt ska marknaden hantera risken att Trump faktiskt har för avsikt att stänga det amerikanska bytesbalansunderskottet. Att Trump häromveckan sparkade Gary Cohn, den ende ekonomen i administrationen med en solid värdegrund, kan vara ett bevis på att protektionism väntar runt hörnet. Än så länge är det dock ingen ny värld vi ser.

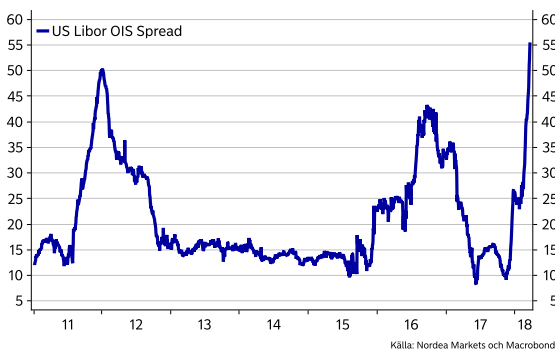
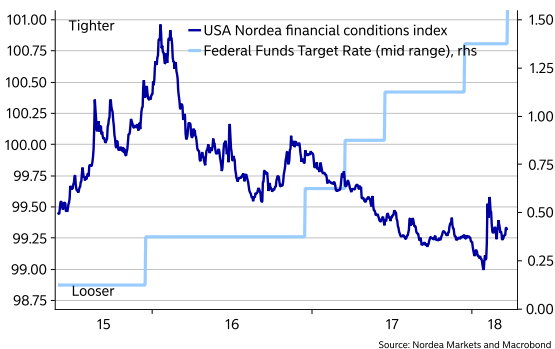
Fed höjde i veckan styrräntan till 1,75% och reviderade upp makroprognoser. Feds räntebana signalerar ytterligare sju höjningar till och med 2020. Vi räknar med att Fed redan i juni adderar ytterligare en höjning till de (totalt) tre under 2018. Fed höjde, i linje med förväntan, sin nivå på vad de betraktar som "neutral ränta". Fed brantade således sin räntebana men trots det föll räntor över hela avkastningskurvan. Under 2018 är diskonteringen synonym med Feds planerade höjningar men i underkant längre ut på kurvan. Att räntor föll borde indikera att positioneringen är stretchad och marknaden är oerhört kort treasurys. I den korta delen av avkastningskurvan har bland annat stora växelemissioner lyft räntor och skillnaden mellan OIS (over night swap/risikfritt) och 3m LIBOR (kreditrisk) har stuckit. Historiskt har det varit en signal om att något elakt är i görningen men i dagsläget vi ser ingen "spill over" i andra marknadspriser som borde reagera givet att den är ett varningstecken. Vi tolkar det som om att det i grunden är en utbudsfråga där accessen till dollar finansiering är intakt men att priset på dollar har stigit.

*Fed höjde i veckan styrräntan till 1,75% och reviderade upp makroprognoser. Feds räntebana signalerar ytterligare sju höjningar till och med 2020*



*vänster: USAs budgetunderskott samt prognos och handelsviktad dollar*

*höger: Fed brantade sin räntebana*



*vänster: finansiella villkor är fortsatt expansiva*

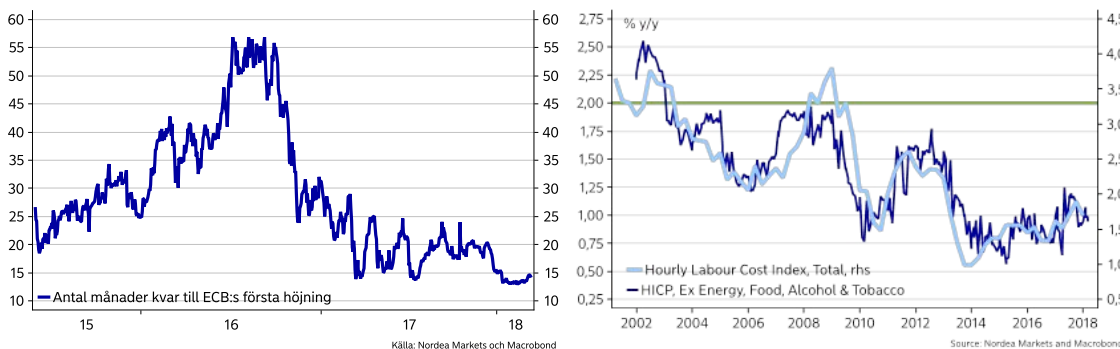
*höger: priset på dollar har stigit när libor dragit iväg*

