

torsdag den 13 januari 2022

## SEB:s strategier: Så blir 2022

Som vanligt vid inledningen av ett år ägnas veckans Ögat åt reflektioner kring året som gick och en framåtblick på året som kommer. På sidan 3–5 redogör SEB:s strategier för sin syn på olika tillgångsslag. En gemensam nämnare är den förändrade spelplanen för centralbanker efter fjolårets inflationsuppgång. En risk är att kortsiktiga inflationsdrivkrafter blir mer bestående och tvingar fram en mer kraftfull respons från centralbanker, största överraskningen skulle vara om den superlätta penningpolitiken av något skäl skulle fortsätta ytterligare ett år.

På räntesidan är rekommendationen att vara redo för högre räntor men att inte extrapolera snabba rörelser. Långa räntor kommer inte att stiga lika mycket som den senaste uppåtrörelsen kan antyda. Uppsidan i europeiska och svenska räntor är måttlig från nuvarande nivåer. Skuldförvaltare rekommenderas att hedga SEK-exponering på 5–10 år. På valutamarknaden bör stigande korträntor ge stöd för valutorna i bland annat USA, Storbritannien och Norge men mycket bör redan vara diskonterat. EUR/USD väntas fortsätta att falla i början av 2022 men dollarn toppar ur i mitten av året när andra centralbanker närmar sig höjningar. Råvarupriserna fortsätter upp i början av året, snittet för 2022 väntas hamna under dagens nivåer (men över 2021). Oljan toppar under "körsåsongen" kvartal två och kan tidvis nå nivåer kring 90 USD/fat. Stigande CO2-pris kommer att hjälpa till att accelerera omställningen till förnyelsebar energi och "solar boom" blir antagligen ett hett tema. Återöppnande när pandemi blir endemi och en endast långsam centralbanksnormalisering ger stöd för fortsatt stigande börser. Högre realräntor gör dock att positiva effekter av växande vinster möter motstånd från fallande värdering. Inte minst gäller detta Stockholmsbörsen. Cykliskt och lågvärderade "value"-bolag tar över från högvärderade sektorer.

## Inflationen avgör 2022

Hög inflation, lugnare tillväxt och annalkande räntehöjningar i bland annat USA bäddar för ett utmanande 2022. Sveriges ekonomi och statsfinanser har visat motståndskraft under pandemin och valåret 2022 väntas inte ändra på den saken, vilket talar för sedvanligt måttliga marknadskonsekvenser. Hög inflation stressar inte Riksbanken; vi tror att höjningarna dröjer längre än vad marknaden prissätter. Sid 6

## FI Derivate Sales: Ränteuppgång stödjer förlängningsintressen

Hög inflation och förväntan om att centralbankerna börjar dra tillbaka sina QE-stimulanser har satt stark press upp obligationsräntor i början av året. Ökad spread mellan korta och långa swapräntor under inledningen av 2022 har varit fördelaktig för de kunder som valde att förlänga sina swappar under förra året. Men kurvan är fortfarande relativt platt vilket medför att intresset för att gå längre ut på räntekurvan kvarstår. Sid 9

**Finansiella prognoser** sid 2



**Elisabet Kopelman**  
Makroekonom  
08-506 230 91  
elisabet.kopelman@seb.se  
Twitter: @EKopelman

Ögat kan förutom research även innehålla information från SEB FICC Sales, vilket i så fall anges.

Kontakta Ögat på:  
ogat@seb.se

**Vår syn på kort sikt**  
(slut kvartal 1)

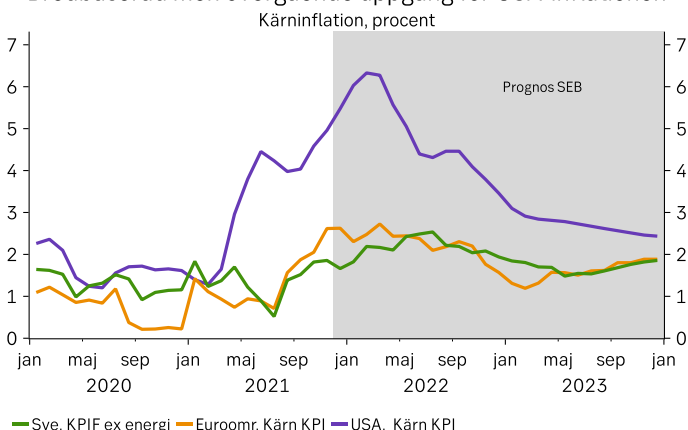
Reporänta: ➡ (0.00%)

2-årsränta: ➡ (-0,15%)

EUR/SEK: ➡ (10.30)

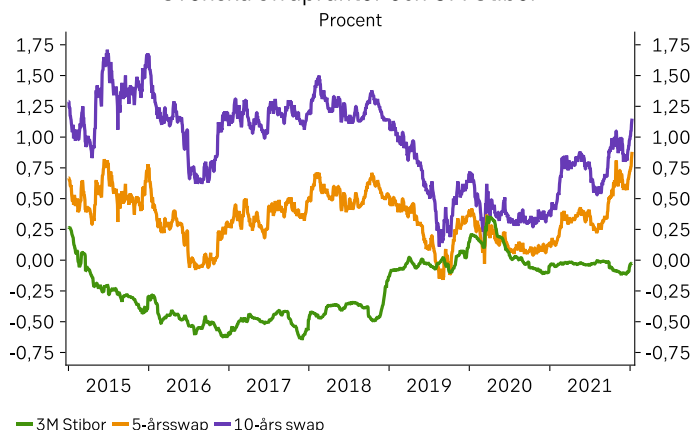
USD/SEK: ➡ (9,20)

Bredbaserad men övergående uppgång för USA-inflationen



Källa: Macrobond, SEB

Svenska swapräntor och 3M Stibor



Källa: Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB), Swedish Financial Benchmark Facility, Macrobond, SEB

## Valutaprognoser\*

| Riktning kv. 1 | 13-jan | Q1 22 | Q2 22 | Q3 22 | Q4 22 |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| EUR/SEK ↗      | 10,29  | 10,30 | 10,25 | 10,15 | 10,05 |
| USD/SEK ↗      | 9,08   | 9,20  | 9,32  | 9,40  | 9,22  |
| GBP/SEK ↗      | 12,35  | 12,41 | 12,50 | 12,38 | 12,41 |
| NOK/SEK ➡      | 1,03   | 1,03  | 1,04  | 1,03  | 1,02  |
| JPY/SEK ↗      | 7,85   | 8,07  | 8,17  | 8,17  | 8,02  |
| CAD/SEK ↗      | 7,19   | 7,42  | 7,58  | 7,70  | 7,62  |
| AUD/SEK ↗      | 6,53   | 6,58  | 6,71  | 6,81  | 6,73  |
| CHF/SEK ↘      | 9,87   | 9,72  | 9,58  | 9,40  | 9,22  |
| PLN/SEK ↗      | 2,27   | 2,30  | 2,30  | 2,31  | 2,31  |
| CNY/SEK ↗      | 1,42   | 1,44  | 1,46  | 1,48  | 1,46  |
| DKK/SEK ↗      | 1,37   | 1,38  | 1,38  | 1,36  | 1,35  |
| EUR/USD ↘      | 1,13   | 1,12  | 1,10  | 1,08  | 1,09  |

## Centralbanker

|             | USA    | EMU    | UK     | Sverige |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| Nästa möte  | 26 jan | 3 feb  | 3 feb  | 10 feb  |
| Räntebesked | Oför.  | Oför.  | +25pkt | Oför.   |
| Ränta, %    | 0-0.25 | -0,5** | 0,50   | 0,0     |

## Ränteprognoser, %\*\*

|                    | 13-jan | Q1 22 | Q2 22 | Q3 22 | Q4 22 |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Styrränta*</b>  |        |       |       |       |       |
| USA                | 0,25   | 0,50  | 0,75  | 1,00  | 1,00  |
| EMU (depositränta) | -0,50  | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
| Sverige            | 0,00   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Norge              | 0,50   | 0,75  | 1,00  | 1,25  | 1,50  |
| Storbritannien     | 0,25   | 0,50  | 0,75  | 1,00  | 1,00  |

