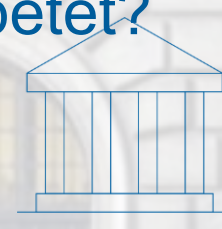


Ränterullen

Sanningens minut för Riksbanken...och eurosamarbetet?

- Riksbanken – dags att sätta ner foten på räntan
- Mer QE från Riksbanken ger mer stöd till bostäder och kommuner
- Sanningens minut för eurosamarbetet



Riksbanken – dags att sätta ner foten på räntan

Och här är de tänkbara utfallen

- Räntesänkning 50 punkter – Vårt huvudscenario
- Oförändrad ränta, nedåtlutad räntebana – Den nya vägens politik
- Räntesänkning 25 punkter - Kompromissen
- Oförändrad ränta, oförändrad bana – ”Corona är endast en utbudschock”

Räntesänkning 50 punkter

"Negativ ränta är en krissignal"

Det argumentet var måhända giltigt under perioden 2015-2019. Att det nu råder en djup ekonomisk kris borde inte komma som en överraskning för någon.

"En räntesänkning löser inte grundproblemet"

Det gör inte någon av Riksbankens åtgärder. Alla tillgängliga verktyg behövs för att i möjligaste mån mildra den ekonomiska chocken. Flera av redan sjösatta åtgärder har dessutom utnyttjats blygsamt, som dollarswappar och den mer förmånliga repofaciliteten för Riksbankens motparter.

Vi utvecklade vår syn kring en 50 punkters räntesänkning i förra [Ränterullen](#). Här är de vanligaste invändningarna – och våra svar.

"Riksbanken vill inte tillbaka under nollan"

Egentligen inget argument. Ingen vill ha en coronakris heller. Men vi medger att Stefan Ingves föreföll obenägen att prata om räntesänkning i samband med den senaste presskonferensen. Efter ett ordinarie penningpolitiskt möte krävs dock motivering oavsett vad som görs med reporäntan.

"En räntesänkning får ingen effekt eftersom ekonomin är stängd"

Med stor sannolikhet kommer både företagsräntor och bolåneräntor sjunka om reporäntan sänks. En räntesänkning skulle därmed ge stöd till övriga Riksbanksåtgärder som har samma syfte. Dessutom skulle den ge möjlighet för hushållen att samla i ladorna under den "nedstängda" fasen, vilket ökar konsumtionsutrymmet i återhämtningsfasen.

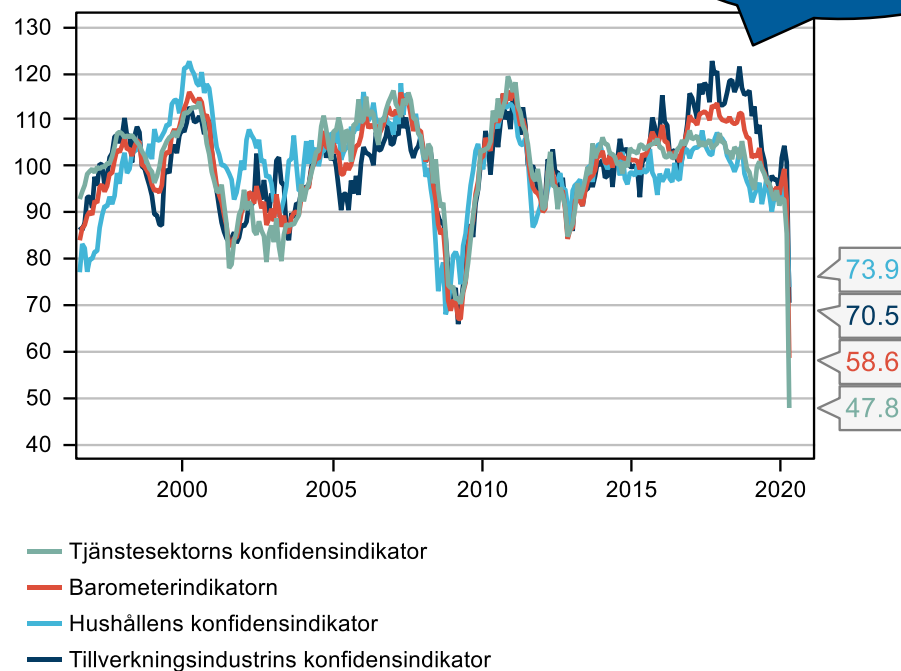
"En räntesänkning försvagar bankerna"

Det är sannolikt något som håller tillbaka ECB men svenska banker befinner sig i en helt annan liga än de europeiska. Riksbankens övriga åtgärder gynnar också banker. Hushållen och företagen behöver pengarna mer än bankerna.

