

# Månadens affärsöversikt

Makroanalys oktober 2017

Marknadsföringsmaterial – det här materialet ska anses vara marknadsföringsmaterial och har tagits fram i samarbete med icke-oberoende enheter inom Swedbank, vilka kan genomföra transaktioner i eget lager i instrument som nämns här.

Makro, sidan 2 • Räntemarknaden, sidan 4 • Förslag på kreditplacering, sidan 6 • Förslag på skuldhantering, sidan 8 • Vår valutatasyn, sidan 9 • Förslag på valutahantering, sidan 12

## Centralbanker signalerar normalisering

Den ekonomiska återhämtningen har fått fotfäste. Avgörande för utvecklingen på marknaden kommer att vara om centralbanker kommer att fortsätta normalisera penningpolitiken. Orosmolnen är många. Inflationen fortsätter att vara dämpad. Den politiska osäkerheten i omvärlden har på nytt blossat upp med förnyat fokus på USA-Nordkorea konflikten, och en viss osäkerhet kring folkomröstningen i Katalonien. I närtid väger dock den starka ekonomiska utvecklingen tyngre än politisk oro. Centralbanker behåller den inslagna vägen; försiktig och gradvis normalisering.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve (Fed) beslutade, vid det senaste penningpolitiska mötet, att en neddragning av den stora balansräkningen inleds under oktober månad. Detta är ett viktigt steg i att normalisera den expansiva och okonventionella penningpolitik som uppkom i spåren av finanskrisen. Beskedet är ett viktigt tecken på att USA:s ekonomi har återhämtat sig och att det går att ta sig ur de extraordinära åtgärderna som infördes efter krisen. Fed väntas dessutom höja styrräntan ytterligare en gång under hösten. När Fed sakta men säkert rör sig bort ifrån krisåtgärderna underlättar det för andra centralbanker att sakta gå åt samma håll.



**ANNA BREMAN**  
Chefekonom

möjlig under kommande månader. Vi tidigarelägger därför vår första BoE-höjning på 25 räntepunkter från augusti 2018 till november nu i år – detta trots att brittisk ekonomi har växlat ned.

I Sverige är fokus på att Stefan Ingves kvarstår som riksbankschef. Detta förstärker vår syn att avgörande för Riksbanken blir hastigheten i ECBs reträtt i penningpolitiken samt den svenska inflationsutvecklingen. Riksbankens penningpolitiska beslut för oktober ligger dessutom precis innan ECB:s

beslut kommer, vilket gör att nya signaler är att vänta först i december. Inflationen har, fem månader i rad, kommit in över Riksbankens prognos. Med inflationsutfall över 2 procent de närmsta månaderna gör att vi fortsatt ser en första reporäntehöjning kommer i april.

Politisk oro lär bestå under hösten. Centralbankerna följer självklart denna utveckling och kan snabbt bli mer försiktiga om det politiska läget förvärras och ger en negativ effekt på den ekonomiska utvecklingen. Än så länge har den ekonomiska utvecklingen varit robust och visat på motståndskraft mot politisk oro. Så länge tillväxten fortsätter att visa styrka, och arbetsmarknaden utvecklas åt rätt håll, kommer centralbanker att fortsätta på den inslagna vägen. Det går inte snabbt mot högre räntor, men rörelsen är uppåt.

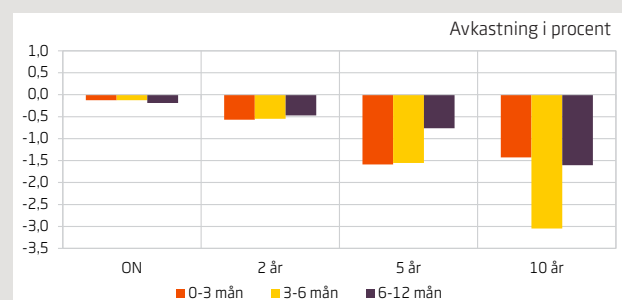
ECB befinner sig flera år efter Fed i normaliseringsprocessen. Vid mötet i slutet av oktober väntas dock ECB signalera en ytterligare nedtrappning av tillgångsköpen, från €60 till € 40 miljarder per månad från och med januari 2018. Vi bedömer att ECB fortsätter med tillgångsköp under hela 2018 och att en höjning av refinansieringsräntan först är aktuell under 2019.

Ett flertal andra centralbanker är också på gång med normalisering. Denna månad uppmärksammar vi Bank of England som sänder signaler att räntehöjning närmar sig. Bank of Englands Gertjan Vlieghe lyfte i ett tal fram en starkare arbetsmarknad och att lönetrycket har ökat något. Såväl Vlieghe som BoE-chefen, Mark Carney, har pekat på att en räntehöjning är

### VALUTAPROGNOS

	9 OKT	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
USD/SEK	8,12	7,97	7,75	7,38
EUR/SEK	9,53	9,40	9,30	9,15
NOK/SEK	1,02	1,02	1,02	1,02
GBP/SEK	10,66	10,33	10,11	9,95
JPY/SEK	7,21	7,05	6,74	6,47
CHF/SEK	8,31	8,10	7,95	7,75
EUR/USD	1,17	1,18	1,20	1,24
USD/JPY	112,68	113,00	115,00	114,00

### AVKASTNING ENLIGT SWEDBANKS RÄNTEPROGNOS



## MAKRO OCH CENTRALBANKER

## Början till slutet på krispolitiken, men ECB och Riksbanken dröjer

Federal Reserve inleder i oktober en neddragning av sin stora balansräkning, som uppkom i spåren av dess ultralätta penningpolitik efter krisen. Beskedet är därmed det första tecknet på att de stora centralbankerna sakta men säkert rör sig bort ifrån krisåtgärderna. ECB och Riksbanken befinner sig dock längre bak i normaliseringsprocessen och tillbakadraganden av deras stimulanser ligger ännu något längre fram i tiden. Stefan Ingves kvarstår som riksbankschef, samtidigt ser vi att en första reporäntehöjning kommer i april. ECB meddelar information om minskade obligationsköp vid sitt nästkommande möte i oktober.

Tongångar om en stramare penningpolitik hörs även från en del andra centralbanker. Bank of England (BoE) tycks ha gått samma retorikkurs som Federal Reserve. Trots strama signaler från räntekommittén redan vid augustimötet var marknaden avvaktande och det var först efter fortsatt högaktiga tal, inklusive från bankens vanligtvis mest duvaktiga ledamot, i september som marknadsomsvängningen kom. BoE antydde att räntan kan behöva höjas under kommande månader. Vi tidigarelägger därför vår första BoE-höjning om 0,25 p.e. till november i år – detta trots att brittisk ekonomi växlat ned.

Trots inflation som i fem månader har kommit in över deras prognos förblir Riksbanken mjuk i närtid och inväntar en minskning av ECBs stimulanser innan de förändrar penningpolitiken. I april tror vi att den nygamla direktionen kommer att finna tiden mogen för en första räntehöjning. Nettoköpen av statsobligationer upphör dock redan vid årsskiftet. ECB avvaktar ännu längre med sina räntehöjningar men minskar trots allt sina obligationsköp från och med årsskiftet. Federal Reserve går framåt med räntehöjningar och har börjat tillåta att förfallande obligationsinnehav rinner av balansräkningen.

ECB och Riksbanken kommer nästa gång att återigen lämna sina respektive räntebesked på samma dag, den 26 oktober. Federal Reserves nästkommande räntebesked publiceras den 1 november.