## Statsobligationer\*\*\*

|              |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2 år Sverige | -0,12 | -0,15 | -0,15 | -0,13 | -0,13 |
| 5 år         | 0,23  | 0,18  | 0,20  | 0,24  | 0,26  |
| 10 år        | 0,42  | 0,35  | 0,35  | 0,40  | 0,45  |

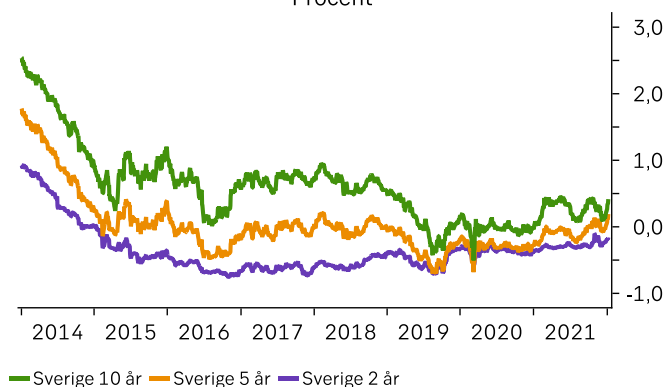
## Utländska obligationsräntor\*\*\*

|                |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2 år Tyskland  | -0,59 | -0,60 | -0,55 | -0,55 | -0,55 |
| 2 år USA       | 0,91  | 1,03  | 1,23  | 1,38  | 1,48  |
| 10 år Tyskland | -0,06 | -0,15 | -0,10 | -0,05 | 0,00  |
| 10 år USA      | 1,74  | 1,70  | 1,80  | 1,90  | 2,00  |

\*\* \* I dag, resp vid kvartalsslut, \*\* inlåningsränta, \*\*\* konstant löptid, ej faktiska obligationer

## Svenska obligationsräntor

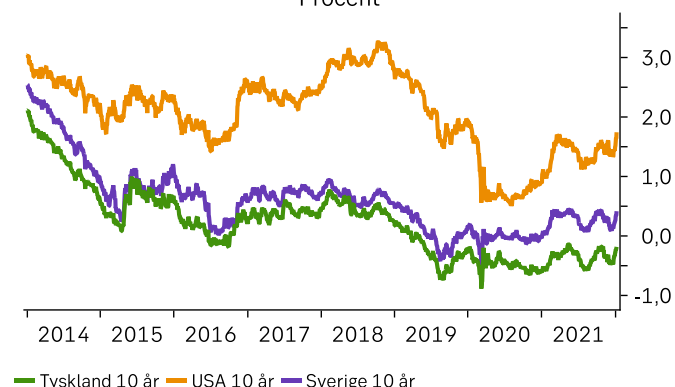
Procent



Källa: Macrobond, SEB

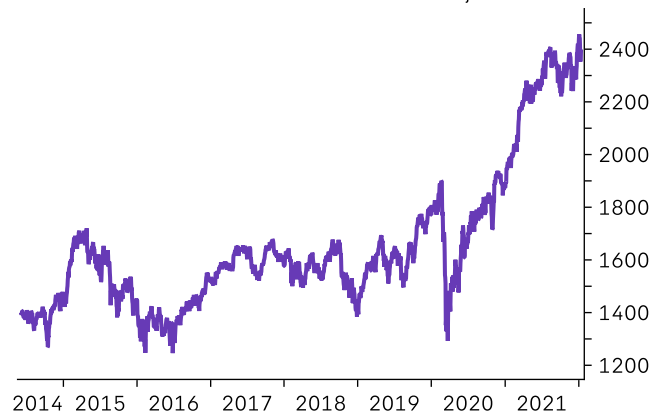
## 10-åriga obligationsräntor

Procent



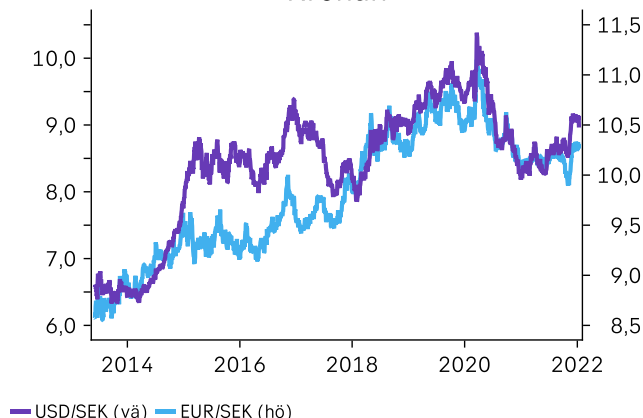
Källa: Macrobond, SEB

## Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

## Kronan



Källa: ECB (European Central Bank), Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

# SEB:s analytiker: Så blir 2022!

Som vanligt i inledningen av ett år har Ögat bett SEB:s strateger att ge sina bästa råd inför det nya året för olika tillgångsklasser och sammanfatta de viktigaste lärdomarna från i fjol.

## Extrapolera inte den senaste uppgången!



**Jussi Hiljanen**  
**Chefstrateg**  
**EUR & USD-räntor**

### Vad är din bästa rekommendation för ränteförvaltare och skuldhanterare inför 2022?

Var beredd på högre räntor men extrapolera inte snabba rörelser i långa räntor! Osäkerhet kring den höga inflationens varaktighet och motvindar från pandemin, inklusive flaskhalsar på utbudssidan, kommer att vara kvar i fokus en bra bit in i 2022 och bidra till volatila räntemarknader. Jag förväntar mig en stigande underliggande trend i USA, euroområdet och Sverige men också att räntorna stiger betydligt mindre än vad den senaste tidens snabba uppgång kan tyda på. Jag tror att 10-årsräntan i USA tillfälligt kan bryta över 2-procentsnivån, men att den troligen handlar på eller bara något över 2 procent i slutet av året. I euroområdet, som är viktigare för svenska långfristiga räntor, kommer balansen mellan ECB:s obligationsköp och nettoemissioner av statsobligationer att bli mindre gynnsam i år. ECB:s nya policy om att återinvestera förfallande obligationer på ett flexibelt sätt tyder på att ECB inte är särskilt oroad över stigande tyska räntor. Jag tror att tyska 10-årsräntor kommer att handla nära noll i slutet av året, vilket innebär att även uppsidan för svenska långfristiga räntor är ganska måttlig från nuvarande nivåer. Med tanke på de kraftiga ökningarna som prisas in i den korta änden av swapkurvan skulle jag rekommendera att hedga exponering i SEK-räntor i 5-10-års-tenorer snarare än 2-3 år. Jag skulle också undvika att hedga fullt ut på rådande nivåer eftersom jag ser det som troligt att långa räntor tillfälligt korrigerar lägre under kommande månader, vilket skulle öppna för att betala fixed i swappen på något lägre nivåer än idag.

### Vad var största överraskningen i fjol?

Hur omfattande ökningen i inflationen blev, vilket ledde till en enorm uppgång i förväntningarna på Feds räntehöjningar, lyfte kortändan i USA och orsakade en betydande flackning av räntekurvan. Skiftet i förväntningarna på Fed smittade av sig på kortändan i EUR- och SEK-räntekurvorna också, där marknaden nu prissätter en första höjning redan i år. Medan korta räntor generellt stigit mycket mer än vad vi förväntade oss för ett år sedan har långa räntor bjudat på mindre överraskningar och stigit mer i linje med våra förväntningar.

### Vad skulle vara den största överraskningen i år?

Den största överraskningen vore något vi inte ens kan föreställa oss idag! Men givet mer tänkbara scenarier skulle jag bli överraskad att se en omfattande, säg 75-100 punkters, uppgång i långa USA-räntor under 2022 och mer än 50 punkters uppgång i långa euro- och SEK-räntor. En sådan uppgång kan ske om inflationstrycket fortsätter att stiga utan att centralbankerna reagerar med att strama åt snabbare. Jag väntar mig att centralbankerna, om nödvändigt, stramar åt mer än i mitt huvudscenario, vilket innebär att jag ser det som osannolikt att långa räntor drar iväg drivet av kraftigt stigande inflationsförväntningar.