Sedan förra Ränterullen

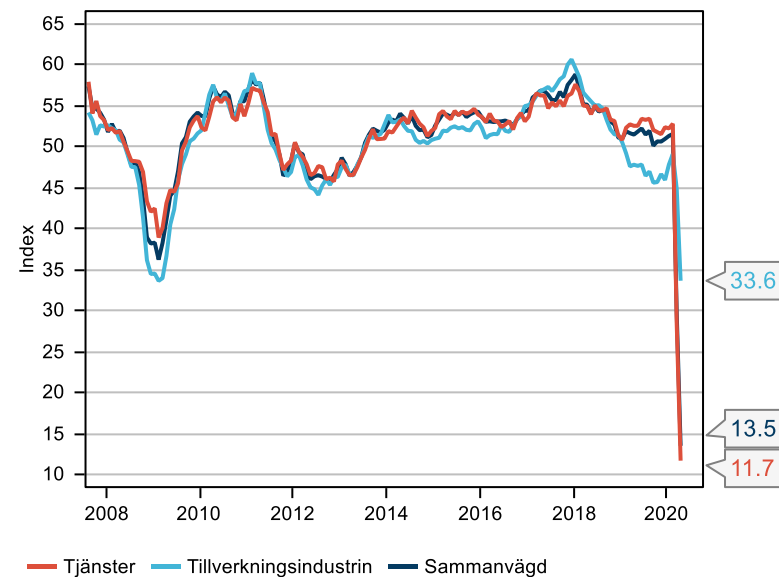
Läs mer om det historiska fallet i konjunkturbarometer i vår [Fast Comment](#).

Historiskt fall i konjunkturbarometern



Källor: Bloomberg, Macrobond

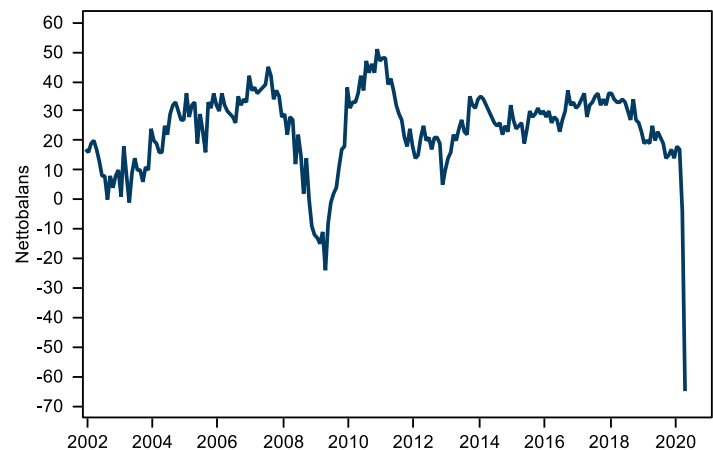
Tillväxtutsikterna för euroområdet ser ännu värre ut



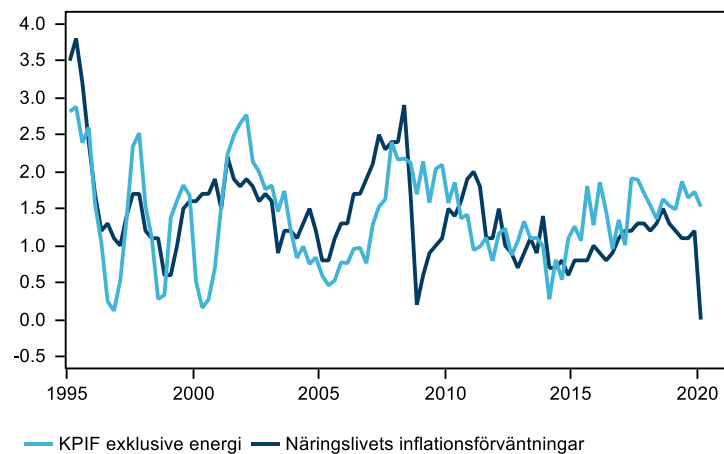
Källor: Bloomberg, Macrobond

Kollaps i konjunkturbarometern och lägre inflation

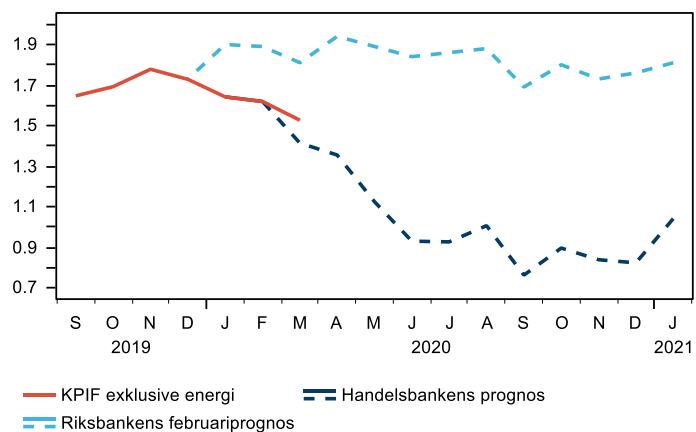
KI-barometern: Förväntningar på efterfrågan, tjänstesektorn