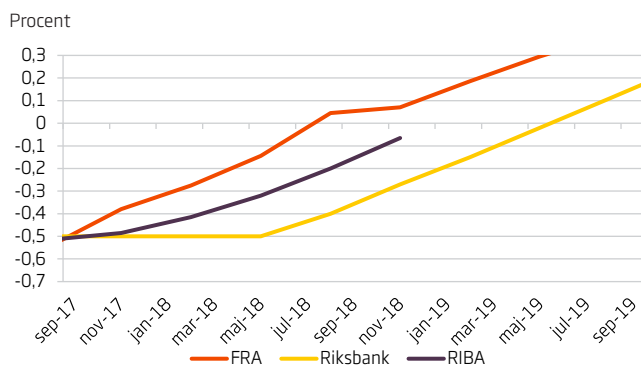
**JANET YELLEN**  
Federal Reserve

## FEDERAL RESERVE (FED)

Som väntat lämnade den amerikanska centralbanken styrränteeintervallet oförändrat, 1,0 till 1,25 procent, vid sitt möte i september och de beslutade att fr.o.m. oktober inleda en försiktig minskning av sin mycket stora balansräkning. Centralbanken justerade ner de närtida inflationsprognoserna något men behöll medianprognosen om ytterligare en höjning i år och tre stycken under 2018. Sysselsättningsdatan för september var i hög grad påverkad av orkanerna och för första gången sedan 2010 registrerades att negativt utfall. Givet förutsättningarna anser vi att man inte ska övertolka utfallet. Vår uppfattning kvarstår om att det är ett bra underliggande tryck på den amerikanska arbetsmarknaden. Arbetslösheten sjönk samtidigt ytterligare till mycket låga nivåer, 4,2 procent. Vi konstaterar att löneinflationen kom in överraskande högt, men att månadsutfallet sannolikt var förhöjt av beräknings- tekniska skäl p.g.a. orkanstörningarna. Kanske än viktigare var därför att man reviderade upp föregående månads löneökningar. Lönetillväxten har tidigare varit den felande länken på en i

AV: INGRID WALLIN JOHANSSON, MARTIN BOLANDER OCH KNUT HALLBERG

## REPORÄNTAN: PROGNOSE OCH MARKNADENS PRISSÄTTNING



## SWEDBANKS PROGNOSE: STYRRÄNTOR

	9 OKT	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
EMU	0,00	0,00	0,00	0,00
USA	1,00-1,25	1,25-1,50	1,25-1,50	1,50-1,75

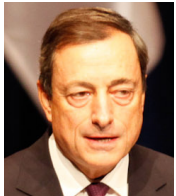
övrigt stram arbetsmarknad.

Federal Reserve har två mål för sin penningpolitik; full sysselsättning och inflation om 2 procent. Vi anser att arbetsmarknads målet i princip är uppnått och den större dramatiken gäller inflationstrycket, som varit lägre än förväntat under större delen av året. Nu senast i augusti visade KPI-inflationen dock ett visst uppsving även om PCE-inflationen, som Federal Reserve föredrar att titta på, fortsatt var låg. Gällande just inflationsutsikterna råder det fortsatt stor oenighet inom räntekommittén. Ordförande Janet Yellen höll för två veckor sedan ett linjetal om osäkerheten kring inflationen, men betonade samtidigt att medianuppfattningen ännu så länge är att tillfälliga faktorer pressat ner inflationen. Detta tolkades som en signal av marknaden att centralbanken avser höja styrräntan igen i december, vilket prisas in till ca två-tredjedelars sannolikhet. Den stora osäkerheten gäller nästa år, där marknaden prissättning implicerar mycket färre räntehöjningar än vad Federal Reserve anger. Swedbanks prognos är en höjning i december i år samt två höjningar under 2018.

Om man blickar framåt är den stora utestående frågan hur sammansättningen i Federal Reserves räntesättande kommitté kommer att se ut. Dels är det många vakanser i den s.k. Board of Governors just nu, dels är det oklart vem som sitter som ordförande om några månader. Janet Yellens förordnande som ordförande löper ut den sista januari och spekulationerna går höga om vem som ska ta över. Ett besked om vem Trump väljer att nominera väntas komma relativt snart. Dessutom

## MAKRO OCH CENTRALBANKER

är det ytterligare åtminstone tre platser i Feds räntesättande kommitté som kommer stå öppna även efter detta. President Trump har därmed en förhållandevis stor makt att påverka kommitténs inriktning framöver, även om de nominerade behöver bekräftas av senaten. I förra veckan godkände senaten även Randall Quarles, som nominerats av Trump, till centralbanken. Ovissheten om hur sammansättningen ser ut komplicerar prognoserna om den framtida penningpolitiken i USA.



**MARIO DRAGHI**  
ECB

### DEN EUROPEISKA CENTRALBANKEN (ECB)

Statstiken som inkommit rörande eurozonens ekonomiska utveckling sedan den senaste utgåvan av Månadens Affärsöversikt har varit något mixad med en marginell övervikt åt det svagare hållet. Industriproduktionen kom in svagare än väntat, 3,2 procent i årstakt mot väntat 3,4 procent, samtidigt som arbetslösheten stannade kvar på 9,1 procent. Inköpschefsindex (PMI), både för tillverkningsindustrin och servicesektorn, utföll dock i linje till något starkare än förväntningarna och ligger med bred marginal över 50-nivån. Ser man till inflationen – den enskilt viktigaste variabeln för ECB – utföll den i viss mån tudelad. Flash KPI (huvudsiffran) blev något lägre än väntat medan den underliggande inflationen, dvs KPI exklusive mat och energi, kom in något högre än prognos. Det skall bli intressant att se hur ECB-chefen Mario Draghi och hans kollegor kommer att hantera denna fråga. Vår uppfattning är att man kommer att se mellan fingrarna denna gång och se det mer som en tillfällig natur. Det kommer dock att vara fortsatt stort fokus på inflationstatistiken framöver.

Vi har inte haft något penningpolitiskt möte från ECB sedan senaste publikation. Ser man däremot till en del tal och andra typer av föredrag som hållits av ECB-ledamöter så framträder en sammanfattande bild av att man är överens om att tillväxten inom eurozonen fortsätter att förbättras samtidigt som riskerna för den ekonomiska utvecklingen blir alltmer balanserade. Däremot så vill inte riktigt inflationen ta fart och har ännu en bra bit kvar till att stabilisera sig kring ECBs mål för inflationen, som definieras som "under men nära 2 procent". En del ledamöter säger uttryckligen att det ännu är för tidigt att påbörja en mer betydande normalisering av penningpolitiken innan inflationen hamnar på mer "fast och stabil" mark, och det skulle i så fall vara på eller strax under två procent som också skall bestå under en något längre tidsperiod.

Vi behåller vår syn på ECB från föregående månad, det vill säga att man kommer succesivt att minska på obligationsköpen från och med januari 2018 och försetter att minska köpen löpande under året för att de sedan ska vara avslutade i början av 2019. Styrräntorna ser vi kommer att börja sin normaliseringsprocess i mitten av 2018, och då först inlåningsräntan som i nuläget ligger på -0,40 procent. I början av 2019 förväntar vi oss att refinansieringsräntan, som i dagsläget ligger på 0 procent, succesivt börjar att höjas. Vid sitt nästa möte i oktober kommer med stor sannolikhet mer konkreta åtgärder om penningpolitiken och obligationköpsprogrammet, som löper fram till årsskiftet 2017/2018, att presenteras.



**STEFAN INGVES**  
Riksbanken

### RIKSBANKEN

Riksbanken förefaller inte ha någon brådska med att ta foten från den penningpolitiska gasen, något som framkom med all önskvärd tydlighet i protokollet från det senaste penningpolitiska mötet den 6 september. Direktionsledamöterna förefaller, i vart fall för stunden, nöjda med reporäntebanan, som indikerar en första höjning under det

tredje kvartalet nästa år. Ledamöterna argumenterar för att det är viktigt att slå vakt om inflationsuppgången och de högre inflationsförväntningarna som etablerats under senare tid efter en rad negativa överraskningar de senaste åren. Några ledamöter, såsom Henry Ohlsson och Martin Flodén, håller dock dörren på glänt för att tidigarelägga en räntehöjning om data överraskar, t.ex. om inflationen fortsätter att komma in högre än prognos. Däremot verkar viljan att fortsätta med nettoköp av obligationer vara mer sval. Vi tror också att dessa avslutas, som planerat, vid årsskiftet men att återinvesteringarna fortsätter. Det kan dock dröja till decembermötet innan Riksbanken bringar klarhet i det. Vid nästa penningpolitiska besked den 26 oktober lär knappast några hårda beslut tillkännages. Läget kompliceras av att Riksbanken lämnar sitt räntebesked ett par timmar tidigare än ECB. Vi står fortfarande fast vid att den första reporäntehöjningen kommer i april 2018, dvs. något tidigare än vad Riksbanken tror. Hastigheten i ECB:s penningpolitiska reträtt och utvecklingen för den svenska inflationen blir avgörande.

