VALUTAANALYS

17 februari 2022

FX-piloten

Vad händer om Ukrainakonflikten utökas?

- Svårt att hitta jämförbara händelser i modern tid
- Är mycket redan inprisat?
- Ny EURSEK-prognos efter att ECB ändrar tonläge

Handelsbanken Capital Markets

I fokus

Är marknaden förberedd på krig i Ukraina?

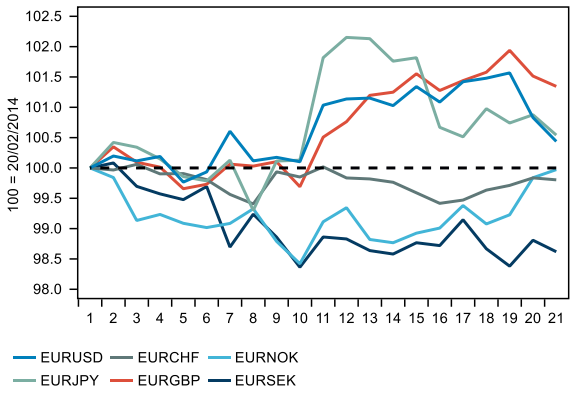
Valutamarknaden och finansmarknader i allmänhet är cyniska företeelser. Det är värt att nämna det när man talar om ekonomiska konsekvenser av något så fruktansvärt som ett krig. Det innebär, bland annat, att storleken på finansmarknadernas reaktioner till stora delar är beroende av konfliktens närhet och inverkan på de stora ekonomisk områdena. I huvudsak handlar det då om nya sanktioners inverkan på EU:s ekonomi.

Sedan vårt senaste prognostillfälle i januari har både Riksbanken och ECB haft penningpolitiska möten. Riksbanken var, som vi räknat med, fortsatt mer bekymrade över nedsidan på inflationen. De signalerade inga ändringar i den extremlätta penningpolitiken i närtid. Istället skiftade ECB tonläge och lämnade öppet för räntehöjningar det närmaste året, vilket förutsätter att man avslutar QE innan dess. Det har föranlett oss att ändra vår syn på ECB:s penningpolitik, vilket i sin tur gör det nödvändigt att skruva upp prognosen för EURSEK över det närmaste året.

Erfarenheter från konflikten 2014

Även om konflikten runt Krim och östra Ukraina var av mindre omfattning än den som kan befaras nu kan det finnas en del erfarenheter att dra på. Ser vi till valutamarknaden var reaktionen minst sagt ljummen när Ryssland annekterade Krim. Den närmaste månaden efter händelsen gick valutorna faktiskt i motsatt riktning till vad som är normalfallet vid ”risk av”. Bland annat försvagades dollarn och den svenska kronan gick starkare. Efter den månaden inleddes dock en lång period av dollarförstärkning som snarare bör relateras till Feds nystartade ”tapering-process”. Jämförelsen haltar också då de sanktioner som förbereddes och blev verklighet aldrig hotade den ryska olje- och gasexporten. Men det ger ändå vink om att marknaden oftast redan prisat in risken för liknande händelser i god tid innan de sker.

