

17 november 2023

FX-piloten

Kronans roll i carry-strategier

- När den svenska räntan är låg jämfört med omvärlden kan det uppstå finansiella flöden som gör att kronan försvagas
- Riksbanken kan, genom att höja räntan i november, bidra till att motverka detta och ge stöd åt kronan
- En novemberhöjning bör gynna kronan – via mer positiva flöden – under 2024



I fokus

En viktig drivkraft bakom rörelserna i valutakurser är de flöden som uppstår när investerare köper och säljer valutor. Det är därför bra att hålla koll på några av de vanligaste investeringsstrategierna, eftersom dessa kan ge en inblick i hur investerare beaktar en valuta – ska man köpa eller sälja den, eller ta en neutral position.

I den här piloten tittar vi på en vanlig, så kallad, carry-strategi, som är direkt kopplad till ränteskillnader mellan olika länder. Svenska räntor har under långa perioder de senaste 30 åren varit relativt låga, vilket enligt carry-strategier inneburit att man bör sälja kronan – något som kan ha bidragit till kronförsvagningen vi har sett, inte minst under de senaste 10 åren.

I dagsläget ligger de svenska räntorna fortsatt i det nedre spannet jämfört med många andra länder, trots Riksbankens räntehöjningar. Men det är flera länder som ligger på ungefär samma nivå. Om Riksbanken höjer i november kan svenska räntor putsas till sin konkurenskraft mot utländska räntor – framför allt mot de europeiska – och kronan skulle få en något bättre position i carry-termer. Flödena i kronan innebär då ett minskat säljtryck, vilket kan gynna kronan under 2024.

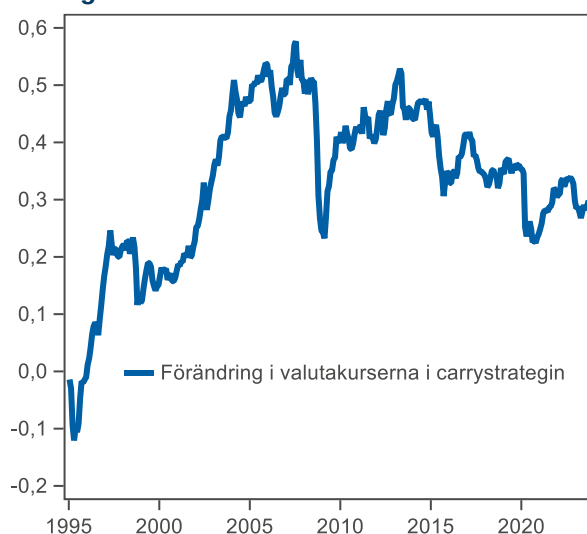
I [förra piloten](#) landade vi i att en höjning inte skulle ha någon effekt på kronan kort sikt (några veckor). Argumenten här riktar däremot in sig på medellång sikt, över det närmaste året. Vi tror att Riksbanken höjer räntan i november med 0,25 procentenheter, och att det kommer att ge stöd åt kronan under 2024.

Vad är en carry-strategi?

Det finns ett antal olika typer av strategier som investerare på valutamarknaderna kan använda sig av. Den kanske vanligaste kallas *carry* och går ut på att man köper valutor där räntan är hög, och samtidigt säljer valutor där räntan är låg. Ordet "carry" kommer från den positiva ränteskillnaden som investeraren låser in. Avkastningen på strategin består dock av två delar, där ränteskillnaden utgör den ena, och förändringen i växelkursen den andra.¹

Carry-strategier kan varieras på många olika sätt. I den här analysen tittar vi på en av de vanligaste strategierna inom forskningslitteraturen. Strategin fokuserar helt på G10-valutorna (de tio mest likvida valutorerna).² Den sista dagen varje månad sorterar vi valutorerna efter räntenivå, och strategin går sedan ut på att man köper de tre valutorerna med högst ränta, och säljer de tre valutorerna med lägst ränta. Vi använder oss av lika vikter, så de tre valutorerna som köps får alla vikten 1/3, och de tre som säljs får vikten -1/3. Detta innebär också att fyra av de tio valutorerna får vikten noll, dvs den portfölj man skapar innehåller ingen position i de valutorerna. Vid slutet av varje månad gör man om sorteringen och tar nya positioner.

Bild 1: Förändring i valutakurserna i carry-strategin



Källa: Bloomberg

Bild 1 visar den procentuella förändringen i valutakurserna i carry-portföljen. Notera att den positiva ränteskillnaden därmed inte ingår, och investerarens avkastning har varit högre än vad som indikeras i bilden. Den stigande kurvan fram till finanskrisen 2008 antyder att högräntevalutorerna stärktes mot lågräntevalutorerna. Efter finanskrisen

¹ Enligt ränteparitetsvillkoret kan man förvänta sig vinsten från ränteskillnaden motverkas av en förändring i växelkursen som gör att den totala avkastningen blir noll. I praktiken är det dock sällan villkoret håller, åtminstone inte på investeringshorisonter kortare än 1 år.

