

Ränterullen

En obekväm tes – svensk realränta för låg för kronan

- Riksbanken höjer 25 punkter och signalerar mer i höst
- Riksbanken ökar takten på obligationsförsäljningar



En obekväm tes - svensk realränta för låg för kronan

Varför är svensk inflation så hög? Därför att kronan är svag. Varför är kronan så svag? För att inflationen är hög. Denna feedback-loop förefaller innehålla mer förklaringsvärde än vad Riksbanken skulle önska. Låt oss förklara.

Y-axeln i bild 1 visar inflationstakten i genomsnitt under de senaste 12 månaderna för alla G9-länder (G10 ex. Japan). Vi har valt det inflationsmått som vi uppfattar som mest relevant för respektive centralbank och därmed marknaden i respektive valuta. X-axeln visar nuvarande 2-årsränta (swap) för alla valutor. Detta skildrar ett tillsynes förenklat synsätt på marknadens förväntan på centralbanker: Ju högre inflation desto högre ränta. Sambandet stämmer dock relativt väl för åtta av de nio G9-valutorna. Vilken sticker ut? Just det, kronan. **Svensk inflation har legat högst i detta sällskap under det senaste året. Marknaden (och Riksbanken) har kontinuerligt flyttat upp förväntad styrräntenivå. Men inte i motsvarande grad som inflationen stigit. Bara EUR- och CHF-räntor ligger lägre än SEK i 2-årssegmentet.**

X-axeln i bild 2 visar en 2-årig realränta, vilket vi här definierar som en 2-årig swapränta minus 12-månaders inflationsgenomsnitt (samma mått som i bild 1). Y-axeln visar respektive valuta i förhållande till sitt 10-åriga genomsnitt mot USD (för USD visas utvecklingen vs övriga G9). Perspektivet ger långt ifrån en fullständig förklaring till G9-valutors utveckling (NOK och USD avviker kraftigt från relativ realränta). Bilden antyder dock att realräntan är av betydelse för valutan. Riksbankens förhoppning att kunna förstärka kronan med ökad volym obligationsförsäljningar riskerar att bli önsketänkande.

Svensk realränta kan stiga genom att inflationen faller och att Riksbanken höjer räntan. Vi räknar med båda. Men fortsatt svag krona och envist hög inflation kan öka uppåttrycket på svenska korträntor så att SEK rättar in sig till höger i bild 1.

Bild 1: Inflation och 2-årsräntor i G9

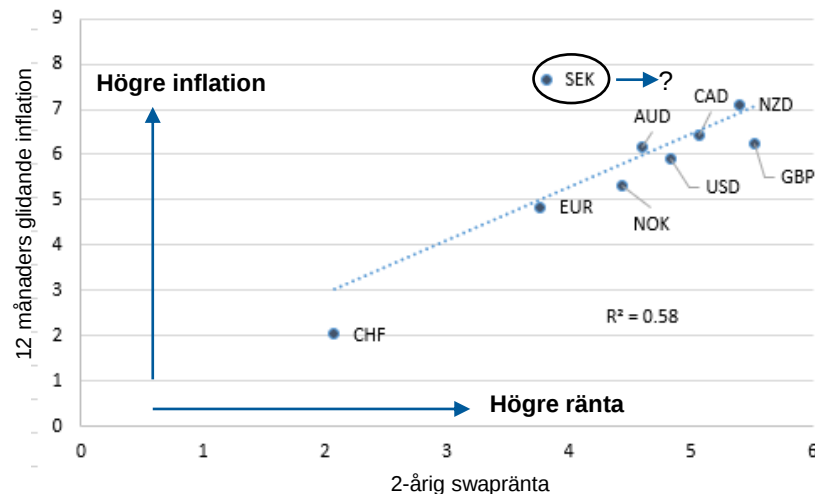
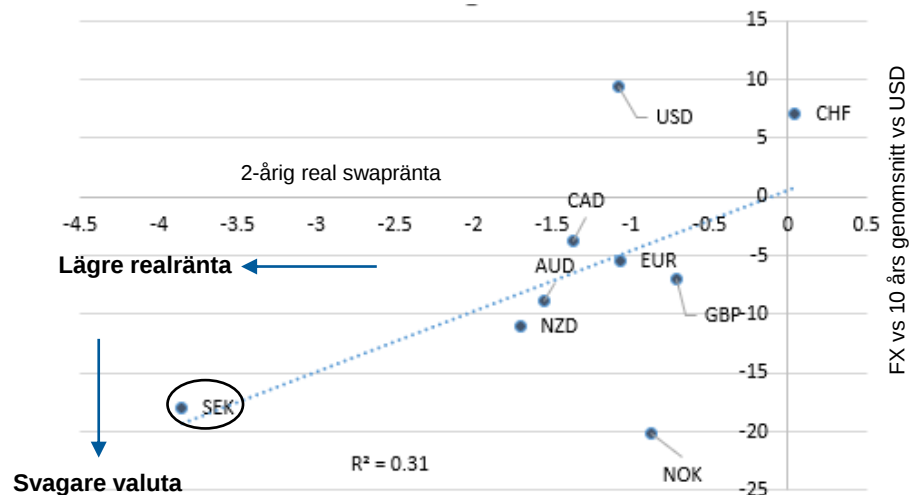


Bild 2: Valutor och 2-åriga realräntor i G9



Källor: Bloomberg, Handelsbanken

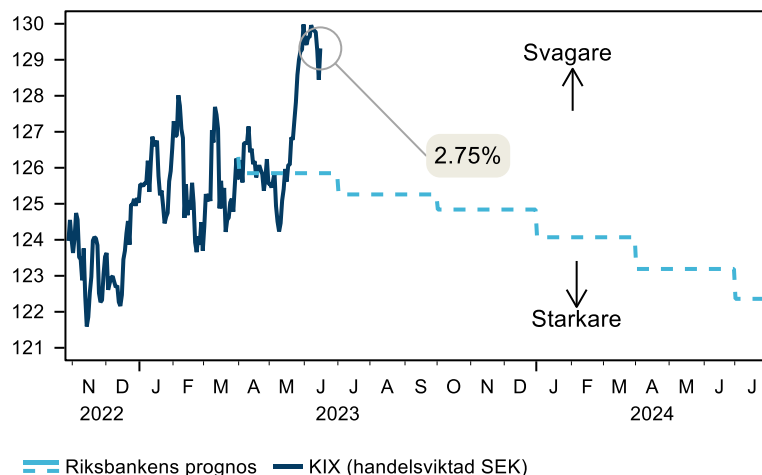
Förutsättningar för junimötet

Inflationen utföll högre än vi räknade med i maj (se [kommentar](#)), men nära Riksbankens prognos (bild 1). Vi ligger fortfarande högre än Riksbanken framöver men avståndet har krympt efter Riksbankens upprevidering i april.

Kronan har kommit tillbaka något från de svagaste nivåerna under året men är fortfarande nästan 3 procent svagare än Riksbankens aprilprognos.

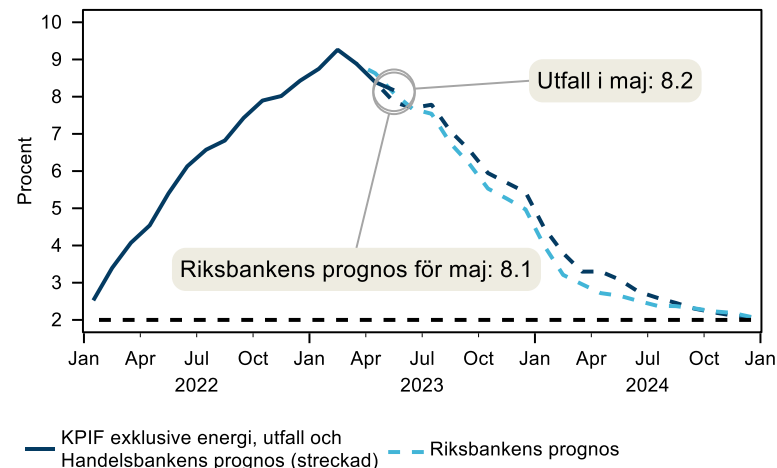
Förväntningar på utländska centralbanker har rört sig upp sedan Riksbankens aprilmöte. I dagsläget är förväntningar på KIX4 (ECB, Fed, Bank of England, Norges bank) bara några punkter under toppen före bankoron i mars och ca 25 punkter över Riksbankens aprilmöte.

Bild 2: KIX och Riksbankens prognos



Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 1: KPIF exklusive energi



Källor: Handelsbanken, Riksbanken

Bild 3: Förväntningar på centralbanker vid slutet av 2023



*KIX4-räntor=EUR, USD, GBP, NOK

Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

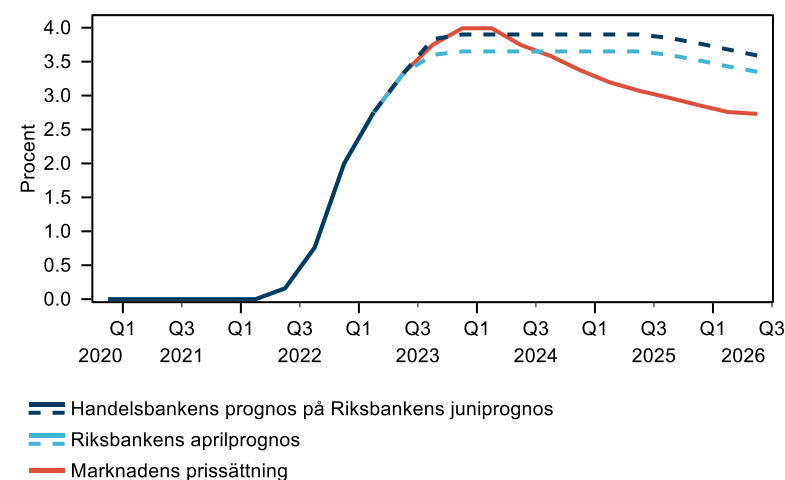
Riksbanken höjer och signalerar att toppen inte är nådd

I samband med aprilmötet kommunicerade Riksbanken att en räntehöjning kan komma i juni eller september. Inflationsutfallet i maj faller inte avgörandet. Miljön i stort gör det dock nästan omöjligt att inte höja räntan redan i juni. Inbromsningen i ekonomin går långsammare än förväntat. Arbetsmarknaden är fortsatt urstark. Inflationsindikatorer viker långsamt. Utländska centralbanker höjer mer eller signalerar mer åtstramning framöver. Och kronan är som bekant ett ständigt bekymmer.

Vi räknar, som tidigare, med att Riksbanken höjer 25 punkter på junimötet, till 3,75 procent. Vi tror inte Riksbanken vill riskera att signalera att räntetoppen är nådd. I stället räknar vi med att räntebanan fortsätter att luta uppåt och i större utsträckning än på aprilmötet. Vi ser en bana som toppar på 3,90 procent under hösten, och därmed visar på drygt 50 procent sannolikhet för ytterligare 25 punkters höjning.

Vårt huvudscenario är att junihöjningen blir den sista. Det bygger på en tydlig konjunkturinbromsning inför höstens möten. Men både en inflation som riskerar att åter landa på uppsidan om Riksbankens prognos – inte minst via svag krona – och högaktiga centralbanker i omvärlden väger åt att ytterligare styrräntehöjning i höst ter sig alltmer sannolik.

Bild 1: Riksbankens styrränta och prognoser



Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

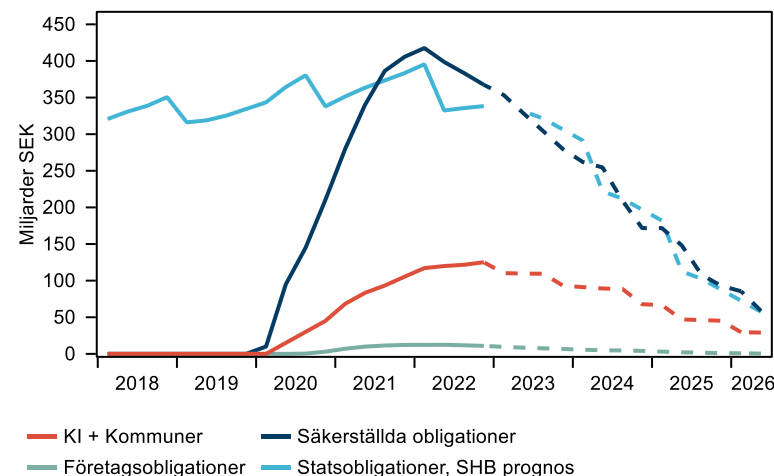
Riksbanken ökar takten på obligationsförsäljningar

Vi räknar med att Riksbanken beslutar att öka takten på obligationsförsäljningar i samband med junimötet. Beslutet i februari innebar försäljning om totalt 3,5 mdr/månad med undantag för juli och augusti. **Vårt antagande är att takten höjs till 5mdr/månad och att Riksbanken väljer att sälja även i augusti, och därmed bara pausar under den låglikvida julimånaden framöver.** Liksom tidigare tror vi att försäljningar bara rör statsobligationer med förfall efter 2026.

Ett agerande i linje med vår prognos skulle minska innehavet av statsobligationer till ca 57 mdr till Q2 2026, vilket även i junirapporten är det sista kvartalet i prognosperioden. Detta ska jämföras med nuvarande takt som tar statsobligationsinnehavet ner till 104 mdr under samma period. 57 mdr innebär att Riksbanken skulle äga ungefär lika mycket covered bonds som statsobligationer. Men förfallostrukturen för covered betyder att den minskar i rask takt efter Q2 2026.

Vi räknar med att Riksbanken vill behålla ett visst innehav av obligationer över tid, för att bevara möjligheten att snabbt ingripa med QE vid behov. Storleken på en långsiktig portfölj är inte given. Innan Riksbanken använde QE i penningpolitisk syfte 2015 skapades en portfölj om bara 10mdr statsobligationer. Vi tror inte Riksbanken redan nu ser behov att precisera en långsiktig storlek på portföljen.

Bild 1: Riksbankens innehav och förfallostruktur



Källor: Riksbanken, 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 närtstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdsador 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.

Äsikterna 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 närtstående 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 visselblåsarssystem (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.