

Navigator

Sammanfattning | Markets

Nordea Research & Strategy, 24 mars 2014

Optionalitet i ränteriskhantering

Optionalitet är ett uttryck som skapar en känsla av osäkerhet hos många skuldförvaltare. Rubriker och löpsedlar visar sällan solskenshistorier i ämnet. För er som vågar titta bortom mediauppståndelsen ska vi i denna artikel ge en inblick i varför det aldrig går att beskriva alla typer av optioner som riskfyllda instrument.

Så mycket risk, så liten avkastning

Allokeringen av kapital in i företagsobligationsmarknaden och börsen har skickat upp prisbilden samt tagit ner den förväntade avkastningen. För att det här angenäma tillståndet ska bestå så krävs det att avståndet mellan cash (som i dagsläget är noll) och riskfyllda tillgångar består.

Är kreditmarknadens sötebrödsdagar över?

Nordeas vy för den svenska kreditmarknaden är snarlik den allmänna uppfattningen. Fortsatta stora inflöden av fondmedel skall driva ned kreditspreadar under första halvan av 2014. Därefter väntas dock kreditmarknaden vara mindre het och spreadarna skall fortsätta mer eller mindre sidledes.

SEK

Kommer Riksbanken att sänka kronan?

USD

Ränta upp! Inte nu, men om ett år

GBP

Ny laguppställning i BoE

NOK

Svagare BNP ska ge svagare NOK

JPY

付加価値税 = moms

CHF

CHF styrka tyder på falsk säkerhet

STRATEGI

Allt fler kunder väljer idag att titta på säkringar där möjlighet ges att ta del av en gynnsam valutautveckling men som samtidigt ger ett 100%-igt skydd mot en ogynnsam valutarörelse.

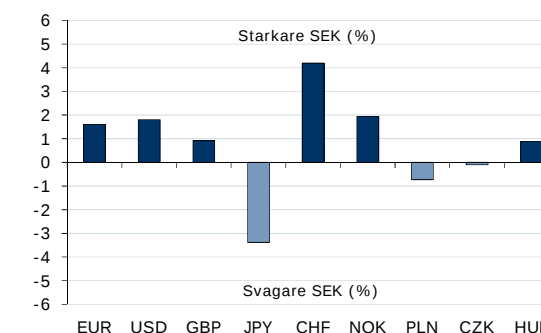
Valutaprognoser

	21-mar	3M	2014-12-31
EURUSD	1,3772	↔	↓
USDSEK	6,4202	↓	↑
EURSEK	8,8421	↓	↓
NOKSEK	1,0563	↓	↓
GBPSEK	10,5796	↔	↑
JPY SEK	0,0629	↑	↔
CHFSEK	7,2645	↓	↓

Ränteprognoser

	21-mar	3M	2014-12-31
3M SEK	0,93	↔	↑
2Y SEK	1,12	↑	↑
10Y SEK	2,56	↑	↑

3 månaders kronprognoser



Navigator

Temaartikel | Markets

Av: Johanna Sanderi, Senior Analyst

Optionalitet i ränteriskhantering

Optionalitet är ett uttryck som skapar en känsla av osäkerhet hos många skuldförvaltare. Rubriker och löpsedlar visar sällan solskenshistorier i ämnet. För er som vågar titta bortom mediauppståndelsen ska vi i denna artikel ge en inblick i varför det *aldrig* går att beskriva alla typer av optioner som riskfyllda instrument och varför en effektiv och flexibel riskhantering ofta drar nytta av användning av optioner.

Ett mynt med två sidor

Ordet option härstammar från engelskan och betyder som många känner till *alternativ, valfrihet, valmöjlighet*. I skolboken lyder definitionen att innehavaren av en option har "rättighet men inte skyldighet" att ingå ett instrument till i förväg kända villkor. Med andra ord ger detta innehavaren en möjlighet att ingå en säkring beroende på om det finns ett behov i den underliggande verksamheten och om det är marknadsmässigt motiverat. Varför har då denna möjlighet fått ett så befläckt rykte?

Det beror på att det finns två sidor av myntet. Det som är en möjlighet för köparen av en option är en skyldighet för den som har sålt optionen.

En option kan beskrivas som en försäkring där innehavaren är försäkringstagare och utställaren är försäkringsgivare. Priset för försäkringen justeras med hjälp av en premie. I handeln med finansiella instrument så väljer du själv vilken sida du vill stå på. Vill du vara försäkringstagare eller försäkringsgivare? Det kräver ett medvetet val som kan baseras på såväl verksamhetens underliggande behov som marknadsläget.

Vad är syftet med din säkring?

Finansiella instrument så som swappar, terminer och optioner kan användas till att både öka och minska risken beroende på underliggande behov. För att identifiera vilka instrument som just din verksamhet kan använda bör fokus främst ligga på att kartlägga det underliggande behovet för riskhantering genom att definiera och kvantifiera de risker som finns och vilka fluktuationer företaget tål. Detta för att specificera vad syftet är med just din säkring.

Det finns många olika anledningar till varför ett bolag eller en kommun väljer att säkra bort de största finansiella riskerna, vilket också bör ligga till grund för vilka instrument som är lämpliga. En vanlig orsak är att köpa sig tid för att hinna förbereda bolaget på eventuella högre kostnader. I verksamheter som har små fluktuationer på intäktsidan blir vikten att kunna prognostisera sina kostnader en viktig

pusselbit. En annan orsak kan vara att skydda bolaget mot värsta tänkbara utfall, där säkringen snarare fyller en funktion som liknar en brandskyddsförsäkring.

Skräddarsy dina säkringar efter riskbehov

Historiskt sett är det förvånansvärt få skuldförvaltare som har köpt optionalitet, men vi vill öppna upp för en större användning av **köpt optionalitet**, som en försäkring mot risk framöver. För att köpa en försäkring måste du vara beredd att betala en försäkringspremie. Men det kanske det kan vara värt när du själv får sitta i förarsätet?