## Dollarn toppar i mitten av året



**Carl Hammer**  
**Valutastrateg och chef Macro**  
**& FICC Research**

### Vilka valutor går bäst i år?

Utgångsläget för valutamarknaden är att de flesta större utvecklade ekonomier har styrräntor på eller nära noll procent när vi går in i det nya året. Att ränteskillnaderna är obefintliga bör ha påverkat många aktörers vilja att valutasäkra framtida intäkter och innebär att de flesta företag och institutioner har en historiskt hög grad av valuta-exponering. När väl räntor stiger i några länder, bland annat USA, Storbritannien och Norge, bör även valutorna få visst stöd. Samtidigt visar våra modeller att valutor inte framförallt drivs av faktiska ränteskillnader utan främst av förväntad utveckling och räntemarknaden har redan diskonterat 3,5 till 4 höjningar av Fed under kommande tolv månader. Detta gör att de amerikanska räntehöjningarna inte får samma starka effekt som de flesta kanske skulle tro. Vi räknar dock med att EUR/USD fortsätter att falla under inledningen av 2022 men att dollarn toppar ur redan i mitten av året när höjningscykeln är diskonterad och andra centralbanker successivt närmar sig egna räntehöjningar.

### Vad var största överraskningen i fjol?

Att dollarn så tydligt och så snabbt reverserade den depreciering som Feds räntesänkningar utlöste 2020 när pandemin drabbade världsekonomin var den största överraskningen och egentligen startade detta direkt när Joe Biden fick majoritet i senaten den 6 januari. Dollarns come-back förra året kom snabbare än väntat och drevs av den mycket omfattande stimulans som både finans- och penningpolitik bidrog med. Inflationen har också överraskat kontinuerligt på uppsidan och kanske gjorde USA för mycket som nu måste reverseras via snabbare än väntade räntehöjningar. Det utgör fortfarande den största uppsidan för dollarn. Att kronan så snabbt tappade mark igen var också lite förvånande givet våra mycket starka fundamenta.

### Vad skulle vara den största överraskningen i år?

Att dollarn redan nu toppar ur och inte vinner lite mer mark givet att Fed behöver gå fort fram med sina åtstramningar. Mycket är redan förväntat av Fed men när räntan väl höjs bör det finnas lite mer utrymme för en dollarstärkning och trots amerikanska usla fundamenta som skuldsättning, budget- och bytesbalans. Det skulle också vara överraskande om EUR/SEK snabbt föll tillbaka under 10,00 igen. Riksbanken är tydlig med att den kommer vara sen att höja räntan och kronan riskerar att tappa ytterligare givet vår fäbless för nollräntepolitik.

## Höga CO2-priser kommer att snabba på omställningen till förnyelsebart



**Bjarne Schieldrop,**  
Chefsstrateg råvaror

### Hur går råvarupriserna i år?

Bortsett från järnmalm och guld så förväntar vi oss att råvarupriserna i genomsnitt blir högre 2022 än under 2021. De allra flesta råvaror inleder dock året på en mycket högre nivå. Bloombergs breda råvaruindex är i skrivande stund faktiskt på en all-time high. I den meningen är priserna för ögonblicket omkring 5–10 procent högre vad vi i snitt förväntar oss för 2022. På grund av den höga volatiliteten i råvarupriserna förväntar vi oss dock att den högsta punkten i år ligger omkring 15 procent över var vi är i dag.

Råoljan är som alltid i fokus. Här förväntar vi oss att kvartal två blir den allra starkaste perioden i år med ett pris på tidvis över 90 USD fatet. "Körsåsongen" på det norra halvklotet och stark efterfrågan på bensin kommer då antagligen på toppen av ökad rörlighet och färre Covid-19-restriktioner.

Industrimetallerna är också mycket intressanta. Det blir betydande underskott på aluminium. Vi förväntar oss en stark efterfrågan på koppar och nickel som båda är centrala för skiftet från fossil till förnyelsebar energi. Utbudssidan tror vi dock blir ganska stram.

2022 blir första året i historien där kostnaden för att släppa ut koldioxid blir såpass hög att det verkligen märks. I skrivande stund ligger CO2-priset i EU på EUR 82/ton och vi förväntar oss att det i snitt blir EUR 100/ton under 2022. Detta kommer att hjälpa till att accelerera övergången från fossil till förnyelsebar energi och "solar boom" blir antagligen ett hett tema under 2022.

### Vad var största överraskningen i fjol?

Den största överraskningen under 2021 var utan tvivel naturgaspriset i Europa som i det närmaste exploderade. Vid årets start var priset normala EUR 19,2/MWh medan det i december var uppe på hela EUR 185/MWh (+865 procent). I oljeekvivalenter dollar per fat motsvarar detta USD 350/fat, en prisnivå som vi aldrig tidigare har sett för vare sig naturgas eller för olja. Lägre produktion och högre konsumtion av gas i EU var en del av problemet. Men två externa faktorer var avgörande. En var att Asien ökade sin import av naturgas (LNG) våldsamt i fjol, något som skapade ett budgivningskrig mellan EU och Asien om de på marginalen sista LNG-leveranserna och därmed drev priset högre och högre. Den andra var Ryssland som kraftigt begränsade sin export av naturgas till EU i ett geopolitiskt spel kring Ukraina och som en förhandlingstaktik kring det nya gasledningsröret "North Stream 2". Dessa konflikter är ännu inte lösta. Och om Ryssland faktiskt väljer att invadera hela eller delar av Ukraina så får vi antagligen ännu mycket högre naturgaspriser under 2022 än vad vi nu ser.

### Vad skulle vara den största överraskningen i år?

Under 2022 förväntas centralbanker och myndigheter världen över både reversera och skala ned sina enorma Covid-19-stimulanser. Båda korta och långa realräntor ska därmed i princip stiga under året som kommer. Då ska normalt guldpriset falla. Vår förväntan är att guldpriset faller från nuvarande USD 1820/ozt till USD 1600/ozt mot slutet av året. Om guldpriset istället ligger kvar på nuvarande nivå eller till och med stiger är det något som har gått snett. Antingen att myndigheter och centralbanker inte har skalat ner sina Covid-19-

stimulanser i tillräcklig grad eller att global ekonomi har utvecklats långt mer negativt än förväntat. Det mest katastrofala skulle dock vara om vi får en betydande missväxt i jordbruksproduktionen världen över på grund av klimatförändringar. I dag ligger Bloombergs jordbruksprisindex nära all-time high och lagren med vete är de lägsta på fem år. En global matkris kan snabbt blir långt värre än den gaskris vi i dag bevittnar i Europa.

## Globala aktier: Långsam normalisering av räntor håller återhämtningen vid liv



**Thomas Thygesen**  
Head of Strategy,  
SEB Equity Research

### Hur ska man positionera sig på aktiemarknaden inför 2022?

Utgångsläget i början av 2022 liknar situationen för ett år sedan. Aktiemarknaden utvecklade sig under 2021 mer eller mindre som vi skrev i Ögat i fjol. Uppgången var dock ännu starkare än väntat och mer jämnt fördelad mellan tillväxt- och "value"-segmenten. Detta kan förklaras av den pågående pandemin som fick centralbankerna att fortsätta med sin aggressiva QE-politik ända tills slutet av 2021, trots att tillväxt och inflation tog fart. Resultatet var en ovanlig kombination av positiva vinstöverskningar och extremt lätt penningpolitik som levererade en avkastning på nära 30 procent för globala aktier.

