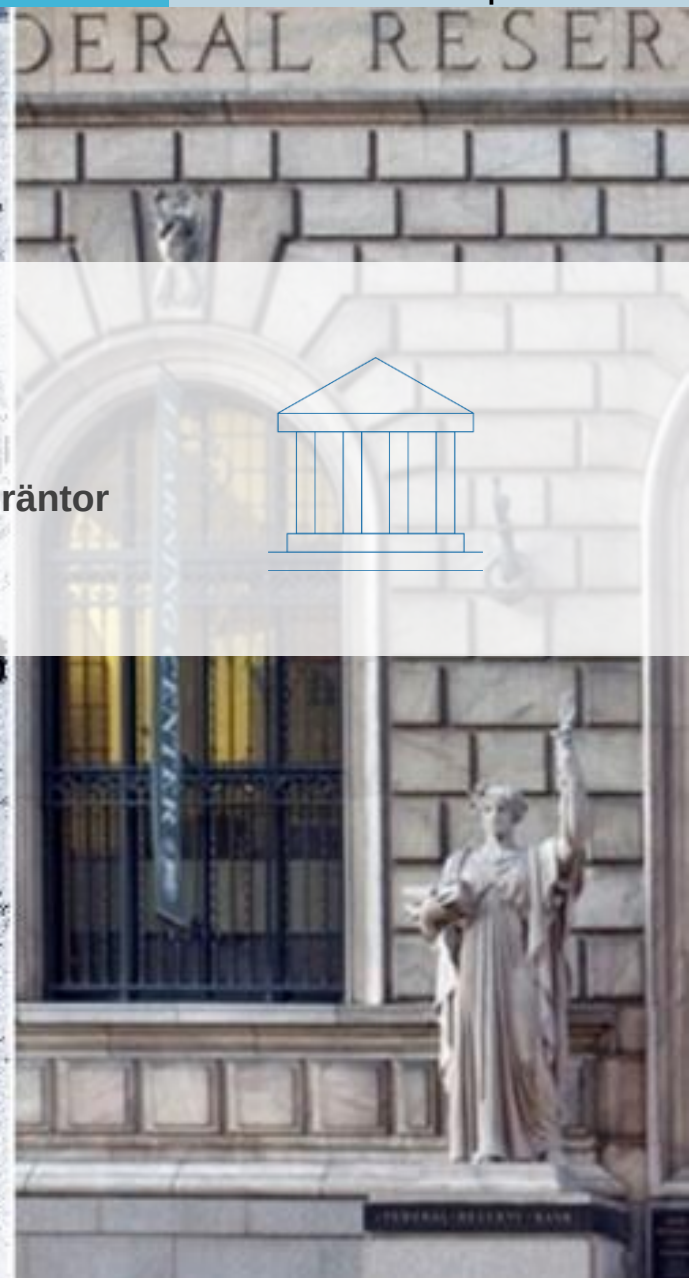
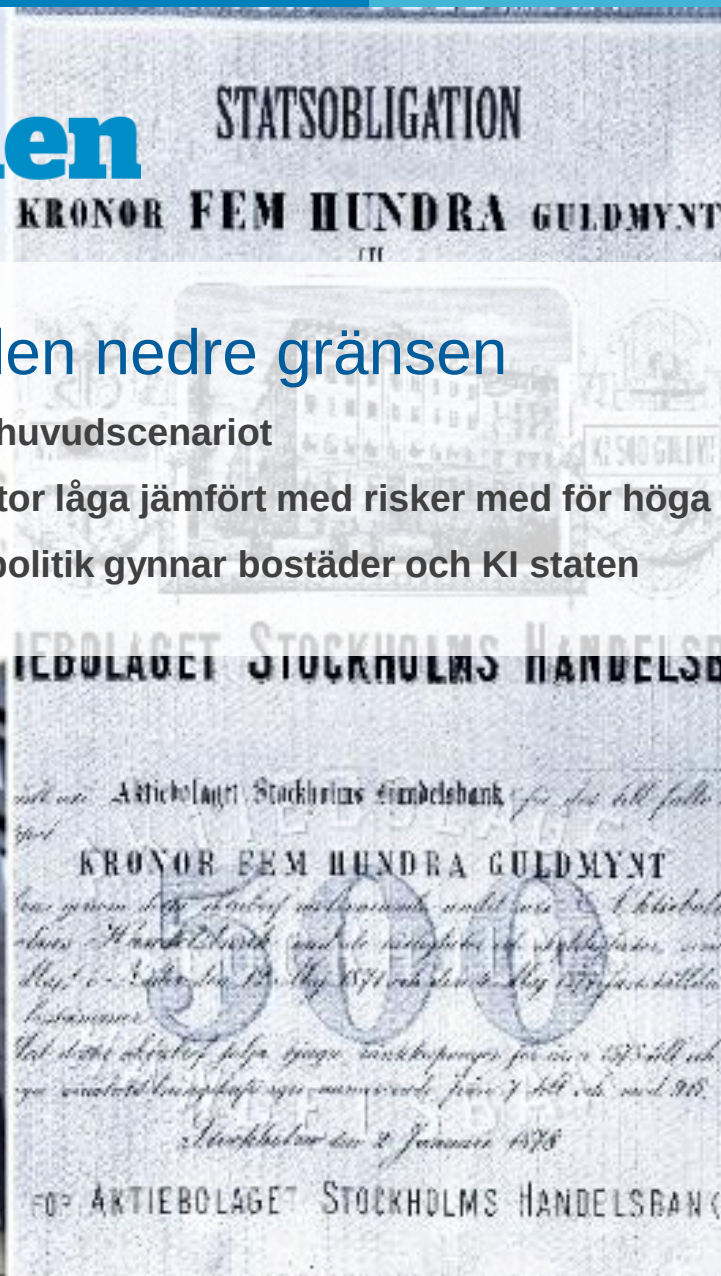
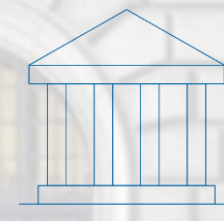


Ränterullen

Riksbanken och den nedre gränsen

- Sänkning på 50 punkter huvudscenariot
- Risker med negativa räntor låga jämfört med risker med för höga räntor
- QE och expansiv finanspolitik gynnar bostäder och KI staten



Riksbankens att-göra-lista

- ☒ Likviditetsstöd till banker
- ☒ Lättnader för bankers säkerheter
- ☒ Köp av värdepapper inklusive stats-, bostads-, kommun- och företagsobligationer
- ☐ Intervenera på valutamarknaden
- ☐ Sänka räntan

Att intervensera för att försvaga kronan är en relativt ineffektiv åtgärd i dagsläget. Det skulle kunna höja inflationen något och ge marginellt stöd för exportsektorn. Men små effekter på inhemsk efterfrågan och underlättar inte likviditetssituationen för företag och hushåll. Med kronan på historiskt svaga nivåer skulle åtgärden dessutom uppfattas som märklig internationellt. Norges bank har gjort det motsatta.

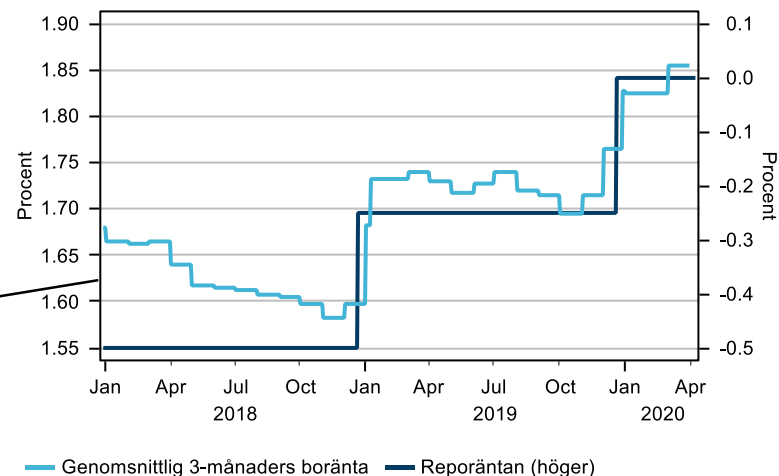
"Självfallet är det så att vi kan sänka reporäntan" (Stefan Ingves, 13 mars)

Vi medger att Ingves framstod som mer obenägen att sänka räntan på presskonferensen den 3 april. Men kanske framhöll Ingves framför allt att fokus legat på akuta likviditetsstödjande åtgärder snarare än mer traditionell penningpolitik. I samband med det ordinarie penningpolitiska mötet i april kommer för- och nackdelar vägas för alla verktyg. På följande sidor går vi igenom varför en räntesänkning då är det naturliga.

Lägre räntor för hushåll och företag om Riksbanken sänker

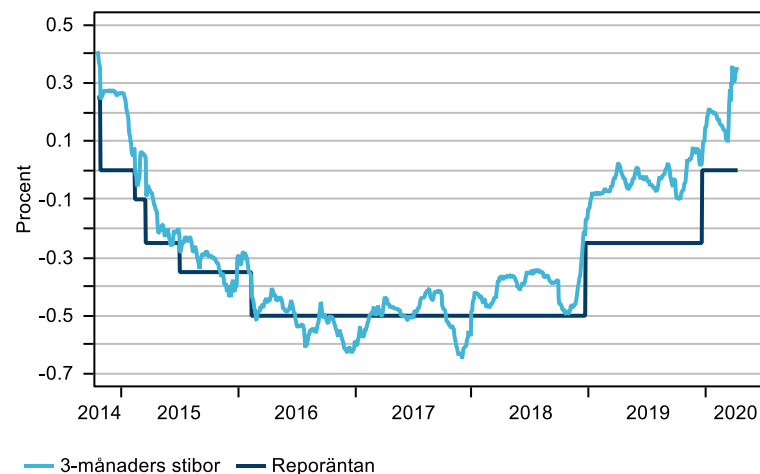
Riksbanken har varit ivrig förespråkare av amorteringskrav för hushållen, men stödde Finansinspektionens förslag att helt slopa amorteringskravet fram till nästa sommar "för att underlätta för hushållens behov av likviditet och att få hantera sin egen ekonomiska situation". Samma argument kan i högsta grad användas för att sänka reporäntan. I samband med Riksbankens räntehöjningar på 50 punkter har hushållens 3-månaders boräntor gått upp ungefär hälften och en räntesänkning skulle sannolikt ge lägre boräntor till hushållen.

Reporäntan och hushållen



Källa: Macrobond

Reporäntan och företagen

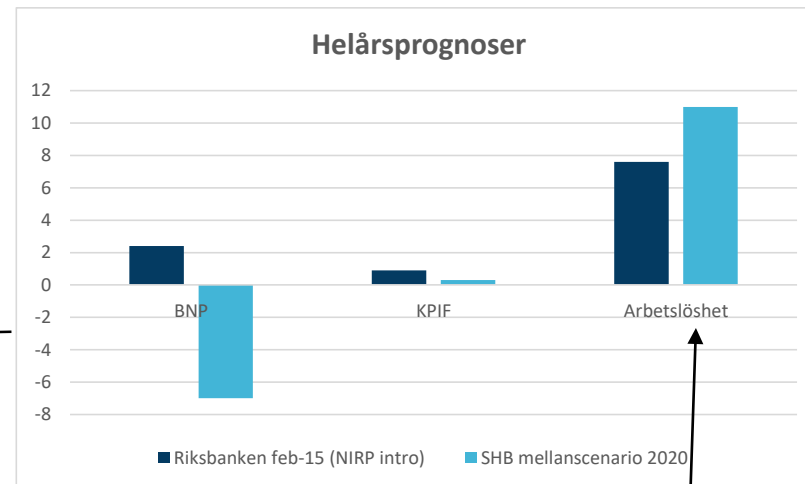


Källa: Macrobond

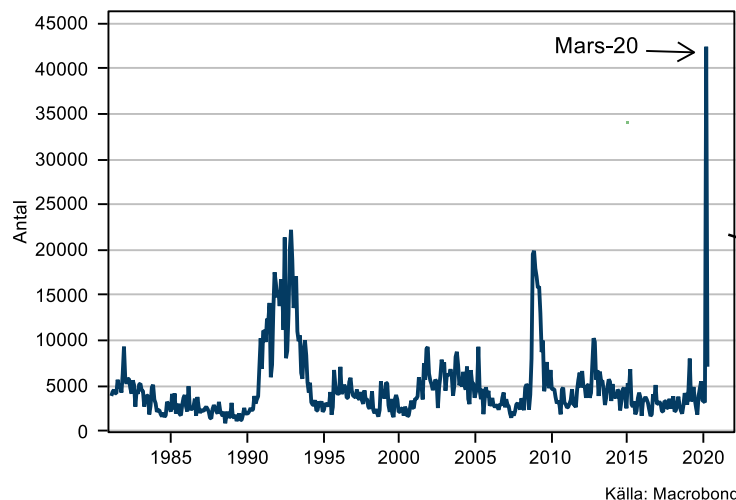
Stibor har stigit omkring 75 punkter i samband med att Riksbanken har höjt 50 punkter och ca 100 punkter från botten 2017. Stibor är nu på den högsta nivån på fem år. Pga isärs spreadningen på kreditpapper har räntor stigit än mer för företagen. Sedan början av krisen har Riksbankens huvudfokus varit att hålla nere företagens upplåningskostnader. En räntesänkning sänker med största sannolikhet både stibor och företagens lånekostnader även om hela sänkningen inte skulle slå igenom.

Dagens situation får utmaningarna 2015 att blekna

Dags att slå in lite öppna dörrar. När Riksbanken introducerade negativ ränta (NIRP - negative interest rate policy) förväntades en inflationsutveckling strax över vår senaste prognos för i år. BNP-tillväxten skulle bli omkring potentiell och arbetslösheten strax under 8 procent. I dagsläget ser vi ett BNP-fall på 7 procent i år som troligt. Med tanke på att prognoser trendat brant nedåt under de senaste veckorna kan Riksbanken mycket väl landa lika lågt – eller lägre.



Antal varsel har skjutit i höjden



När Stefan Ingves menade att reporäntan kunde sänkas hade varselstatistiken inte börjat röra på sig. Sedan dess har topparna från både 90-talskrisen och finanskrisen tagits ut med råge. Vi räknar med att arbetslösheten kan stiga till över 10 procent i år.

Tuffare för bostadsmarknaden

Det kommer dessutom oroande signaler från bostadsmarknaden. Hushållens boprisförväntningar gjorde en rekordsnabb vändning från tydliga förväntningar om stigande priser i februari till fallande i mars. Mäklarstatistik antyder också en svagare utveckling för andra halvan av mars. Fallande bopriser skulle kunna förvärpa utsikterna för hushållens konsumtion och förlänga den ekonomiska krisen. En lägre reporänta kan inte förhindra ett boprisfall men dock mildra nedgången något.

Bostadspriser och hushållens förväntningar



Källa: Macrobond

Den (upplevda) nedre gränsen för reporäntan nås nu

Vi räknar med att Riksbanken sänker reporäntan med 50 punkter till -0,5 procent på mötet den 27 april. Vi vill understryka att vi inte ser en räntesänkning som en "magic bullet". Krisen kräver en rad åtgärder från både centralbanken och finansdepartementet. Både finanspolitiken och penningpolitiken bör vara maximalt expansiv för att undvika att krisen blir längre och djupare än nödvändigt.

För Riksbanken, som för övriga centralbanker, innebär det att reporäntan sätts på dess nedre gräns. Att avvakta med att ta den dit – att spara på krutet – är ologiskt givet det grava tillståndet för ekonomin och risken för permanenta skador. Av samma anledning är en sänkning på 25 punkter suboptimal.

Alltså blir prognosen om en räntesänkning en prognos om Riksbankens syn på den nedre gränsen.

I Riksbankens senaste redogörelse för penningpolitiken upprepas att den negativa räntan tjänade sitt syfte – det stärkte efterfrågan och förde tillbaka inflationen till målet. Som tidigare konstateras också att de befarade negativa konsekvenserna, som ökade kontantuttag eller svagare bankresultat, inte har materialiserats.

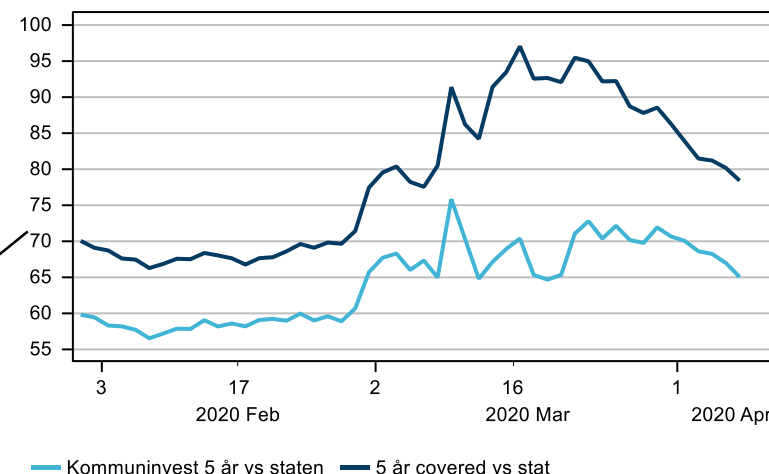
I rapporten framför Riksbanken dock argumentet att en negativ ränta kan kännas "intuitivt fel". Detta gällde sannolikt dock mer i ett läge med stark tillväxt och relativt låg arbetslöshet. I dagsläget med en ekonomi i fritt fall och skenande arbetslöshet vidtas en rad penning- och finanspolitiska åtgärder som ligger långt ifrån mittfåran. Riksbanken har brutit ny mark – och förmodade tabun – vad gäller köp av bostads- och företagsobligationer. Internationellt slås hastighetsrekord i balansräkningsökning samtidigt som diskussionen om helikopterpengar flyttat in i finrummen. Mot den bakgrunden bedömer vi risken som liten att just negativ reporänta ska sticka ut. Dessutom kan Riksbanken signalera att bruket av negativ ränta är tillfälligt och bara används under krisens mest akuta fas. Därmed minskar risken att de oidentifierade riskerna på längre sikt materialiseras.

Det går inte att utesluta att Riksbanken trots detta ändrat syn på reporäntans nedre gräns. Ett sådant skifte kan dock inte ske lättvindigt eftersom det tydligt begränsar penningpolitikens manöverutrymme framöver. Vi är fortfarande bara i krisens initiala skede och det går inte att utesluta att än mer negativa räntor än -50 punkter kan komma att behövas för att motverka den ekonomiska nedgången. Om Riksbanken signalerar att nollan är den nedre gränsen innebär det i praktiken högre marknadsräntor, eftersom marknaden då måste prisa om det möjliga utfallsrummet.

Marknaden – covered och KI ser bra ut mot staten

Till sist några ord om QE-programmet. Vi får frågor om varför Riksbanken än så länge inte köpt kommunpapper. Vi tror att anledningen liknar varför reporäntan ännu inte har sänkts. Fokus har varit att motverka risken för finansieringsproblem för den privata sektorn. Även om covered aldrig "hann" spreada isär som under finanskrisen ville Riksbanken sannolikt föregripa en sådan utveckling. Köpen av företagspapper var än mer akuta för att underlätta kreditmarknadens funktionssätt och förhindra en "credit crunch" för företagssektorn. Den risken var och är betydligt mindre för kommuner. Som tidigare räknar vi med att Riksbankens nya QE-program framför allt kommer att innebära köp av covered givet dess stora andelen av total obligationsmarknad. Men även KI kommer att köpas. Vi räknar med ett stort utbud av statsobligationer när den expansiva finanspolitiken ska finansieras (se förra Ränterullen). Tillsammans med QE-programmet bör det innebära att både covered och kommunpapper har mer att ge mot staten.

Covered och KI mot staten - 5 år



Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

Sep20-RIBA



Slutsatser

- Marknaden prissätter fortfarande för låg sannolikhet för räntesänkning på aprilmötet, med ungefär hälften av en 25-punkters sänkning prissatt.
- Sep-RIBA erbjuder fortsatt bra risk-reward. 2-åriga bostäder kommer gå mycket starkt om Riksbanken sänker men erbjuder bra carry och roll-down jämfört med staten även vid oförändrad ränta.
- QE och högt utbud av statsobligationer framöver gynnar bostäder och kommunpapper vs staten över hela kurvan.

APPENDIX

Centralbanksprissättning

Riksbanken

Meeting	Market	Riksbank Feb	Market vs Riksbank	Handelsbanken
Jan-20	0.00	0.00	0.00	0.00
Feb-20	0.00	0.00	0.00	0.00
Apr-20	-0.09	0.00	-0.09	-0.50
Jul-20	-0.11	0.00	-0.11	-0.50
Oct-20	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
Dec-20	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
Feb-21	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
May-21	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
Jul-21	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
Oct-21	-0.13	0.00	-0.13	-0.50
Dec-21	-0.13	0.00	-0.13	-0.50

Centralbanker	SHB			Marknaden	
	Nuvarande ränta	Nästa förändring*	Slutet av 2020	Nästa förändring*	Slutet av 2020
Fed	0.13	Oförändrad	0.13	Oförändrad	0.13
ECB	-0.50	Oförändrad	-0.50	Oförändrad	-0.60
Bank of England	0.10	Oförändrad	0.10	Oförändrad	0.07
Riksbanken	0.00	Apr-20	-0.50	Oförändrad	-0.13

*Nästa förändring är baserad på 25bp sänkning

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, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska 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 analytikerns 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 visselblåarsystem (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 www.handelsbanken.se / Om banken / Hållbarhet / Policyer och riktlinjer.

Macro Research

Lena Fahlén	Head of Global Research	+46 8 701 83 29
Christina Nyman	Head of Macro Research & Chief Economist	+46 8 701 51 58

Web Editor

Terese Loon		+46 8 701 28 72
-------------	--	-----------------

Sweden

Helena Bornevall	Scenario Analysis and Senior Economist	+46 8 701 18 59
Johan Löf	Senior Economist, Sweden	+46 8 701 50 93
Anders Bergvall	Senior Economist, Thematic Analysis and US	+46 8 701 8378
Erik Meyersson	Senior Economist, Eurozone	+46 8 701 1412

Finland

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

Sales

Fixed Income Sales

Henrik Franzén	+46 8 701 11 41
----------------	-----------------

Corporate Sales

Bo Fredriksson	+46 8 701 345 31
----------------	------------------

FX Sales

Håkan Larsson	+46 8 701 345 19
---------------	------------------

Syndication

Thomas Grandin	+46 8 701 345 83
----------------	------------------

Regional Sales

Amsterdam

Annelies Pruijk	+31 204 127 668
-----------------	-----------------

Copenhagen

Kristian Nielsen	+45 46 79 12 69
------------------	-----------------

Gothenburg

Björn Torsteinsrud	+46 31 774 83 39
--------------------	------------------

Gävle

Petter Holm	+46 26 172 103
-------------	----------------

Helsinki

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20
--------------	-------------------

Linköping

Fredrik Lundgren	+46 13 28 91 10
------------------	-----------------

London

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20
--------------	-------------------

Luleå/Umeå

Ove Larsson	+46 90 154 719
-------------	----------------

Malmö

Fredrik Lundgren	+46 40 243 900
------------------	----------------

Oslo

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29
------------------	-----------------

Stockholm

Malin Nilén	+46 8 701 27 70
-------------	-----------------

Denmark

Jes Asmussen	Head, Macro Research, Denmark and Netherlands	+45 46 79 12 03
Rasmus Gudum-Sessingø	Senior Economist, Denmark	+45 46 79 16 19
Bjarke Roed-Frederiksen	Senior Economist, China and Latin America	+45 46 79 12 29

Norway

Kari Due-Andresen	Head, Macro Research, Norway, UK	+47 22 39 70 07
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Marius Gonsholt Hov	Senior Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Halfdan Grangård	Senior Economist, Norway	+47 22 39 71 81

Trading Strategy

Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 463 45 35
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist FX/FI	+47 22 82 30 10
Lars Henriksson	Senior Strategist FX	+46 8 463 45 18
Kiran Sakira	Senior Strategist FX	+46 8 701 46 14