Riksbanksfullmäktige beslutade i slutet av september att förlänga riksbankschef Stefan Ingves mandat med ytterligare fem år och förste vice riksbankschef Kerstin af Jochnicks mandat med sex år. Ett inte helt överraskande besked efter att det under sommaren stått alltmer klart att det uppstått ett politiskt dödläge i Fullmäktige kring alternativa kandidater. Beskedet togs emot med något sjunkande räntor och svagare krona eftersom Stefan Ingves personifierar försvaret av den ultralätta penningpolitiken. Kronan har försvagats under september och är nu ca en procent svagare än Riksbankens egen prognos

Hösten har inletts med fortsatt stark svensk ekonomisk statistik och det gäller i hög grad också de framåtblickande indikatorerna. Såväl KI-barometern som PMI för tillverkningsindustrin steg i september och vittnar om en mycket god utveckling för industrin under resten av året. Även PMI för tjänsektorn rekylade kraftigt upp till 63,8 i september. Det är den högsta nivån sedan 2011. Uppgången var bred med positiva bidrag från samtliga delindex. Ökningen i orderingången bidrog mest till uppgången för tjänste-PMI samtidigt som delindex för sysselsättningen steg kraftigt. Detaljhandeln steg i augusti med 2,8 procent i kalenderkorrigerad årstakt. Sammantaget vittnar indikatorerna om en fortsatt bra fart i tillväxten under avslutningen av 2017. I augusti uppgick inflationstakten, enligt KPIF, till 2,3 procent i årstakt. Det var femte månaden i rad som inflationen var högre än Riksbankens prognos. Även om det finns en del tillfälliga faktorer till att inflationen stigit på senare tid, såsom charter- och utrikesresor, så visar statistiken att även den underliggande inflationen fortsätter att trenda uppåt.

## RÄNTEMARKNADEN

## Centralbankerna och årsskiftet präglar marknadsräntorna

Makroekonomisk data som publicerats under september har fortsatt att visa styrka både i Sverige och i utlandet. Bland det som sticker ut finns exempelvis överraskande höga inköpschefsindex för såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorn i många länder. Visserligen varierar inflationstrycket förhållandevis mycket mellan de olika länderna, men vi är fortsatt övertygade om att världsekonomin står inför en allt tydligare, om än försiktig och utdragen, normalisering av penningpolitiken under det kommande året. Detta kommer sätta en distinkt prägel på räntemarknaderna.

AV: INGRID WALLIN JOHANSSON

## RÄNTEMARKNADEN SEDAN MITTEN AV SEPTEMBER

Korta marknadsräntor fortsätter vara styrda främst av centralbankernas penningpolitik och marknadsaktörernas förväntningar för densamma. De räntenivåer som korta svenska och "kärneuropeiska" statsobligationer handlas till har varit relativt oförändrade sedan början av september, vilket inte är förvånande då den förda penningpolitiken och marknadsförväntningsbild inte har förändrats nämnvärt. I USA har däremot korta statsobligationsräntor stigit ungefär 15 räntepunkter under samma period i kölvattnet av dels styrräntehöjningen och dels att marknadsaktörerna i högre grad förefaller tro på Federal Reserves prognoser.

Gällande de längre marknadsräntorna har Sverige i större utsträckning följt med USA sedan början av september. Federal Reserves beslut om att påbörja neddragningar av sin balansräkning genom minskade återinvesteringar var visserligen väntat, men det förändrar trots allt balansen mellan utbud och efterfrågan på amerikanska statsobligationer på sikt. Detta har sannolikt bidragit till stigande långräntor i USA i linje med rörelsen för de korta statsobligationerna. I Sverige lämnade Riksgälden förslag på nya riktlinjer för statsskulden. I detta förordade man att det separata målet för utestående ultralånga obligationer slopas och att dessa istället räknas in i det vanliga durationsmålet samt att detta mål förlängs med motsvarande 0,3 år. Detta innebär förenklat att svenska staten i regel ska emittera längre obligationer än tidigare. Detta bidrog till brantningsrörelsen för den svenska statsobligationskurvan under perioden. Långa tyska statsobligationsräntor har visserligen också stigit, men i något mindre utsträckning. Detta innebär att den svenska räntekurvan i relativa termer blivit brantare mot både Tyskland och USA. Räntorna på bostadsobligationer har under månaden i hög grad handlat med oförändrad ränteskillnad mot statsobligationer.

Vidare noteras att politisk risk åter blivit ett tema i räntemarknaden i samband med den katalanska folkomröstningen och därmed tilltagande spänningar mellan centralmakten i Madrid och regionstyret i Barcelona. Spanska räntor har fluktuerat mycket i linje med nyhetsflödet och även regionen Kataloniens obligationer har handlats volatilt. Ännu så länge är rörelserna tämligen begränsade för statsobligationer från övriga ländrar i södra Europa. Portugals obligationsräntor har tvärtom fallit kraftigt under månaden då deras kreditbetyg reviderades upp till investment grade av Standard & Poor's.

## FRAMTIDSUTSIKTER - RÄNTEMARKNADEN

Vår bedömning är att det framöver fortsatt är centralbankernas normaliseringsprocesser som sätter tonen på räntemarknaden. De väntas dock dra ner på stimulanserna i olika hastigheter och vid olika tidpunkter vilket förväntas få stor påverkan på hur marknadsräntorna i olika länder utvecklas i förhållande till varandra. Medan Federal Reserve är en bra bit på väg, ligger tyngdpunkten på ECBs tillbakadragande fortfarande längre fram, även om vi förutser en neddragning av obligationsköpen redan från kommande årsskifte. ECB väntas lämna besked om detta vid oktobermötet. Vår bedömning är att Riksbanken väntar in tydliga signaler från ECB innan de ändrar sin retorik inför en första räntehöjning i april, vilket är tidigare än Riksbanken själv prognostiserar. Vi tror dessutom att de formella nettoköpen av statsobligationer avslutas vid årsskiftet, även om Riksbanken väntas återinvestera det stora förfallet av SGB1052 (förfall i mars 2019) långt i förväg så att bruttoköpen fortsätter i ungefär samma takt under 2018.

Vi förutser därmed en ränteuppgång överlag under det kommande året. I både Sverige och Europa väntas avkastningskurvan dessutom att branta i kölvattnet av att man börjar se slutet på centralbankernas obligationsköp vilket torde lyfta långräntor samtidigt som korträntorna fortsatt är mycket låga p.g.a. policyräntornas nivå. I USA förväntar vi oss däremot att räntekurvan initialt brantar men därefter åter flackar då vi prognostiserar en 0,75 procentenheters styrräntehöjning fram t.o.m. december 2018, något som idag ligger långt över marknadsprissättningen. Vi tror visserligen på ett uppställ för långa räntor i närtid då diskussioner om skattereform och en ny eventuellt mer hökaktig Fed-chef nu verkar ta fart på allvar. Den framtida uppgången i långräntor ser däremot mer begränsad ut då en betydande ökning av federala utgifter och/eller stora ofinansierade skattereformer i slutänden inte ser särskilt troliga ut. Samtidigt kan dock de minskade återinvesteringarna till viss del motverka den flackningstrend som brukar ses i räntehöjningscykler då det tillgängliga utbudet av obligationer ökar.

Då vi befinner oss i det fjärde kvartalet handlar den vanliga tremånaderspunkten nu över årsskiftet. Detta innebär att årsskiftesrelaterade effekter börjar bli tydliga och utöver nedåtttryck på interbankräntor. Vi prognostiserar vidare att tendenserna från de senaste åren med fallande Stibor 3m fram till årsskiftet upprepas, vilket även förmodas präglade de olika ränteprodukter som baseras på denna viktiga ränta. Exempelvis kan ränteskillnaden mellan ränteswappar och statsobligationer ("swapspreaden") återigen antas falla fram till årsskiftet, för att därefter stiga.