Med risk för att vara tjugig; en köpt option innebär att du själv har rättigheten att ingå en säkring, en flexibilitet som bör användas då det finns osäkerhet i den underliggande exponeringen. För skuldförvaltare kan det exempelvis uppstå i lägen med kraftiga investeringsplaner, eller eventuella förvärv som kan leda till ökad skuldsättning men där både tidpunkt och faktiskt utfall är osäkert. Med ett arbetssätt som innefattar optioner på detta sätt kan du skräddarsy dina säkringar efter riskbehov.

Navigator

Temaartikel | Markets

Av: Johanna Sanderi, Senior Analyst

Såld optionalitet för att sänka kostnaderna

På räntemarknaden används såväl köpt som såld optionalitet. En vanlig kombination har varit såld optionalitet i kombination med en vanlig räntebindning. Främsta orsaken för att ingå denna typ av kombination är att sänka räntenivån i en räntebindning, samtidigt som bolaget tar på sig en i förväg känd risk att säkringen kan bli förlängd i ett på förhand bestämt antal år till en känd ränta (förlängningsbar swap). Att sälja optionalitet används med andra ord för att sänka kostnaderna i befintliga eller nya räntebindningar. Premien du får bör alltid ses i förhållande till hur risken du tar på dig kan slå på just din verksamhet. Det är alltid en balans mellan risk och kostnad.

Hitta rätt marknadsläge

Vi har hittills fokuserat på syftet med sålda respektive köpta optioner samt hur de kan användas för att styra verksamhetens riskbehov och kostnader. Det som återstår är att reda ut när dessa instrument är fördelaktiga ur ett marknadsperspektiv. Priset för en option justeras med hjälp av en premie. Storleken för premien baseras bland annat på optionens (försäkringens) underliggande löptid samt hur stora förväntningarna är på att innehavaren kommer utnyttja optionen. Dessa förväntningar styrs av volatiliteten för den underliggande tillgången. Enkelt uttryckt är

volatiliteten ett mått som beskriver hur mycket priset varierar. Stora prisrörelser ger hög volatilitet.

Hög volatilitet – läge för såld optionalitet

Priset för att köpa en option, alternativt ersättningen du erhåller för att sälja, ökar då volatiliteten stiger. I ett läge med hög volatilitet är det därmed i marknadsmässiga termer mest fördelaktigt att sälja en option. Den kraftiga rörelserna som eftersköljde räntemarknaderna efter finanskrisen i kombination med låga räntor har gjort att premien, såväl som den i förväg kända räntan, i en förlängningsbar swap eller swaption, varit attraktiv för många skuldförvaltare.

Låg volatilitet – läge för köpt optionalitet

På motsvarande sätt är det i ett marknadsläge med låg volatilitet fördelaktigt att köpa en option. Under 2012 toppade volatiliteten på marknaden, men har därefter haft en tydlig trend nedåt, vilket har resulterat i att det blivit allt mer attraktivt att köpa optionalitet förutsatt att det finns ett underliggande behov. För att avgöra rätt marknadsläge krävs en balans mellan absolutnivå och volatilitet. Om du säljer volatilitet i ett läge där räntorna har stigit skall du också tänka på löptiden i den underliggande positionen. Om du säljer med lång underliggande löptid tar du på dig mer risk än om underliggande löptid hålls kortare. Premien

du erhåller blir förstås inte lika stor, men risken blir också betydligt mindre.

Redovisningsaspekt (K3 och RKR)

En såld option kan inte klassificeras som ett säkringsinstrument och kan därför inte säkringsredovisas enligt K3 eller IFRS. Det finns därmed en risk att marknadsvärdet på dessa instrument slår mot resultat och balansräkning. Under RKR 21 som fastslår reglerna för säkringsredovisning i kommuner och landsting kan en såld option säkringsredovisas givet vissa villkor.

Samma redovisningsaspekt gäller dock inte vid en köpt option. För det första så är det du som innehavare som sitter på rättigheten att utnyttja optionen, vilket gör att det går att klassificera det som ett säkringsinstrument. För det andra så kan en köpt option endast ge en positiv marknadsutveckling.

Optioner ur ditt perspektiv

Vill du ha hjälp med att diskutera er syn på varför ni säkrar idag och därefter definiera vilka typer av instrument som då finns att tillgå vid olika marknadslägen? Kontakta då vårt rådgivningsteam Nordea Risk Advisory för en riskanalys och strategisk genomgång (RiskAdvisory@nordea.com) Valet av instrument bör styras av er syn på risk och hur ni vill kunna styra era kostnader.

Navigator

Räntor | Markets

Så mycket risk, så liten avkastning

Det är fortsatt så att det som definierar den ekonomiska världen är relationen stor skuld och en mindre inkomst. Det betyder att få länder (skuldenheter) är självgående och samtliga utsätts för någon form av mikro management. Nollränta och centralbankskredit är exempel på den vardagsmanipulering som västvärlden gjort sig mer eller mindre beroende av. Detta för att skapa en förmögenhetseffekt hos hushåll och företag vilket i sin tur förväntas leda till ökad konsumtion samt fler investeringar.

Dessa åtgärdsprogram följer av den skörhet som politiker fortsätter att identifiera i den globala ekonomin. Priset som västvärlden sannolikt får betala för den här typen av mikro management är en ohälsosam omfördelning och felallokering av resurser. Tanken från manipulatorerna är att om kostnaden/ersättningen för kapital är noll så kommer kapitalet att jaga riskfyllda tillgångar trots att samma tillgångars ekonomiska värde pressas ner.

Ett exempel på denna "yield squeeze" är företagsobligationsmarknaden där den förväntade avkastningen på en genomsnittlig företagsobligationsfond (investment grade som kreditbetyg), efter avgifter, i runda slängar är 2% (årlig snittavkastning över 5 år är 10,2%).