Bild 1: Valutautveckling 1 månade efter Rysslands annektering av Krim

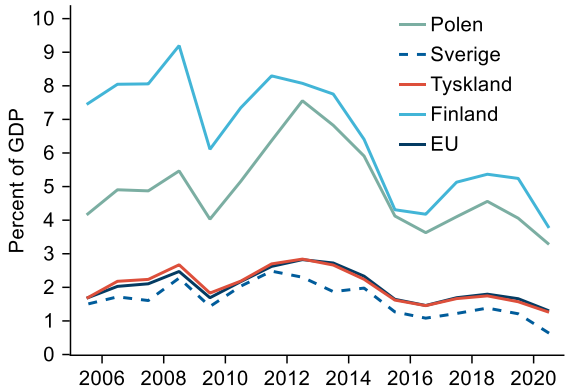


Källor: Bloomberg

Det handlar bara om olja och gas

EU är Rysslands överlägset största handelspartner och exporten utgörs till allra största delen av olja och gas. För EU:s del är Ryssland inte en obetydlig handelspartner, men definitivt inte av avgörande betydelse. Rysslands andel av EU:s utrikeshandel är cirka 4 procent, eller 1,3 procent av EU:s BNP. Andelen minskade redan efter de sanktioner som trädde i kraft som en följd av Krimkrisen. Framför allt bidrog de ryska motsanktionerna till en kraftigt minskad rysk import när, framför allt, jordbruksprodukter från väst förbjöds. Ser man till effekten på EU:s BNP så pekar de flesta beräkningar på att effekterna från sanktionerna 2014 stannade på under 0,5 procent. För enskilda länder, t ex Finland och Polen blev effekten klart större. De direkta effekterna på EU:s BNP från eventuella sanktioner vid en ny konflikt som omfattar olja och gas kommer att ge eko i världen via högre energipriser. Europa får försöka köpa energi från andra länder och

Bild 2: Handel med Ryssland i procent av BNP



Ryssland tvingas sälja till andra länder. Men det är rimligt att förvänta sig att en stor del av marknadsreaktionerna på en större konflikt redan ligger i marknadens priser, så även för t ex olja.

Långsiktiga effekter kan bli betydande

I det fall konflikten blir så omfattande att västländerna tvingas till sanktioner som omfattar handel med energi så kan de mer långsiktiga konsekvenserna bli omfattande. Utdragna sanktioner kommer att förlänga den period av stigande inflation vi ser i dagsläget och tillväxten kan pressas från flera håll. Vi har redan sett att de höga energipriserna dämpat hushållens konsumtion och att en del produktion och nyinvesteringar blir olönsamma. Ihållande högre energipriser kan också tvinga centralbanker till en stramare räntepolitik än annars i takt med att inflationen riskerar att bita sig fast.

Västs enighet om sanktioner kommer att sättas på prov.

Mot den bakgrunden är det inte otänkbart att Ryssland avstår från en fullskalig invasion och håller sig till de delar i östra Ukraina som redan är ett konfliktområde. Artilleri- och flygattacker kan ju ske även inom andra områden, förmodligen i kombination med den hybridkrigföring som redan inletts. Allt för att uppnå ett Moskvavänligt regimskifte i kombination med landavträdelser i öst.

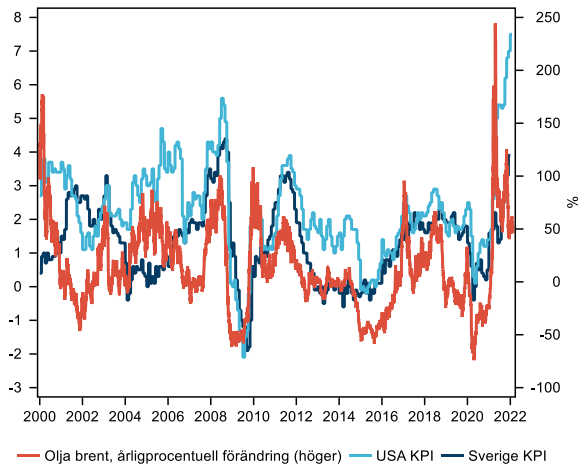
Vid den typen av konflikt, som alltså inte inbegriper en fullskalig invasion, kan det bli svårare för EU att nå full enighet om huruvida olja och gas ska omfattas av sanktionerna. Bland annat Tyskland är ju faktisk i dagsläget beroende av rysk gas för sin energiförsörjning. För att EU:s sanktioner ska bli verklighet krävs att alla 27 länders ledare röstar ja i Europeiska rådet. Sanktionerna ska sen förnyas enligt samma process var sjätte månad.

Fortsatt Centralbanker och statistik i förarsätet

Med full respekt för den mänskliga tragedi som ett krig utgör verkar det, av marknadernas reaktioner hittills att döma, som att det fortsatt är centralbankerna och viktig ekonomisk statistik som styr marknadsutvecklingen. Åtminstone för den kortsiktiga bilden. På längre sikt kan Ukrainakonflikten få större konsekvenser. Det kommer att avgöras av konfliktens omfattning och längd.