## Europa – Enögda härskares olämplighet

Europa och EMU-projektet är en politisk framgång (Inga krigstrummor som mullrar) men ekonomiskt kommer det vara ett långbänksproblem. Nuvarande starka tillväxtcykel har dock flyttat ECB närmare en penningpolitisk exit, från extremt expansiv till något mindre stimulativ. Den "guidance" som flertalet ledamöter har kommunicerat innebär att nuvarande obligationsköp upphör under Q3-Q4 2018. Därefter räknar marknaden med att ECB höjer styrräntan med 15 punkter i juni 2019. För det första är det bara att beklaga ECB:s utförliga och deras oförmåga att agera penningpolitiskt på starkare ekonomiska signaler. Vilka sengångare. De försvarar sitt beteende med att inflationen är under målet och det finns fortfarande risk för deflation. Precis som Riksbanken så blandar ECB ihop en mild deflation med kontinuerligt fallande priser, löner, tillväxt etc. Den typen av "dålig" deflation har aldrig existerat för hela eurozonen och minusräntor och QE har således varit helt fel respons. Hade ECB följt sin ursprungliga arbetshypotes: den att det är omöjligt att med kirurgisk precision landa inflationen på ett visst mål så hade bilden av ECB framåt varit annorlunda.

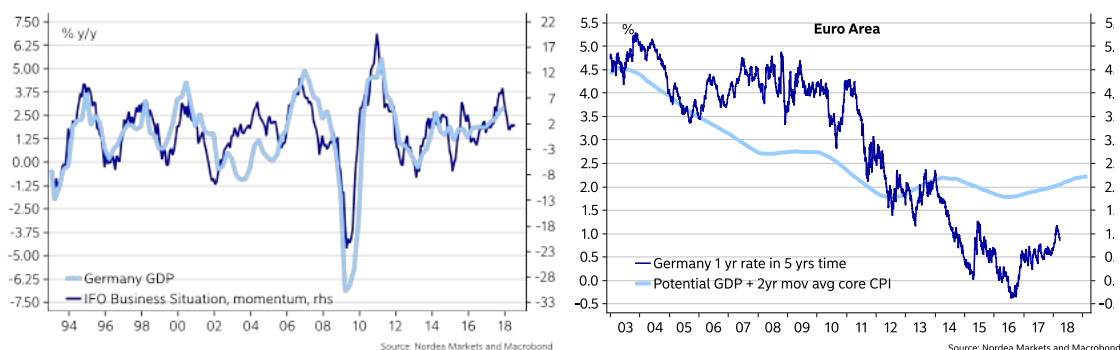
*Precis som Riksbanken så blandar ECB ihop en mild deflation med kontinuerligt fallande priser, löner, tillväxt*

Eftersom de breda ramarna för penningpolitiken ser ut att förbli väldigt mycket snävare (endast inflationsnivån är viktig) så fortsätter vi att prognostisera en senare första höjning av refi-räntan än den marknaden prissätter i dagsläget: Juni-19 v.s. december-19. Vi räknar också med att uppköpsprogrammet (QE) ska leva vidare till och med Q1 2019. Mario Draghi kommer helt enkelt inte hitta den inflationstakt som han letar efter. Marknaden prissätter i dagsläget att styrräntan i EMU-området ska nå 1% om ca 5 år, från dagens -40 punkter. Det är en oerhört mjuk förväntansbild på ECB men den är i linje med Draghis kommunikation. Eftersom penningpolitik har förvandlats till ett politiskt särintresse så kan en ny och tysk politisk efterträdare till Draghi ändra på de penningpolitiska spelreglerna. Den finansiella stunt som QE innebär har mer gemensamt med traditionell skuldförvaltning än penningpolitik. Det faktum att Bundesbanks Jens Weidmann förekommer i spekulationerna som Draghis efterträdare kan bli en game changer.