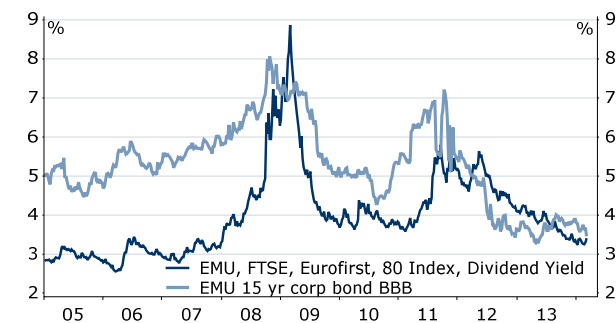
Det är uppenbart att marknadspriser i någon mån närmar sig sin naturliga begränsning där den förväntade avkastningen på risky assets tangerar den riskfria avkastningen. Men 2% i förväntad avkastning i en företagsobligationsfond är ändå 60 punkter högre än t.ex. yelden på en femårig statsoptionsränta. Och 2% avkastning med hög belåning fortsätter att utklassa "cash" som ett investeringsalternativ.

Allokeringen av kapital in i företagsobligationsmarknaden och börsen, har skickat upp prisbilden samt tagit ner den förväntade avkastningen (yelden). För att det här (angenäma) tillståndet ska bestå så krävs det att avståndet mellan cash och riskfyllda tillgångar är intakt.

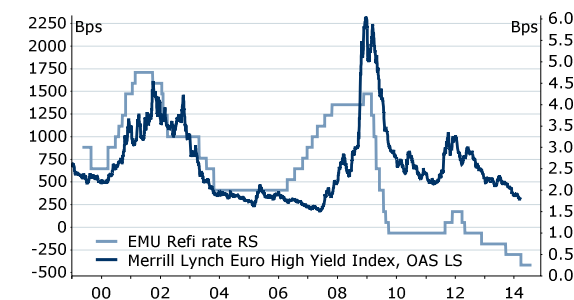
Centralbanker måste således, när tiden är inne, strama åt penningpolitiken med en synnerligen lätt hand för att behålla ovan beskrivna relation. Vi räknar således med en fortsatt stimulerande penningpolitik från globala centralbanker och, när den tiden kommer, en finkalibrering i termer av höjningar.

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

Räkna bort fondavgift på 1% från nedan...



Att äga "high yield" är en ränta ned trade



Navigator

Krediter | Markets

Av: Rickard Hellman, Analyst

Är kreditmarknadens sötebrödsdagar över?

Den minst sagt glödgheta kreditmarknaden har länge varit föremål för diskussion om en bubbla är förestående eller inte. Problemet med prisbubblor är att det först i efterhand, efter en krasch, som det går att fastställa dess sanna karaktär. I alla de fall bubblor brustit har experter i efterhand kunnat peka på tidiga tecken av bubbelprissättning, tecken man avfärdade tidigare.

Dock finns det många fall av "bubbelprissättning" som inte spruckit (inte ännu i alla fall). Flera internationellt kända analytiker har gjort karriärer genom att förutsäga en finansiell katastrof, tyvärr tenderar de ofta att bli domedagsprofeter, där vargen utmålas hos varje lamm som korsar dess väg.

Nordeas vy för den svenska kreditmarknaden är snarlik den allmänna uppfattningen. Fortsatta stora inflöden av fondmedel skall driva ned kreditspreadar under första halvan av 2014. Därefter väntas dock kreditmarknaden vara mindre het och spreadarna skall fortsätta mer eller mindre sidledes. Den analysen bygger på en måttlig emissionsaktivitet under 2014;

- De uppenbara kandidaterna har redan under 2013 lockats till kreditmarknaden.
- Banker börjar återigen bygga upp sin balansräkning och framstår som alternativ.

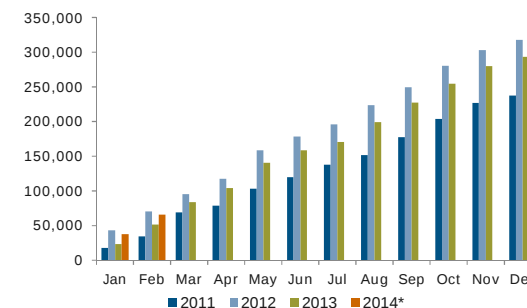
- Företag är stadda vid kassan och försiktiga utsikter sporrar inte en stor förvärvsaktivitet.

En liknande utveckling pekar inte på någon bubbelprissättning utan snarare på ett tekniskt stöd där efterfrågan (inflöden till kreditfonder och andra investerare) överstiger utbudet (bolag som emitterar).

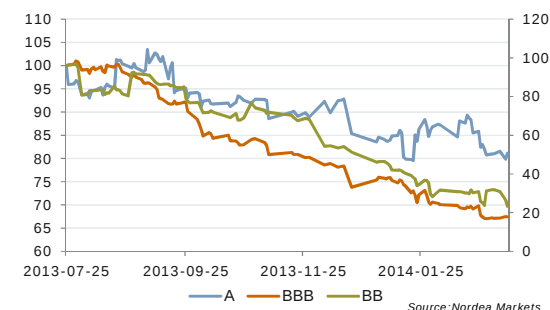
Vi har dock de senaste två veckorna fått en del anledningar till att diskutera vår vy. Först och främst har emissionsutbudet överstigit våra förväntningar. Därutöver får vi känslan av att de senaste två veckornas intensiva emissionsaktivitet var på gränsen av vad marknaden klarade av att ta emot. Det tekniska stödet kanske inte är så starkt som vi trodde? Eller är det bara lite oro från Krim som har smittat av sig?

En svala gör ingen sommar säger den optimistiske kreditanalytikern. *En svala syns heller inte i mars* svarar den mer pessimistiskt lagda. Nordea tror fortfarande på en stark utveckling en tid framöver på den svenska kreditmarknaden, föregående veckors osäkerhet får i det avseendet ses som ett litet hack i kurvan. Dock, så är vi ödmjuka inför de snabba skiftningarna på de finansiella marknaderna och utan ett prognostiserat starkt tekniskt stöd så blir det svårare för en stark utveckling. För att kreditmarknaden skall pysa ut som en översteck sufflé ser vi dock fortfarande som osannolikt utan en extern chock.