## RÄNTEMARKNADEN

## STATSRÄNTOR

## SWEDBANKS PROGNOSS: OBLIGATIONER

		9 OKT	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	2 år	-0,68	-0,45	-0,20	0,05
	5 år	0,01	0,35	0,70	0,95
	10 år	0,93	1,10	1,45	1,70
EMU	2 år	-0,70	-0,60	-0,40	-0,20
	5 år	-0,26	-0,05	0,25	0,60
	10 år	0,46	0,65	0,90	1,20
USA	2 år	1,49	1,65	1,90	2,20
	5 år	1,95	2,25	2,40	2,60
	10 år	2,35	2,70	2,85	3,10

## SWEDBANKS PROGNOSS: SWAPRÄNTOR

		9 OKT	3 MÅN	6 MÅN	12 MÅN
Sverige	Stibor3M	-0,54	-0,35	-0,10	0,05
	Stibor6M	-0,44	-0,25	0,00	0,15
	Swap 2 år	-0,16	0,10	0,35	0,55
	Swap 5 år	0,50	0,85	1,20	1,40
	Swap 10 år	1,29	1,45	1,80	2,00
Euroområdet	Euribor 3M	-0,33	-0,30	-0,25	-0,10
	Euribor 6M	-0,27	-0,24	-0,15	-0,05
	Euribor 12M	-0,16	-0,13	-0,08	0,00

## FÖRSLAG PÅ KREDITPLACERINGAR

## Tecken på svagheter!

Augusti visade tendenser till svaghet i kreditmarknaden som vi nämnde i förra månaden. September däremot var stark, i linje med resten av 2017, och egentligen i hela världen. Oljepriset var upp under september och det är relevant för kreditmarknaden då delar av den amerikanska obligationsmarknaden är oljerelaterade bolaget, främst inom segmentet High Yield. Detta segment är relativt stort och hade en god utveckling. Därutöver visade sig konjunkturen vara stark vilket också bidrog till något lägre kreditpremier.

AV: BABAK HOUSHMAND

Globala börser har varit starka under månaden, främst i Sverige, som delvis får tillskrivas en uppgång i dollarn. Dessutom har vissa av de geopolitiska händelser som hägrade under föregående månad fått mindre uppmärksamhet och precis som vi påtalade då så hade dessa ingen större påverkan på kreditmarknaderna. I Europa har en ny händelse fått uppmärksamhet, nämligen den katalanska folkomröstningen om självständighet från det övriga Spanien. Detta har haft viss effekt på spanska statsobligationer men kreditmarknaden har varit opåverkad av denna händelse och vi tror inte heller att den kommer påverkas nämnvärt även vid ett sämre scenario, kanske med undantag för lokala spanska bolag.

En industrirapport visade häromdagen att svensk industriproduktion inte har varit så stark på nästan tio år. Det och i övrigt en stark global konjunktur ger stöd för fortsatt lägre kreditpremier för väldigt många bolag. Den sektor som däremot visar på svagheter, delvis anekdotiska, men som även syns i prissättningen på obligationsmarknaden är bostadsutvecklare. Dessa har gått kräftgång både på börsen och nu även på obligationsmarknaden. På börsen visar även byggbolagen tendenser till svagheter. Dessa är inte väl representerade på obligationsmarknader givet att deras kapitalbehov är begränsat men det är i våra ögon relevant att följa utvecklingen även här.

Nyemissionsmarknaden är stark och många bolag fortsätter att diversifiera sin finansieringskälla från traditionell bankupp-

låning till obligationsmarknaden. Den europeiska kreditmarknaden är i våra ögon starkare än den nordiska och man får relativt sett bättre riskpremie i Norden. Den starka trenden med bolag som emitterar så kallade gröna obligationer är fortsatt stark och inget pekar på att den trenden skall avta. Dessa obligationer måste fylla ett antal kriterier för att få vara gröna, tex. fastigheter med viss energiprestanda eller pengar öronmärkta för vissa specifika projekt. Dessvärre för investerare brukar dessa obligationer ha en något lägre riskpremie än sina motsvarande obligationer som inte är "grönmärkta".

När kreditpremier är så pass låga som de är nu bör man försöka skilja agnarna från vetet. När sentimentet blir svagare så kommer det att synas i större utsträckning än det gör i en stark marknad. Det är inte alltid lönsamt att investera i de bolag och obligationer som ger högst kreditpremie i dagsläget då de med stor sannolikhet också kommer vara väsentligt svagare om marknaden viker. Vår syn är fortsatt att man bör inta en viss försiktighet till dylika bolag.

Exempel på bolag som vi tycker har en positiv utveckling operationellt, och detta oavkortat omvärldshändelser, är bland annat Volvo Cars som visar på en ökad försäljning och en hägrande börsintroduktion, även Castellum som är en stark kandidat att ta upp ett officiellt kreditbetyg och slutligen ComHem som fortsätter att förbättra sig.

## FÖRSLAG PÅ KREDIT- OCH RÄNTEPLACERINGAR

## AKTUELLA PLACERINGSFÖRSLAG

## Kreditobligationer investment grade FRN (Rörlig ränta)

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Vasakronan	2019-08-19	3m+ 27	-/-
Castellum	2021-03-01	3m +82	-/-
Ellevio	2024-02-28	3m+85	BBB/ -
Husqvarna	2024-03-01	3m +85	BBB/ -
Saab	2022-09-28	3m+112	-/-

## Kreditobligationer investment grade fast ränta

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Akelius Residential	2021-10-04	1,11 %	BBB/-
Castellum	2020-06-17	0,65 %	-/-
Swedish Match	2020-06-09	0,58 %	BBB/Baa2
Saab	2022-09-28	1,62 %	-/-

## Kreditobligationer high yield

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Oscar Properties	2019-09-03	3m+615	-/-
Rottneros	2022-09-01	3m+355	-/-
Norwegian Air Shuttle	2020-08-07	3m+660	-/-
Volvo Car AB	2022-03-07	3m+162	BB/Ba2
Moberg Pharma	2021-01-29	3m+475	-/-

## Säkerställda obligationer med fast ränta

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Stadshypotek AB	2021-12-15	0,51 %	Aaa
Swedbank Hypotek	2023-03-15	0,90 %	Aaa
Länsförsäkringar Hypotek	2021-09-15	0,42 %	Aaa

## Kommunobligationer

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
K2302	2023-02-22	0,69 %	Aaa

## Certifikat

EMITTENT	FÖRFALL	INDIKATIV RÄNTA	RATING
Vasakronan	2017-11-14	-0,20 %	-/-
Bonava	2017-12-04	0,17 %	-/-
Platzer	2017-12-06	0,21 %	-/-
Fabege	2018-01-11	0,08 %	-/-
MTG	2018-01-29	0,01 %	-/-
Arla	2018-02-27	-0,03 %	-/-



## FÖRSLAG PÅ SKULDHANTERING

## Tillförsäkran om räntehedge i en uppåtgående räntemarknad

Räntemarknaden har sedan i slutet av juni haft en uppåtgående riktning för räntor i 2- till 10 årssegmentet. Inflationen i Sverige tilltar och ligger för närvarande över Riksbankens mål samtidigt som inflationen även tilltar i euro-området. FED har inlett fasen mot en mindre expansiv penningpolitik med både räntehöjningar och reduktion av sin stora balansräkning. ECB och Riksbanken väntas följa efter med räntehöjningar och fortsatt nedtrappning av obligationsköpen under 2018 för ECBs räkning och ett stopp från Riksbankens sida vid kommande årsskifte. På risksidan finns naturligtvis fortsatt geopolitisk oro och att centralbanker inte kommer kunna strama åt penningpolitiken i förväntad takt och att därmed marknaden prisar in för mycket av räntehöjningar. Swedbanks ränteprognoser ligger för närvarande över marknadens prissättning och har i prognosen en första räntehöjning från Riksbanken i april 2018. I en underliggande miljö för fortsatta ränteuppgångar men i en något osäker miljö kan det dock finnas skäl att tillförsäkra sig om vissa framtida räntenivåer. Vi vill därför visa på en strategi där möjligheten till skydd mot fortsatt ränteuppgång finns.

