

Ränterullen

Dags att kroka upp banan

- Riksbanken ser räntehöjning vid horisonten på septembermötet
- Gott om förfall att spendera trots oförändrad balansräkning nästa år
- När minskas balansräkningen?



Riksbanken krokar upp banan

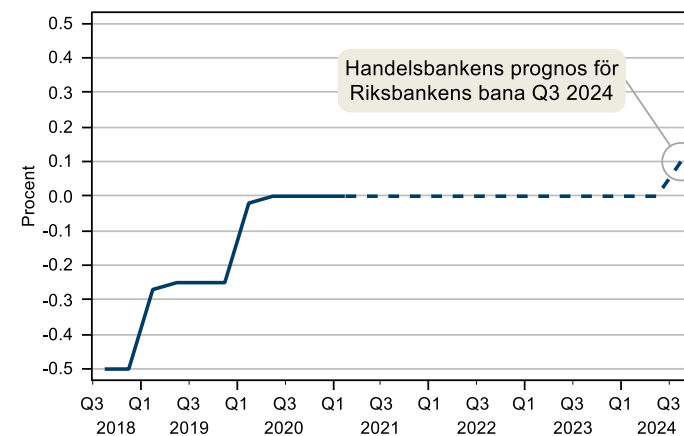
I samband med att Riksbankens penningpolitiska rapport och räntebesked den 21 september, **räknar vi med att Q3 2024* kommer indikera en sannolikhet för räntehöjning (bild 1).**

Redan på julimötet lutade Anna Brehm och Martin Flodén att en räntehöjning under andra halvan av 2024 kunde vara motiverad. I juli bedömdes då inflationen vara över målet och resursutnyttjandet högre än normalt och sedan dess har inflationsutfallen blivit högre än väntat. Vi bedömer förvisso att Riksbanken överskattar inflationstrycket i svensk ekonomi under prognosperioden (se nästa sida). Utvecklingen sedan julimötet talar dock för upprevidering av inflationsprognosen i närtid och även löneutfallen kan verka åt samma håll. Sannolikt reviderar Riksbanken också upp BNP-prognosen för i år och landar i att resursutnyttjandet blir något högre för prognosperioden. Fler än Brehm och Flodén borde därför kunna se en påbörjad räntehöjningscykel i slutet av 2024.

Riksbanken vill sannolikt inte göra en stor sak av en krok i slutet av reporäntebanan utan peka på att det är fråga om en långsam och gradvis reversering av det stöd som penningpolitiken har gett under pandemin.

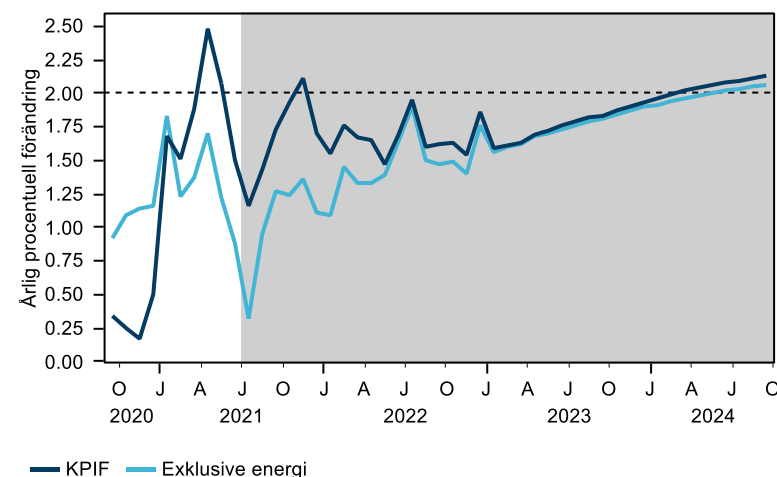
**I den ursprungliga versionen av Rånterullen antog vi att fjärde kvartalet 2024 skulle läggas till i prognoshorisonen. Detta kommer inte att vara fallet förrän i novemberrapporten.*

Bild 1 Riksbankens reporänteprognos



Källor: Riksbanken, Macrobond, Handelsbanken

Bild 2: Riksbankens julprognos för inflationen



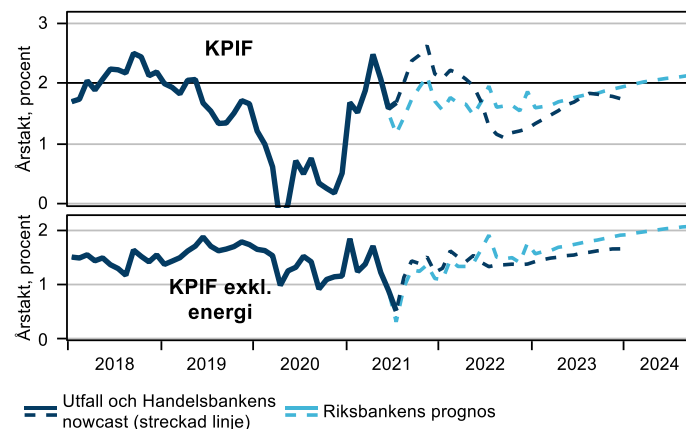
Källor: Macrobond, Riksbanken

Inflationen skjuter allt mer över Riksbankens prognos, men ombytta roller nästa år

Inflationen skjuter allt mer över Riksbankens prognos, och är snart norr om tvåprocentmålet. Det lär bli ett par av slutsatserna när augusti-KPI presenteras på tisdag. Men viktigare för de närtida penningpolitiska utsikterna är förmodligen andra mer motvalls slutsatser:

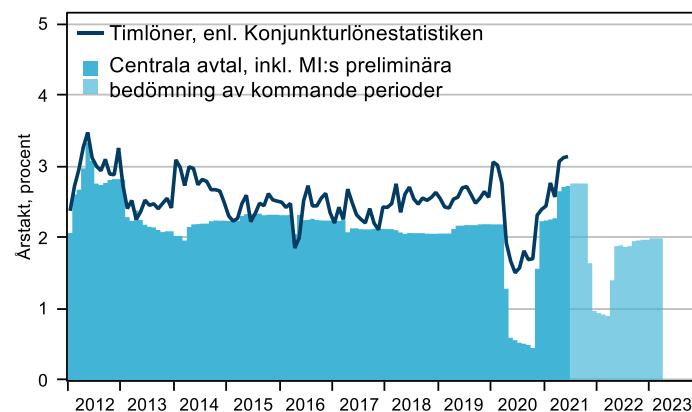
1. Som så många gånger förr handlar inflationsöverskningen främst om svängningar i de bångstyriga elpriserna. Inte en inflation av äkta vara alltså, utan en relativprisförändring som penningpolitiken varken kan eller bör försöka påverka – elprisuppgången handlar inte så mycket om ekonomisk aktivitet, utan om onormalt väder och vind, och snabbt stigande pris på utsläppsrätter. Inte undra på att terminsprissättningen visar lägre elpris nästa år. Gissa vad det innebär, jo att KPIF-inflationen dyker tillbaka under Riksbankens juli-prognos.
2. Trots att underliggande inflation, t ex illustrerad med KPIF exkl. energi, också överraskat på uppsidan så väntar ett slätstruket 2022, svagare än Riksbankens försiktigt positiva trend, menar vi. Det drivs inte minst av att de måttliga centrala löneavtalen håller tillbaka kostnadstrycket i näringslivet. Men de treprocentiga löneökningarna det snackas om just nu då? De är resultatet av framtung avtalsprofil, medan det är magrare ökning som vankas 2022 och ända in i 2023. Och någon kraftig löneglidning som kan rucka på dessa utsikter blir det inte, att döma av arbetskraftsbristen som fortfarande är klart under högkonjunkturläge.

Bild 1: Inflation över Riksbanken, ombytta roller nästa år



Källor: Riksbanken, Macrobond, Handelsbanken

Bild 2: Måttliga löneökningar, exotisk avtalsprofil



Anm.: Konjunkturlöner inkl. MI:s modellestimat slutgiltiga utfall (sista 12 mån).

Källor: Medlingsinstitutet, Handelsbanken och Macrobond

Nettoköpen upphör - men gott om förfall att spendera

Riksbanken har kommunicerat att nettoköpen upphör efter årsskiftet men att balansräkningen kommer att hållas oförändrad. Det innebär att obligationer som förfaller under 2022 kommer att återinvesteras. Adderar vi stats- och bostadsobligationer samt Kommuninvest summerar förfallen 2022 till SEK 143 mdr, ungefär 35 mdr per kvartal. I staten förfaller ca 73 mdr, i covered ca 65 mdr och i Kommuninvest ca 5 mdr.

Ingenting tvingar Riksbanken att återinvestera förfall av ett visst papper i obligationer från samma emittent. En orsak att avvika kan vara att Riksbanken vill ha en löpande närvaro på samtliga marknader. För 2022 skulle det innebära att Kommuninvest får en större del av kakan än förfallen motiverar. Vi räknar dock inte med en mer markerad avvikelse i fördelningen mellan tillgångsslagen jämfört med förfallostrukturen. En sådan avvikelse skulle behöva motiveras från ett policyhåll. Riksbanken kommer dock sannolikt att kommunicera köpfördelning ett kvartal i taget, vilket också varit fallet under pandemin. På så sätt bibehålls flexibiliteten och en oönskad utvecklingen på marknaden skulle kunna motverkas av en omfördelning mellan tillgångsslagen.

En oförändrad balansräkning betyder inte oförändrad duration i Riksbankens portfölj. För staten kommer Riksbankens genomsnittliga löptid antagligen öka markant när 1054 förfaller. Riksbanken äger en större andel av de kortare obligationerna på kurvan och har indikerat att de vill jämna ut ägandet mellan lånen.

Bospreaden borde se lite uppåttryck när Riksbankens nettoköp försvinner. Riksbankens förlängning av löptid kommer dock mildra uppåttrycket för spreadar.

Bild 1: Riksbankens innehav som förfaller 2022

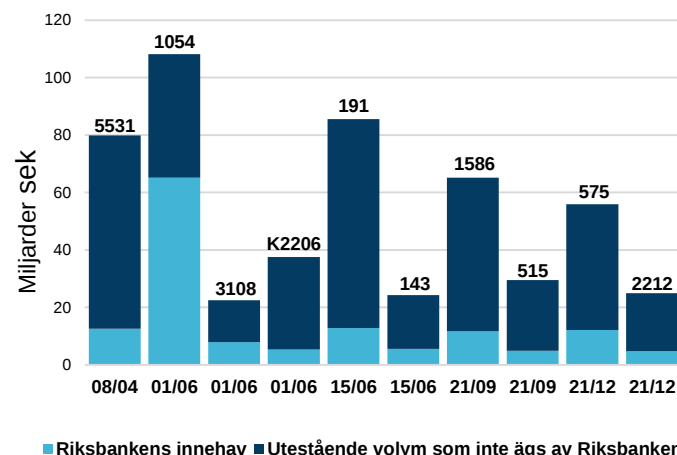
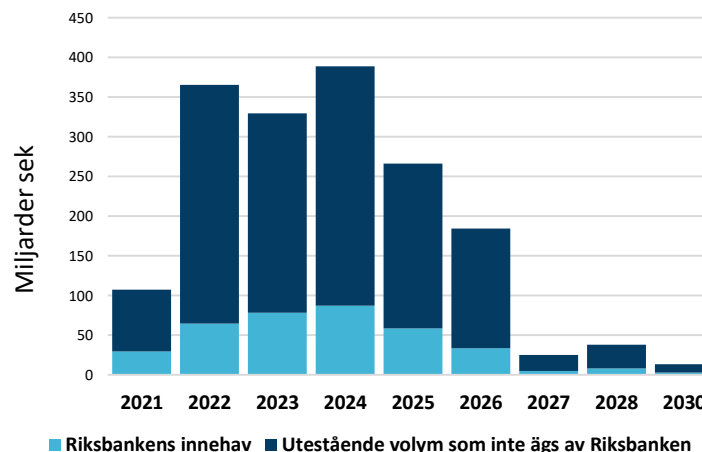


Bild 2: Riksbankens innehav i covered per förfalloår



Källor: Riksbanken, Bloomberg

Stabil balansräkning hur länge?

I samband med att nettoköpen i det första QE-programmet gick mot sitt slut 2017 presenterade Riksbanken en färdplan för att göra penningpolitiken mindre expansiv (bilden). Utgångspunkten var "the Fed way", den strategi den amerikanska centralbanken använde sig av efter finanskrisen.

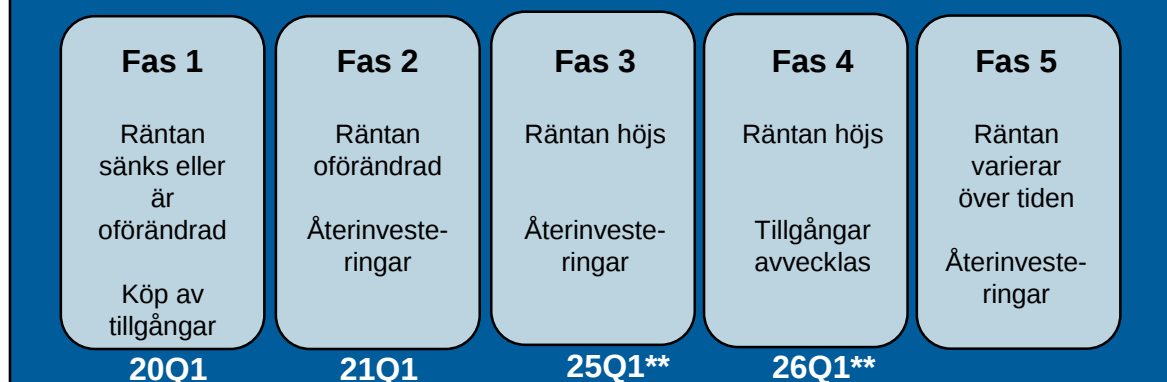
Det första steget är att avsluta nettoköpen. Därefter återinvesteras förfall under en tid innan räntan höjs. När räntan nått en viss nivå tillåts balansräkningen minska genom att delar eller hela förfall inte återinvesteras.

Än så länge har Riksbanken bara kommunicerats att balansräkningen blir oförändrad under 2022 och Riksbanken har inte hänvisat till strategin ovan i samband med det senaste QE-programmet. Väljer man åter "Fed way" betyder det att återinvesteringar fortgår till omkring 2026 givet att reporäntehöjningar inte kommer tidigare än vad Riksbankens prognos indikerar.

Det kan tyckas väldigt lång tid att ha oförändrad balansräkning. Samtidigt verkar "Fed way" fortfarande vara tongivande i centralbanksvärlden. Bank of England planerar att låta balansräkningen sjunka först efter att räntan når 0,5 procent. Även Fed indikerar att tågordningen är densamma som förra gången. Vågar Riksbanken slå in på en annan linje och i så fall varför? En anledning skulle kunna vara att man bedömer att de negativa konsekvenserna av stora innehav i stats- och bostadspapper överstiger fördelarna. Detta är inget som kommunicerats hittills.

Vi räknar med att Riksbanken följer den tidigare strategin och återinvesterar förfall tills efter att räntan har höjts. Riksbanken har dock lyxen att avvakta med att kommunicera detta och vi tror inte att någon ny information kommer om den långsiktiga planen för balansräkningen i samband med septembermötet.

Riksbankens strategi för att gradvis göra penningpolitiken mindre expansiv



Källa: Riksbankens PPR Dec 2017, Handelsbanken

** Baserat på Handelsbankens prognos på Riksbankens reporäntebana och att Riksbanken följer "Fed way"

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 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

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

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 Pruik +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

Tolga Kulahcigil +44 207 578 86 12

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

Martin Jansson Senior Commodity Strategist +46 8 461 23 43

Nils Kristian Knudsen Senior Strategist FX/FI +47 22 82 30 10

Lars Henriksson Strategist FX +46 8 463 45 18

Kiran Sakira Strategist FX +46 8 701 46 14