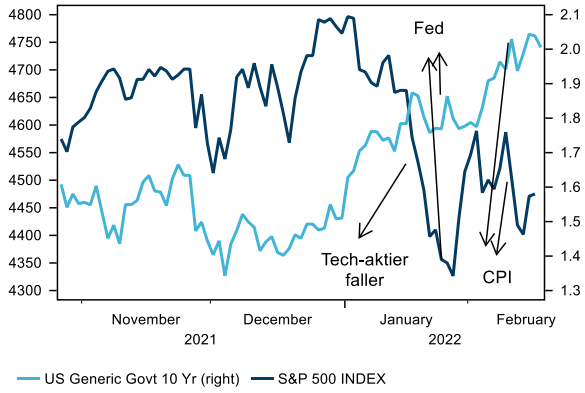
Källor: Macrobond

Bild 3: Oljepriset och KPI i Sverige och USA



Källor: Bloomberg

Bild 4: Fortsatt centralbanker och data i förarsätet



Källor: Macrobond, Bloomberg

Nytt tonläge från ECB får oss att skriva upp vår EURSEK-prognos

Vi var flera som blev förvånade när Lagarde inte längre ville utesluta möjligheterna att ECB höjer räntan 2022 i samband med det senaste penningpolitiska mötet. Däremot upprepade man ett flertal gånger att ordningsföljden för åtstramning ligger fast. Först ska obligationsköpen avslutas – sen kan räntan höjas. Vår tidigare bild, som också låg till grund för vår EURSEK-prognos, var att ECB skulle fortsätta tillgångsköpen under 2023 och sen höja räntan. Nu ser vi att tillgångsköpen avslutas i år och tror på två räntehöjningar under det första halvåret 2023.

Riksbanken var istället mer ”duviga” än vi trodde och väsentligt mer ”duviga” än vad övriga marknaden hade tagit sikte på. Endast en liten flytt av första räntehöjningen 2024 i deras prognos och framför allt avstod man planer på att påbörja en minskning av balansräkningen. Vi trodde Riksbanken skulle annonsera en krympning av tillgångar från och med årets tredje kvartal, med av det blev det inget. Inget *än* ska sägas! Tre ledamöter ville börja banta tillgångsportföljen redan under våren, men Ingves utslagsröst fällde avgörandet och de planerna fick anstå. Vi tror dock att de planerna kommer in i bilden igen på de kommande mötena.

Men för att summera läget så överraskade ECB åt det ”hökiga” hållet, samtidigt som Riksbanken kan sägas ha gjort det motsatta och det innebär för oss att vi reviderar vår syn på utvecklingen för EURSEK över det närmaste året.

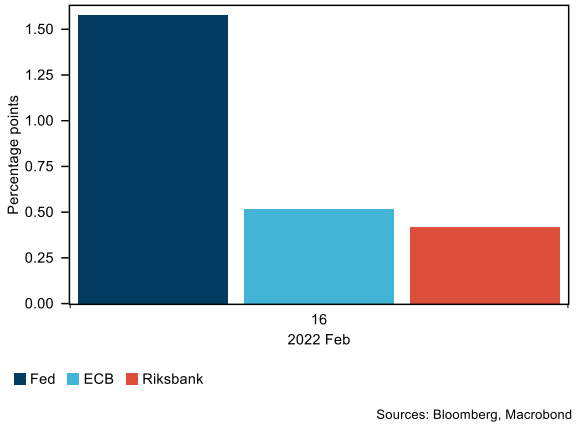
Lars Henriksson, lahe06@handelsbanken.se,
+46 8 463 4518

Andreas Hild, anhi14@handelsbanken.se,
+46 8 701 8332

Vår nya prognos för EURSEK

	Spot	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23
EURSEK	10.58	10.50	10.30	10.20	10.05	9.90

Bild 5: Markandens förväntningar på räntehöjningar till slutet av 2022



Källor: Macrobond, Handelsbanken, Bloomberg

Research disclaimer

Risk warning

All investments involve risks and investors are encouraged to make their own decision as to the appropriateness of an investment in any securities referred to in this report, based on their specific investment objectives, financial status and risk tolerance. The historical return of a financial instrument is not a guarantee of future return. The value of financial instruments can rise or fall, and it is not certain that you will get back all the capital you have invested. At times, the expected total returns may fall outside of the above stated ranges because of price movement and/or volatility. Such interim deviations from specified ranges will be permitted but will become subject to review by Research Management.