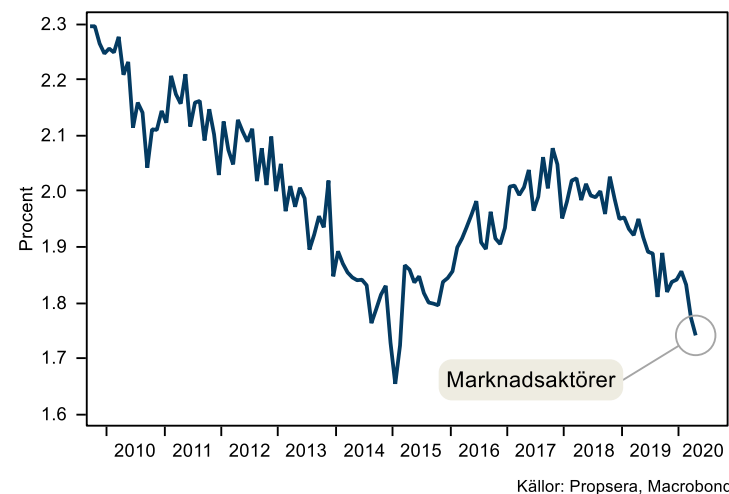
Näringslivet spår nollinflation



KPIF exklusive energi



Propseras inflationsförväntningar fortsätter att falla



Oförändrad ränta - nedåtlutad räntebana

Om Riksbanken ändå väljer att lämna räntan oförändrad tror vi att man signalerar sannolikhet för räntesänkning framöver. Argumentet skulle vara att avvakta tills efterfrågan från hushåll och företag inte begränsas av restriktioner med hänsyn till corona. Dessutom skulle det vara ett sätt att signalera att nollan inte är den nedre gränsen. Strategin skulle vara ett avsteg från Riksbankens tidigare ståndpunkt att *inte* spara på krutet. Utifrån ett efterfrågeperspektiv är det möjligen något mindre ologiskt än vanligt men man missar ändå att ge hushåll och företag en bättre likviditetssituation. **Vi räknar med att marknaden prissätter något lägre ränta i slutet på året än nu vid ett sådant utfall eftersom man kommer tolka sannolikheten för en räntesänkning som hög.**

Räntesänkning 25 punkter

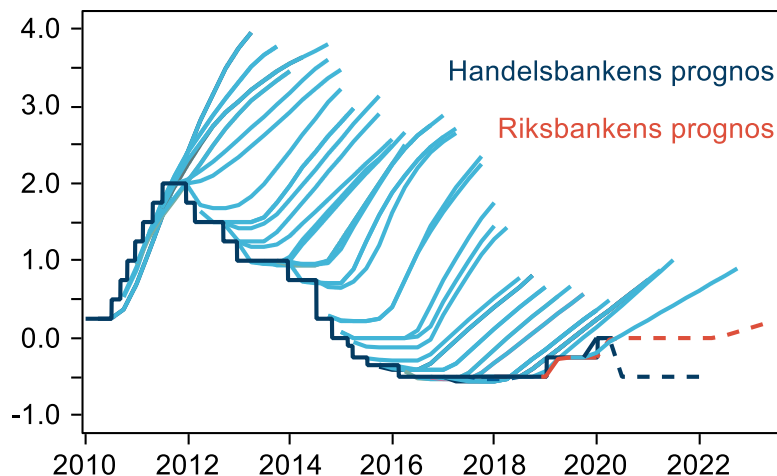
Kommunikationen från direktionsmedlemmar förutom Riksbankschefen har varit så gott som obefintlig under coronakrisen. Därför är det svårt att veta vad tidigare synsätt har för bäring. Bara Henry Ohlsson har uttryckt ett motstånd att gå under noll. Det går inte att utesluta att direktionen ser ett värde av att ha en enad direktion i en tid av kris och att förespråkare av 50 punkters sänkning därmed kompromissar.

Vi räknar med att marknaden prissätter hög sannolikhet för -0,5 procent i slutet av året vid ett sådant utfall.

Oförändrad ränta – oförändrad bana

Som vi skrev i förra Ränterullen går det inte att utesluta att Riksbanken ändrat syn på reporäntans nedre gräns. Vi tror ändå inte att man kommer att landa där, med tanke på att det begränsar penningpolitikens möjligheter framöver och att det skulle tvinga upp marknadsräntor signifikant.

Reporänta med prognos



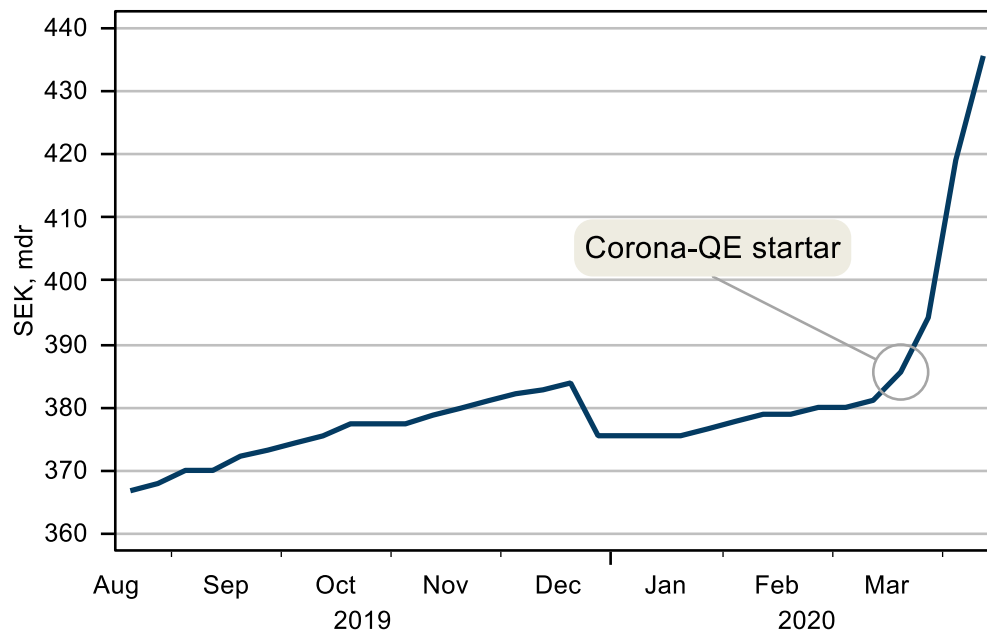
Källor: Macrobond, Handelsbanken, Riksbanken

Om Riksbanken prompt vill lämna räntan *och* räntebanan oförändrad utan att signalera en ny nedre gräns skulle coronakrisen behöva beskrivas som *enbart* en utbudschock. Det skulle innebära att efterfrågan kommer tillbaka automatiskt utan stöd från ekonomisk politik när restriktioner lättar. Det skulle vara ett närmast unikt optimistiskt perspektiv på efterfrågan framöver som inte verkar delas av företagen. Gängse uppfattning är att utbudschocken leder till en efterfrågechock som måste stävas med alla till buds stående medel. Dessutom skulle synsättet fortfarande missa kopplingen mellan reporäntan och likviditetssituationen för företag och hushåll. **Ett sådant utfall kommer innebära uppåtttryck på korta räntor.**

Mer QE en lågt hängande frukt

Riksbankens QE-program på 300 miljarder har hittills rullat med varierande hastighet sedan det startade den 18 mars. Som mest har Riksbanken handlat för 25 miljarder på en vecka. Om en sådan hastighet skulle bibehållas skulle QE-programmet vara slut före julmötet. Även med en långsammare takt kan det uppstå osäkerhet i marknaden om vad som händer under sommaren om QE-programmet inte utökas på aprilmötet. Det borde dock vara enkelt att ena direktionen kring en utökning. Till skillnad från när Riksbanken endast köpte staten är man långt ifrån att begränsas av utestående volym av obligationer. En räntesänkning kan tala för en mindre utökning om kanske 100 miljarder medan oförändrad ränta sannolikt ger mer i QE-benet. Vi räknar med att Riksbanken bibehåller flexibiliteten, vilket innebär att det inte blir någon ny information om fördelning mellan obligationsslag och takten av programmet.

Riksbankens QE-program

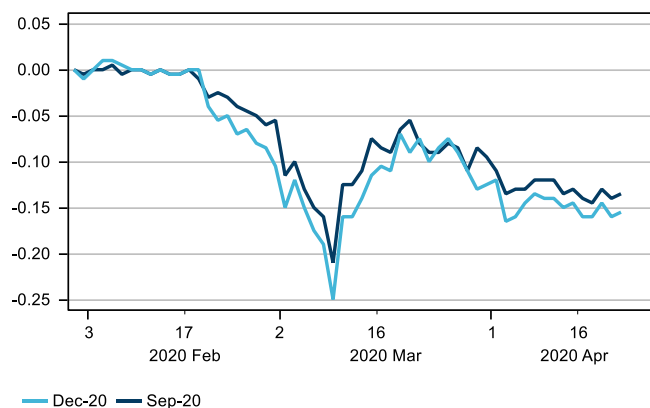


Källor: Riksbanken, Macrobond

Vad göra man på det här då?

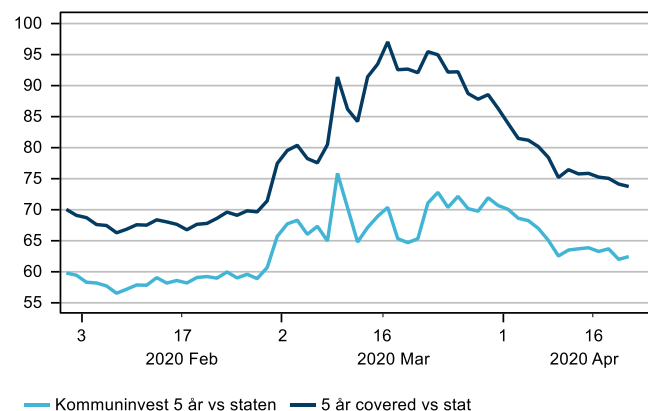
- Givet vårt huvudscenario om 50 punkters sänkning finns gott om nedsida för korta räntor, med bara 9 punkter prissatt på mötet.
- Om man vill täcka upp sannolikheten för en nedåtlutad räntebana, och senare räntesänkning, erbjuder Dec-RIBA kanske ännu bättre risk-reward än Sep-RIBA, med relativt liten skillnad mellan kontrakten.
- Utökat QE från Riksbanken är fortfarande positivt för bostäder och kommuner.
- Högt utbud av statsobligationer framöver gynnar bostäder och kommunpapper vs staten över hela kurvan.

RIBA



Källor: Bloomberg, Macrobond

Covered och KI mot staten - 5 år

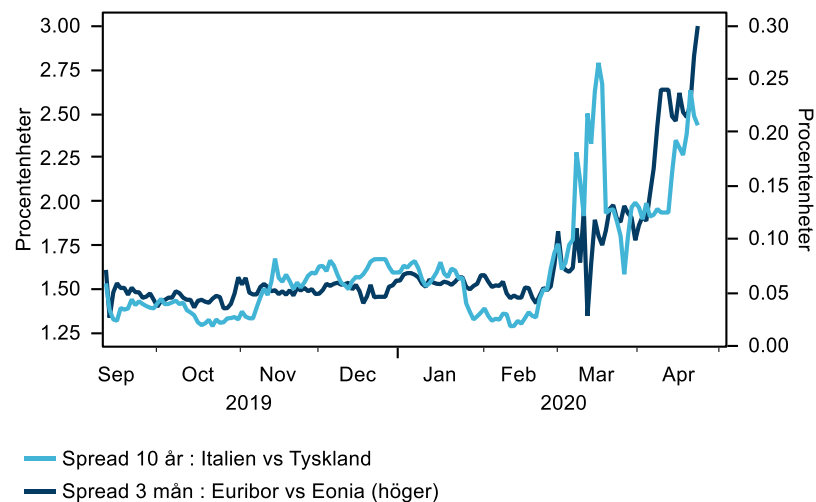


Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

Ökad stress i periferin och kortändan

Italienska bonds är under press om än inte tillnärmelsevis i samma utsträckning som under eurokrisen.

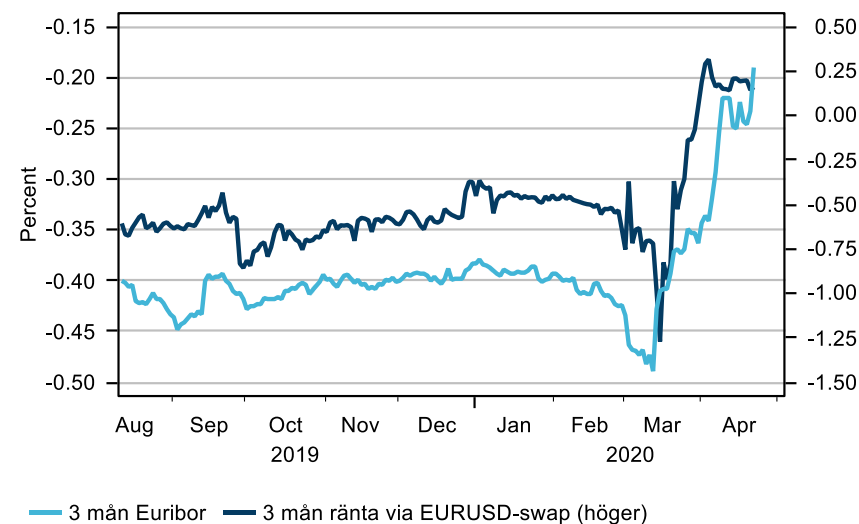
Stress i Italien och Euribor



Sources: Bloomberg, Macrobond

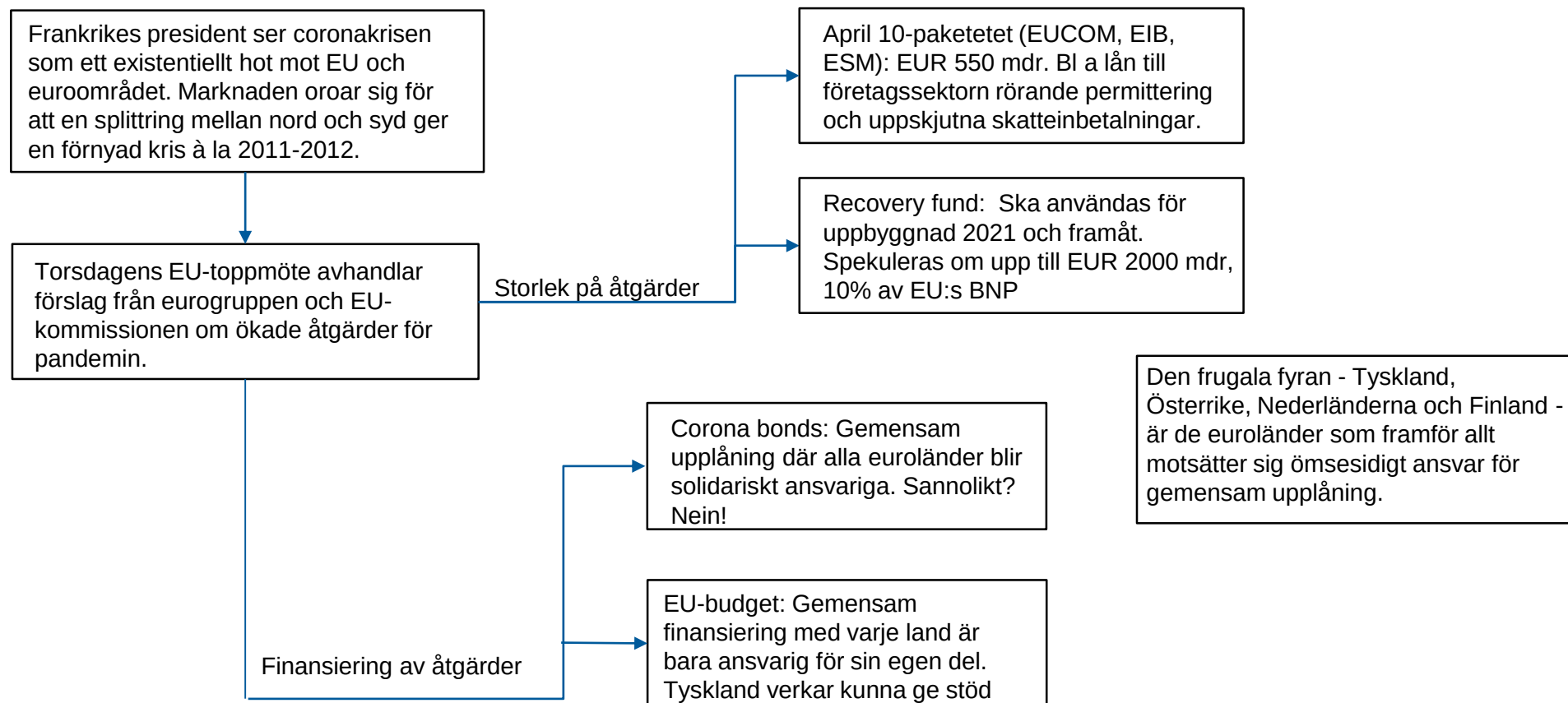
Uppåttrycket i euribor kommer till del från USD men avspeglar också ökad stress i den korta euromarknaden

3-månader: Euribor och via USD-swappen



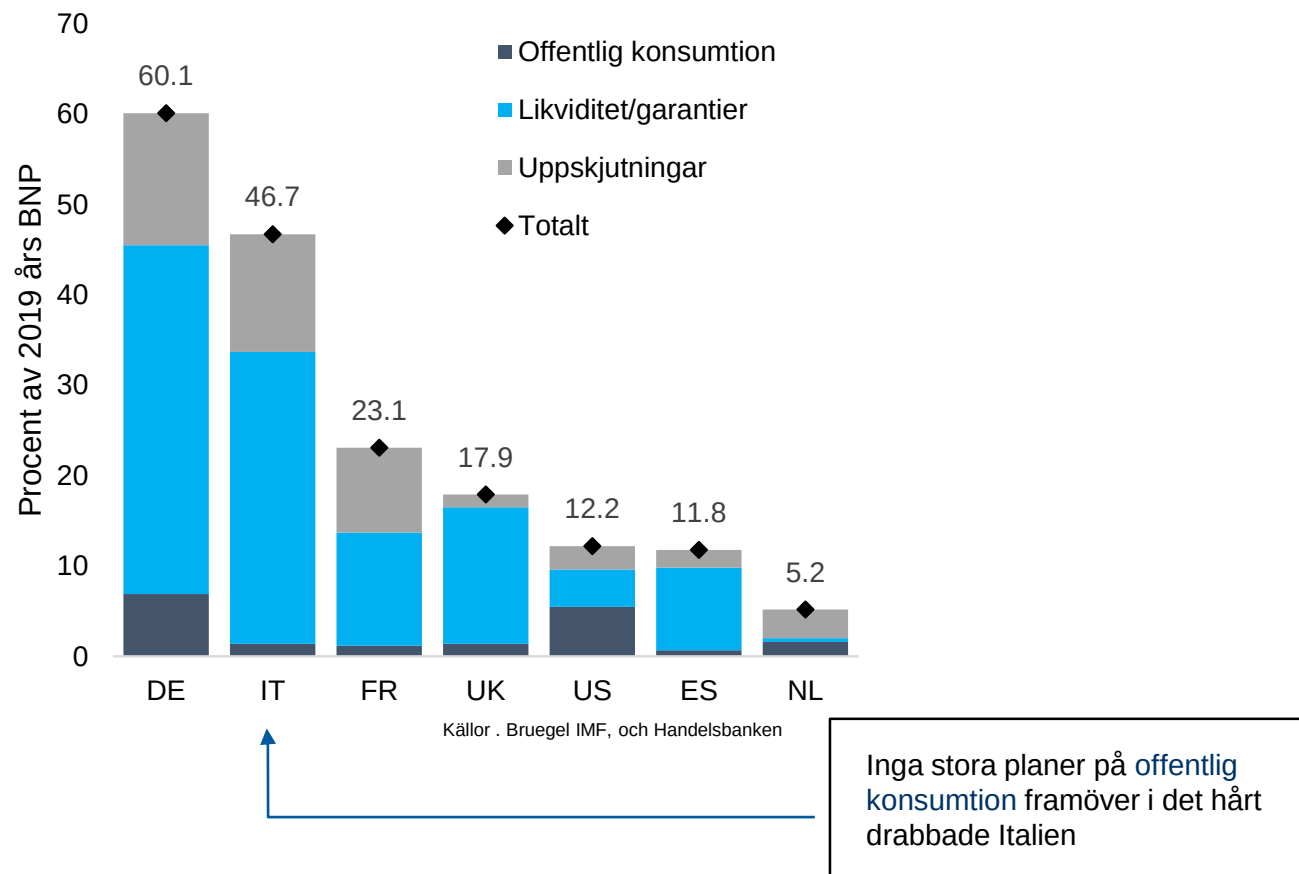
Källor: Bloomberg, Macrobond

Sanningens minut på EU-toppmötet?



Slutsats: Ingen gemensam överenskommelse men löften om att man löser det framöver. Spreadar och stress kvar på höga nivåer.

Stor skillnad i finanspolitiskt polycysvar i euroområdet



Läs mer i [Macro comment](#)