*vänster: antalet månader till första ECB höjning (diskontering)*

*höger: Löner och underliggande inflation – för ECB blir det en väntan på godot*



*vänster: Momentum indikatorer har toppat ut*

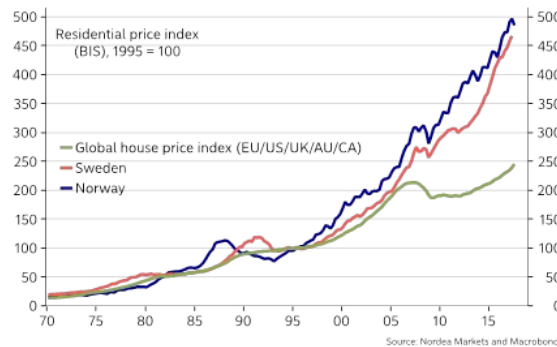
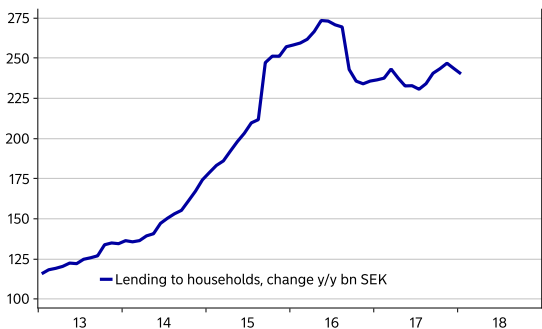
*höger: En ettårs ränta om fem år är långt ifrån "fair value"*

## Sverige – Brunkebergfontänen sprutar billiga pengar

Räntehöjningar från Riksbanken lär dröja givet att villkoret är en varaktig inflationstakt på två procent. I dagsläget är KPIF minus energi 1,5% och två tiondelar lägre än Riksbankens prognos. Det talar för att Riksbankens penningpolitiska möte i april blir ännu en mjuk historia. Det är högst sannolikt, enligt vår bedömning, att Riksbanken justerar ned sin inflationsprognos och skjuter fram sin planerade Q3 höjning till Q4-18 alternativt Q1-19. Gratisfontänen på Brunkebergstorg ska således fortsätta spruta billiga och devalverade kronor i ytterligare ett år. Att ta bort fontänen ökar risken för sönderfall anser Riksbanken. Sveriges sjukdomstillstånd (minus tre tiondelar för låg inflation i förhållande till ett inflationsmål som kom till för 25 år sedan) är så pass allvarligt att de väljer att inte haka på den stigande globala korträntetrenden där centralbanker byter fot. Förlorare på den här politiken är naturligtvis kronan.