Research disclaimers

Handelsbanken Capital Markets, a division of Svenska Handelsbanken AB (publ) (collectively referred to herein as 'SHB'), is responsible for the preparation of research reports. SHB is regulated in Sweden by the Swedish Financial Supervisory Authority, in Norway by the Financial Supervisory Authority of Norway, in Finland by the Financial Supervisory Authority of Finland and in Denmark by the Danish Financial Supervisory Authority. All research reports are prepared from trade and statistical services and other information that SHB considers to be reliable. SHB has not independently verified such information.

In no event will SHB or any of its affiliates, their officers, directors or employees be liable to any person for any direct, indirect, special or consequential damages arising out of any use of the information contained in the research reports, including without limitation any lost profits even if SHB is expressly advised of the possibility or likelihood of such damages.

The views contained in SHB research reports are the opinions of employees of SHB and its affiliates and accurately reflect the personal views of the respective analysts at this date and are subject to change. There can be no assurance that future events will be consistent with any such opinions. Each analyst identified in this research report also certifies that the opinions expressed herein and attributed to such analyst accurately reflect his or her individual views about the companies or securities discussed in the research report. This research report does not, and does not attempt to, contain everything material that there is to be said about the company or companies described herein. For additional information about our research methodology please visit, https://reon.researchonline.se/desc/disclaimers.

Research reports are prepared by SHB for information purposes only. The information in the research reports does not constitute a personal recommendation or personalised investment advice and such reports or opinions should not be the basis for making investment or strategic decisions. This document does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any securities nor shall it or any part of it form the basis of or be relied on in connection with any contract or commitment whatsoever. Past performance may not be repeated and should not be seen as an indication of future performance. The value of investments and the income from them may go down as well as up and investors may forfeit all principal originally invested. Investors are not guaranteed to make profits on investments and may lose money. Exchange rates may cause the value of overseas investments and the income arising from them to rise or fall. This research product will be updated on a regular basis.

No part of SHB research reports may be reproduced or distributed to any other person without the prior written consent of SHB. The distribution of this document in certain jurisdictions may be restricted by law and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions.

The report does not cover any legal or tax-related aspects pertaining to any of the issuer's planned or existing debt issuances.

Please be advised of the following important research disclosure statements:

SHB employees, including analysts, receive compensation that is generated by overall firm profitability. Analyst compensation is not based on specific corporate finance or debt capital markets services. No part of analysts' compensation has been, is or will be directly or indirectly related to specific recommendations or views expressed within research reports.

From time to time, SHB and/or its affiliates may provide investment banking and other services, including corporate banking services and securities advice, to any of the companies mentioned in our research.

We may act as adviser and/or broker to any of the companies mentioned in our research. SHB may also seek corporate finance assignments with such companies.

We buy and sell securities mentioned in our research from customers on a principal basis. Accordingly, we may at any time have a long or short position in any such securities. We may also make a market in the securities of all the companies mentioned in this report. [Further information and relevant disclosures are contained within our research reports.]
SHB, its affiliates, their clients, officers, directors or employees may own or have positions in securities mentioned in research reports.

In conjunction with services relating to financial instruments, the Bank may, under certain circumstances, pay or receive inducements, i.e. fees and commission from parties other than the customer. Inducements may be both monetary and non-monetary benefits. If inducements are paid to or received from a third party, it is required that the payment must aim to improve the quality of the service, and the payment must not prevent the Bank from safeguarding the customer's interests. The customer must be informed about such remuneration that the Bank receives. When the Bank provides investment research, the Bank receives minor non-monetary benefits. Minor non-monetary benefits consist of the following:

- Information or documentation about a financial instrument or an investment service that is general in character.
- Written material produced by a third party that is an issuer to market a new issue.
- Participation at conferences and seminars regarding a specific instrument or investment service
- Corporate hospitality up to a reasonable amount.