APPENDIX

Centralbanksprissättning

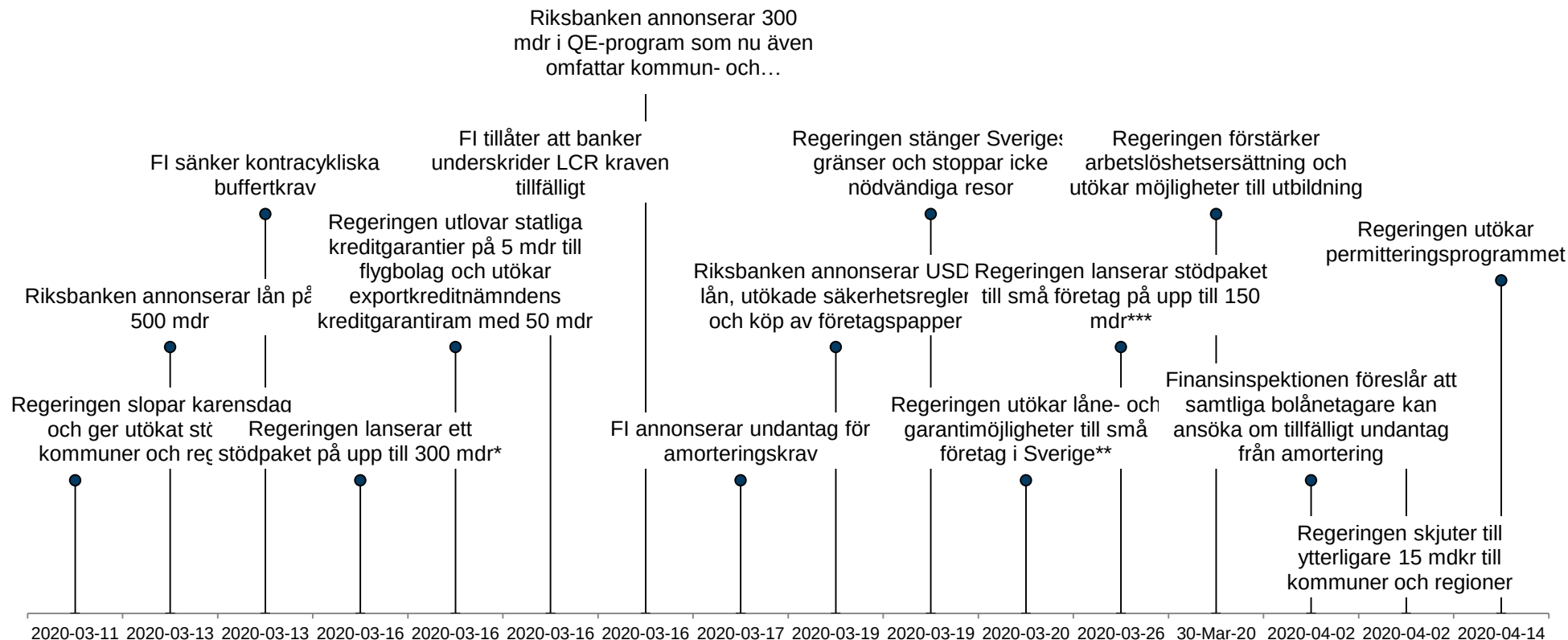
Riksbanken

Meeting	Market	Riksbank Feb	Market vs Riksbank	Handelsbanken
Feb-20	0.00	0.00	0.00	0.00
Apr-20	-0.09	0.00	-0.09	-0.50
Jul-20	-0.14	0.00	-0.14	-0.50
Sep-20	-0.14	0.00	-0.14	-0.50
Dec-20	-0.15	0.00	-0.15	-0.50
Feb-21	-0.15	0.00	-0.15	-0.50
May-21	-0.15	0.00	-0.15	-0.50
Jul-21	-0.15	0.00	-0.15	-0.50
Sep-21	-0.14	0.00	-0.14	-0.50
Dec-21	-0.14	0.00	-0.14	-0.50

Centralbanker	SHB		Marknaden	
	Nuvarande ränta	Nästa förändring* Slutet av 2020	Nästa förändring* Slutet av 2020	
Fed	0.13	Oförändrad 0.13	Oförändrad 0.15	
ECB	-0.50	Oförändrad -0.50	Oförändrad -0.55	
Bank of England	0.10	Oförändrad 0.10	Oförändrad 0.10	
Riksbanken	0.00	Apr-20 -0.50	Oförändrad -0.15	
Norges Bank	0.25	May-20 0.00	Dec-20 0.00	

*Nästa förändring är baserad på 25bp sänkning

Svenska stimulansåtgärder



*Paketet innehåller stöd vid korttidspermittering, sjuklönekostnad, anstånd med skattebetalningar

**Almi får ett kapitaltillskott på 3 mdr för att öka utlåning till små och medelstora företag. SEK låneram ökas från 125 till 200 miljarder kronor. Exportkreditnämndens kreditgarantier utökas med 500 miljarder.

***Stödpaketet innehåller direkt kostnadssänkande åtgärder för företag. Sänka arbetsavgifter, hyresrabatter och kreditgarantier.

Källa: Handelsbanken Capital Markets

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 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 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 Pruiik	+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