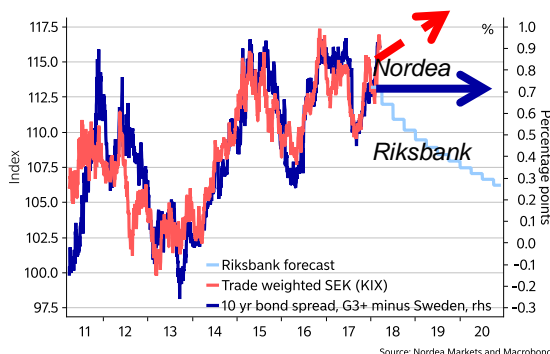
Att EURSEK handlar över tio beror på två saker men embryot är detsamma: gårdagens penningpolitik och dagens penningpolitik. Historiskt låga räntor från Riksbanken lade grunden för hushållens skuldsättningsnivå och fastighetsinflation. FX-marknaden har insett att skuldfällan i Sverige har slagit igen och nästa steg för svensk ekonomi blir att justera belåningsgraden = en lägre tillväxt/inflationstakt = sälj kronor. Det andra skälet är det faktum att ingen av våra beslutsfattare (Riksbanken, regeringen, svensk export) försvarar ett stabilt penningvärde = sälj kronan. Alla ser således att lapptäcket Sverige håller på att spricka. Devalveringen av kronan har alltid varit ett politiskt projekt. Tidigare använde politiker devalveringsvapnet när konjunkturen vek ned sig och nu gör Riksbanken detsamma för att få upp inflationstakten till 2%. Ytterligare försvagning av kronan är faktiskt den enda kanin som finns kvar i Riksbankshatten om de inte hoppas på ett globalt handelskrig. EURSEK på 10,70 och ett vidare sammanbrott i kronan kan lösa Riksbankens inflationsproblem. Nordeas prognos är alltså att Riksbanken höjer räntan först i Q1 2019 men risken är att det blir senare än så. Dock ångar det globala höjningsloket vidare och det lär köra över Riksbankens mjukare ton. Räkna därför med en fortsatt brant avkastningskurva och en svag krona.

*Gratisfontänen på Brunkebergstorg ska således fortsätta spruta billiga och devalverade kronor i ytterligare ett år*



*vänster: Hushållens årliga ökning av skuld i miljarder kr*

*höger: Fastighetspris raketten - ett nordiskt fenomen*



*vänster: Handelsviktad krona som om den försvagas vidare kan rädda Riksbankens inflationsprognos*

*höger: Huspriser (med prognos) och privat konsumtion*

## Skuldtanken

Riksbanken befinner sig i en märklig situation. Å ena sidan verkar de i en global centralbanksvärld där den fortgående trenden är att allt fler centralbanker minskar på stimulanser och höjer styrräntor. Inte minst i Norge där Norges banks styrränteprognos i förra veckan åter reviderades upp och nu tydligt pekar på en räntehöjning redan i år. Å andra sidan har svensk inflation fallit ut klart lägre än Riksbankens prognos och inflationsförväntningarna står och väger. Riksbanksdirektionens majoritet var snubblande nära att revidera sin räntebana nedåt vid mötet i februari och därmed signalera en senareläggning av den första räntehöjningen. Nordeas inflationsprognos ligger fortfarande en bra bit lägre än Riksbankens och i vårt huvudscenario höjer Riksbanken räntan först under första kvartalet 2019. Vissa bedömare i marknaden är av åsikten att ju längre räntehöjningen dröjer, desto lägre blir sannolikheten att den överhuvudtaget blir av. Dämpad konjunktur och svag husmarknad spökar i horisonten.

Det finns alltså alltså ett obehagligt scenario där 3m Stibor fortsätter att ligga kvar kring -0,5% över en längre tidsperiod.

Marknaden har tagit bort en hel del höjningsförväntningar senaste veckorna, men avkastningskurvan är alltså brant brant och innehåller en ca 68 % sannolikhet för 25-punkters höjning under 2018. Samtidigt är implicit räntevolatilitet låg i en historisk jämförelse. Nedan återfinns ett räkneexempel på ett 3-årigt räntegolv på 0 %, som alltså utgör ett skydd i en skuldportfölj mot fortsatt negativa fixingar på 3m Stibor.

Kostnaden för ett 3-årigt räntegolv på 0 % motsvarar ungefär 17 räntepunkter i fast ränta på en 3-årig ränteswap. Ett sätt att finansiera räntegolvet är alltså att sätta den fasta räntan i en betalarswap lite drygt 17 räntepunkter högre än marknadsräntan.