Under det kommande året förväntar vi oss fortfarande att några av de saker som försenades under 2021 ska ske. Pandemin kan övergå i en endemi, där Covid-19 finns kvar, men där den mildare omikron-varianten möjliggör ett fullständigt återöppnande. Det finns också en växande sannolikhet för att centralbankerna slår in på en gradvis policy-normalisering. Vårt huvudscenario är att denna normalisering kommer att vara långsam och gradvis, vilket betyder att återhämtningen kan fortsätta också bortom 2022.

Givet detta huvudscenario är våra marknadsförväntningar likartade som för ett år sedan. Aktier kommer fortsätta att stiga men inte så mycket som under 2021, eftersom fallande värdering väger upp för en del av vinsttillväxten när realräntorna stiger. I termer av sektorspositionering skulle detta innebära att den rotation in i cyklisk "value" som inte fullt ut materialiserades i fjol till slut kan förverkligas. Bland sektorerna föredrar vi verkstad och basindustri/råvaror medan finans redan diskonterat en del av de positiva nyheterna från brantare räntekurvor. I termer av regional allokering kommer USA inte längre att dominera vad gäller global avkastning, medan Europa och tillväxtmarknader med lägre värderingsmultiplar är mindre känsliga för stigande realräntor. Utmaningen för den svenska aktiemarknaden är den högre värderingen men en exponering mot cykliska vinnare inom investeringsvarusektorn gör att Sverige kan matcha global avkastning.

### Vad var största överraskningen i fjol?

Den största överraskningen var att inflationen inte bara blev högre, den blev mycket högre. Vi förväntade oss att inflationen skulle stiga och vi skrev i fjolårets Ögat att stigande inflation var den största risken på väg in i 2021. Men vi hade inte föreställt oss att vi skulle hamna på de högsta nivåerna på 40 år. Detta är ett tydligt exempel på hur man kan överraskas om en serie av chocker slår till på samma gång.



Ett snedvridet amerikanskt konsumtionsmönster som tryckte upp priserna i detaljhandeln och att människor inte återvände till arbetsmarknaden var två chocker för inflationen. Därutöver påverkades försörjningskedjor och transportsystem av störningar från pandemin. Simultant blev det kortsiktig brist på energi och råvaror när utbudet misslyckades med att hålla jämn takt med hög efterfrågan. Sammantaget resulterade detta i en ketchup-effekt, som satte press på centralbankerna i slutet av 2021. Avgörande för våra förväntningar inför 2022 är att dessa kortsiktiga drivkrafter byter riktning.

### Vad skulle vara den största överraskningen i år?

Den största överraskningen för 2022 som vi kan tänka oss just nu är om det aggressiva penningpolitiska stödet fortsätter. Det finns två saker som skulle kunna förverkliga detta under 2022. En utlösande faktor skulle vara om pandemin fortsätter. Förra året flaggade vi för risken för mutationer, vilket inträffade under 2021, men vi hade tur i att mutationerna inte ledde till samma typ av restriktioner som under 2020. Risken inför 2022 är att en ny mindre godartad variant uppträder. Vårt huvudscenario är att omikron är början på något mer endemiskt, men det faktum att omikron alls uppkom antyder att vi behöver vara öppna för möjligheten av ytterligare överraskningar. En andra möjlig faktor bakom fortsatt aggressiv penningpolitik som skulle överraska många är om inflationen inte bara faller tillbaka ner mot centralbankernas mål men fortsätter vidare och till och med blir negativ under 2022. I vilket fall skulle resultatet kunna bli evig QE och ett mera uttalat stöd för tillväxtaktier.

Den största risken inför 2022, om än knappast den största överraskningen, är om inflationen inte faller alls och de kortsiktiga chockerna visar sig bli bestående. I ett sådant scenario kommer förutsättningarna för Feds och ECB:s policyplaner att braka samman och resultatet kan bli en topp för konjunkturen och omfattande kursfall ("bear market").

## Stockholmsbörsen: Värderingen pressas när penningpolitiken stramas åt



**Esbjörn Lundevall**  
**Aktiestrateg**  
**SEB Active Trading**

### Hur kommer Stockholmsbörsen att gå under 2022?

Jag är rädd att vi kommer få betala tillbaka en del av den multipel-expansion vi upplevt de senaste åren. På tre år har P/E-talet för Stockholms All Share index expanderat 1,5x. Sverige är inte unikt i att börsen värderats upp, men magnituden på uppgången sticker ut som extrem även i en internationell jämförelse. Vi har dragit större nytta av den ultralätta penningpolitiken än de flesta och det är därmed även rimligt att räkna med att vi kommer att drabbas hårdare när trenden nu vänder och penningpolitiken blir mer stram istället. Det är osannolikt att ännu högre vinstförväntningar/vinst-tillväxt ska kunna kompensera fullt ut när värderingsmultiplarna krymper.

### Vilka sektorer ska man satsa på/undvika?

Jag räknar med att den senaste tidens rotation från högt värderade aktier till lågt värderade är början på en trend, driven av förväntningar om en mindre lätt/mer stram penningpolitik, som kommer att prägla en stor del av börsåret. Det kommer givetvis inte kunna fortsätta i en rak linje eller lika snabbt som vi sett i inledningen av 2022, det blir förmodligen viss volatilitet och vissa bakslag, men trenden är att högt värderade aktier faller tillbaka mot historiskt mer normala multiplar och att värderingsskillnaden mellan de dyrare och billigare segmenten av aktiemarknaden krymper något igen efter en exceptionell uppgång i premium på de populära segmenten av marknaden de senaste åren. Sektorer att undvika blir hög-P/E-bolag (ofta kallade tillväxtbolag, men det är lite missvisande anser jag) och kanske framförallt dem med PEG-tal över 3x men även många fastighetsbolag och investmentbolag med stora premiumvärderingar mot substansvärdet. Serieförvärvsbolag ser också avskräckande dyra ut, jag räknar för övrigt med att även synen på förvärv är på väg att normaliseras – alla förvärv blir inte bra vilket periodvis tycks ha tagits för givet under 2021. Banker och livförsäkring gynnas av högre räntor, råvaror och impopulär verkstadsindustri som redan värderas till låga multiplar kommer också klara denna motvind väl. Även telekomutrustningsföretagen ser lovande ut.

### Vad var största överraskningen i fjol?

Vi hade räknat med en större och snabbare positiv effekt av vaccinering, det fick effekt på de flesta aktier under året. Året inleddes egentligen väldigt mycket i linje med förväntan men från maj och framåt blev det lite repris på 2020 istället med fallande räntor som drivkraft för börsen och närmast hysteriska ökningar i värdering av vissa populära aktier/sektorer. Särspredningen i värdering mellan olika bolag i samma bransch, där investerarna blev villiga att spekulera i en extremt lång extrapolering av tillväxttrender överraskade mig mycket – jag har inte sett liknande eufori sedan IT-bubblan sprack år 2000. Jag är förstas även besviken över att den gröna vågen kommit av sig, i USA får Demokraterna inte igenom sina gröna stimulanser överhuvudtaget och i Europa har de ambitiösa planerna på högsta nivå inte riktigt fått den effekt på investeringarna man hade kunnat hoppas på. Dels på grund av lokala regelverk och dels på grund av pandemirelaterade störningar.

### Vad skulle vara den största överraskningen i år?

Något får plötsligt Fed att byta fot igen och bli mer expansiva vilket leder till nya, ännu större, bubblor i aktiemarknaden.

# Inflationen avgör 2022

Hög inflation, lugnare tillväxt och annalkande räntehöjningar i bland annat USA bäddar för ett utmanande 2022. Sveriges ekonomi och statsfinanser har visat motståndskraft under pandemin och valåret 2022 väntas inte ändra på den saken, vilket talar för sedvanligt måttliga marknadskonsekvenser. Hög inflation stressar inte Riksbanken; vi tror att höjningarna dröjer längre än vad marknaden prissätter.