The Bank has adopted Guidelines concerning Research which are intended to ensure the integrity and independence of research analysts and the research department, as well as to identify actual or potential conflicts of interests relating to analysts or the Bank and to resolve any such conflicts by eliminating or mitigating them and/or making such disclosures as may be appropriate. As part of its control of conflicts of interests, the Bank has introduced restrictions ("Information barriers") on communications between the Research department and other departments of the Bank. In addition, in the Bank's organisational structure, the Research department is kept separate from the Corporate Finance department and other departments with similar remits. The Guidelines concerning Research also include regulations for how payments, bonuses and salaries may be paid out to analysts, what marketing activities an analyst may participate in, how analysts are to handle their own securities transactions and those of closely related persons, etc. In addition, there are restrictions in communications between analysts and the subject company. According to the Bank's Ethical Guidelines for the Handelsbanken Group, the board and all employees of the Bank must observe high standards of ethics in carrying out their responsibilities at the Bank, as well as other assignments. For full information on the Bank's ethical guidelines please see the Bank's website www.handelsbanken.com and click through to About the Group – Policy documents and guidelines – Policy on Ethical standards. Handelsbanken has a ZERO tolerance of bribery and corruption. This is established in the Bank's Group Policy on Bribery and Corruption. The prohibition against bribery also includes the soliciting, arranging or accepting bribes intended for the employee's family, friends, associates or acquaintances. For full information on the Bank's Policy against corruption please see the Bank's website www.handelsbanken.com and click through to About the Group – Policy documents and guidelines – Policy against corruption.

When distributed in the UK

This document may be distributed in the United Kingdom only to persons who are authorised or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (or any order made thereunder) or (i) to persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), (ii) to high net worth entities falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Order or (iii) to persons who are professional clients under Chapter 3 of the Financial Conduct Authority Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as "Relevant Persons").

Any person who is not a Relevant Person may not rely on this research report.
UK customers should note that neither the UK Financial Services Compensation Scheme for investment business nor the rules of the Financial Conduct Authority made under the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) for the protection of private customers apply to this research report and accordingly UK customers will not be protected by that scheme.

When distributed in the United States

Important Third-Party Research Disclosures:
SHB research is not "globally branded" research and each recipient of SHB research is advised that in the United States, SHB research is distributed by Handelsbanken Markets Securities, Inc., ("HMSI") an affiliate of SHB. HMSI does not produce research and does not employ research analysts. SHB research and SHB research analysts and its employees are not subject to FINRA's research analyst rules which are intended to prevent conflicts of interest by, among other things, prohibiting certain compensation practices, restricting trading by analysts and restricting communications with the companies that are the subject of the research report. SHB has no affiliation or business or contractual relationship with HMSI that is reasonably likely to inform the content of SHB research reports; SHB makes all research content determinations without any input from HMSI. SHB research reports are intended for distribution in the United States solely to "major U.S. institutional investors," as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934. Each major U.S. institutional investor that receives a copy of research report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide research reports to any other person. Any U.S. person receiving SHB research reports that desires to effect transactions in any equity securities discussed within the research reports should call or write HMSI. HMSI is a FINRA Member, telephone number (+1-212-326-5153).

Macro Research and Trading Strategy

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 51 58

Web

Terese Loon		+46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 1859
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 5093
Anders Bergvall	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412
Johanna Högfeldt	Senior Economist, US	+46 8 701 1711

Finland

Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Economist, Finland	+358 10 444 2403

Denmark

Jes Asmussen	Chief Economist, Denmark	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19

Norway

Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10

UK

James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77

Trading Strategy

Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 83 16
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
Johanna Högfeldt	Senior Strategist FX	+46 8 701 17 11
Andreas Hild	Ränte- och valutastrateg	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Robert Radway	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 21 97
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Thomas Grandin	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 45 83

Sales

Fixed Income Sales

Tomas Grandin	+46 8 463 45 83

FX Sales

Petter Fjellheim	+47 22 823 029

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83

Risk advisory and cash management

Netherlands

Annelies Pruik	+31 204 127 668

Denmark

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69

Sweden

Petter Holm	+46 8 46 345 92
Johan Martinsson	+46 702 01 73 58

Finland

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29

Toll-free numbers	From Sweden to N.Y. & Singapore	From Norway to N.Y. & Singapore	From Denmark to N.Y. & Singapore	From Finland to N.Y. & Singapore	Within the US
	020-58 64 46	800 40 333	8001 72 02	0800 91 11 00	1-800 396-2758

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm
Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen
Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki
Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo
Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London
Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC