

torsdag den 6 oktober 2022

Kronans svaga nivåer är inte långsiktigt hållbara

Förra veckan handlade USD/SEK på en ny all-time-high på 11,50. Rörelsen kommer av en perfekt storm för dollarn med stora globala ekonomiska, politiska och finansiella osäkerheter. Samtidigt har framför allt momentum-drivna fonder tagit dollarkursen till nivåer som är helt fränkopplade fundamenta och som förr eller senare kommer att reverseras. Sid 8

FICC Sales: Förslag för köpare av USD

Vi ger förslag på två köpstrategier för er som har ett behov av att köpa USD om antingen 3 eller 6 månader och vill undvika oron för att eventuellt behöva köpa in USD på kurser över 11,00 men samtidigt ha möjlighet att delta i en potentiell lägre USD/SEK-marknad. Sid 9

Storbritannien skickar varningssignal för finanspolitiken

När räntor nu höjs samtidigt som ekonomier bromsar in, blir det penning- och finanspolitiska samspelet en komplicerad balansgång. Det har Storbritannien den senaste veckan erfarit när den nya regeringens stimulansprogram fick tummen ner från marknaden med stigande räntor och fallande pund som följd. Stimulanssugna politiker behöver tänka efter en extra gång innan nya program presenteras. Sid 3

Dramatik och ökad oro för europeisk energisvält

Förra veckans drama i Östersjön med en kraftig undervattensexlosion och misstänkt sabotage på naturgasledningarna Nord Stream 1 och 2 från Ryssland till Tyskland riskerar att fördjupa energikrisen i Europa ytterligare. Fokus för EU blir förutom fortsatt arbete med alternativ energiförsörjning, hanteringen av allvarliga säkerhetsproblem för övrig energi-infrastruktur. Sid 5

Nyväckt ränteoptimism men för tidigt för Fed att mjukna

Oro för globala återverkningar och vissa svaga data har fått marknaden att tvivla på hur snabbt Fed kan höja sin styrränta. Vår bedömning är att det är för tidigt för Fed att mjuka upp retoriken igen. Sid 6

Finansiella prognoser sid 2



Elisabet Kopelman
070-655 30 17
elisabet.kopelman@seb.se

Cecilia Kohonen
070-763 79 95
cecilia.kohonen@seb.se

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

Kontakta Ögat på:
ogat@seb.se

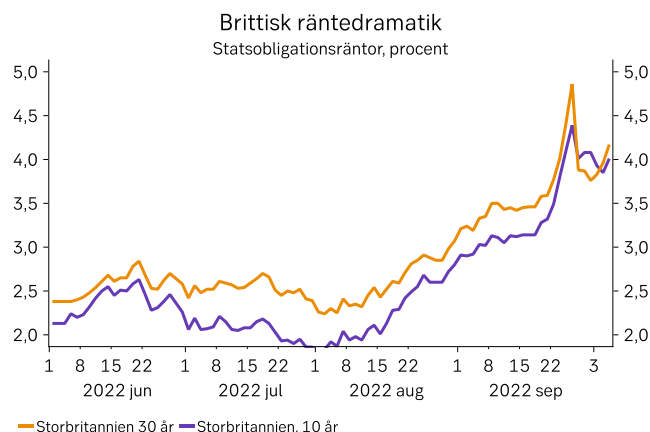
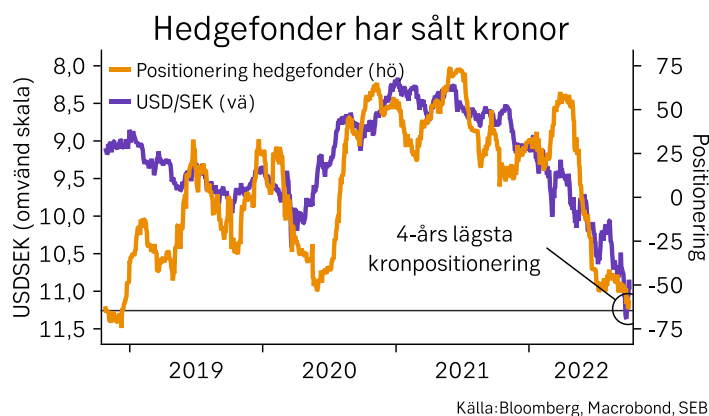
Vår syn på kort sikt
(slut kvartal 4)

Sv. styrränta: ▲ (2,50%)

2-årsränta: ▲ (2,80%)

EUR/SEK: ▼ (10,75)

USD/SEK: ▲ (11,20)



Valutaprognoser*

Riktning kv.4	05-Oct	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	
EUR/SEK	↘	10.84	10.75	10.55	10.45	10.35
USD/SEK	↗	10.97	11.20	10.88	10.35	9.95
GBP/SEK	↗	12.39	12.95	12.71	12.44	12.18
NOK/SEK	↗	1.03	1.06	1.06	1.07	1.07
JPY/SEK	↘	7.59	7.47	7.57	7.52	7.58
CAD/SEK	↗	8.05	8.55	8.50	8.21	8.03
AUD/SEK	↗	7.07	7.39	7.18	6.93	6.67
CHF/SEK	↗	11.14	11.44	11.22	11.00	10.67
PLN/SEK	↗	2.24	2.26	2.27	2.23	2.21
CNY/SEK	↘	1.54	1.53	1.51	1.46	1.43
DKK/SEK	↘	1.46	1.44	1.42	1.40	1.39
EUR/USD	↘	0.99	0.96	0.97	1.01	1.04

Ränteprognoser, %*

	05-Oct	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23
Styrränta*					
USA (övre intervall)	3.25	4.50	4.75	4.75	4.50
EMU (depositränta)	0.75	2.25	2.75	2.75	2.75
Sverige	1.75	2.50	2.75	2.75	2.75
Norge	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75
Storbritannien	2.25	3.25	3.25	3.25	3.25
Statsobligationer***					
2 år Sverige	2.20	2.80	2.90	2.85	2.80
5 år	2.25	2.68	2.75	2.75	2.75
10 år	2.01	2.35	2.60	2.65	2.70
Utländska obligationsräntor***					
2 år Tyskland	1.57	2.19	2.52	2.28	2.22
2 år USA	4.12	4.63	4.63	4.33	4.03
10 år Tyskland	1.91	2.30	2.50	2.50	2.50
10 år USA	3.66	4.20	4.30	4.20	4.00