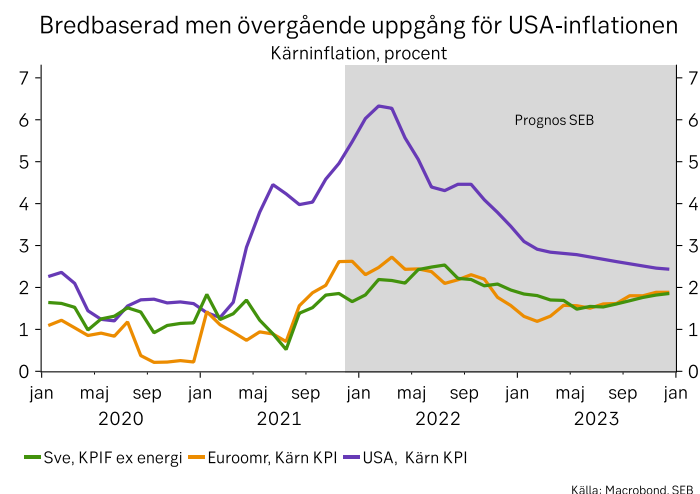
Som vanligt vid inledningen av ett år ägnas första utgåvan av Ögat åt reflektioner kring året som gick och framåtblickar på året som kommer. På sidorna 3–5 redogör våra strategier för synen på olika tillgångsslag och på sidan 8 jämför vi prognoserna för 2021 med utfall.

## Har vi sett det värsta nu för pandemin?

2022 inleds med explosiv smittspridning men än så länge mildare hälsokonsekvenser. Det väcker hopp om att pandemin kan vara på väg mot sin kulmen och att Covid-19-viruset så småningom kan sälla sig till de vanliga influensaepidemierna i takt med en växande immunitet bland befolkningen. Läkemedelsbolagens förmåga att anpassa vacciner till nya varianter stärker också tron på en återgång till mer normala förhållanden.

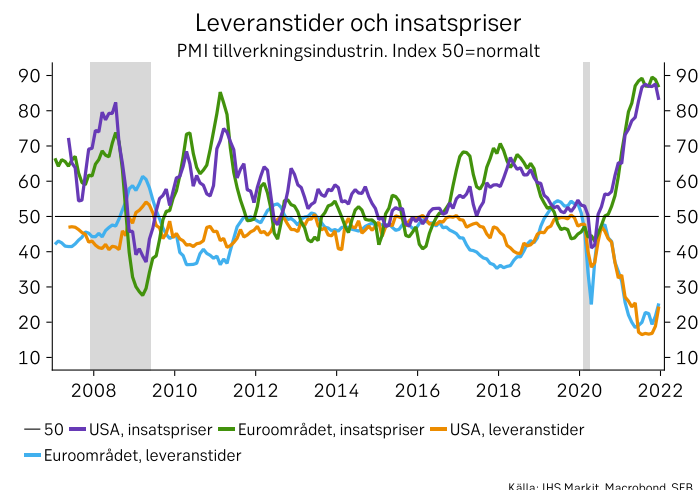
## Inflationstoppen närmar sig men faran inte över ännu

Fjolårets stora överraskning - inflationen - väntas på global basis toppa ur på decenniehöga nivåer under första kvartalet. Det speglar baseffekter när de snabba prisökningarna förra våren kommer in i årsjämförelserna. För att inflationen ska återvända till centralbankernas mål krävs dock också en dämpning av den månatliga prisökningstakten och hur snabbt detta sker är mer svårbedömt. I USA fortsatte priserna i december att stiga i en takt av 0,5 procent exklusive mat och energi. Det är inte förenligt med Feds inflationsmål men prisökningstakten visar i vart fall inte tecken på att accelerera. Även om USA-inflationen blev mer bredbaserad under slutet av året har priserna på begagnade bilar fortsatt att vara en viktig drivkraft, men också något som speglar sannolikt övergående problem med bristen på halvledare.

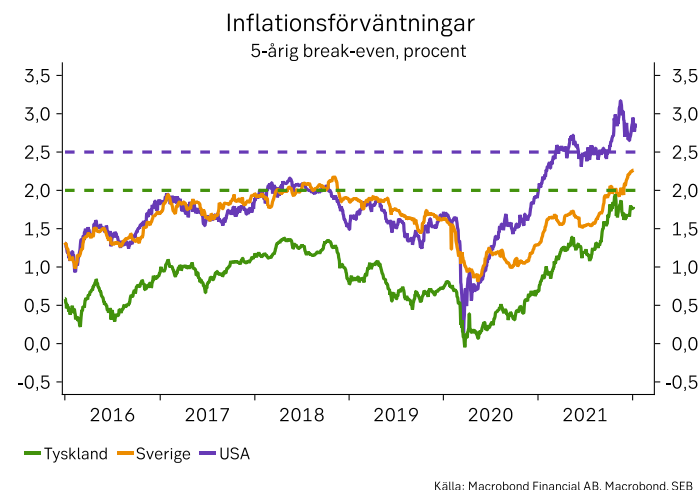


Globalt ansträngda produktionskedjor visade vissa tecken på att lindras i slutet av förra året enligt PMI i USA och Euroområdet, men riskerar att förvärras på nytt under början av 2022. Kina håller än så länge fast vid sin nolltoleranspolitik mot corona, vilket tvingar fram hårda, men geografiskt och tidsmässigt begränsade, restriktioner även vid små tecken på virus spridning. Det är en riskfaktor i en situation med mer smittsamma virusvarianter, låg immunitet hos den kinesiska befolkningen och sämre tillgång till effektiva vacciner. I USA

och Europa riskerar virus spridningen att förvärra ett redan ansträngt arbetsmarknadsläge. Omikronvågen väntas dock bli kortvarig och problemen bör vara övergående.



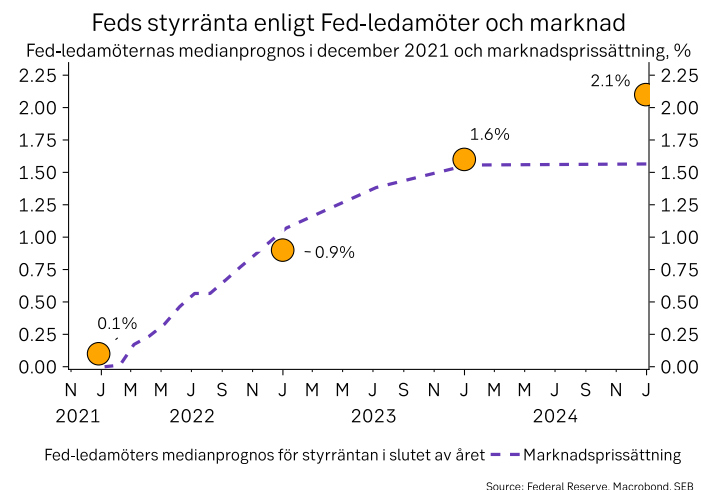
Tecken på att produktionsproblemen lindras bör minska risken för att den höga inflationen slår igenom allt för mycket på pris- och löneförväntningarna bland hushåll och företag. Prissättningen av förväntad inflation (breakeven-inflation och av KPI-swappar) tyder på att marknaden alltjämt litar på att perioden av hög inflation är tillfällig och i euroområdet ligger förväntningarna fortfarande lite i nederkanten för ECB:s mål. Det dämpar risken för att centralbankerna tvingas trycka foten på bromsen mer bestämt snarare än den gradvisa reträtt som nu ligger i korten. Vi prognostiserar en första höjning från Fed i mars följt av två ytterligare steg i juni och september i år. För ECB räknar vi inte med några räntehöjningar under i vart fall detta år (prognosen är oförändrad ränta till och med 2023).



