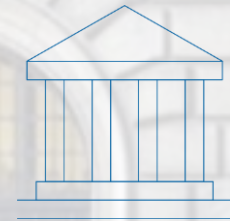


Ränterullen

Flack, flackare, flackast

- Inverterade kurvor behöver ny syn på Riksbanken för att hålla
- 5:or dyrast på kurvan
- Kan TLTRO-förfall förse euromarknaden med material?

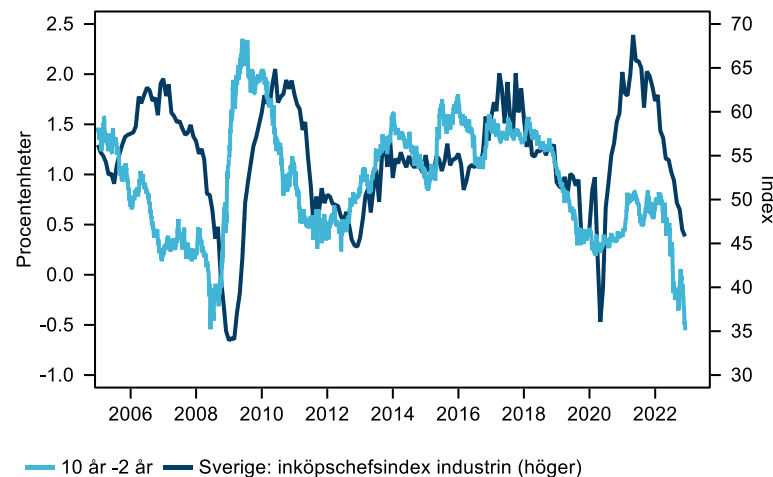


Rekordflacka kurvor

Kurvor fortsätter att flacka. Bortsett från fronten lutar nu hela SEK-kurvan nedåt. Att kurvan flackar följer det historiska mönstret vid högre styrränta och svagare konjunkturdata (bild 1). Men inverteringen är nu i nivå med lutningen före finanskrisen (bild 2).

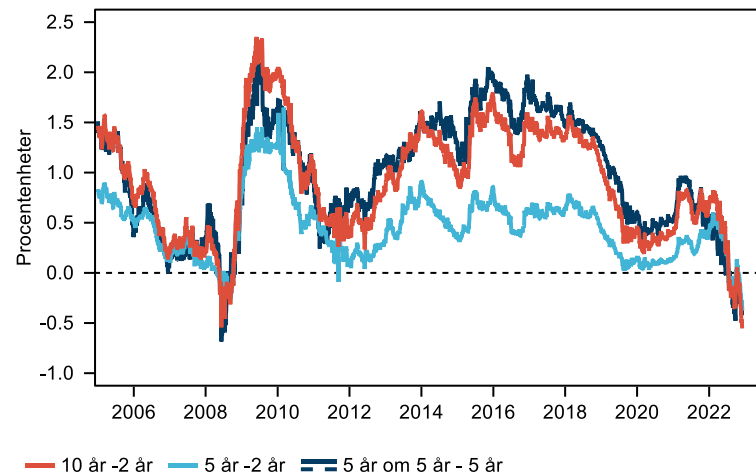
Räntemarknaden, i Sverige och internationellt, har spänt bågen. För att nuvarande nivåer ska bibehållas behövs tydlig leverans i data i form av *både* svagare konjunktur och lägre inflation.