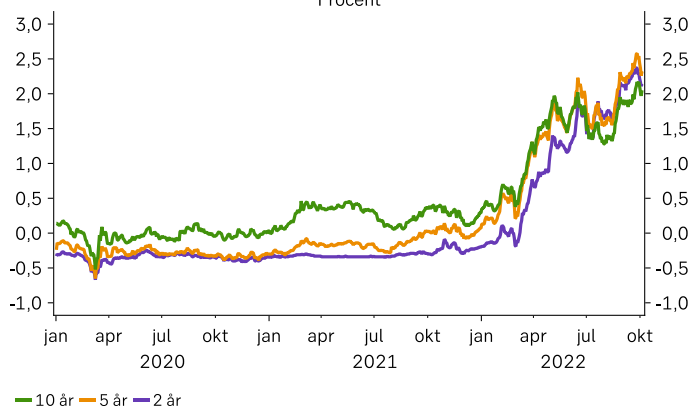
Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	2 nov	27 okt	3 nov	24 nov
Räntebesked	+75 pkt	+75pkt	+50pkt	+75pkt
Ny ränta, %	3.75-4.00	1.50**	2.75	2.50

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

Svenska obligationsräntor

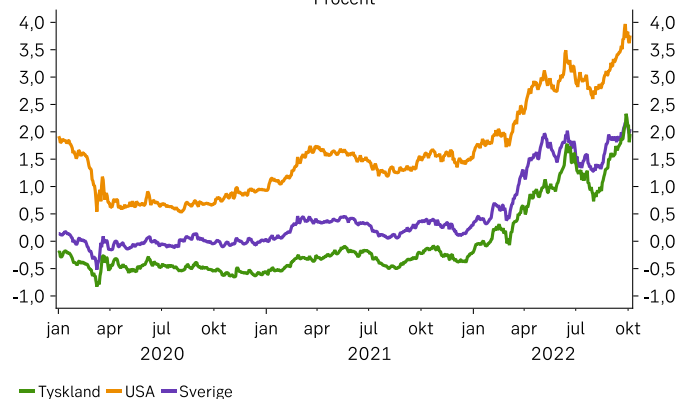
Procent



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

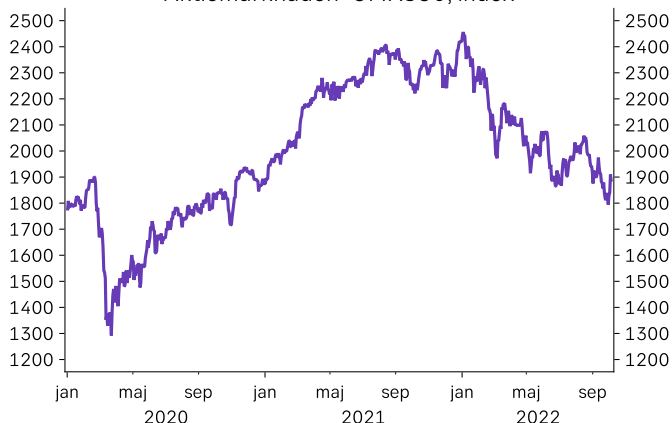
10-åriga obligationsräntor

Procent



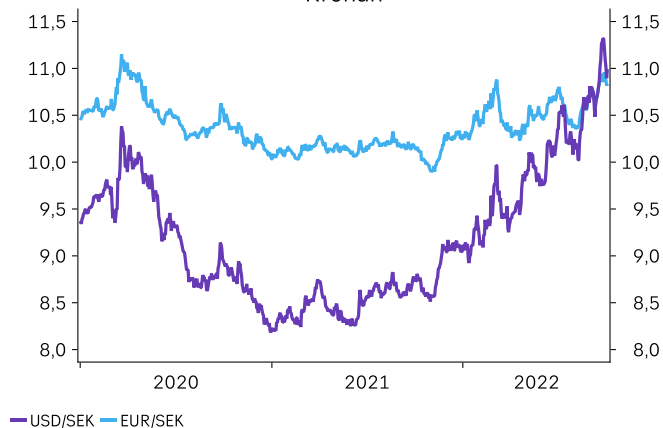
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Kronan



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

Finanspolitiken får gå mer försiktigt fram denna gång

När räntor nu höjs samtidigt som ekonomier bromsar in, blir det penning- och finanspolitiska samspelet en komplicerad balansgång. Stimulanser för att mildra effekterna av höga energipriser behövs, men får samtidigt inte hota inflationsbekämpningen. Redan höga offentliga skulder gör dessutom att förtroende-marginalerna är små. Att balansgången är svår har Storbritannien den senaste veckan erfarit när den nya regeringens stimulansprogram fick tummen ner från marknaden med stigande räntor och fallande pund som följd. Stimulanssugna politiker behöver tänka efter en extra gång innan nya program presenteras.

Ny kris, nya stimulanser, mer komplicerat läge

Pandemistimulanserna hann knappt avslutas förrän inflationen växade upp till sådana nivåer att finanspolitiken återigen kallades in för att rädda hushållens finanser. Vi har i flera länder sett stora reformpaket inriktade på att mildra effekterna av framför allt höga energipriser, men även höga priser inom andra områden.

Tankesmedjan Bruegel har sammanställt främst europeiska stödprogram och flera länder ligger i nuläget på mellan 1,5 och 3 procent av BNP i totala stöd och mer kommer i ett ständigt flöde. De är fortfarande inte i samma storleksordning som pandemistöden, men ändå omfattande (den intresserade kan läsa mer här). Den exakta omfattningen är svår att uppskatta beroende på hur stöden utformas, t ex bidrag till hushåll, pristak på energi, om staten ersätter direkt eller om energiföretagen får ta en del av smällen. Stödpolitiken är också av andra skäl mer komplicerad den här gången. Samspelet mellan finans- och penningpolitiken ställer krav på en balansgång där finanspolitiken behöver stötta efterfrågan, men inte till den grad att den ytterligare driver på inflationen och tvingar centralbankerna till ännu fler räntehöjningar som följd. Därtill kämpar många länder redan med höga offentliga skulder. Nu ska nya stimulanser finansieras, samtidigt som centralbankerna inte längre köper statsobligationer och genom sina räntehöjningar ökar kostnaderna för att låna. Till detta kommer att stöd för att mildra höga energipriser inte bör kompensera för hela kostnadsökningen eftersom prismekanismen ger viktiga incitament för att spara energi samt på längre sikt snabba på energiomställningen.