AV: STEFAN KARLBERG

Den uppåtgående ränteutvecklingen indikerar att korträntor kommer börja höjas under nästa år vilket torde innebära att incitamentet för en skuldförvaltare att ligga kvar med en stor rörlig exponering avtar. Skuldförvaltare hamnar lätt i ett dilemma mellan att betala rörligt med förhoppning om fortsatt låga räntor och att därmed missa möjligheten att binda räntan på fördelaktiga nivåer om långräntorna klättrar uppåt. Om låntagaren inte i tillräcklig omfattning hittills försäkrat sig om ett högre ränteläge via avista- eller forwardstartade ränteswappar vill vi, även i en något osäker räntemiljö där vi sett en ränteuppgång från sommaren, visa på en alternativ möjlighet genom att köpa sig rättigheten att ingå en femårig betalarswap 6- respektive 12 månader framåt i tiden. Med osäkerheten kring centralbankernas kommande agerande ser vi det tilltalande att samtidigt finansiera hela kostnaden för detta genom en skyldighet att ingå en ränteswap på dubbla volymen för samma perioder ca 20–25 räntepunkter under dagens forwardkurva. Strategin kallas för en swaptionskorridor och är en s.k. nollkostnadslösning och består i det här fallet av att skuldförvaltaren köper en betalarswaption och samtidigt säljer en erhållarswaption på den dubbla volymen.

## SAMMANFATTNING

- Strategin skyddar låntagare mot en ränteuppgång i långa swapräntor och säkerställer därmed framtida räntekostnader
- Genom att göra en swaptionsstrategi med att sälja dubbla volymen av en erhållarswaption kan låntagaren till nollkostnad låsa in låga nivåer på längre räntebindning

## Strategi 1

Forwardränta 0,70 %	Option	Swap	Strike
Köp Payer swaption	6m	5Y	0,88 %
Sälj Receiver swaption	6m	5Y	0,45 %

## Strategi 2

Forwardränta 0,90 %	Option	Swap	Strike
Köp Payer swaption	12m	5Y	1,05 %
Sälj Receiver swaption	12m	5Y	0,60 %

Priser exkl. XVA

I det första exemplet ovan försäkras sig skuldförvaltaren att inte behöva betala mer än 0,88 procent i fast ränta i 5 år om 6 månader. För att reducera priset för detta ränteskydd tar skuldförvaltaren på sig skyldigheten att betala en fast ränta om 0,45 procent i 5 år på det dubbla beloppet om räntorna skulle sjunka fram till swaptionsens förfall om 6 månader.

Som jämförelse handlas en spotstartad 5-årig swapränta nu till ca 0,50 procent och en 5-åring med start om 6 månader till 0,70 procent.



## VÅR VALUTASYN

## Tillfälligt starkare USD. Ingves dämpar SEK ännu en tid

Dollarn har i linje med vår tro återhämtat sig något men utsikterna framåt är osäkra och kopplade till bland annat huruvida en skattereform i USA kan bli verklighet redan efter nyår. Vår tro på längre sikt är att dollarns räntefördel sakta kommer att urvattnas och att USD/SEK faller ytterligare. ECB väntas vid sitt oktobermöte sätta ned foten med vilken takt man tänker bromsa in obligationsköpen vilket i sin tur kommer att vara viktigt för euron, Riksbanken och kronan. Vår bedömning att Riksbanken höjer räntan redan i april nästa år kvarstår men signaler om en tidigare räntehöjning lär dröja till december med följd att EUR/SEK har begränsad nedsida i närtid. Pundet befinner sig i en långsiktig utförsbacke och en räntehöjning ger bara kortsiktigt stöd. NOK/SEK befinner sig ett mer stabilt intervall mellan 1,01 och 1,04 och vi ser inget i nuläget som tycks ändra det.

AV: ANDERS EKLÖF



### OFINANSIERADE SKATTESÄNKNINGAR LYFTER INTE DOLLARN LÅNGSIKTIGT

I den förra månadsöversikten flaggade vi för att EUR/USD hade stigit väl fort. Förväntningarna var då för lågt ställda vad gäller sannolikheten att Fed höjer sin styrränta igen i december och att Trump lyckas få med sig kongressen på en skattereform. Nu noteras USD/SEK runt 8,15 snarare än de 7,90 som rådde i slutet av september och marknaden har prissatt in ca 70 procent sannolikhet för en räntehöjning i december och ytterligare en höjning i nästa år. Vår uppfattning är att en skattereform dock förmodligen kommer att bli relativt urvattnad då republikanerna i kongressen kommer kräva en finansiering som inte enbart handlar om att täppa till några kryphål och hoppas på skattesänkningar är självfinansierade via högre tillväxt. Många ekonomer, inklusive Fed-ledamöter menar också att ofinansierade skattereformer i detta läge bara riskerar leda till snabb överhettning och högre inflation som Fed måste hantera med högre räntor som i och för sig initialt skall stärka dollarn men frågan är hur uthållig en förstärkning blir. Sammanfattningsvis är osäkerheten relativt stor i nuläget om vart dollarn är på väg på sikt.

Vårt basscenario är att Fed höjer räntan i en maklig takt framöver trots att inflationen är överraskande låg och att löneökningarna ännu inte skjutit fart. Marknaden tycks dock endast prisa in en Fed-höjning i taget. I takt med att andra centralbanker som Bank of Canada, ECB, Bank of England, Riksbanken mfl ser anledning att ta foten av från gaspedalen kommer dollarns räntefördel att avta. Det talar för en fortsatt långsam dollarförsvagning mot kronan sett över det kommande året, även om den prognosen är mycket osäker. Vi kan också lägga till i sammanhanget att president Trump under de närmaste veckorna kommer att utse en ny chef för Federal Reserve. Det har spekulerats om att sittande chef Yellen, som uppfattas vara relativt försiktig med att höja räntorna, kan komma att bli avlöst av en före detta Fed-ledamot Warsh som anses för att höja räntan snabbare. Det finns också ett par andra kandidater som är mer neutrala i sin hållning. Vår bedömning är att en Fedchef tvingas anpassa sig till Feds mandat och omgivningen även om ett tillsättande av Warsh förmodligen skulle stärka dollarn åtminstone på kort sikt.

Vår USD/SEK-prognos på 3 månaders sikt är oförändrad på 7,97 och 7,80 på 6 månaders sikt. Prognosen på ett års sikt är nedjusterad något i ljuset av att den prognosen nu täcker

även fjärde kvartalet nästa år. Då tror vi att förväntningar på att ECB kommer att höja sina styrräntor kommer mer i spel och lyfter EUR/USD ytterligare ett snäpp. Det kan vara på plats att upprepa att USD/SEK-prognosen känns mer osäker än prognosen i EUR/SEK.



### INGVES FORTSÄTTER DÄMPA POTENTIELL KRONSTYRKA

Kronan har varit stabil runt 9,50 under september så när som på en dagsutflykt till 9,66 i samband med att riksbankchef Stefan Ingves och förste vice riksbankchef Kerstin af Jochenick fick sina mandat förlängda. Marknaden hade möjligen hyst förhoppningar att den nya riksbankchefen skulle vara en person som skulle göra en liten annan bedömning av penningpolitiken. Vår bedömning var och är dock att en annan ny Riksbankchef än Ingves sannolikt inte skulle gjort någon större skillnad. Riksbanken lär vara fortsatt avvaktande i oktober vad gäller signaler om eventuellt kommande räntehöjningar. I första hand vill Riksbanken sannolikt försäkra sig om att ECB i oktober ger signaler att man tänker börja trappa ned på sina obligationsköp efter nyår. Det öppnar för att Riksbanken parallellt kan upphöra med sina nettoobligationsköp. Inflationen är visserligen på målet men risken finns fortfarande att inflationsuppgången är av mer temporär karaktär och att exempelvis en ytterligare starkare krona bidrar till att inflationen under nästa år faller tillbaka något. Vår uppfattning är dock att Riksbanken överdriver riskerna med att en något starkare krona skulle riskera inflationsmålet i nuläget. Den globala konjunkturen inte minst i eurozonen och våra grannländer har stärkts. Finanspolitiken kommer att bli mer expansiv nästa år, sannolikt även jämfört med de antagande som Riksbanken utgått ifrån. Den förbättrade efterfrågan både globalt och inhemskt ger en bättre möjlighet för företagen att höja sina priser och arbetskraftbristen inom vissa sektorer torde börja pressa upp löneglidning redan nu. Swedbank bedömning kvarstår att styrräntan kan komma att höjas med 25 punkter i april och ytterligare 25 punkter mot slutet av nästa år medan ECB ligger stilla med sin refinansieringsränta. Det talar för att kronan kan stärkas ned mot 9.15 mot euron under loppet av nästa år.