## Frågetecken kring ekonomins räntekänslighet

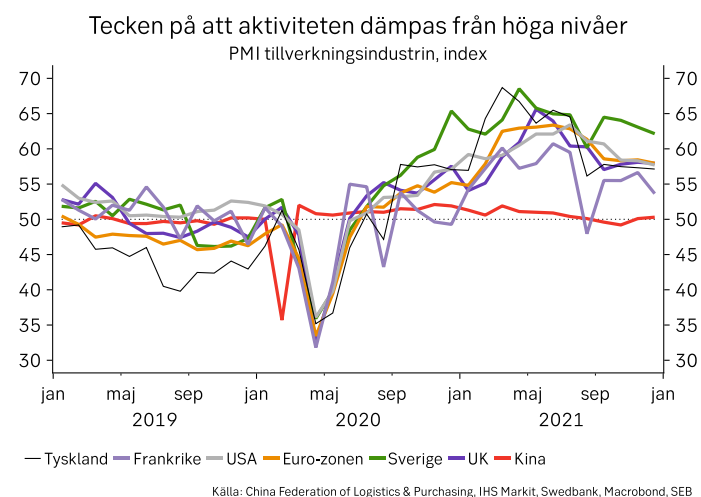
Starten på en räntehöjningscykel reser som vanligt frågan kring hur mycket högre räntor ekonomi och marknad tål. Neutrala räntor, det vill säga den nivå på räntor som varken stimulerar eller bromsar ekonomin, har fallit gradvis de senaste decennierna vilket väcker frågan om Fed orkar tillbaka till de 2,50 procent som centralbanken nu ser som normal. Marknaden är, som framgår av diagrammet, tveksam. Räntehöjningarna ska denna gång dessutom ske parallellt med en bantning av balansräkningen efter den explosiva ökningen under pandemin. Signalerna från Fed är att centralbanken senare i år kommer att låta balansräkningen krympa genom att avstå från att återinvestera delar av de förfallande obligationerna i Feds obligationsportfölj. Under förra höjningscykeln avvaktade Fed nära två år från den första höjningen innan balansräkningen minskade men räntehöjningarna var mer utdragna den gången och inflationen var betydligt lägre. Fed tvingades den gången avbryta bantningen i

förtid efter tecken på stress på obligationsmarknaden. Nya verktyg, bland annat en ny repofacilitet (Standing Repo Facility, SRF) ska minska riskerna för marknadsstress denna gång.



## Generellt ljusa tillväxtutsikter

Utsikterna för ekonomin är fortsatt relativt ljusa men också mer osäkra när återhämtningen går in i en ny fas efter den inledande uppstudsens från pandemin. Sentimentsindikatorer för både industrin och tjänstesektorn (PMI/ISM) signalerar vikande aktivitet efter den uppdrivna takten under återhämtningsåret 2021, men, med undantag för Kina, alltså god tillväxt. Att hushållen i Europa pressas av höga energipriser och i USA av generellt höga prisökningar och slutet på Bidens stödpolitik är en nedåtrisk. Att arbetsmarknaden blivit mer normal talar också för en lugnare tillväxttakt. I Europa är sysselsättningen redan tillbaka på nivåer över de som rådde innan pandemin. I USA har fallande arbetskraftsdeltagande efter pandemin lett till att arbetsmarknaden visar tydligare överhettningstendenser trots att sysselsättningen ligger en bra bit under förkrisnivåer.



## Geopolitiska risker på flera håll

Politiska risker brukar normalt inte ha så stor marknadspåverkan, eftersom det oftast handlar om mer utdragna processer. Spänningarna mellan Ryssland/USA/NATO kring Ukraina är dock något som kan få mer akuta konsekvenser genom Europas beroende av rysk gas. Kärnförhandlingarna med Iran har inte lett till några lösningar. Iran närmar sig nu snabbt kärnvapen-kapacitet vilket ökar riskerna för konfrontation med Israel och generellt ökade spänningar i Mellanöstern. I USA är demokraterna handlingsförlamade av interna stridigheter samt under press från förvärrad pandemi och hög inflation. Det talar för republikanska framgångar i mellanårsvalet i november, vilket dessutom skulle vara i enlighet med det historiska mönstret efter ett presidentval. Republikansk kontroll av kongressens ena eller båda kamrar kan bädda för Trumps återkomst

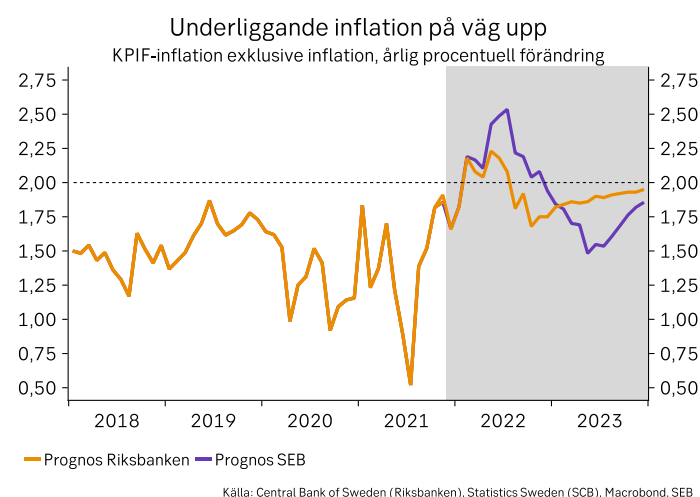
i presidentvalet 2024, vilket är en geopolitisk osäkerhetsfaktor redan nu. Spänningarna mellan Kina och USA, inte minst kring Taiwan, växer men sannolikheten för att något händer i år är låg. På listan kan även skrivas nedåtrisker för EM-världen som både halkat efter i återhämtningen och riskerar att hamna under press av Feds räntehöjningar. I Turkiet har president Erdogans oortodoxa penningpolitik skapat risk för en kollaps i ekonomin.

Frankrike går till val i april. Opinionsmätningarna pekar så här långt på att Macron sitter kvar medan extremhögern är splittrad.

## Riksbanken har fortfarande en bit kvar till höjning

I Sverige har ekonomin förblivit motståndskraftig (se PMI-grafer på föregående sida) och BNP-indikatorn visar på en bred uppgång i ekonomin fram till och med åtminstone november, med starka uppgångar för konsumtionen och stark expansion i både industrin och tjänstesektorn. Vi ser ändå nedåtrisker för vår tillväxtprognos för 2022 (+3,6 procent). Ett skäl är nya restriktioner i både Sverige och omvärlden kopplade till den snabba spridningen av omikron-varianten. Största riskfaktorn är dock de höga energipriserna och att detta slår mot både hushållens konsumtion och mot investeringarna när företagens vinstmarginaler pressas. På den positiva sidan har Sverige jämfört med andra länder behållit ett finanspolitiskt handlingsutrymme. Statsfinanserna har fortsatt att överraska jämfört med Riksgäldens prognoser och överskottet för staten hamnade trots krispolitik på 78 mdr i fjol eller 1,5 procent av BNP. Det dämpar utbudet av obligationer i Sverige vilket bidrar till att trycka ner långa räntor.

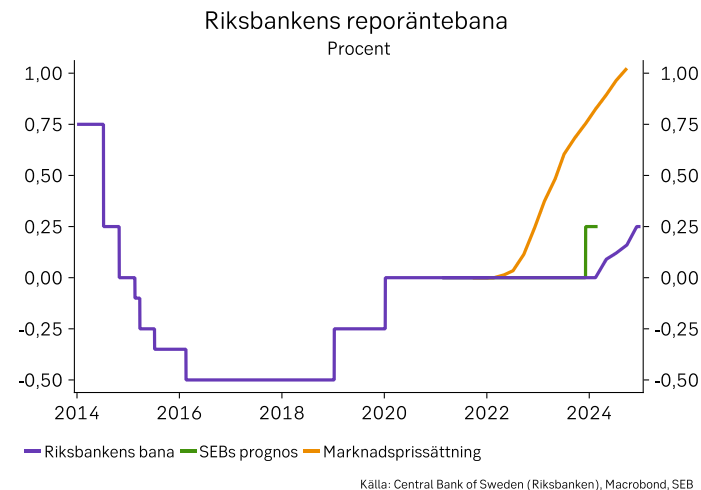
Snabba energiprisökningar har pressat upp inflationen även i Sverige. Decemberinflationen väntas stiga över 4 procent och långt över Riksbankens prognos på 2,9 procent. Stigande elpriser förklarar större delen av ökningen och vi tror att KPIF-inflationen faller till 1,4 procent i slutet av året. För Riksbankens del är inflationen exklusive energi dock viktigare och där tror både vi och Riksbanken att inflationen låg kvar under målet i december (1,7 procent) och ned något från föregående månad. Det minskar pressen på några nya penningpolitiska signaler vid Riksbankens möte 10 februari. Indirekta effekter från energi samt stigande internationella varupriser kommer dock att sätta tryck upp på underliggande inflation framöver och KPIF exklusive energi väntas enligt våra prognoser stiga till 2,5 procent i sommar.