Policydilemma när bromsa och gasa ska ske samtidigt

Under finanskrisen och pandemin var det lätt för finans- och penningpolitik att samarbeta. När räntesänkningar inte räckte till ryckte finanspolitiken ut, påhejad av centralbanker. Att offentliga underskott och skulder steg rejält var heller inget problem när ekonomin skulle räddas, räntan var låg och centralbanker i rejäl omfattning köpte statsobligationer. Båda politikgrenarna hjälpte varandra och frågan om hur hög skuld offentlig sektor kan bära innan förtroendet faller var underordnad, även om den då och då dykte upp på radarskärmen. Nu har miljön tydligt förändrats när centralbanker fokuserar på inflationsbekämpning samtidigt som den höga inflationen pressar hushåll och företag. I Europa är det tydligt att stöd behövs och att framför allt energinotan för hushåll och företag på något sätt måste hållas tillbaka. Om detta sker genom riktade stöd av begränsad omfattning kan politikgrenarna verka utan att man drar alltför mycket åt olika håll. Subventioneras t ex el- eller gaspriser till viss del blir räkningarna höga, men inte så att hushåll och företag går under. Då bidrar höga priser ihop med räntehöjningar till en inbromsning av ekonomin, medan finanspolitiken bidrar till att vi kan undvika en total efterfrågekollaps.

Bördan delas medan trots allt höga priser skapar incitament till att sänka förbrukningen, vilket, tillsammans med volymbegränsningar och energisparprogram, bidrar till att minska risken för nedstängningar på grund av energibrist i vinter. Men det är en balansgång, vilket Storbritannien fick erfarit i förra veckan.

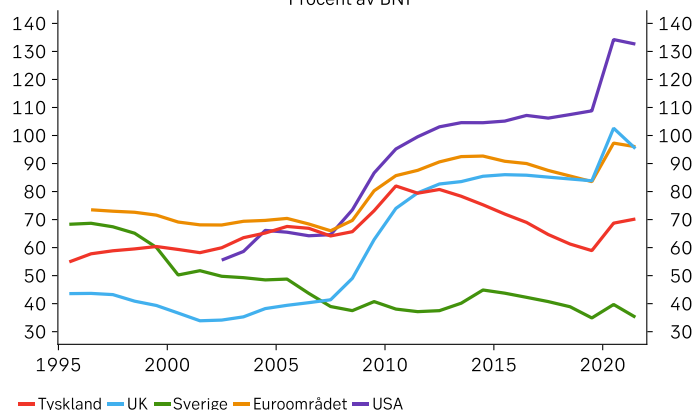
Stöden växer men utrymmet är ändå begränsat

Den brittiska mini-budgeten som den nye finansministern Kwarteng presenterade för ca två veckor sedan fick finansmarknader att skaka rejält med stigande räntor och fallande pund som följd. Bank of England gick därefter ut och meddelade att man ska köpa fler obligationer och skjuta upp inledningen av de kvantitativa åtstramningar (så kallad Quantitative Tightening, eller QT) som skulle ha inletts under september. Syftet med Bank of Englands stödköp var att rädda pensionsbolag från effekterna av kraftigt stigande obligationsräntor men omsvängningen av QT-politiken reser ändå frågan om penningpolitiken nu tvingats underordna sig finanspolitiken. Efter en vecka fick även Storbritanniens finansminister backa och dra tillbaka en del av de föreslagna skattesänkningarna, samtidigt som finansieringsfrågan fortfarande är osäker och enligt tidigare planer ska stå klart först i slutet av november när förslag på utgiftsnedskärningar ska presenteras.

Också Tyskland presenterade i förra veckan ett nytt omfattande paket på ca 200 miljarder euro, drygt 5 procent av BNP, för att hjälpa hushållen och företagen att betala sina elräkningar när tidigare stöd visat sig vara otillräckligt. Den tyska finansministern tryckte på att det tyska paketet inte ska ses som ett allmänt finanspolitiskt stöd utan är inriktat på att mildra effekterna av energikrisen och han betonade skillnaderna mot det paket som Storbritannien tidigare presenterat. Den initiala reaktionen på det tyska paketet var tvärtemot det brittiska en svag räntenedgång.

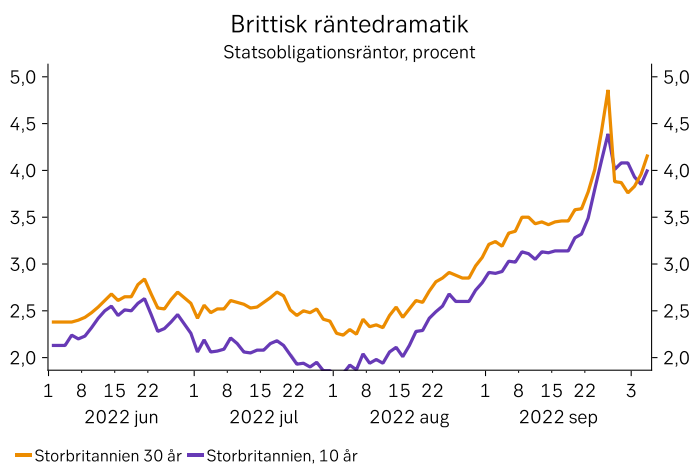
De tyska och brittiska stödpaketerna visar att det nu gäller att balansera en försiktig politik som håller ekonomin under armarna, men inte går för långt för att stimulera efterfrågan. Till det kommer det allmänna läget för offentliga finanser i olika länder. Brittisk ekonomi är pressad efter Brexit och den offentliga skulden ligger kring 100 procent av BNP. Vi såg även under eurokrisen hur marknadsmissstro snabbt kan driva upp räntor. I Storbritannien verkar en cocktail av svag ekonomi och svaga offentliga finanser, hög inflation, en centralbank som höjer räntan och ett stimulanspaket som sågs som "oansvarigt" tillsammans ha blivit för mycket. Dessutom var mini-budgeten en omsvängning från tidigare inriktning, då den tidigare regeringen hade investerat en hel del i att planera för åtgärder som var avsedd för att betala tillbaka tidigare pandemistöd. Graden av oansvarighet ska också ses utifrån tajmingen då riskerna med energipriskompensation redan hade diskuterats livligt, och mini-budgeten även inkluderade stora skattesänkningar och planerade neddragningar i utgifter. Tysklands paket hade ett tydligare krisfokus samtidigt som förtroendet för tysk finanspolitisk är väldigt starkt och landet nog därför bedöms ha råd med stödpengarna.

Höga offentliga skulder, men inte för alla
Procent av BNP



Britternas läxa en lärdom för andra?

Utvecklingen på den brittiska räntemarknaden och försvagningen av pundet är en väckarklocka för fler länder som ska utforma sin politik framöver. Det är inte längre bara att gasa på utan många parametrar måste tas in. Det kan nog även bli så att vi framöver får se en större skillnad mellan länder i hur politiken kan utformas kopplad till det offentligfinansiella utgångsläget och förtroendet för ekonomin och politiken. Det tyska paketet har fått viss kritik inom EU, där länder vars regeringar inte vågar ta i på samma sätt, kritiserat Tysklands stöd och i stället vill se mer koordinerade åtgärder för att få bukt med de höga energipriserna. Om förtroendespekten för offentliga finanser hamnar mer i fokus är Sverige i ett relativt gott läge, även om kronan som vanligt när den internationella riskviljan är låg, tar stryk.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

För mer om Storbritannien, lyssna på vår makropodd: "Vad (i glödhet) gör Storbritannien?" med Seyran Naib, Marcus Widén och SEB:s landschef i Storbritannien Anders Engstrand [här](#).

Daniel Bergvall, Marcus Widén & Seyran Naib

Dramatik och ökad oro för europeisk energisvält

Förra veckans drama i Östersjön med en kraftig undervattensexlosion och misstänkt sabotage på naturgasledningarna Nord Stream 1 och 2 från Ryssland till Tyskland riskerar att fördjupa energikrisen i Europa ytterligare. Fokus för EU blir förutom fortsatt arbete med alternativ energiförsörjning, hanteringen av allvarliga säkerhetsproblem för övrig energiinfrastruktur.

Även om gasläckagen efter det misstänkta sabotaget av NS1 och NS2 har upphört uppskattas undersökningen av skadorna att ta flera veckor. Därefter påbörjas reparationer, vilket gör att NS1, Europas viktigaste naturgasartär, under en ansevärd period förblir lika nedstängd som NS2 är idag. Rörledningen har en kapacitet på 537 TWh/år, men kommer ge noll lättnad för Europas gassituation när vi går in i vintern. Uppmärksamheten kommer nu att riktas mot rörledningsnätet genom Ukraina och hur Europa behöver skärpa säkerheten för sin energiinfrastruktur.

Påvisad sårbarhet tvingar fram skärpt säkerhet

Även om NS2 var "färdig att använda" från andra kvartalet 2022, togs pipelinen aldrig i drift på grund av EU:s sanktioner mot Ryssland i kölvattnet av invasionen av Ukraina. I somras uppgav också Gazprom att man tvingats stänga NS1 på grund av "tekniska problem", vilket gör att gasleveranserna till Europa varit obefintliga sedan 31 augusti.

Förlorad Nord Stream-infrastruktur skickar en dramatisk signal för vad som kan komma framöver. Gazprom ströp i helgen sina gasleveranser till Italien, ett av de EU-länder som är mest beroende av rysk gas, med hänvisning till en tvist kring nya österrikiska regleringar (gasledningen går via Österrike).

Ryssland har även uppgett att man överväger att stänga av leveranserna via Ukraina (Brotherhood/Soyuz pipeline), det sista nätverket som fortfarande levererar gastillförsel till Västeuropa. En potentiell stängning av dessa ledningar innebär att Västeuropa skulle vara helt avstängt från rysk gasförsörjning – och lämna Turkstream som enda leverantör av naturgas till Syd- och Sydosteuropa genom Turkiet.

Den allvarliga risken för att Brotherhood eller Soyuz-gasledningarna, som går genom Ukraina, kommer att skadas under det pågående kriget och det överraskande tillintetgörandet av NS1 och NS2 utgör avgörande element av osäkerhet.

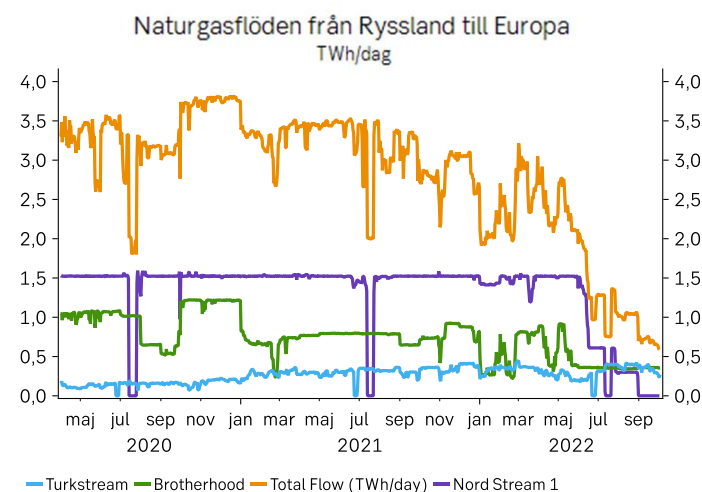
Ett värsta-scenario skulle vara liknande sabotage på västeuropeiska rörledningar och LNG-terminaler (Liquefied Natural Gas). Norge täcker normalt närmare 25 procent av den naturgas som förbrukas i EU och Storbritannien. Att förlora den norska gastillförseln nu efter att ha förlorat nästan hela den ryska tillgången skulle uppenbarligen vara katastrofalt för Europa.

Sammanfattningsvis jobbar EU nu intensivt med att finna alternativa naturgasförsörjningar samtidigt som man måste hantera allvarliga säkerhetsproblem för livsviktig energiinfrastruktur. Vi kommer sannolikt se fler leveransstörningar framöver, och marknaden kommer att förbli osäker. För närvarande har priserna kommit ner till lägre nivåer än vad vi såg före sabotaget och Gazproms uttalanden om sannolika leveransstopp genom Ukraina. Detta drivs till stor del av vädret som har varit/är mildare och blåsigare än normalt. Samtidigt ligger EU:s gaslager på 90 procent, vilket är 3 procent över femårsgenomsnittet. Detta skickar en baisseartad signal till marknaden då det samtidigt frigörs volymer när nya LNG-tankfartyg

väntar på att lossa sin last inför vintern. Vår bedömning är att lagren "toppar" i slutet av oktober innan uttagssäsongen börjar, när vädret blir kallare. Europa kan dock långt ifrån slappna av. I händelse av en attack på västeuropeisk naturgasinfrastruktur med potentiell förlust av även dessa naturgasflöden talar vi om djup, europeisk energisvält, och prissättning därefter.

Prognoser naturgaspriser (EUR/MWh)

	September	Juni	Förändring
Q4 -22	225	125	+100
Q1 -23	215	115	+100
Q2 -23	135	70	+65
Q3 -23	100	60	+40
Q4 -23	115	70	+45
2023	141	80	+61
2024	80	50	+30
2025	60	40	+20



Denna text är en översättning, förkortning och delvis uppdatering. Hela rapporten (engelska) finns här [Commodity Research: Double Bubble Trouble - Natural Gas update](#)

Ole Rodahl Hvalbye,
Cecilia Kohonen

Nyväckt ränteoptymism men för tidigt för Fed att mjukna

Oro för globala återverkningar och vissa svaga data har fått marknaden att tvivla på hur snabbt Fed kan höja sin styrränta. Vår bedömning är att det är för tidigt för Fed att mjuka upp retoriken igen.

Centralbankerna, inte minst amerikanska Federal Reserve, har under den senaste månaden skruvat upp tonläget ytterligare. Samtidigt börjar röster höjas för att den sammanlagda åtstramningsdosen kan bli mer än vad global ekonomi och de finansiella marknaderna tål. De stora rörelserna i brittiska räntor har spilt över även på USA och väckt mer generella frågor kring motståndskraften mot högre räntor (läs mer på sid 3). Maurice Obstfeld, med bakgrund från bl a IMF och Vita Husets President's Council of Economic Advisor, ser en risk för att centralbankernas okoordinerade penningpolitik kan utlösa en global recession. Ekonomipristagaren och New York Times-medarbetaren Paul Krugman, normalt en anhängare av ekonomiska stimulanser, frågar i en av sina senaste kolumner om Fed trycker för hårt på bromsen. Till och med FN varnar nu för att Fed och andra centralbanker går för hårt fram. Marknaden har börjat skala ned sina förväntade höjningar från Fed, med stöd även av något svagare data (gårdagens tjänste-ISM gick dock mot strömmen). Toppen väntas nu hamna runt 4,50 procent nästa vår mot tidigare som mest nära 4,75 procent. Börserna har fått ny luft under vingarna i denna miljö. Men är Fed redan på väg att byta fot i mjukare riktning?

Fed behöver ta globala hänsyn men USA väger tyngst

Vi delar synen att centralbankernas aggressiva höjningar ökar nedåtriskerna för ekonomin i både USA och omvärlden i förhållande till de bedömningar vi gjorde i *Nordic Outlook* i slutet av augusti. Kommentarer från Fed nyligen tyder på att man börjar lägga större vikt vid riskerna för global ekonomi och hur detta kan slå tillbaka mot USA:s ekonomi. Feds vice ordförande, Lael Brainard, medgav i ett tal häromveckan att den kombinerade effekten av Feds och andra centralbankers höjningar kan bli större än av höjningarna var och en för sig, 1+1=3 med andra ord. Det verkar också som om även Feds ledamöter har blivit lite skakade av de stora marknadsreaktionerna på den brittiska mini-budgeten.

Vår syn är ändå att det är för tidigt för Fed att backa från sina hökakliga signaler. Feds trovärdighet har skadats efter de senaste årens många policymisstag: Bytet till ett nytt och mjukare ramverk under pandemin i kombination med Feds uttryckliga löfte om att låta inflationen stiga inte bara till, utan över, målet, Feds tidigare felaktiga beskrivning av inflationen som "övergående" och fjolårets envisa fasthållande vid obligationsköp och nollränta när inflationen redan hade börjat skjuta i höjden. Feds huvudfokus förblir behovet av att återställa förtroendet för sitt inflationsmål och på kort sikt ligger riskerna för inflationen alltså på uppsidan.

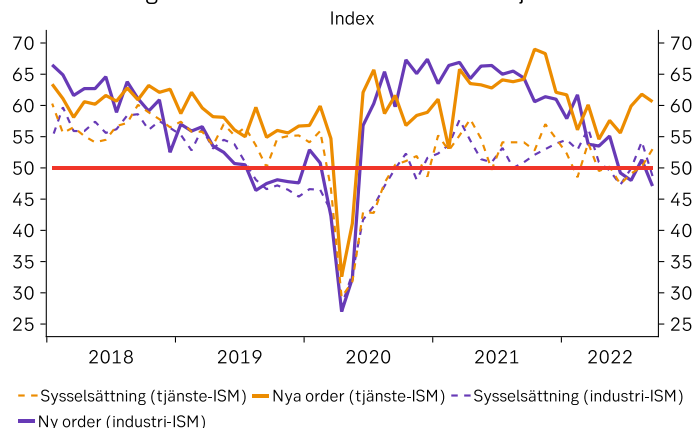
Därtill började Fed, efter lite svagare data i början av sommaren, mjuka upp tonen bara för att sedan tvingas svänga runt på nytt efter nya styrketecken i ekonomin och överraskningar på uppsidan för inflationen under augusti. De senaste svaghetstecknen räcker nog därför inte för att Fed ska kunna omvärdera riskerna för inflationen, även om utvecklingen går i rätt riktning.

Lägre industri-ISM men långt från recessionsnivåer

Den oväntat kraftiga nedgången i ISM:s inköpschefsindex för industrin i september tyder på att Feds åtstramningar, stark dollar och svagare omvärldsefterfrågan börjar bita på sentimentet. Men även om indexet nu ligger på nivåer liktydiga med i stort sett stillastående aktivitet i industrin har det fortfarande en bra bit kvar till de nivåer något över 40 som historiskt indikerat recession i hela

ekonomin. Vi tror att industri-ISM kommer att fortsätta att gradvis falla. Men takten är fortfarande osäker. Tjänste-ISM låg kvar på höga nivåer i september, vilket tyder på en fortsatt motståndskraftig tjänstesektor och inhemsk ekonomi.

ISM: Svaghetstecken i industrin men stark tjänstesektor



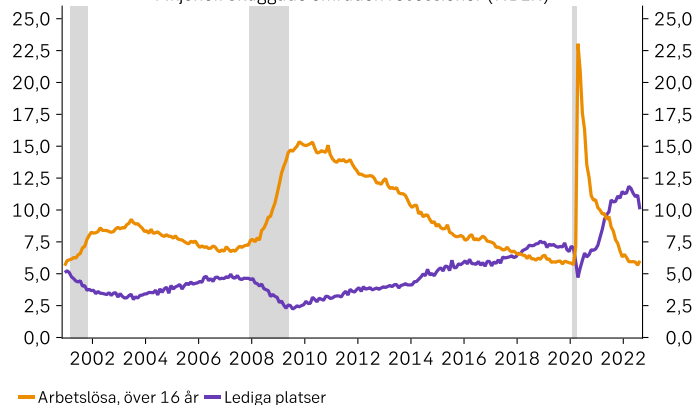
Källa: Institute for Supply Management (ISM), Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden på väg mot en bättre balans

En annan viktig – och glädjande – signal för Fed är det oväntat stora fallet i antalet lediga jobb (Job Openings and Labor Turnover Survey, JOLTS) i augusti, till de lägsta nivåerna sedan juni i fjol. Data för lediga jobb har hamnat i fokus för Fed efter pandemin, eftersom den bidrar till att förklara varför löneökningarna dragit iväg trots att arbetslösheten inte fallit under nivåerna innan pandemin (då löneökningstakten förblev stabil). Det historiskt höga antalet lediga jobb efter pandemin i förhållande till antalet arbetslösa vittnar om en extrem övrefterfrågan på arbetskraft. I augusti sjönk antalet lediga jobb per arbetslös till 1,7 från 2 i juli, men det är fortfarande högt över nivån innan pandemin på 1,2.

Denna arbetskraftsbrist har lett till en snabb omsättning på arbetsmarknaden, där frivilliga uppsägningar ("quits") stigit till historiskt höga nivåer, drivet av möjlighet till bättre löner och villkor vid jobbbyten. "Quits" låg kvar på en hög nivå i augusti. Arbetsmarknaden är därmed fortfarande stram och riskerna för lönerna alltså kvar på uppsidan. Arbetsmarknaden ser ändå ut att ha tagit de första stegen mot en bättre balans, vilket är avgörande för Feds möjligheter att förhindra en pris-lönespiral. I den bästa av världar kan överefterfrågan på arbetskraft dämpas utan att ekonomin behöver bromsa in alltför mycket. I så fall skulle Fed heller inte behöva trycka upp arbetslösheten och recessionsriskerna skulle därmed minska. Om detta scenario kan bli verklighet är dock för tidigt att säga.

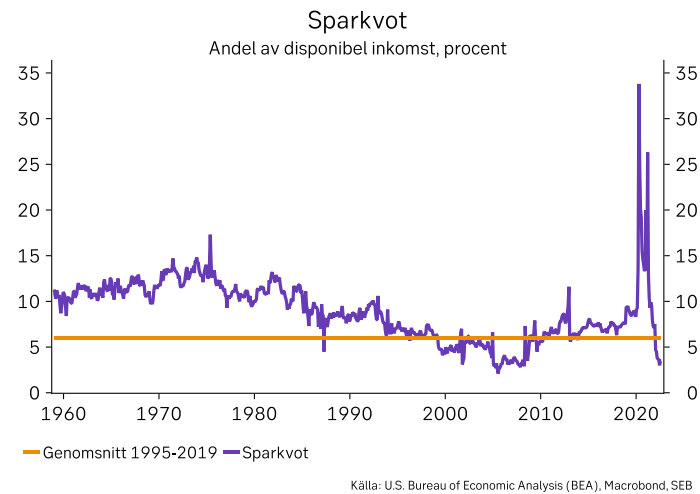
Lediga platser och arbetslösa
Miljoner. Skuggade områden recessioner (NBER)



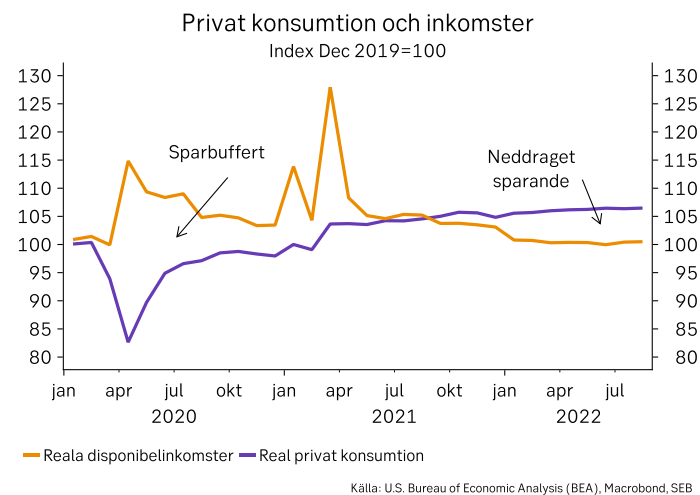
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Hushållen har börjat dra ned sina sparbuffertar

Lite sämre utsikter för privat konsumtion kan, på marginalen, också dämpa kraven på Fed att gå fram med snabba räntehöjningar. Nedreviderade data för sparkvoten visar att hushållen grävt djupare i sina spargrisar än vad som tidigare antagits. Det minskar utrymmet för hushållen att hålla uppe konsumtionen i en miljö med fortsatt köpkraftspres från hög inflation och snabbt stigande räntor.



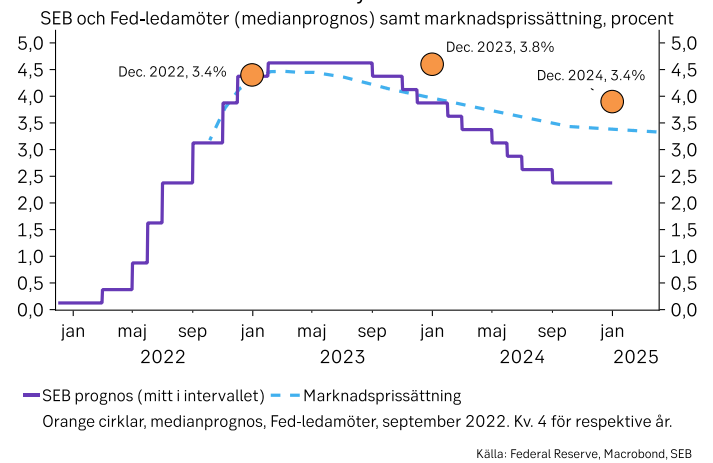
Fortfarande har hushållen dock stora buffertar kvar efter olika finanspolitiska stöd och låg tjänstekonsumtion under pandemin. Denna buffert kan illustreras av skillnaderna mellan den orange och lila linjen i diagrammet nedan, där det nya gap som nu uppstår mellan svagt stigande konsumtion och fallande realinkomster ännu är litet i förhållande till det stora omvända gapet under pandemin. Vi vet dock inte hur denna buffert är fördelad på olika hushåll och hur stora grupper av befolkningen som nu börjar bli finansiellt trängda.



75 punkter i november allttjämt huvudscenariot

Vi justerade upp våra prognoser från Fed efter det senaste räntemötet 21 september i linje med Fed-ledamöternas egna uppjusterade prognoser till 4,25-4,50 procent i slutet av detta år och en topp på 4,50-4,75 procent i början av 2023. USA:s ekonomi är på väg att sakta ner, men det är tveksamt om det kommer att ske tillräckligt snabbt för att få Fed att backa redan nu. Senaste data räcker inte för att ändra den bilden.

Feds styrränta



Kortsiktigt blir fredagens sysselsättningsrapport och nästa veckas inflationsdata, båda för september, viktiga. Vi tror att sysselsättningen fortsatte att växa i en relativt hög takt (+230 000 jämfört med i genomsnitt 180 000 per månad innan pandemin) men att jobbtillväxten ändå gradvis är på väg att växa ned.

Kärninflationen var oväntat hög i augusti och priserna exklusive mat och energi steg med 0,6 procent, långt över de ca 0,2 procent som var normen innan pandemin. Vår, och konsensus, prognos är att kärnpriserna fortsatte att stiga snabbt, eller med 0,5 procent, även i september, vilket skulle vara en signal till Fed att det ännu är för tidigt att blåsa faran över. Penningpolitiken verkar normalt med fördröjning på ekonomin och särskilt vad gäller arbetsmarknad och priser. Men i ett läge där inflationen legat så högt så länge vägar Fed inte lita på att politiken biter, utan behöver se faktiska bevis i data. Det gäller särskilt som Feds, och andras centralbankers, skräckscenario är att hög inflation idag permanentas i inflations- och löneförväntningar på det sätt som skedde under 1970-talet.

Infriars prognoserna för sysselsättning och inflation talar det mesta för att Fed levererar ännu en 75-punktershöjning vid mötet 2 november. Takten därefter avgörs av inkommande data. I septemberprognosen räknade drygt hälften av Feds ledamöter med ytterligare höjningar på totalt 125 punkter under resten av året och nästan lika många med 100 punkter. Det räcker därmed med att en ledamot byter fot för att Fed ska nöja sig med 25 punkter i december följt av ytterligare 25 punkter i början av nästa år.

Långa räntor har fallit för mycket

Tumregeln för långa räntor är att 10-årsräntan toppar något före och ungefär vid samma nivåer som styrräntan. En styrräntetopp på 4,50-4,75 procent skulle därmed implicera en topp för 10-årsräntan på drygt 4,50 procent. Vår prognos på 4,30 procent indikerar alltså en viss nedåtrisk för styrränteprognosen. Den senaste tidens räntefall till som lägst runt 3,60 procent tyder dock på en överdriven optimism kring hur snabbt Fed kan väntas svänga runt.

Vi har även reviderat upp vår syn på hur högt ECB kan höja och prognostiserar nu en styrränta på 2,50 procent (inlånsräntan) i slutet av detta år och en topp på 2,75 procent i början av 2023. Prognosen motsvarar höjningar på 75 punkter på de två kommande mötena i oktober och december följt av en höjning på 50 punkter i februari nästa år. Styrränteprognosen för ECB motsvarar enligt samma resonemang som för Fed att tysk 10-årsränta kan stiga till 2,50 procent i början av nästa år.

Elisabet Kopelman

Kronans svaga nivåer är inte långsiktigt hållbara

Förra veckan handlade USD/SEK på en ny all-time-high på 11,50. Rörelsen kommer av en perfekt storm för dollarn med stora globala ekonomiska, politiska och finansiella osäkerheter. Samtidigt har framför allt momentum-drivna fonder tagit dollarkursen till nivåer som är helt fränkopplade fundamenta och som förr eller senare kommer att reverseras.

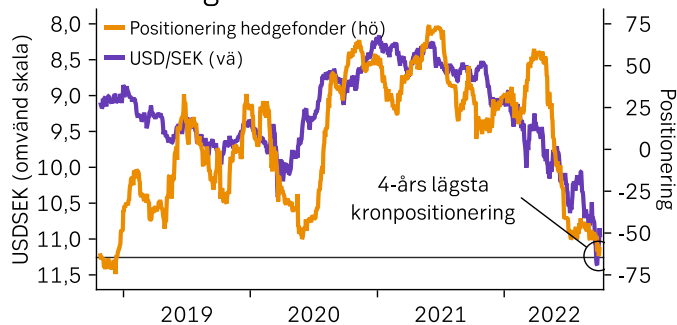
Kursrörelser har tappat kontakt med fundamenta

Kronan har försvagats kontinuerligt både mot euron men framför allt mot dollarn sedan förra året. Att USD/SEK handlade på låga 8 förra sommaren känns väldigt avlägset efter att kronan förra veckan föll till en ny all-time-low vs dollarn på 11,50. Årets försvagning har flera ben:

1. USD-styrka är alltid synonymt med svag euro och svagare krona.
2. Kriget i Ukraina ger kronan en riskpremie från geopolitisk osäkerhet, detta var mycket tydligt veckorna innan respektive efter krigsutbrottet.
3. Energikrisen som drabbat Europa som ett resultat av Rysslands invasion och stoppade gasleveranser o s v påverkar inte bara europeisk konjunktur utan även Sveriges som ju är tätt ihopkopplad med Europa.

Den mycket defensiva miljö vi befinner oss i just nu med penningpolitisk åtstramning och fallande tillväxt/börser är normalt dollarpositiv och så även denna gång. I vår kvantitativa FX rapport FX Pilot fortsätter globala korrelationer att visa att kronan är starkt positivt korrelerad med riskaptit. För ca 20 år sedan myntade en London-baserad strateg begreppet dollar-smile: i tider av stor finansiell oro och lågkonjunktur samt i tider då börsen är urstark stärks dollarn mot de flesta valutor. Däremellan ("mellanmjölk") brukar dollarn falla. Valutarörelser blir också ofta långt större än vad som är fundamentalt motiverade eftersom finansiell handel är långt större än underliggande flöden. Över tid ser man också att extrema nivåer sällan blir långvariga utan att marknaden hamnar i en trendande miljö där nivåerna till slut blir väldigt ansträngda. I detta nu är hedgefonder djupt involverade i valutamarknaden och det är ett relativt säkert "bet" att säga att trendföljande fonder (CTAs) har jagat dollarn högre mot i stort sett alla andra valutor och varit den enskilt viktigaste faktorn för dollarstyrkan. Men valutahandel som inte bygger på fundamenta, utan på spekulation, kommer förr eller senare att reverseras. Europas energikris sätter stora minustecken framför euron när bytesbalansen urholkas av den massiva chock i handelsvillkor (engelska terms-of-trade) som stigande energiimport medför.

Hedgefonder har sålt kronor

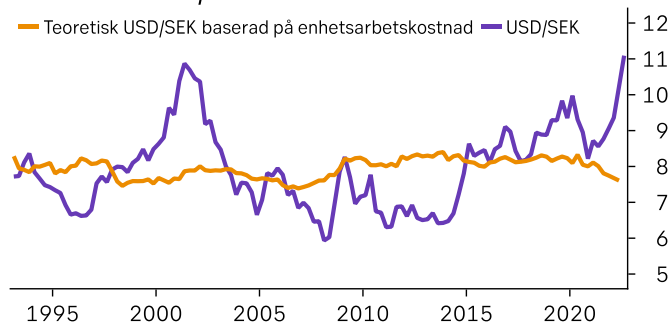


Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

Samtidigt har underliggande och relativa fundamenta för kronan stärkts i takt med att sårbarheter i vår omvärld blottas:

1. Nationell skuldsättning är låg och sjunkande, trots hög bolåneskuld.
2. BNP har utvecklats i linje med USA även under pandemin då den amerikanska staten tryckte konsumtionscheckar till en sårbar USA-konsument som driver BNP.
3. Vår statsbudget har en närmast kronisk förmåga att generera överskott och vår interna "kostnadsutveckling" är i paritet med USA (enligt enhetsarbetskostnad, se graf nedan).

USD/SEK mot teoretisk nivå



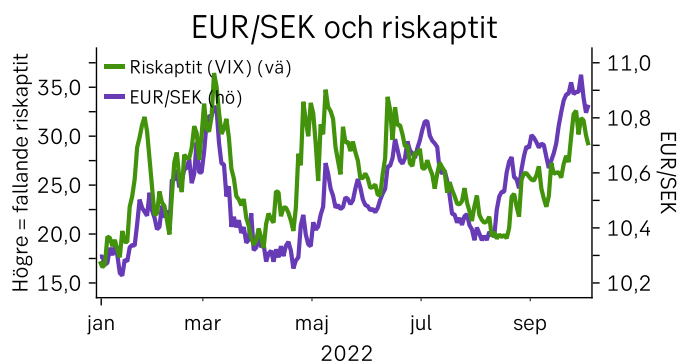
Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

Vem bryr sig om kronan nu?

Riksbanken har ansvar för inflationsmålet men det är regeringen som ansvarar för vår växelkursregim (flytande men därmed inte helt delegerad till marknaden?). Nyligen kommunicerade den schweiziska centralbanken att den kan intervensera åt bägge håll (starkare eller svagare) om den rekordstarka schweizerfrancen skulle äventyra inflationsmålet (KPI var då på 3 procent att jämföra med Sveriges 8-9 procent). Att schweizerfrancen är en hårdvaluta kommer från många år av upprepad retorik och förtroendeskapande åtgärder för att visa att växelkursen är en viktig parameter i stabiliseringspolitiken. I Sverige har Riksbanken jobbat för undvika att kronan stärks för att få upp inflationen och detta har satt sig i marknadens institutionella minne där få tror att kronans trend lägre kommer att upphöra och där de därmed agerar därefter. Riksbanken och nu även Riksgälden säljer dessutom SEK i detta känsliga läge. I utländsk valuta är svenska tillgångar nu mycket billiga. Riksbankens QE-program (tillgångsköp under 2015-19) kom i ett läge där Sverige hade stora överskott i bytes- och budgetbalans och pressade kapital (både svenskt och utländskt) att söka sig bort från SEK. När Sverige nu till slut har en ränta att erbjuda samt att Sverige kommer att spara mindre kommande år (med sämre bytes- och budgetbalans som följd) borde kapitalströmmen vända hem igen.

Så hur slutar det?

Vi tror att Fed kommer att fortsätta höja räntan under kv.4 och en bit in på 2023, men marknaden är nu bättre förberedd på kommande åtstramning. Detta gör att Fed snart är att betrakta som neutral faktor för dollarn och på sikt även dollarnegativ. Den stora osäkerheten ligger därmed kvar på Europas hantering av energikrisen och hur Putin kommer att reagera på ukrainska framgångar på slagfältet. Under kommande månader kommer även företagens vinstutsikter att revideras ner vilket kan pressa riskaptiten ytterligare.



Detta gör sammantaget att det är för tidigt att tro på en snabb vändning i USD/SEK samtidigt som nivåerna är mycket attraktiva. Eftersom marknaden är mycket köpt (lång) USD/SEK riskerar fallet bli snabbt om positiva nyheter kommer från Europa/Ukraina eller om Fed tar ett steg tillbaka från aviserade räntehöjningar. Den stora osäkerheten ligger i den kraftigt förhöjda geopolitiska risken. Vi behåller korta prognoser i USD/SEK som pekar svagt uppåt men upprepar samtidigt 12 månaders prognosen på 9,95 i USD/SEK.

Carl Hammer & Karl Steiner

FICC Sales: Förslag för köpare av USD

Vi ger förslag på två köpstrategier för er som har ett behov av att köpa USD om antingen 3 eller 6 månader och vill undvika oron för att eventuellt behöva köpa in USD på kurser över 11,00 men samtidigt ha möjlighet att delta i en potentiell lägre USD/SEK-marknad, i enlighet med Carl Hammers och Karl Steiners analys.

Förslag att köpa USD/SEK via en Konvertibel Termin om 3 månader

Löptid: 3 månader

Terminsref: 10,98

Strike: 11,00

Barriär (am): 10,35

Möjliga utfall vid förfall om 3 månader:

- Ligger marknaden över 11,00 om 3 månader så köper bolaget USD mot SEK till kurs 11,00.
- Ligger marknaden mellan 11,00 och 10,35 om 3 månader så köper bolaget USD mot SEK i den rådande marknaden.
- Om USD/SEK har handlats på eller lägre än 10,35 under strukturens löptid så aktiveras strukturens barriär och bolaget köper USD mot SEK på 11,00.

Förslag att köpa USD/SEK via en Konvertibel Termin om 6 månader

Löptid: 6 månader

Terminsref: 10,95

Strike: 10,95

Barriär (am): 10,25

Möjliga utfall vid förfall om 3 månader:

- Ligger marknaden över 10,95 om 6 månader så köper bolaget USD mot SEK till kurs 10,95.
- Ligger marknaden mellan 10,95 och 10,25 om 6 månader så köper bolaget USD mot SEK i den rådande marknaden.
- Om USD/SEK har handlats på eller lägre än 10,25 under strukturens löptid så aktiveras strukturens barriär och bolaget köper USD mot SEK på 10,95.

Med de här strukturerna så tar bolaget bort den framtida oron kring marknads olika osäkerheter och har möjlighet att undvika en USD-förstärkning om marknadsoron skulle öka och USD/SEK skulle börja handlas upp över 11,00 igen men har samtidigt möjligheten att kunna följa med på en potentiellt kraftig SEK-förstärkning, vilket enligt Carl Hammer och Karl Steiner kan ligga i korten.

Helene Hammarström & Christian Gärtner, FICC Sales

Kontakter

FICC Sales Stockholm

Valuta +46 8 506 232 34

Räntederivat +46 8 506 232 37

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 8 506 232 34

FICC Sales Göteborg / Malmö

Valuta +46 31 774 90 60

Räntederivat +46 31 774 91 00

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. 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.