Emissionsaktiviteten 2014 betydligt bättre än väntat (SEKm)



Spreadar har slutat att falla. Tillfälligt eller inte? (Index, 2014-07-25=100)



Source: Nordea Markets

Navigator

SEK | Markets

Kronan räds inte Riksbanken...eller?

Det finns en dualism i Europa som de politiska krafterna i framtiden kommer få problem att hantera. Å ena sidan Italien som i vissa avseenden påminner om Sovjet under Brezhnev-tiden. Alla ser att lapptäcket spricker, vattnet läcker in och allt sjunker, att ideologin/politiken har kollapsat och man fortsätter att göra det man alltid gjort men hoppet är borta. Den italienska affärsmodellen är oförmögen att tjäna pengar (real BNP över en 15 – års period är negativ) och reformer lyser med sin frånvaro. Spanien överskuggar Italien i termer av kostnadsanpassning för att flytta fram positionerna i den konkurrensutsatta delen av ekonomin. Krismedvetenheten hos italienska politiker, stabilitet är att föredra framför instabilitet, finns heller inte där. Och skulden...ack denna stora skuld.

Tyskland, å andra sidan, är den ekonomi av euroområdet fyra stora som växer snabbast och som i kraft av att vara ansvarsfull kapitalägare får agera skötare och god man åt stora delar av Sydeuropa. Och ECB i mitten som med sin "one size fits all"-penningpolitik där ambitionen är att fokusera på ett genomsnitt av tillväxt och inflation. Ett genomsnitt som i framtiden med största säkerhet kommer att landa i en styrränta som är för hög för Italien och för låg för Tyskland. Nog om det men slutsatsen av ovan raljanta betraktelse är ändå att riskpremien i EURSEK på sikt,

enligt min mening, fortsätter att vara tiltad i riktning Europa, trots återhämtning och ett mer positivt sentiment.

Kronans blodflöde stoppades, efter låg svensk KPI i februari, av Volkswagens bud på Scania. EURSEK nådde 9,0106 den 21/2. Scaniaaffären kan, givet att den genomförs, resultera i en häftig volym av EURSEK - försäljning och ett flöde som borde ge stöd åt kronan. Scanias aktiekurs ger i dagsläget en antydning om en stor sannolikhet för att aktieägarna accepterar budet.

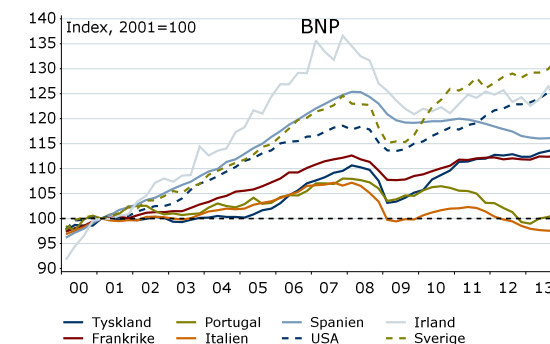
Men det möts av aktieutdelningar som inleds i början av april (SEK negativt) och som pågår ända in i maj.

28/2 skiftade marknadens perception på kronan ytterligare i samband med stark svensk BNP för Q4-13. Vi konstaterar att penningpolitikens påverkan på växelkursen är något svagare i dagsläget än tidigare.

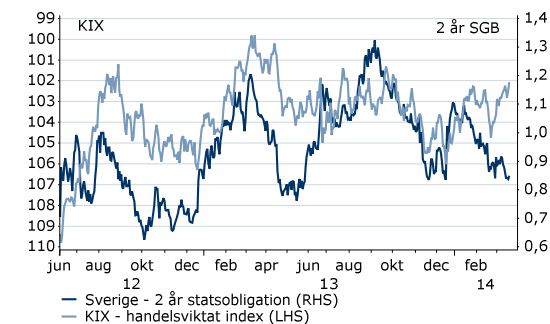
Men starkare tillväxt kan bli sekundärt den lägre inflationstakten och sannolikheten för en duvaktig Riksbank vid mötet den 9/4 går inte att bortse ifrån. I dagsläget prognostiserar marknaden en 20% sannolikhet för en 25 punkters sänkning. Nordeas prognos är förvisso en oförändrad reporänta men vi gör bedömningen att räntebanan sannolikt justeras ned vilket riskerar att försvaga kronan. Vår bedömning är att EURSEK handlar högre än 8,85 efter Riksbankens möte den nionde april.

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

Italiensk BNP saknar motstycke



Kronan och räntor rör sig åt olika håll



Source: Reuters EcoWin

Navigator

USD | Markets

Av: Alexander Wojt, Analyst, +46 8 614 7308

Fed överraskar och reviderar upp räntebanan

Den stora överraskningen under mars månad var de positiva signalerna som Fed skickade i samband med förra veckans centralbanksmöte. Visserligen reviderade man ner tillväxtestimaten något men räntebanan skruvades överraskande upp. För slutet av 2015 och för 2016 höjdes räntebanan med 25 respektive 50 punkter. Dollarn stärktes, amerikanska räntor klättrade högre och börsen tappade något. Men Yellen adderade bränste till elden genom att förklara att hon trodde att en första räntehöjning skulle kunna komma sex månader efter att man avslutat uppköpsprogrammet (QE3). Dessutom tog man, likt BoE, bort arbetslöshetsmålet som en del av sin forward guidance. Det beskedet var i sig inte oväntat då arbetslösheten kommit ner kraftigt under det senaste året.

För USDSEK finns det två tydliga risker som skulle kunna få valutaparet att röra sig mot högre nivåer.

- En ökad oro i Ryssland/Krim skulle kunna leda till flöden in i dollarn, dvs. en klassisk rörelse som drivs av rädsla.
- Den andra risken vi ser är att Riksbanken reviderar ner sin inflationsprognos, och därmed blir tvungen att flytta ner räntebanan något. Elpriser har fortsatt ner och ett mått som kallas enhetsarbetskraftskostnad har fallit.

Det sistnämnda brukar definieras som löneökningar dividerat med produktivitetsökningen. Om lönerna ökar i långsammare takt än produktiviteten har arbetarna blivit mer effektiva men inte kompenserats i samma grad av högre löner. Det är på lite längre sikt något som brukar tala för en lägre inflation.

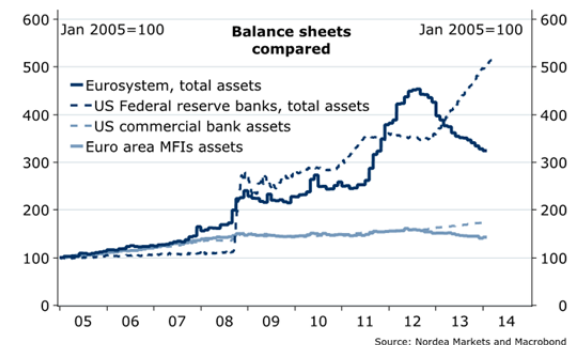
Lyfter vi blicken och tittar på USD-rörelsen de senaste månaderna har den överraskat både oss och övriga analytikerkollektivet. Under en längre tid har konsensusprognosen på 12m för EURUSD legat en bra bit under spotkursen. Det är ovanligt att en sådan divergens håller i sig så länge som den gjort, ofta brukar analytiker omrevidera sin vy när marknaden går åt andra hållet. Det är sannolikt ett tecken på att man fortsatt tror på att amerikansk ekonomi ska prestera bättre än europeisk, och att Fed i förlängningen kommer att höja räntan innan ECB. Det är också en vy vi håller med om.

Nyckeln bakom dollarförsvagningen kan delvis ligga i att Fed, även om man successivt minskar uppköpstakten (tapering), fortsätter att köpa obligationer på den inhemska marknaden och därmed skjuter ut mer pengar i systemet vilket urvattnar värdet av valutan. Trots att amerikansk ekonomi går betydligt bättre än europeisk så sker en relativ balansräkningsexpansion, där Fed ökar sin balansräkning medan ECB minskar sin.

Konsensus för starkare dollar biter sig fast



Fed gasar, ECB bromsar. Kontraintuitivt men sant!



Navigator

GBP | Markets

Av: Alexander Wojt, Analyst, +46 8 614 7308

Carney stuvor om i BoE

Storbritannien har under det senaste året brutit sig loss från den bleka ekonomiska utveckling som under lång tid präglats närbelägna länder. Enligt en nyligen framtagna undersökning från Reuters är Storbritannien det land som väntas växa snabbast under 2014 bland G7 länderna. Det är ett rimligt scenario om man extrapolerar den senaste tidens tillväxttrend. Arbetsmarknaden har varit stark, sentimentsindikatorer från både företags- och konsumentsektorn fortsätter mot högre nivåer och kreditillväxten ser inte lika blek ut längre.

Den starka utvecklingen har gjort tydliga avtryck i valutavärlden. GBPSEK har visserligen fallit något från årshögsta nivån kring 10.90 men förra årets dipp under 9.50 känns i dagläget avlägsen. Ett annat tydligt tecken på de makroekonomiska framstegen är skiftet från kvantitativ till kvalitativ forward guidance som vi nämnde i förra månadens Navigator. Bank of England övergav i februari sitt 7% mål för arbetslösheten. Så länge denna var över den nivån skulle man inte höja styrräntan. Men då arbetsmarknaden utvecklats betydligt bättre än vad man trott fyller detta ingen större funktion, och den nivå som sattes för lite mer än ett halvår sedan har redan skrotats. Situationen är inte alltför olik den i USA, där man nu också har lagt det kvantitativa forward guidance målet relaterat till arbetslösheten på hyllan.

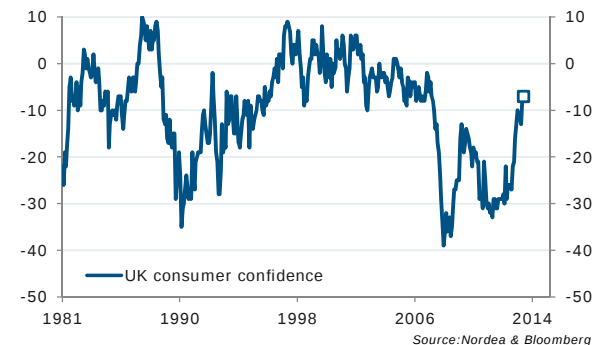
Medan återhämtningen går åt rätt håll har chefen för centralbanken, Mark Carney, passat på att stuva om i bankens ledning. Kommittén som är röstberättigad får ett par nya medlemmar medan andra faller ur eller byter ansvarsområden. På det hela taget skulle den nya konstellationen kunna leda till en något större osäkerhet inför kommande centralbanksmöten. Denna manöver är en del av en strategisk plan som lanserades förra veckan för att skapa en effektivare bank, och är den största omorganisationen sedan man blev oberoende 1998.

En annan het fråga fortsätter att vara husprisutvecklingen, framförallt i storstäderna. I februari steg huspriser med 2.4% jämfört med januari och med 7.9% jämfört med samma månad föregående år. Det är den snabbaste ökningstakten sedan oktober 2007. I London var prisökningen 12.3% under det senaste året. Så sent som i förra veckan kommenterade Carney den oroväckande snabba uppgången och tryckte på att det framförallt är genom nya regleringar och inte räntehöjningar som bostadsrisker och stigande hushållsskulder ska hanteras. På en månads sikt lyfter vi fram risken för en högre GBPSEK som ett resultat av Riksbankens aprilmöte. Blickar vi framåt tror vi på en försvagning av pundet mot kronan ner mot 10.50 på tre månaders sikt för att sedan vända upp mot 10.90 i slutet på året.

Arbetsmarknaden har slagit förväntningar, med råge!



Konsumentförtroendet fortsätter förbättras



Navigator

NOK | Markets

Svagare BNP ska ge svagare NOK

I början av februari handlade NOKSEK under 1,04 och ivriga påhejare, däribland Nordea, diskuterade möjligheten att kursen skulle nå 1 mot 1 i framtiden. Därefter har dock trenden reverserats och kursen har etablerat sig på behörigt avstånd från paritet. Det finns flera skäl till det skiftet: Den norska kronan råkade i februari ut för "guilty by association" i ett läge då EM - valutor såldes av på bred front. Som en representant för "lägre oljeinvesteringar under 2014 och 2015" så jämfördes Norge, av marknaden, med oljeländer som Ryssland och Brasilien.

Andra faktorer som varit avgörande för trendvändningen är en stabilisering av fastighetspriser samt starkare inhemsk data. Därtill har Nordeas ekonomer i Norge bytt fot angående Norges Bank och tidigare prognos om två sänkningar under 2014. Nu ser vi en oförändrad styrränta under hela det här året.

Samtidigt har låg svensk inflation utmanat Riksbanken och marknadens syn på penningpolitiken framöver. Nordea har t.ex. ändrat sin reporänteprognos; från två höjningar under 2014 till en höjning i december. Ovan ändringar är skäl nog för att NOKSEK paritet sannolikt inte ska inträffa i närtid. Men samtidigt är det så att Nordea Norge har en prognos på norsk ekonomi som är sämre än t.ex. Norges Bank och det i ett läge där svensk ekonomi utvecklas till det bättre.

Och som vi frekvent nämner så tolkar vi den svenska kronans framtid som konjunktorens följeslagare. Slår vi ihop våra respektive prognoser på NOK och SEK så blir det ändå sammantaget en bedömning som landar i en lägre kurs i NOKSEK jämfört med dagens nivå.

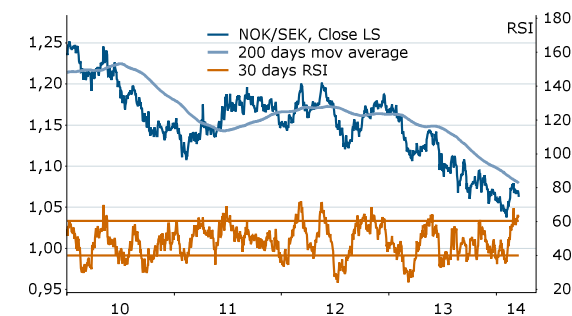
Norges Bank har möte den 27:e mars och då presenteras en ny räntebana. Utvecklingen sedan förra mötet för viktiga variabler som påverkar penningpolitiken gör gällande att plus och minus i den norska ekonomin mer eller mindre tar ut varandra. Fjärde kvartalets BNP var dock starkare än Norges Banks prognos men det ska vägas mot utsikterna framåt där ledande indikatorer signalerar en sämre privat konsumtion samt ett lägre resursutnyttjande i industrin.

Huspriser har rört sig sidledes de tre senaste månaderna och vi anser att det bara är en tidsfråga innan prisbilden återigen börjar röra sig ned.

Både räntor, inflation och NOK är i linje med Norges Banks prognos från december. Det betyder att en höjningscykel, enligt Norges Bank, inleds i mitten av 2015. Vår bedömning är dock att norsk ekonomi kommer visa sig vara svagare än centralbankens prognos och vi ser en oförändrad styrränta under hela 2015. Det som talar för en starkare NOK är möjligheten att Riksbanken justerar räntebanan den 9 april.

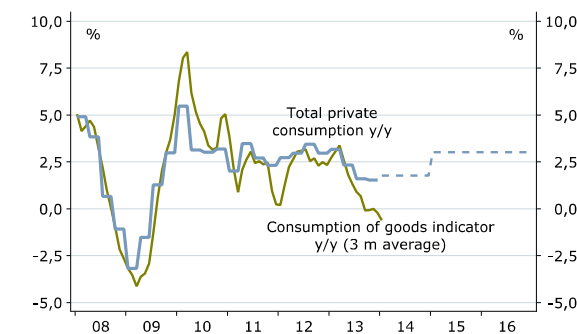
Av: Henrik Unell, Chief Analyst, +46 8 534 910 97

Tekniska förutsättningar finns för lägre NOKSEK



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Svagare detaljhandelsdata borde leda till tydligt svagare konsumtion



Kilde: Nordea Markets and Macrobond

Navigator

JPY | Markets

Av: Kristofer Eriksson, Analyst, +46 8 614 7308

付加価値税 = (moms)

Bank of Japan (BoJ) höll sin penningpolitik oförändrad vid sitt möte i mars. BoJ fortsätter stödköpa obligationer i en takt som resulterar i att den monetära basen ökar med omkring 60-70 triljoner yen på årsbasis. På agendan för april väntar en höjning av varu- och tjänstemomsen från 5 till 8 procent, en åtgärd som vi tror kommer att leda till en lägre tillväxt under andra kvartalet. Delar av valutamarknaden (de som legat korta JPY) hade hoppats på ytterligare monetära stimulanser vid BoJ:s marsmöte för att kompensera för den tillväxt- / konsumtionsnegativa skatthöjningen. Den kommande momshöjningen är dock nödvändig för att hantera den växande statsskulden och framtida välfärdskostnader. Om effekten av momshöjningen blir alltför stor så räknar vi med ytterligare stimulanser från BOJ, allt för att försvaga yenen och därmed mildra de realekonomiska effekterna.

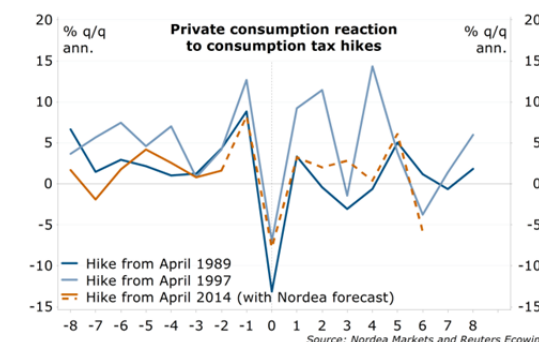
Det som nu sker är dock att konsumtionen hos hushållen ökar före skatthöjningen och det borde ge en starkare BNP det första kvartalet medan utsikterna ser betydligt sämre ut det andra kvartalet. Därtill noterar vi att hushållens reala köpkraft försämras av stigande inflation, något vi på sikt anser ha en större avgörande betydelse för BNP än moms- justeringen. På ritbordet förväntar sig den japanska regeringen att fler företag följer Toyota, Honda och Shibas exempel och höjer grundlöner.

Högre löner är en central del i Abenomics och stora företag som har dragit nytta av regeringens politik och yensens devalvering förväntas betala tillbaka i form av lönelöft. Men det stora flertalet av små och medelstora japanska företag, som inte exporterar varor och tjänster, har inte haft någon fördel av den svagare yenen. Tvärtom upplever de kostnadsökningar p.g.a. den svagare valutan som i sin tur har givit högre importerade elpriser.

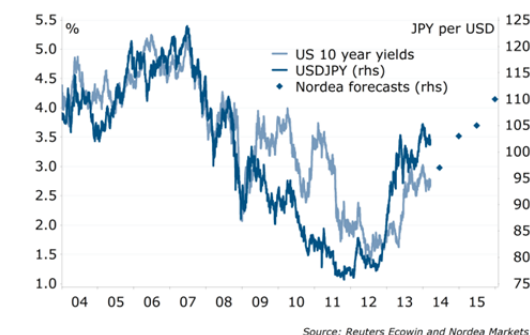
Samtliga av landets 48 kommersiella kärnkraftsreaktorer har sedan september 2013 varit nedstängda p.g.a. jordbävningen, alternativt underhåll och säkerhetsutredningar. Importen av fossilt bränsle har således ökat kraftigt. Nu påskyndar myndigheter utredningsprocessen kring kärnkraftverkens säkerhet och framtid, något som kan leda till att de tidigare än förväntat kommer i bruk.

Den japanska börsen har inlett året svagt och är ner 11% sen årsskiftet. Blankare vädrar morgonluft inför den kommande momshöjningen vilket pressar kurserna. Introduktionen av Japan Display Inc. gick i botten och kvalade in sig som den sämsta debuten sedan 2000. Kombinationen av svagare makroutsikter och en avsaknad av ytterligare stimulanser från BoJ ger en starkare JPY på kort sikt. Men den inslagna vägen med stimulanser kan bara leda framåt och i något läge växlar BoJ upp takten vilket med största sannolikhet leder till ett nivåskift och en svagare yen.

Tidigare momshöjningar har kollapsat konsumtion



Vår JPY prognos följer 10 år USA ränta upp



Navigator

CHF | Markets

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

CHF styrka tyder på falsk säkerhet

Den senaste månaden har handelsviktad CHF stärkts till en nivå som vi inte sett sedan införandet av 1,20 golvet mot EUR (i september 2011). Vi ställer oss frågan varför?

Vi är på det klara med att världsekonomin i allmänhet och Europa i synnerhet är långt ifrån en molnfri himmel men solstrålarna går att skönja från marken.

Europa växer igen och förväntas nå en tillväxttakt på 1% i år och 1.5% nästa år. Obligationsmarknaden i Sydeuropa ångar på och kommunicerar faran över. I juli 2012 var räntan på en spansk 5-årig statsobligation 7,80% och i Sverige var den 0,90%. Idag är motsvarande relation 1,96% respektive 1,40%. Således köper marknaden inte franc på grund av en allmän riskaversion alternativt en ansträngd makroekonomisk situation.

När krisen under 2011 spelade ut som värst så var volatiliteten/VIX (orosmått) tydligt högre än dagens nivå, Krimkris till trots. Det betyder att marknaden tror på en geopolitisk lösning, inte det motsatta.

Men även om situationen i Ukraina inte gör några avtryck i stresskänsliga marknadspriser så som börs och kredit-spreadar så är vår slutsats att francen är den hedge som investerare väljer som en försäkring om det brakar. Och det finns fler potentiella oroshärdar förutom Ukraina.

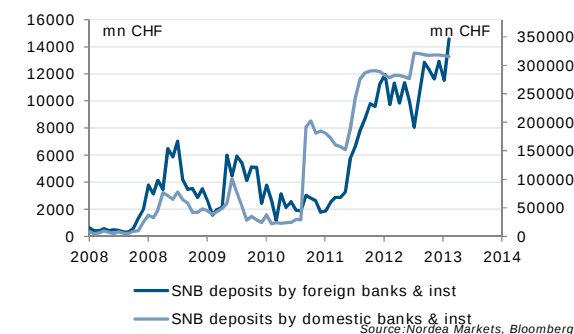
- Avmattningen i Kina är en.
- Men också svagare amerikansk data, som förklaras av den kalla vintern.
- Fortsatt EM (emerging markets) stress på grund av Fed's reducering av obligationsköp etc.

Vi noterar att Schweiziska bankers innehav av depositinlånning ökade under inledningen av året och utflödet av franc, trots nollränta, förblir lågt.

Av ovan följer att starkare makrodata i USA samt en lägre geopolitisk stressnivå ger en starkare krona mot francen. En sådan utveckling faller inom ramen för Nordeas bedömning.

Optionsmarknaden prisar i dagsläget in en ökad sannolikhet för att EURCHF golvet på 1,20 inte ska hålla. Det kanske återigen är dags för SNB (centralbanken) att ladda patronbältena fulla för att mota en presumtiv offensiv från desperata francköpare. Det är dock inte vår prognos i dagsläget utan vi ser dagens kurs som ett tillfälle att sälja t.ex CHFSEK.

Utländska innehav av CHF deposits i SNB



Dyrare försäkra att EURCHF 1,20 inte håller



Navigator

Strategi | Markets

Av: Lovisa Alvek, Senior Sales Manager

Öka möjligheten i era säkringar

Allt fler kunder väljer idag att titta på säkringar där möjlighet ges att **ta del av en gynnsam valutautveckling** men som samtidigt ger ett **100%-igt skydd** mot en ogynnsam valutarörelse. Samtidigt som flexibiliteten är åtråvärd står även möjligheten att **förtidsdisponera sin garanterade köp/säljkurs** i e-Markets högt på önskelistan för många kunder. I nedan säkringsförslag får Ni som företag:

1. En garanterad köp/säljkurs som ni i sin tur kan förtidsdisponera mot i e-Markets och/eller över telefon
2. Möjlighet att ta del av en viss gynnsam valutautveckling

Nedan säkringsförslag är en noll-kostnadslösning, precis som en fast termin, fast där den garanterade köp/säljkursen ligger något högre/lägre vilket finansierar möjligheten att ta del av en gynnsam valutautveckling.

Nedan strategier har förfall om 6 månader. Notera att volym, löptid och nivåer självklart kan anpassas efter era specifika önskemål. Indikativ spot ref: 8,85 (EURSEK) resp. 6,35 (USDSEK).

IMPORTÖR

USDSEK: Fast termin 6,45 med möjlighet ner till 6,15

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger över 6.45 köps 1mio USD till 6.45

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger mellan 6.45 och 6.15 kompenseras bolaget med skillnaden mellan 6.45 och rådande marknadskurs =1mio USD köps till marknadskurs

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger under 6.15 försvinner bolagets möjlighet och 1mio USD köps till 6.45

EURSEK: Fast termin 8,98 med möjlighet ner till 8,65

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger över 8.98 köps 1mio EUR till 8.98

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger mellan 8.98 och 8.65 kompenseras bolaget med skillnaden mellan 8.98 och rådande marknadskurs =1mio EUR köps till marknadskurs

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger under 8.65 försvinner bolagets möjlighet och 1mio EUR köps till 8.98

EXPORTÖR

USDSEK: Fast termin 6,30 med möjlighet upp till 6,60

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger under 6.30 säljs 1mio USD till 6.30

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger mellan 6.30 och 6.60 kompenseras bolaget med skillnaden mellan 6.30 och rådande marknadskurs =1mio USD säljs till marknadskurs

Om USDSEK på avläsningsdagen ligger över 6.60 försvinner bolagets möjlighet och 1mio USD säljs till 6.30

EURSEK: Fast termin 8,75 med möjlighet upp till 9,15

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger under 8.75 säljs 1mio EUR till 8.75

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger mellan 8.75 och 9.15 kompenseras bolaget med skillnaden mellan 8.75 och rådande marknadskurs =1mio EUR säljs till marknadskurs

Om EURSEK på avläsningsdagen ligger över 9.15 försvinner bolagets möjlighet och 1mio EUR säljs till 8.75

Navigator

Prognoser | Markets

FX forecasts

	21-mar	3M	31dec14	30jun15	31dec15
EURSEK	8,84	8,70	8,50	8,40	8,40
USDSEK	6,42	6,30	6,54	6,56	6,72
GBPSEK	10,58	10,48	10,90	10,77	10,77
NOKSEK	1,06	1,04	1,02	1,02	1,04
JPYSEK	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
CHFSEK	7,26	6,96	6,54	6,36	6,22
DKKSEK	1,18	1,17	1,14	1,13	1,13
PLNSEK	2,11	2,12	2,10	2,10	2,13
CZKSEK	0,32	0,32	0,31	0,31	0,32
HUFSEK	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Swedish interest rates and spreads

	21-mar	3M	31dec14	30jun15	31dec15
Repo rate	0,75	0,75	1,00	1,50	1,50
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
Spreads					
10Y-2Y SE	1,44	1,35	1,50	1,35	0,70
10Y-5Y SE	0,69	0,65	0,65	0,50	0,25
SE-GE 10Y	0,69	0,85	0,85	0,95	1,10
US-GE 10Y	0,99	1,05	1,05	1,35	1,45
US-GE 2Y	0,03	0,15	0,50	0,95	0,95
10Y-2Y US	2,31	2,45	2,15	2,00	1,70

FX forecasts

	21-mar	3M	31dec14	30jun15	31dec15
EURUSD	1,38	1,38	1,30	1,28	1,25
EURJPY	140,64	133,86	133,90	134,40	137,50
USDJPY	102,12	97,00	103,00	105,00	110,00
EURGBP	0,84	0,83	0,78	0,78	0,78
GBPUSD	1,65	1,66	1,67	1,64	1,60
EURCHF	1,22	1,25	1,30	1,32	1,35
EURNOK	8,37	8,40	8,35	8,25	8,10
EURPLN	4,20	4,10	4,05	4,00	3,95
EURCZK	27,47	27,00	27,00	27,00	26,00
EURHUF	312,26	310,00	310,00	305,00	300,00

International interest rates

	21-mar	3M	31dec14	30jun15	31dec15
Euro zone					
Leading rate	0,25	0,25	0,25	0,25	0,75
2Y swap	0,52	0,45	0,85	1,10	1,70
10Y swap	1,88	2,00	2,45	2,70	2,90
US					
Leading rate	0,25	0,25	0,25	0,75	1,25
2Y swap	0,55	0,60	1,35	2,05	2,65
10Y swap	2,87	3,05	3,50	4,05	4,35
UK					
Leading rate	0,50	0,50	0,50	0,75	1,25
10Y swap	2,84	2,90	3,40	3,70	4,05
Norway					
Leading rate	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10Y swap	3,21	3,39	3,75	3,74	3,77

Navigator

Kontakt | Markets

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. 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

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.