På kortare sikt räknar vi med att volatiliteten inflationsutfallen är den viktigaste faktorn för kronutvecklingen där mycket fokus ligger på hur servicepriserna som styrs något mer av inhemska kostnadstrycket och hur efterfrågan utvecklas.

## VÅR VALUTASYN

Svenska makrodata har visat på en möjligt ännu starkare konjunktur men i nuläget tycks det varken räcka för Riksbanken eller marknaden att driva kronan mer än marginellt starkare. Som tidigare noterats kan vi inte vänta oss särskilt mycket nya signaler från Riksbanken i oktober då deras räntebeslutet kommuniceras innan ECB redovisar sina beslut. Det finns flera varianter på hur ECB kan väntas trappa ned på sina obligationsköp. Det är viktigt att komma ihåg att ECB med nuvarande takt med köp av obligationer på 60 mdr euro så riskerar banken att "slå i taket" vad gäller andelen köpta tyska obligationer. Det är inget alternativ för ECB att exempelvis istället köpa italienska obligationer (där taket ännu inte är nått) då detta skulle uppfattas som indirekt finansiering av Italiens svaga statsfinanser. Återstår att se om ECB i stället väljer att dra ned mer tydligt på obligationsköpen per månad för att istället kunna hålla igång köpen längre. Hur ECB väljer att göra kan ha relativt stor påverkan på långa euronäntor och på eurons utveckling mot dollarn. Sammanfattningsvis håller vi fast vid att kronan är något undervärderad sett i relation till svenskt bytesbalansöverskott och en relativt starkare tillväxt än i eurozonen samt att korträntedifferensen mot euron kommer att ge kronan ett stöd sett över det kommande året. Prognoserna är i stort sett oförändrad på 3 till 6 månaders sikt på 9.35 men något lägre på 12 månaders sikt 9.15 mot euron då denna prognos nu sträcker sig till slutet av nästa år.



### RÄNTEHÖJNING INGEN UTHÅLLIG LÄTTNAD FÖR PUND I UTFÖRSBACKE

Pundet har varit volatilt senaste månaden i kraftfältet mellan å ena sidan högre än väntad inflation och å andra sidan turerna kring Brexit där förhandlingarna står i stort sett stilla och lär bli mycket utdragna. Pundet har pendlat mellan 10,25 och 10,95 relativt kronan under september. Pundets förstärkning under inledningen av månaden kopplas framförallt till ett överraskande högt inflationsutfall och påföljande uttalanden från Bank of England (BoE) där man upprepade att en räntehöjning är trolig inom en nära framtid. Inflationen är framförallt genererad av det svagare pundet samtidigt som lönetillväxten är dämpad trots en stark arbetsmarknad. Bank of Englands utgångspunkt har tidigare varit att pundet behöver vara svagt och räntan låg för att kompensera för ett efterfrågebortfall som Brexit ger. Det gäller nog fortfarande men BoE är uppenbarligen oroad för att inflation långsamt biter sig fast över målet vilket skulle innebära lägre reallöner. Räntemarknaden prisade snabbt om förväntningarna på BoE som nu är en höjning i november eller december samt ytterligare en inom loppet av ett år. Produktiviteten svag i Storbritannien redan innan Brexit. Produktiviteten var just strax över noll samtidigt som en allt större låg-produktiv arbetsmarknad är kopplad till tjänstesektorn. Att arbetskraften kommer att växa och bidra till tillväxt är mindre troligt då arbetskraftinvandringen kan begränsas efter Brexit. I förlängningen sätter svaga tillväxtan-

taganden, svag produktionstillväxt och osäkerhet kring Brexit press på finanspolitiken.

Den stora risken för pundet är dock bristen på tydlig strategi eller brist på insikt att från den brittiska regeringen vad gäller Brexit-förhandlingarna. Brexit kan sannolikt aldrig innebära att landet får full tillgång till den inre marknaden utan en kostnad, dvs utan att tillåta fri rörlighet av arbetskraft eller att underställa sig EU-lagar mm. Ännu är det långt ifrån klart med skilsmässovillkoren och hur mycket Storbritannien behöver betala in för att klarera sina nuvarande åtaganden. Vidare tycks premiärminister May inte ha fullt stöd internt vad gäller sin förhandlingsposition vilket gör det svårt för EU att gå vidare i förhandlingarna. Frågan om en övergångsperiod efter Brexit på ca 2 år där Storbritannien kan fortsätta att handla under rådande förutsättningar kommer inte att adresseras av EU förrän förhandlingarna har färdigställts. Övergångsperioden kommer heller inte kunna bli längre än två år, vilket till exempel Laborpartiets ledare argumenterat för. Sammantaget håller vi fast vid GBP/SEK-prognosen på 3 månaders sikt på 10,30.



### AVSAKNAD AV TREND I NORSKA KRONAN FORTSÄTTER

Den norska kronan fortsätter att vara relativt stabil mot både euron och svenska kronan. Norges bank reviderade visserligen upp sin räntebana i samband med räntemötet i september. Banken förutspår dock fortfarande att en första räntehöjning inte kommer att ske förrän 2019. Motivet var främst att de lediga resurserna hade minskat snabbare än väntat och att utsikterna för norsk ekonomi förbättrats. Det fick norska kronan att stärkas tillfälligt till den övre delen av intervallet 1,01 till 1,0350 som NOK/SEK handlats inom sedan i juni. Därefter har dock en rad norska makrosiffror överraskat negativt. Vår uppfattning är att detta är tillfälligt men det finns heller inget skäl för Norges bank att ge några nya signaler vid sitt oktobermöte som för övrigt äger rum 26 oktober, vilket är samma dag som både Riksbanken och ECB ger sina räntebesked.

Oljepriset fortsätter att visa på ett tryck uppåt men korrelationen med NOK har fallit på senare tid. Det finns ingen enkel förklaring till detta men möjligen har en del av oljeprisuppgången haft att göra med tillfälliga utbudsfaktorer (oro i Venezuela, norra Irak etc). Att Opec håller fast vid sina utbudsnedskärningar och att den globala konjunkturen är stark hjälper också upp oljepriset. Vår vy är dock liksom tidigare att medel- och långsiktiga utbudsfaktorer som den amerikanska skifferoljan och förnybar energi innebär att uppsidan i oljepriset är starkt begränsat, vilket är något som på längre sikt talar till norska kronans nackdel mot den svenska kronan.

Prognosen i NOK/SEK är i stort sett oförändrad runt 1.02 på 3 till 6 månaders sikt. Det ska ses som ett medelvärde där kursen förmodligen vid vissa perioder kommer att pendla mot 1,04 och andra perioder ned mot paritet.

## VÅR VALUTASYN: TILLVÄXTMARKNADER

## Balanserad valutasyn

Det globala klimatet är i allmänhet gynnsamt för många tillväxtekonomier. Tillväxten har överraskat positivt i G10-länderna sedan juli i år och priserna för exempelvis basmetaller befinner sig på de högsta nivåerna på över tre år. Inflationstakten har fallit i många tillväxtländer under 2017 vilket resulterat i stora räntesänkningar. Denna positiva utveckling balanseras av stor osäkerhet över den amerikanska penningpolitiken och dollarns utveckling vilket gör att vi för tillfället har en neutral till något positiv syn för tillväxtvalutor.

AV: HANS GUSTAFSON

**KINA** Kina har haft en stark valutautveckling sedan slutet av maj i år. När uppgången av renminbin accelererade under den första veckan i september signalerade Kinas centralbank att valutaförstärkningen gått för snabbt. Den 11 september annonserade centralbanken att de avlägsnar det reservkrav på 20 procent som infördes under hösten 2015 i syfte att bromsa dåvarande spekulationer mot renminbin. Signalen gav omedelbar effekt och renminbin har därefter successivt försvagats. Agerandet stärker vår uppfattning att perioden med en trendmässig försvagning av renminbin är över och att beslutsfattarna nu vill se mer av tvåvägsrörelser för att undvika ensidiga flöden som blir svåra att hantera. Kina fick sitt kreditbetyg sänkt av S&P till A+ från AA- under september med hänvisning till den snabba skuldökningen. Detta gav ingen märkbar reaktion på marknaden vilket kan bero på att skulderna i år stabiliserats som andel av BNP. Dessutom minskar andelen dåliga lån i banksystemet i takt med förbättrade företagsvinster. Fokus under oktober är partikongressen där många politiker byts ut och nya riktlinjer för politiken presenteras. Vi har en neutral valutasyn efter den senaste tidens rekyl. Vår prognos för EUR/CNY är 8,0 (7,8) och CNY/SEK 1,14 (1,22) om sex månader.