Stigande räntor internationellt har påverkat förväntningarna även på Sverige, samtidigt som Riksbanken i sina egna prognoser signalerar oförändrad ränta fram till och med 2023. Marknaden diskonterar nu nästan en hel höjning till slutet av detta år och fyra höjningar fram till och med september 2024. Vi tror liksom tidigare att marknaden springer för fort. Första steget mot en stramare politik kommer enligt vår mening att vara en bantning av balansräkningen genom att Riksbanken avstår från att återinvestera alla förfall av statsobligationer i

sin portfölj. Första höjningen kommer enligt vår prognos i slutet av 2023.

Opinionsläget inför valet 2022 är osäkert och pekar mot ännu en besvärlig regeringsbildning. Den svenska ekonomins stora utrikeshandelsberoende gör att omvärldskonjunkturen normalt är viktigare än politiska beslut på hemmaplan medan skillnaderna i ekonomisk politik mellan partierna ändå är relativt begränsade. Svenska val brukar inte ha någon större marknadspåverkan och vi väntar oss inte att det ska bli annorlunda den här gången.



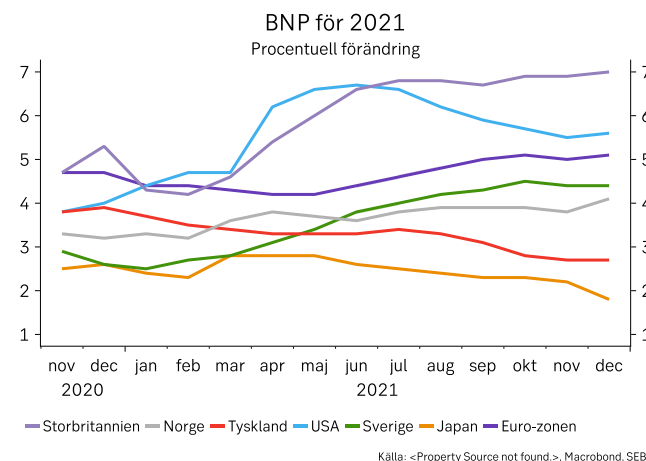
Läs mer om utsikterna för olika tillgångsslag från våra strategier på föregående sidor. Läs mer om utsikterna för global och nordisk ekonomi samt förutsättningar för finansiella marknader i vår kommande konjunkturprognos *Nordic Outlook* den 25 januari.

## 2021 i backspegeln – inflationens återkomst

Inflationen satte tonen för återhämtningsåret 2021. Kronan gick från att vara en vinnare till en förlorare när dollarn tog revansch på tvärs mot förväntan.

2021 var året när världsekonomin studsade tillbaka från pandemin och det visade sig vara nästan lika svårt att återstarta en ekonomi som att stänga ned den. Hackande produktionskedjor i kombination med stark varuefterfrågan från stimulansdrivna USA-hushåll fick inflationen att stiga till högsta nivåerna på decennier och utmanade centralbankernas lätta penningpolitik.

Europas energikris bidrog till att driva upp inflationen där och visade på utmaningarna i snabb energiomställning utan gröna alternativ. Det snabba framtagandet av vaccin blev en vattendelare och gav stöd för den starka återhämtningen från pandemiåret 2020. I USA ställdes prognoserna upp rejält efter Bidens seger men euforin dämpades under loppet av året. Utsikterna för Europa, inte minst Sverige, förbättrades. Stora utmaningar för bilindustrin tyngde dock den tyska industrimaskinen medan Storbritannien tog igen delar av den djupa kollapsen under pandemi- och Brexitåret 2020. Kollapsen i kinesiska fastighetsjätten Evergrande satte fokus på Kinas ohållbara kreditdrivna tillväxtmodell.



På de finansiella marknaderna ritade inflationen om kartan. Utsikter till snabbare Fed-höjningar gjorde dollarn till en vinnarvaluta på tvärs mot våra prognoser och pundet fick stöd från ett hökaktigt Bank of England. Svenska kronan gick från toppnotering (inom G10) 2020 till botten (näst efter Japan) medan dyrare olja gav stöd för NOK.



### BNP & KPI 2021, SEB:s prognos vid olika tidpunkter

| BNP   KPI %   | Nov 2021            | Nov 2020            |
|---------------|---------------------|---------------------|
| USA           | 5,6   4,7           | 3,6   1,9           |
| Kina          | 8,2   0,9           | 8,0   1,6           |
| Eurozonen     | 5,1   2,5           | 4,0   0,8           |
| OECD          | 5,2   3,6           | 3,9   1,6           |
| EM-ekonomier  | 6,2                 | 6,2                 |
| Världen (PPP) | 5,7                 | 5,1                 |
| Sverige       | 4,6   2,3 (KPIF)    | 2,7   1,1 (KPIF)    |
| Norge         | 2,8   1,7 (KPI-JAE) | 3,0   2,1 (KPI-JAE) |

### Valutor och räntor dec 2020, utfall samt prognos SEB

|                 | Årsslut dec 2021 | Prognos jan 2020   |
|-----------------|------------------|--------------------|
| EUR/USD         | 1,14             | 1,26               |
| EUR/SEK         | 10,05            | 9,80               |
| USD/SEK         | 9,04             | 7,78               |
| GBP/SEK         | 12,24            | 11,26              |
| NOK/SEK         | 1,02             | 0,98               |
| Sv. reporänta   | 0.00             | 0,00               |
| Sv. 10-årsränta | 0.21             | 0,15               |
|                 |                  | (nollkupongsränta) |

Källa: *Nordic Outlook november 2021 & 2020, Ögat 14 januari 2021.*

Elisabet Kopelman



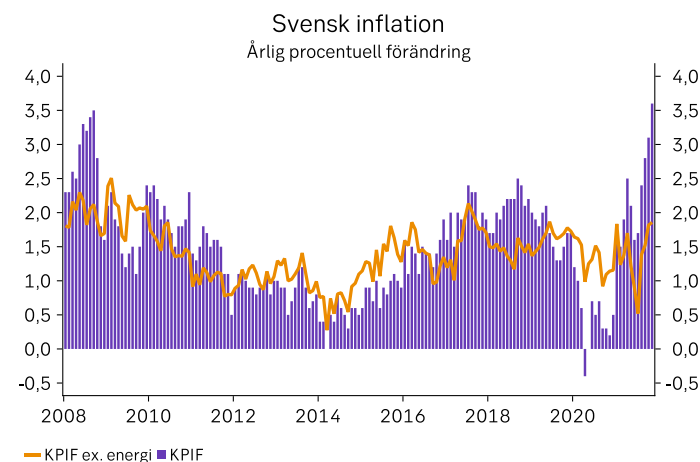
# FI Derivative: Ränteuppgång stödjer förlängningsintressen

Hög inflation och förväntan om att centralbankerna börjar dra tillbaka sina QE-stimulanser har satt stark press upp obligationsräntor i början av året. Ökad spread mellan korta och långa swapräntor under inledningen av 2022 har varit fördelaktig för de kunder som valde att förlänga sina swappar under förra året. Men kurvan är fortfarande relativt platt vilket medför att intresset för att gå längre ut på räntekurvan kvarstår.

Inledningen av 2022 har präglats av starka ränteuppgångar globalt!

Amerikanska 10-åriga statsobligationen ligger på 1,75 procent, högsta nivån sedan inledningen av pandemin, tyska 10-åriga statsobligationen närmar sig nu noll-strecket och handlar nu på de högsta nivåerna på tre år. Svenska 10-åriga swapräntan har stigit 30 punkter sedan mitten av december och handlas just nu på 1,13 procent! Vilket också motsvarar högsta nivån på tre år.

De starka ränteuppgångarna under den senaste tiden är bland annat drivet av att marknaden börjar tro starkt på samt prisa in att de stora centralbankerna börjar dra tillbaka QE-stimulanserna relaterade till pandemin i kombination med starka inflationssiffror globalt. Omicron-oron verkar ha minskat i marknaden och fokus ligger nu på ekonomisk tillbakagång och ett globalt inflationstryck. December-siffran för svensk inflation som presenteras 14 januari förväntas fortsatt vara stark. För KPIF ligger konsensusförväntningarna på 4 procent och våra förväntningar på 4,2 procent. Drivkraften bakom den starka decemberinflationen är mestadels elpriset.

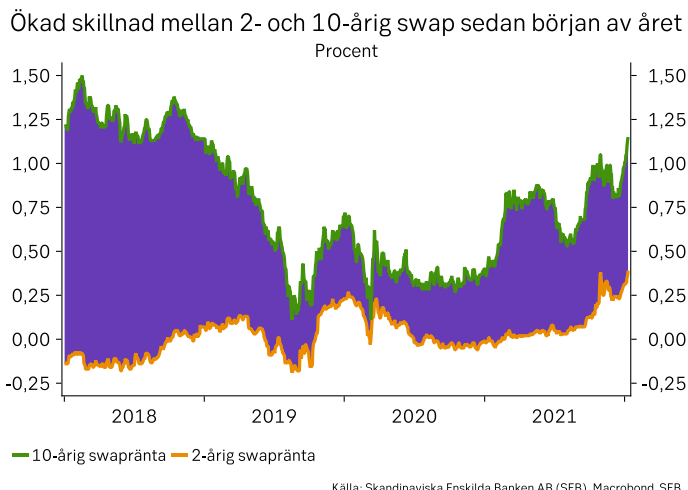


Läs mer om svensk inflation [här](#).

## Kurvan har brantat men är fortfarande relativt platt

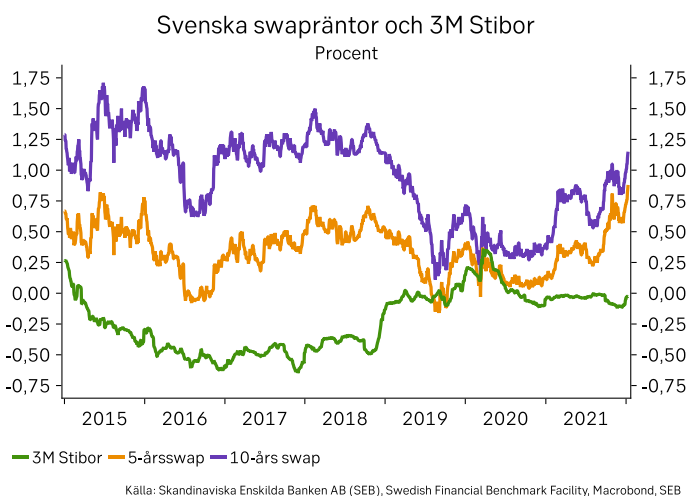
Spreaden mellan långa och korta räntor (2Y/10Y) har också ökat en del sedan inledningen av året, det har alltså varit fördelaktigt att

göra förlängningar av swappar under förra året samt ingå nya swappar på längre tenorer. Som det ser ut just nu har vi ett generellt betalartryck över hela kurvan i svenska swappar.



Räntevolatiliteten kom upp kraftigt under fjärde kvartalet i fjol, vilket ökade intresset för bland annat förlängningsbara swappar (där kunden säljer en option till banken att förlänga underliggande swappen). Optionspremien används för att sänka räntan i swappen. Den stigande räntevolatiliteten har även bidragit till ett minskat intresse att köpa bland annat räntetak hos skuldförvaltare.

I och med att både långa och korta swapräntor har stigit är räntekurvan fortfarande förhållandevis platt, det är alltså en relativt liten skillnad mellan korta och långa räntor, vilket fortfarande skapar ett större intresse hos skuldförvaltare att gå längre ut på räntekurvan vid handel av nya swappar.



Sara Bendrioua, FI Derivatives Sales

# Kontakter

## FICC Sales Stockholm

Valuta +46 8 506 232 34

Räntederivat +46 8 506 232 00

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 8 506 232 34

## FICC Sales Göteborg / Malmö

Valuta +46 31 774 9060

Räntederivat +46 31 774 9100

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 31 774 91 10

## Disclaimer

Informationen och bedömningarna i denna rapport har tagits fram av SEB Research, en avdelning inom SEB divisionen Large Corporates and Financial Institutions inom Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) ("Banken").

Rapporten är inte avsedd som investerings- eller finansieringsanalys och inte heller som investeringsrådgivning enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Innehållet i nyhetsbrevet är avsett för kunder med hög nivå av kunskap inom det finansiella området. Innehållet i rapporten är baserat på uppgifter från källor som Banken bedömer som tillförlitliga. Banken svarar dock inte för fullständigheten eller riktigheten av informationen. Informationen utgör inte något erbjudande om att köpa eller sälja några finansiella instrument. Hänvisning till finansiella instrument som getts ut av SEB ska därför i förekommande fall betraktas som marknadsföring. Den som tar del av informationen uppmanas att basera sina eventuella investeringsbeslut på undersökningar man själv bedömer vara nödvändiga, t.ex. genom att – i förekommande fall – ta del av investeringsanalys som tagits fram av Banken eller att läsa den produktinformation som finns tillgänglig. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Finansiella instrument kan både stiga och falla i värde och det är inte säkert att du får tillbaka investerat kapital. Faktablad och informationsbroschyr eller prospekt finns på [www.seb.se](http://www.seb.se). Banken förbehåller sig rätten att när som helst ändra innehållet i rapporten. Banken är inte ansvarig, i den utsträckning gällande lag tillåter, för vare sig direkt eller indirekt skada som beror av användandet av denna information.

Materialet riktar sig inte till personer vars medverkan kräver ytterligare prospekt, registrerings- eller andra åtgärder än vad som följer av svensk rätt. Det åligger var och en att iaktta sådana restriktioner. Materialet får inte distribueras i eller till land där distribution kräver ovan nämnda åtgärder eller strider mot reglering i sådant land. Materialet riktar sig således inte till fysiska eller juridiska personer hemmahörande i USA eller i något annat land där publicering eller tillhandahållande av materialet är förbjudet eller strider mot tillämpliga bestämmelser i landet.

Banken eller Bankens anställda kan äga eller på annat sätt ha intressen i finansiella instrument som nämns i rapporten, och banken kan även ha uppdrag (t.ex. inom Corporate Finance) från utgivare av sådana instrument. Enligt Bankens rutiner för hantering av intressekonflikter är dock SEB Research och dess anställda oberoende i förhållande till sådana innehav och uppdrag, t.ex. genom informationsbarriärer gentemot de enheter inom Banken där sådana intressekonflikter kan uppkomma.

Ögat innehåller även separata artiklar med information från SEB Corporate Sales, för vilka särskilda villkor gäller. Material från SEB Corporate Sales utgör inte oberoende objektiv analys och omfattas därmed inte av ovan nämnda rutiner för undvikande av intressekonflikter. Artiklar från Corporate Sales ska ses som information, inte investeringsrådgivning, och tillhandahålls utan anpassning till den enskilde kundens investeringar eller förhållanden i övrigt. Ersättning till anställda inom Corporate Sales kan, delvis, spegla resultatet för respektive enhet inom Sales. SEB tar, så långt lagen medger, inget ansvar för aktiviteter eller förpliktelser som uppkommer till följd av spridning av rapporten till andra än den avsedda mottagaren.

Upphovsrätt och andra immateriella rättigheter till sammanställningen innehas av Banken.