Typ	Löptid	Belopp	Fast ränta/golv
Betalarswap	3 år	10m	0.08%
Betalarswap med räntegolv på 0% för rörliga benet	3 år	10m	0.25%
Räntegolv på 0%	3 år	10m	0%

Ett alternativt sätt att se på det 0-procentiga räntegolvet är en som en försäkringsutgift vars premie långsamt betalas tillbaka för varje kvartal som 3m Stibor fixar under 0 %. Hur många kvartal med minusränta som behövs innan försäkringspremien helt är "återgäldad" beror givetvis på lutningen på avkastningskurvan (FRA –kurvan i detta fall) och på nivån på implicit räntevolatilitet. Om FRA-kurvan är brant prissätter marknaden en tidig återgång till positiv 3m Stibor vilket gör räntegolvet billigare. Låg volatilitet gör förstås också räntegolvet billigare

---

Av Mats Hyden, Chief Strategist

Henrik Unell  
 Chief Analyst  
[henrik.unell@nordea.com](mailto: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 (publ) and Nordea Bank AB (publ) Sverige, Nordea Bank AB (publ) Finland and Nordea Bank AB (publ), (together "Nordea") acting through their unit in Nordea Markets. Nordea Bank AB (publ) is supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority (SFA) and the branches are supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the Financial Supervisory Authorities 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 apply to 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 and multiples, balance sheet analysis and 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 reports produced appear in the research material from the named source. The date of publication appears from the material cited or reported used. Opinions and estimates may be updated in subsequent versions of the publication or report, provided that the relevant company/issuer's treated area 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 of issue 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 investors to whom the recommendation has been distributed, but it is not intended as personal recommendation of particular financial instruments or strategies and 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 preference. 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 risk of losses in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, the investor should consult his/her financial advisor. The information contained in this recommendation does not constitute advice or a tax consequence of making a 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 representative, 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' ("Other Information"), Nordea Markets has deemed the Other Sources to be reliable but neither Nordea, others associated or affiliated with Nordea or any other person, do guarantee the accuracy, adequacy or completeness of the Other Information.

The paragraphs of opinions or recommendations such as Buy/Sell or similar expressions 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 regarding to 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 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, changes in interest rates, the economic and political environment, foreign exchange rates, inflation in market or markets, etc. Where an investment or activity 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 the 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 bear all or part of the investment.

**Conflicts of interest**

Nordea, affiliate or staff in Nordea, may perform services for a client of us, from both long or short or additional, or otherwise be interested in the investments (including derivatives) of a company mentioned in the publication or report. To limit possible conflicts of interest and counter the abuse of inside knowledge, the author of Nordea Markets are subject to internal rules on conduct which 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 object of the internal rules is for example to ensure that no author will abuse inside or otherwise confidential information. It is the policy of Nordea Markets that no individual is to be given revenues from capital markets activities and individual analyst remuneration. Nordea and the branches are members of national securities associations in each of the countries in which Nordea has had offices. Internal rules have been developed in accordance with recommendations issued by the stockbroker associations. This material has been prepared following the Nordea Conflicts of Interest Policy, which may be viewed at <https://www.nordea.com/infid>.

**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 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, apart in waters or institutional investors in Singapore who may, come at Nordea Bank Singapore branch of 2, Market Street, #22-01, Springvale Tower, Singapore 03009. 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., 5 Rue de Neudorf, L-2015 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 of 6th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC2V 7AE, which is authorised by the Financial Conduct Authority (FCA) in the United Kingdom. Details about the extent of our 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 <https://www.nordea.com/infid>.

This publication or report may not be mechanically duplicated, photocopied or otherwise reproduced, in full or in part, under applicable copyright law. For disclosures and disclaimers, visit <https://www.nordea.com/infid/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	75.4%	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 Uvel, Jerk Maters	2016-10-27		A bought - paye exemption 5 year starting in 3 years			
Henrik Uvel, Åsa Clausson	2016-12-28					
Åsa Clausson	2017-02-14		buy a floor and sell a ceiling			