Bild 1: Kurvan och inköpschefsindex



Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: Lika flack kurva som inför finanskrisen (swapräntor)



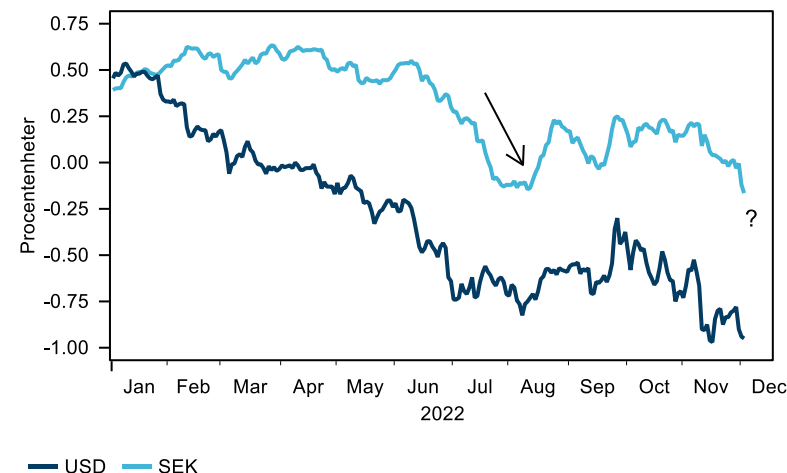
Källor: Bloomberg, Macrobond

Räntesänkning nästa?

Vi har tidigare diskuterat den aggressiva prissättning av Fed-sänkningar där kalenderspreaden Mar23Mar24 återigen indikerar nästan 100 punkter sänkning. Samma kalenderspread i SEK har nu blivit inverterad (bild 1). Den kan dock bli betydligt mer inverterad baserad både på USD och SEK-kurvans lutning i övrigt. När 5 år – 2 år var lika inverterad som nu, inför finanskrisen, föll motsvarande kalender (6:e mot 2:a fraskontrakten) ner till nästan -100 punkter (bild 2).

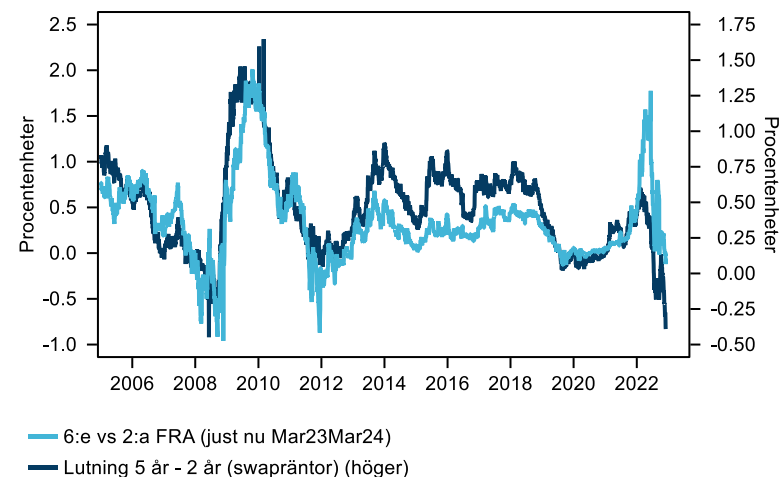
Med andra ord, om lutningen på obligationskurvan ska förbli på dagens inverterade nivåer krävs en omsvängning i synen på Riksbanken med betydligt mer räntesänkningar prissatta än idag. För att det ska bli möjligt krävs en kanske ännu större omsvängning i inflationsindikatorer och kraftfullare signaler om konjunkturavmattning än för Fed. Kom ihåg att Riksbanken, till skillnad från Fed, inte har räntesänkning i prognosen under de närmaste åren.

Bild 1: Mars23-Mars24 i USD och SEK



Sources: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: FRA-kurvan och 5 år - 2 år

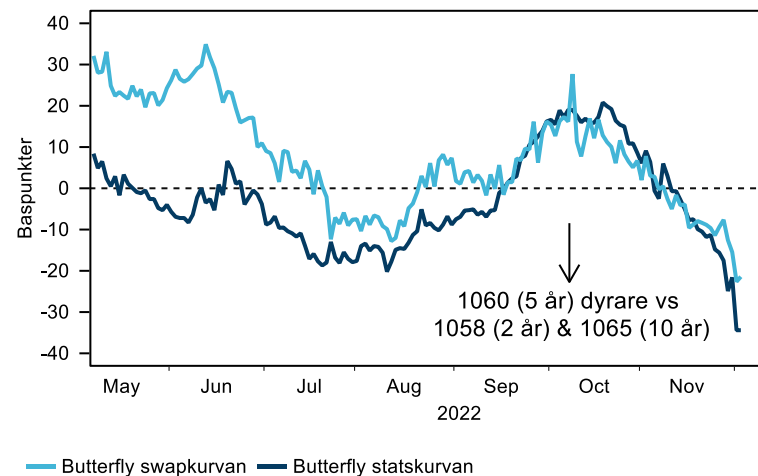


Källor: Bloomberg, Macrobond

5 år dyrast på kurvan

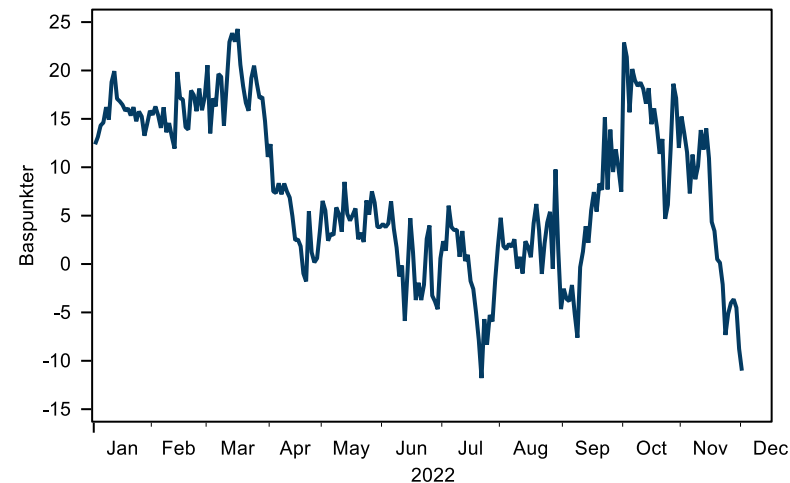
Den kraftiga flackningen av kurvan har skiftat relativvärdering markant under den senaste tiden. 5-årspunkten har gått ner mest i räntenedgången. Det är förvisso inte ovanligt i ett läge med räntehöjningar och nalkande vändning i konjunktoren. Vi tycker ändå att 5-årssegmentet ser dyrast ut just nu. Den kortare delen av kurvan prissätter att Riksbanken höjer till omkring 3,20 procent i mitten av 2023. Vi räknar med att toppen nås i februari på 2,75 procent så det finns nedsida i 2 årssegmentet. 2-årspunkten erbjuder dessutom fortfarande positiv carry. 10-årspunkten ser inte direkt attraktiv ut, men barbellen, dvs 5 år vs 2 år och 10 år ligger på årslägst i både swap och staten. I staten är dessutom barbellens mot Tyskland på bottennoteringar, dvs även relativt Tyskland ser svenska 5:or dyra ut.

Bild 1: 5 år vs 2 år och 10 år



Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: Barbell box: 5 år vs 2 år, 10 år - Sverige vs Tyskland



Källor: Bloomberg, Macrobond

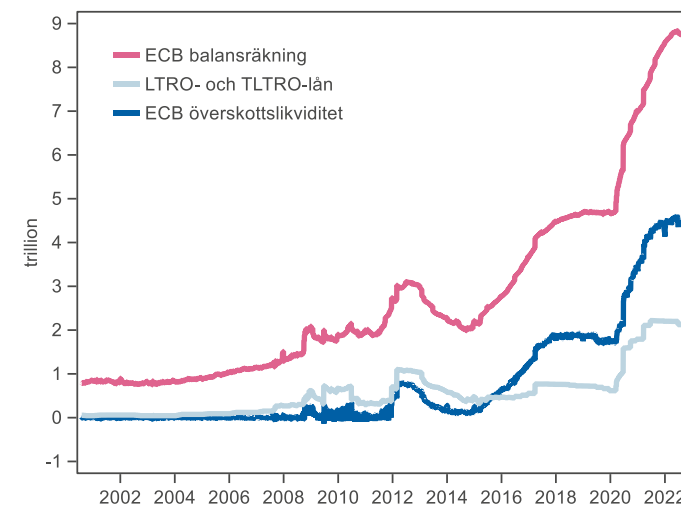
Kan TLTRO-förfall förse marknaden med material?

Från och med 23 november stramades förhållandena åt för ECB:s TLTRO-lån. Framöver är räntan indexerad till ECB:s "genomsnittliga tillämpbara ränta" som innebär att räntan för TLTRO-lån kommer att motsvara åtminstone ECB:s depositränta och att det tidigare arbitragefönstret för banker är stängt. Det gör att en betydande del av TLTRO-lånen sannolikt kommer att betalas tillbaka före förfall.

Potentialen är över 250 miljarder euro i ytterligare free-float i euro-covereds och 150 miljarder i statspapper givet att säkerheterna går tillbaka till nivån innan TLTRO III. Det skulle kunna ge uppåttryck för europeiska coveredspreadar och att även trycka upp swapspreadar (stat vs swap).

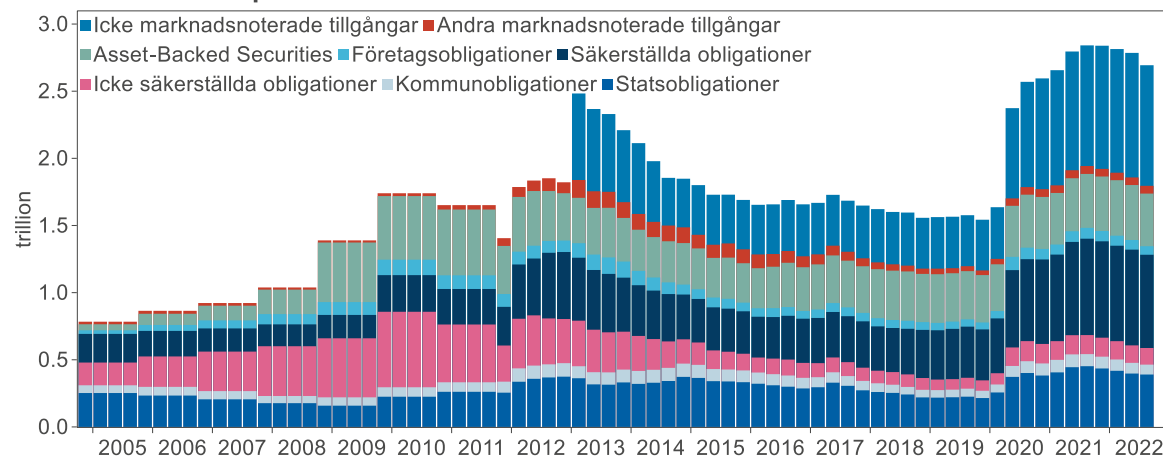
Varken svenska eller danska banker har utestående TLTRO-lån. Därför har inte förfallen av TLTRO-lånen någon betydande effekt på coveredspreadar i Danmark eller Sverige.

Bild 1: ECB:s balansräkning



Källor: Macrobond och Bloomberg

Bild 2: Säkerheter parkerade hos ECB



Källor: Macrobond och Handelsbanken

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 följdskador 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 visselblåsarsystem (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 and Trading Strategy

Macro Research

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

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

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 4881 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
Andreas Hild	Strategist, FI & FX	+46 8 701 83 32

Debt Capital Markets

Björn Ordell	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 28 04
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

Martin Persson	+46 8 463 45 14
----------------	-----------------

Syndication

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

Risk advisory and cash management

the Netherlands

Kristiaan Buter	+31 20 412 76 94
-----------------	------------------

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
------------------	-----------------