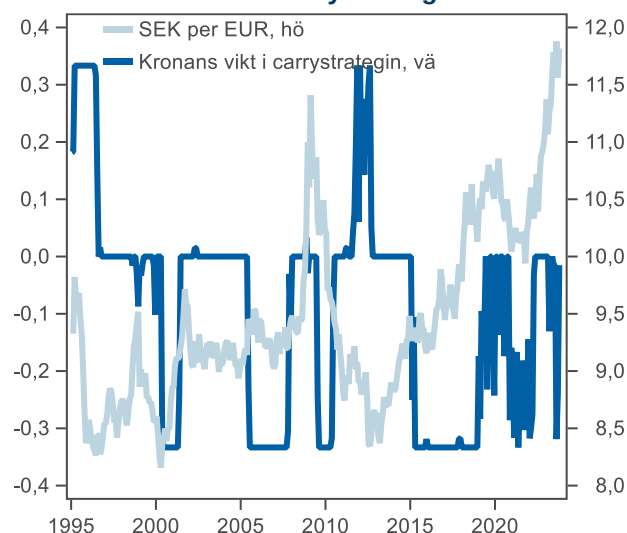
² G10-valutorerna består av amerikanska dollar, kanadensiska dollar, australiensiska dollar, nya zeeländska dollar, japanska yen, schweiziska franc, brittiska pund, euro, samt norska och svenska kronor.

har dock utvecklingen gått mer i sidled, och det kan ha berott på att ränteskillnaderna varit relativt små under den här perioden, vilket har gjort att carry-strategierna inte varit lika lockande för investerarna. I spåren av den höga inflationen efter pandemin har dock räntorna stigit och det har även ränteskillnaderna gjort. Det har sannolikt medfört att carry-strategierna blivit alltmer populära, och därmed också bidragit uppgången i grafen, dvs högräntevalutor har återigen stärkts mot lågräntevalutor.

Kronans roll i carry-strategin

Kronans roll i carry-strategierna beror alltså på hur den svenska räntan står sig jämfört med de övriga ländernas räntor. I relativa termer har den svenska räntan för det mesta varit låg under de senaste 30 åren. Under långa perioder har därför kronans vikt i carry-strategin varit negativ (se mörkblåa linjen i bild 2), vilket innebär att strategin har föreslagit att man ska sälja kronan.

Bild 2: Kronans vikt i carry-strategin



Anm. Vikterna som går in i grafen är baserade på dagliga omsorteringsar av valutorna, och sedan ett månatligt genomsnitt av de dagliga vikterna.

Källa: Bloomberg.

I bild 2 visas kronans vikt i strategin tillsammans med växelkursen mot euron³, och det finns ett tydligt samband. När den svenska räntan var hög (i relativa termer), under 1996 och senare under 2012, var också kronan på starka nivåer. Den höga räntan sammanfaller alltså med att strategin indikerade att man skulle köpa kronan. Efter 2012 föll den svenska räntan och i samband med det inleddes den försvagning av kronan som vi har sett sedan dess. Under den här perioden, framför allt mellan 2015-2019, var den svenska räntan fast i den nedre regionen, vilket sannolikt har bidragit till att

investerare sålt kronor, och därmed skapat ett försvagande tryck på kronan.

Riksbanken kan också spela en roll

Den svenska räntan är fortfarande relativt sett låg och enligt den strategi vi tittat på här ligger kronan och pendlar mellan att vara en säljvaluta och att vara neutral (vikt = 0). Om Riksbanken skulle höja räntan i november, samtidigt som de andra centralbankerna ligger stilla med sina styrräntor, kan kronans ställning i carry-termer förbättras något. Flera andra länder har räntor som är på ungefär samma nivå som de svenska. En Riksbankshöjning skulle framför allt skapa ett litet utrymme gentemot de europeiska räntorna, som är kopplade till ECB:s styrräntor. Men man skulle också komma betydligt närmare både de australiensiska och norska räntorna (Norges Bank kan dock också komma att höja räntan ytterligare en gång).

I den förra piloten landade vi i att en höjning inte skulle ha någon effekt på kort sikt (några veckor), baserat på det empiriska resultatet att räntehöjningar har liten effekt mot slutet av höjningscykler. De resultaten håller fortfarande. Argumenten i den här piloten handlar mer om flöden kopplade till carry-strategier som kan ha effekter på medellång sikt – över det närmaste året – i takt med att investerare bygger upp positioner.

Tommy von Brömsen
tommy.von.bromsen@handelsbanken.se
 Tel: +46 72-221 83 16

³ Tyska D-Marken används från 1995 fram till eurons införande 1999.

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.