**RYSSLAND** Den ryska centralbanken meddelade den 21 september att de tar över ägandet av den 12:e största banken i Ryssland, B&N bank. Detta är den andra räddningsaktionen inom loppet av några veckor där staten går in och övertar en privat bank. Centralbankens agerande tyder på att staten inte vill riskera någon bankkollaps med negativa följdverkningar för ekonomin, vilken nyligen återhämtat sig från recession. Oron har ökat över stabiliteten bland de privatägda bankerna i Ryssland vilket avspeglas i högre finansieringskostnader för dessa de senaste veckorna. Efter övertagandet av B&N bank uppgår statens ägande till över 60 procent av totala banksystemet i Ryssland. Det paradoxala är att problemen bland de privata bankerna uppdragas nu när ekonomin visar tecken på starkare återhämtning än väntat. Centralbanken sänkte styrräntan med 50 punkter vid sitt möte i september till 8,50 procent. Penningpolitiken är stram även efter sänkningen då den låga inflationstakten gör att den reala styrräntan fortfarande är mycket hög. Vi förväntar oss därför mer räntesänkningar framöver ner till nivåer runt 7 procent för denna räntecykel. Den ryska rubeln är inte längre billig efter de senaste två åren kraftiga förstärkning men rubeln har stöd av den höga korträntan. Vi har för tillfället en neutral till något positiv syn på rubeln med en prognos för EUR/RUB på 68,2 (67,7) och RUB/SEK på 0,14 (0,14) om sex månader.

**BRASILIEN** Det politiska läget i Brasilien kommer sannolikt inte att förändras nämnvärt under resten av året. Korruptionssmiss-tankarna kvarstår mot ledande politiker men president Michel Temer ser ut att behålla makten då det inte fanns majoritet i parlamentet under augusti i år för att driva korruptionsanklagelser mot honom. Det svaga politiska klimatet försämrar däremot möjligheterna att få igenom beslut om viktiga reformer i år. Dessutom är sannolikheten stor att de reformer som beslutas blir mer eller mindre urvattnade. Allmänhetens missnöje mot det politiska etablissemang kommer att bestå vilket skapar risker för turbulens inför parlamentsvalet i oktober nästa år. Den ekonomiska återhämtningen har fortsatt om än i mycket långsam takt. Industriproduktionen har visat positiva tillväxttal under hela 2017 och drivs av den starka exporten. Inflationstakten har under 2017 fallit snabbt vilket ger en bra stimulans till den privata konsumtionen genom högra reallöner och lägre räntor. Centralbanken har under 2017 sänkt sin styrränta med 550 punkter till nuvarande 8,25 procent. Vi har neutral syn till realen då räntestödet minskat och värderingen inte är lika förmånlig längre. Vår prognos för EUR/BRL är 3,72 (3,69) och för BRL/SEK 2,50 (2,58) om sex månader. Den största risken är en kraftig förstärkning av USD.

**INDIEN** Den indiska rupien har fallit under september. Bakgrunden till försvagningen är att den indiska ekonomin visat betydande svaghetstecken sedan slutet av 2016. BNP ökade med 5,7 procent i årstakt under det andra kvartalet i år vilket var en rejäl besvikelse då förväntningarna låg på en ökningstakt med 6,5 procent. Tillfälliga faktorer har framförts som förklaringar till den svaga tillväxten som exempelvis sedelbytet i början av 2017 och införandet av det nya skattesystemet för varor och tjänster under juli. Det grundläggande problemet, som är av mer långsiktig karaktär, är Indiens banker som fortsätter att brottas med en stor andel problemlån. Detta hämmar kredit tillväxten och resulterar i höga lånekostnader. Bankutlåningen har visat en trend med successivt lägre kredit tillväxt sedan 2011. Bristen på långsiktigt kapital håller tillbaka investeringar i exempelvis infrastruktur. Den låga inflationstakten medför att de reala lånekostnaderna är höga och behovet av räntesänkningar är därmed stora. Vi förväntar oss därför att centralbanken sänker styrräntan med 25-50 räntepunkter under det närmaste halvåret. Allmänt höga förväntningar på Indiens ekonomi har medfört att värderingen på den indiska rupien är mycket hög. Vi förväntar oss att rupien anpassar sig till en mer modest utveckling. Vi behåller vår något negativ syn på rupien mot dollarn och har en prognos för rupien på EUR/INR 79,7 (76,6) och INR/SEK 0,12 (0,12) om sex månader.

## FÖRSLAG PÅ VALUTAHANTERING

## Strategier för euro, pund och norska kronor

AV: PATRIK LARSSON

**STRATEGI FÖR EUR-KÖPARE:  
FLEXIBEL TERMIN MED DUBBLA BARRIÄRER, 3 MÅNADERS  
LÖPTID (SPOT REF 9,5200)**

En flexibel termin ger kännedom om det sämsta tänkbara utfallet samtidigt som möjligheten kvarstår att köpa till bättre nivåer. Denna variant ger dessutom möjlighet att tjäna på en eventuell uppgång i kursen.

Denna strategi ger innehavaren rätten att köpa EUR till kursen 9,6200. Det skall jämföras med aktuellt terminspris på 9,5240. Om EUR kursen handlas lägre än kurs 9,6200 men högre än barriären 9,3100 under hela löptiden kan innehavaren köpa EUR till marknadspris. Om EUR kursen handlas till kurs 9,3100 eller lägre någon gång under löptiden måste innehavaren köpa till kurs 9,6200.

För varje öre högre kurs än 9,6200 får innehavaren rätt att köpa till lägre kurs i motsvarande mån. Om barriären på kurs 9,8500 bryts någon gång under löptiden faller möjligheten bort att tjäna på uppgången.

EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET
9,9000	Innehavaren har rätt att köpa EUR till kursen 9,6200
9,8000	Innehavaren har rätt att köpa dubbel volym EUR till kursen 9,6200, vilket ger en effektiv kurs på 9,4400 (Halva volymen säljs av med vinst om 0,18. $9,80 - 0,18 = 9,44$ )
9,4000	Innehavaren köper EUR på spotmarknaden
9,3000	Innehavaren är skyldig att köpa EUR till kursen 9,6200

**STRATEGI FÖR GBP-KÖPARE:  
TERMIN MED INTERVALL, 3 MÅNADERS LÖPTID  
(SPOT REF 10,6600)**

En termin med intervall ger kännedom om sämsta tänkbara utfall, samtidigt som möjligheten finns att köpa till betydligt bättre nivå om intervallet inte bryts under löptiden.

Denna strategi ger innehavaren rätten att köpa pund till kursen 10,8000. Det skall jämföras med aktuellt terminspris på 10,6350. Om pundkursen handlas inom intervallet 10,50-11,00 hela löptiden betalas en premie motsvarande 70 öre till innehavaren, vilket ger en effektiv kurs på 10,1000. Om intervallet bryts någon gång under löptiden utgår ingen premie, och innehavaren köper till kurs 10,8000.

EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET
11,0500	Innehavaren har rätt att köpa pund till kurs 10,8000
10,7500	Innehavaren är skyldig att köpa pund till kurs 10,8000 samt erhåller 70 öre per pund (effektiv kurs 10,1000)
10,4000	Innehavaren är skyldig att köpa pund till kursen 10,8000

**Notera att strategierna** har inslag av optioner, att en köpt option innebär en rättighet och en såld option innebär en skyldighet, och för att genomföra någon av dessa strategier krävs ett minsta motvärde om cirka 1 miljon SEK.

Nästa nummer av Månadens Affärsöversikt utkommer tisdagen den 14 november.

Du hittar som vanligt Swedbanks dagliga kommentarer om makroläget, ränte- och valutamarknaden på [swedbank.se/insikt](http://swedbank.se/insikt). Där kan du även hitta länk till våra tv-sändningar, som heter [Swedbank Direkt](#).

**STRATEGI FÖR NOK-SÄLJARE:  
1 BY 2 (BOOSTER) MED KNOCK OUT, 3 MÅNADERS LÖPTID  
(SPOT REF 1,0175)**

Strategin ger innehavaren rätt att sälja norska kronor till kurs 1,0375 om inte 1,00 nås under löptiden. Det kan jämföras med aktuellt terminspris på 1,0185. Strategin ger möjlighet att sälja norska kronor till en klart bättre nivå jämfört med en terminssäkring.

Om spotkursen på förfalldagen ligger på 1,0375 eller högre måste innehavaren emellertid sälja det dubbla beloppet.

EXEMPELKURS PÅ FÖRFALLODAGEN	AKTIVITET
1,0400	Innehavaren har skyldighet att sälja dubbel volym till kursen 1,0350
1,0200	Innehavaren har rätt att sälja NOK till kursen 1,0350
0,9900	Innehavaren har förlorat rättigheten att sälja till kurs 1,0350 och får därmed sälja till rådande kurs på marknaden

**Kronor per EUR****Kronor per GBP****Kronor per NOK**

## Kontaktinformation

### STORA FÖRETAG & INSTITUTIONER

Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, Stockholm  
Postadress: 105 34 Stockholm

#### FICC

Chef  
Benjamin Swedberg Tel: 46 70 202 3079  
e-post: benjamin.swedberg@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales

Chef  
Maria Janson Tel: 46 8 5859 2219  
e-post: maria.janson@swedbank.se

#### Valutahandel

Chef  
Anders Thorsson Tel: 46 8 700 94 34  
e-post: anders.thorsson@swedbank.se

#### Räntehandel

Chef  
Claes Göthman Tel: 46 8 700 92 80  
e-post: claes.gothman@swedbank.se

#### Kredithandel

Chef  
Kerstin Björklund Tel: 46 8 700 98 90  
e-post: kerstin.bjorklund@swedbank.se

#### Analys

Chef  
Olof Manner Tel: 46 70 56 79 312 eller  
46 70 87 251 87  
e-post: olof.manner@swedbank.se

#### Strategi och Allokering

Chef  
Sara Arfwidsson Tel: 46 70 899 24 47  
e-post: sara.arfwidsson@swedbank.se

### ANALYS

#### Makro

Chefekononom  
Anna Breman Tel: 46 70 314 95 87  
e-post: anna.breman@swedbank.se

Knut Hallberg Tel: 46 8 700 93 17  
e-post: knut.hallberg@swedbank.se

Jörgen Kennemar Tel: 46 8 700 98 04  
e-post: jorgen.kennemar@swedbank.se

Åke Gustafsson Tel: 46 8 700 91 45  
e-post: ake.gustafsson@swedbank.se

Cathrine Danin Tel: 46 8 700 92 97  
e-post: cathrine.danin@swedbank.se

Martin Bolander Tel: 46 8 700 92 99  
e-post: martin.bolander@swedbank.se

Ingrid Wallin Johansson Tel: 46 8 700  
92 95. e-post: ingrid.wallin-johansson@  
swedbank.se

#### Valutor

Anders Eklöf Tel: 46 8 700 91 38  
e-post: anders.eklof@swedbank.se

#### Räntor

Pär Magnusson Tel: 46 72 206 06 89  
e-post: par.magnusson@swedbank.se

#### Tillväxtmarknader

Hans Gustafson Tel: 46 8 700 9147  
e-post: hans.gustafson@swedbank.se

### KUNDHANDEL

#### Corporate and Retail Sales Stockholm

Simon Oljans Tel: 46 8 700 99 14  
e-post: simon.oljans@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales Göteborg

Klas Sandesjö Tel: 46 31 739 78 01  
e-post: klas.sandesjo@swedbank.se

#### Corporate and Retail Sales Malmö

Madelene Jonsson Tel: 46 40 24 22 80  
e-post: madelene.jonsson@swedbank.se

## Viktigt information

Det här materialet är marknadsföringsmaterial och har inte tagits fram i enlighet med de legala krav som finns för oberoende investeringsanalyser och kan ha producerats i samarbete med Swedbank AB (publ) ("Swedbank") handlarbord, vilka kan handla i eget lager i de instrument som nämns i det här dokumentet. Detta material är därmed inte oberoende av Swedbanks egna intressen, vilka kan skilja sig från dina egna intressen. Åsikterna i detta material behöver inte överensstämma med åsikter som tidigare uttryckts av andra enheter inom Swedbank. Observera att delar av analytikern(a) ersättning kan vara direkt kopplade till transaktioner eller transaktionsavgifter genomförda av andra enheter inom Swedbank Group.

Det här materialet innehåller referenser till värdepapper och relaterade derivat i vilka Swedbanks handlarbord kan vara marknadsгарant eller tillhandahålla likviditet i, vilket gör sannolikt att de närsomhelst kan inneha en kort eller lång position i de instrument som nämns här. Positionerna kan vara tagna på grundval av analysen i detta material innan det har offentliggjorts. Läsaren bör uppmärksammas på att handlarbordet kan ha eller ta en helt annan position än de som nämns i det här dokumentet. Materialet kan ha gjorts tillgänglig till andra kunder i Swedbank innan det har gjorts tillgängligt för dig och materialet är inte föremål för något handelsförbud innan distribution.

Åsikter, kommentarer, beräkningar, prognoser, antaganden, uppskattningar, härledda värderingar och riktkurser samt andra uttalanden i detta material är tillämpliga per indikerat datum och kan komma att ändras i framtiden utan att det särskilt meddelas.

### Analytikern intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att de reflekterar deras personliga åsikt(er) om de företag och värdepapper som de behandlar, detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan. Vidare intygar analytikern(a) att de varken fått eller kommer att få direkt eller indirekt kompensation i utbyte för att uttrycka sina åsikter i detta material.

### Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Makro Research LC&I och ges ut av affärsområdet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige. Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republikens Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank AB (publ), och i vissa fall av Swedbank Securities U.S. LLC ("Swedbank LLC") som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något värdepapper som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank LLC. Swedbank LLC är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos the Securities and Exchange Commission, och är medlem av the Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank LLC är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:  
<http://www.swedbankfs.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast

"relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investeringsaktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order ("high net worth companies, unincorporated associations etc").
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmaning att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

### Ansvarsbegränsningar

Detta dokument är framställt i informations syfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara en personlig rekommendation eller rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument. All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument. Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

Observera att analysen är subjektiv. Analytikern(a) baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern(a) kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

### Intressekonflikter

Åsikterna i detta dokument behöver inte vara oberoende av Swedbanks egna intressen. Swedbank och dess dotterbolag, anslutna bolag, anställda eller dess kunder kan ha ett intresse i de finansiella instrument, relaterade finansiella instrument eller bolag som nämns i det här dokumentet. Sådana intressen kan innefatta handel för kunders räkning, handel för egen räkning, tillhandahålla likviditet eller tillhandahållande av investment banking uppdrag, kreditgivning och andra finansiella tjänster till bolag eller emittenter av finansiella instrument som nämns i det här dokumentet.

### Företagsspecifik information & andra potentiella intressekonflikter

Med hänsyn till Swedbanks position på marknaden bör läsaren anta att Swedbank har tillhandahållit, eller kommer inom de närmsta tre månaderna att tillhandahålla, samt söka att tillhandahålla konfidentiella investment banking uppdrag för bolag nämnda i detta dokument. Läsaren bör också vara medveten om att Swedbank, dess ledning, anställda eller dess dotterbolag vid olika tidpunkter kan ha haft eller har sökt positioner, rådgivande uppdrag i samband med corporate finance transaktioner, investeringar och/eller utlåning i bolag och/eller finansiella instrument som nämns i detta dokument.

### Planerade uppdateringar

Det finns inga planerade uppdateringar för det här dokumentet.

### Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte kopieras eller distribueras vidare utan Swedbank LC&I:s medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Producerad av Swedbank Large Corporates & Institutions, Stockholm 2017.

### Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.  
Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm