

Ränteblandet

05 april 2022

I blickfånget just nu - avkastningskurvan har flera ansikten

Avkastningskurvan är i fokus igen. I USA har spreaden mellan 10 år och 2 år nämligen inverterat dvs blivit negativ (se graf 1). Historiskt har avkastningskurvan förutspått de amerikanska recessionerna relativt träffsäkert, vilket lyft upp recessionsrisken på tapeten igen. Detta är naturligtvis rimligt med tanke på det konjunkturella läget vi befinner oss just nu. Avkastningskurvens signalvärde kan dock diskuteras. Kurvan är inte obsolet men behöver belysas från flera aspekter för att förstå rörelsen rätt.

Inverteringen av kurvan kan tolkas som att marknaden just nu ser Fed att ligga på efterkälken med räntehöjningar och priser därför in en snabb och aggressiv höjningscykel som riskerar att strypa tillväxten. Men att bara titta på den traditionella avkastningskurvan (10 år – 2 år) kan ge en skev bild på läget då nivåerna på långräntorna tryckts ned kraftigt av fallande riskpremier. Det finns mycket forskning om riskpremier men klart är att den höga efterfrågan på långa räntepapper som vi sett sedan finanskrisen är en av de viktigaste faktorerna för de låga och numera negativa riskpremierna. Och centralbankernas tillgångsköp är den enskild största anledningen till den ökade efterfrågan. Om vi justerar 10-årsräntan genom att anta att löptidspremie ligger på den nivå som den gjorde i genomsnitt mellan 2000-2007 dvs perioden före QE (också perioden med näst lägst riskpremie), är inte kurvan negativ (se graf). De låga riskpremierna försvårar därför analysen av den traditionella avkastningskurvas signaler. Historiskt har riskpremier ökat när räntevolatiliteten har stigit. Inget som syns i prissättningen än men rimligt att förvänta sig nu med stigande räntevolatilitet och kommande nedskalning av Fed's balansräkning (se graf 2).

För att komma runt problemet tittar Fed spreaden på den korta delen av kurvan (18 månader - 3 månader) som visat sig vara än mer robust recessionsindikator. Detta, enligt Fed, pga att den korta kurvan visar skiftet för räntecykeln, dvs. hur snabbt höjningar vänds till sänkningar, där själva skiftet är en recessionsindikator. 3-månadersränta ligger närmast styrräntan och 18-månadersräntan visar räntebanan framåt. Vi använder oss av skillnaden mellan 2 år och 3-månader i stället för att få längre historik och ser exakt samma samband. I dagsläget är den spreaden tydligt positiv (se graf 1). Vi tolkar därför inte 2-10-årsspreaden tydligt positiv (se graf 1). Vi tolkar därför inte 2-10-årsspreaden tydligt positiv (se graf 1). Vi tolkar därför inte 2-10-årsspreaden tydligt positiv (se graf 1).

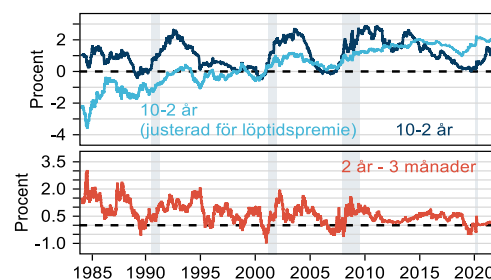
Ränteprognoser (Uppdaterade 4/4 kl 13)	5/4-21	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23
Styrränta Sverige	0,00	0	0,25	0,25	0,50
Styrränta USA	0,50	1,00	1,50	1,75	2,00
Styrränta EUR	-0,50	-0,5	-0,5	-0,25	0,00
10 år Sverige	1,14	0,90	1,10	1,15	1,20
10 år USA	2,40	2,30	2,35	2,40	2,50
10 år EUR	0,51	0,30	0,35	0,40	0,50
2 år Sverige	0,66	0,35	0,50	0,60	0,70
2 år USA	2,45	2,00	2,10	2,20	2,30
2 år EUR	-0,10	-0,35	-0,35	-0,30	-0,30



Johanna Högfeldt, senior räntestrateg

Avkastningskurvor i USA

Traditionell avkastningskurva, justerad för löptidspremie och kort avkastningskurva

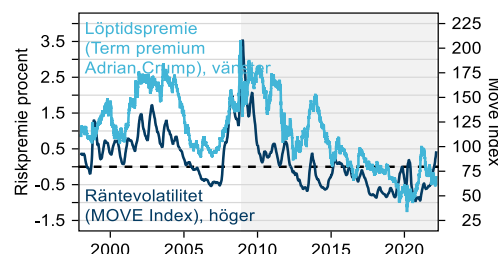


Källa: Macrobond och Handelsbanken
Skuggade områden avser recessioner

Avkastningskurvan är inte obsolet men behöver belysas från flera aspekter

Riskpremier (löptidspremie, "term premium") har sjunkit kraftigt

Löptidspremier korrelerar vanligtvis med räntevolatilitet



Källa: Macrobond och Handelsbanken
Skuggat område avser perioden med QE

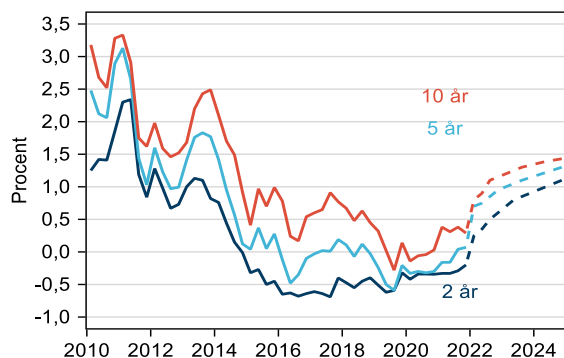
Vår vy på tre till sex månader

Korta räntor		Ränteförväntningarna på marknaden har ökat kraftigt sedan invasionen i Ukraina spätt på inflationsoron ytterligare. Marknaden har diskonterat snabbt aggressiva räntehöjningar, inte minst i Sverige. Detta har också lett till att korta räntor har stigit betydligt under den senaste månaden. Vi anser att marknadens prissättning är för aggressiv just nu, framför allt i Sverige. Riksbanken förväntas värna om inflationsmålet men vi ser inte några skäl till att kyla ned ekonomin med kraftiga räntehöjningar. Vi tror därför att korträntorna kommer att komma tillbaka något på 3-6 månaders sikt. Detta gäller även korträntorna i USA och Euroområdet.
Långa räntor		Långräntorna har också stigit och följt med utvecklingen på korträntorna. På 3-6 månaders sikt ser vi dock inte framför oss att 10-årsräntor stiger så mycket mer och i vissa fall inte ens noteras på så här höga nivåer. I USA förväntar vi oss att Fed redan i maj börjar med att skala ned balansräkningen (Quantitative Tightening) vilket motverkar en större nedgång i långräntorna där. I Sverige fortsätter utbudet av långa statsobligationer att vara begränsat vilket i sin tur håller tillbaka en uppgång i den svenska långgälden. Detta trots att Riksbanken också förväntas att börja med nedskalningen av balansräkningen under hösten. I Euroområdet tror vi inte att penningpolitiken kommer i relativa termer att vara lika stram varför ränteuppgången rent allmänt förväntas bli något mindre i de europeiska räntorna.
Kurva		Kortränteuppgången har varit kraftigare än långränteuppgången i USA så den amerikanska avkastningskurva har till och med inverterat. En trend som har präglat den amerikanska räntemarknaden sedan årsskiftet. Denna rörelse är mer driven av kortändan som stiger i spåren av aggressiva Fed-förväntningar. Vi tror att rörelsen i kortändan börjar bli överdriven och ser en brantning på 3-6 månaders sikt framför oss i USA. I Sverige och i Euroområdet har både kort- och långgälden stigit i paritet med varandra och kurvan i Sverige tror vi inte kommer att flacka först mot nästa år. I Euroområdet kommer flackningstrenden dröja ännu längre eftersom vi ser färre och senare räntehöjningar i Euroområdet än i Sverige.
Swap-spread		Vi har sett en viss ihopspreddning av swapspreaden från de vidaste nivåerna. De höga spreadnivåerna har, som vi tidigare påpekat, delvis drivits av lågt utbud av statsobligationer från Riksgälden samt Riksbankens köp av statsobligationer. Något som fortfarande står fast men är mer eller mindre inprisat av marknaden. I förra Ränthebladet såg vi en hög sannolikheten till minskning i swapspreadar från de historiskt mycket höga nivåer där vi nu, efter ca 20 punkters ihopspreddning, på 3-6 månader sikt förväntar oss snarare en mer sidledes rörelse.
Bospread		Även om vi under den senaste månaden sett en marginell ihopspreddning av bospreaden noterar de enligt oss fortfarande relativt vida mot staten. Vi har tidigare varnat för motvindar för bostäder på grund av minskade köp från Riksbanken och ökat utbud från boinstituten. Dock när spreaden på den generiska 5-åriga bospread ligger 75 punkter över staten har bostäder outperformat staten i 90 procent av fallen under de nästkommande 3 månaderna. Vi tror det finns fortfarande utrymme kvar för en viss ihopspreddning.
Duration (Skuldsidan)		Vi anser nu att prissättningen på marknaden är alldeles för kraftig vad gäller förväntningar på centralbankerna, inte minst i Sverige. Därför ser vi en viss rekyl nedåt både i de svenska kort- och långräntorna på 3-6 månaders sikt.

Appendix

Statsobligationer Sverige

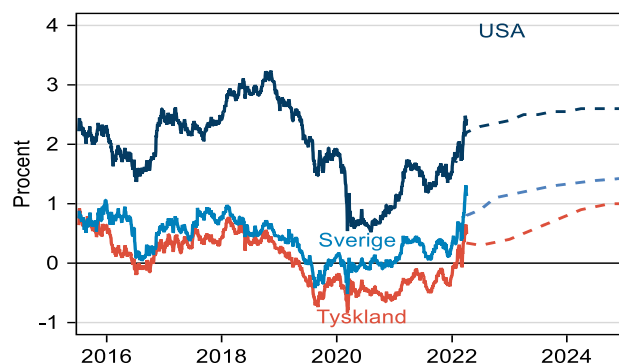
Handelsbankens prognos (streckad linje)



Källor: Macrobond och Handelsbanken

10-åriga statsobligationsräntor

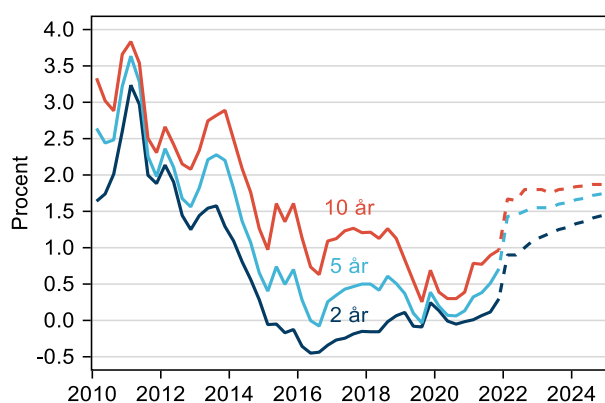
Handelsbankens prognos (streckad linje)



Källor: Macrobond och Handelsbanken

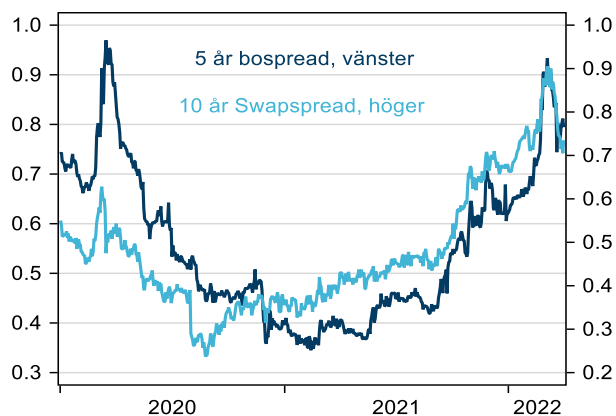
Swapräntor bundet ben Sverige

Handelsbankens prognos (streckad linje)



Källa: Macrobond och Handelsbanken

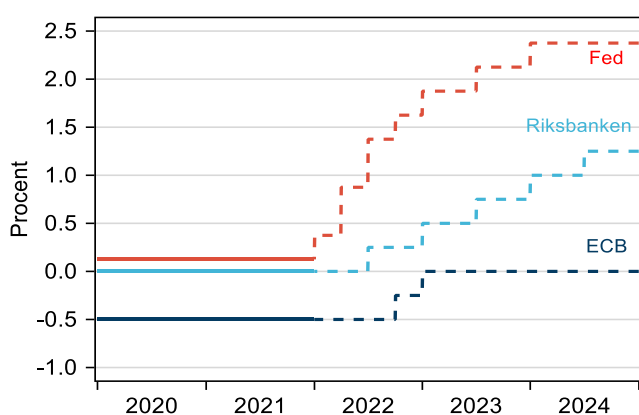
Swapsread och bospread Sverige



Källa: Macrobond och Handelsbanken

Centralbankernas styrräntor

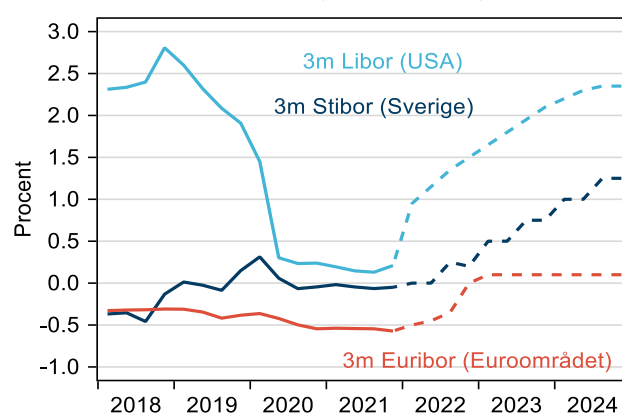
Handelsbankens prognos (streckad linje)



Källa: Macrobond och Handelsbanken

Interbankräntor 3 månader: Sverige och Globalt

Handelsbankens prognos (streckad linje)



Källa: Macrobond och Handelsbanken