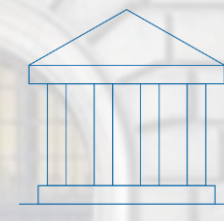


Ränterullen

Stigande räntor inför Riksbanksbesked

- Högre räntor fortfarande temat i minicykeln
- Inför Riksbanken: Inflationsmissar och räntebanan
- QT snabbas på men avslutas 2025



Var befinner vi oss i minicykeln?

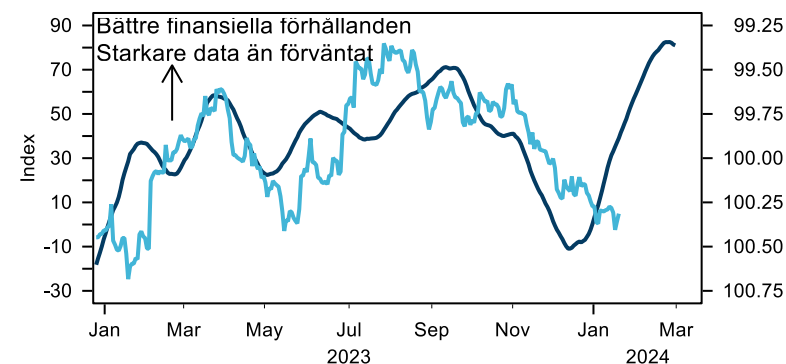
En rekyl i räntor har inletat året. Är det enbart en effekt av alltför högt ställda förväntningar på räntesänkningar under 2024 som inte klarar av mötet med kommunikation från centralbanker? Inte bara. Det kraftiga fallet i obligationsräntor och rallyt i risktillgångar under 2023 har bidragit till en betydande förbättring av finansiella förhållanden. Feedback-loopen till ekonomin brukar innebära att det följs av en fas med starkare data än förväntat. Detta syns tydligast i amerikansk data. Bild 1 visar ett ekonomiskt överraskningsindex som mäter datautfall jämfört med konsensusförväntningar på Bloomberg.

När data utvecklas bättre än förväntat brukar det leda till förändringar av förväntningar på penningpolitiken. Därför är det inte märkligt att finansiella förhållanden också tenderar att leda lutningen på den korta USD-kurvan. Bild 2 visar lutningen mellan 1-årsräntan och 1 år om 1 år (USD, swap), som fungerar som en proxy för penningpolitiken över 12- till 24-månadershorisonten. Förbättringen av de finansiella förhållandena kommer sannolikt leda till att färre, inte fler, räntesänkningar prissätts framöver. Som i sin tur kan dämpa överraskningarna i data när feedback-loopen rullar vidare.

Utifrån mönstret i graferna har den nuvarande ränteuppgången utrymme att fortsätta. Blir så fallet kan pressen på risktillgångar som inletat året också fortsätta ett tag till.

Ovan resonemang försöker fånga minicykler över året. För 2024 som helhet kommer inflationsutvecklingen att förbli den viktigaste drivkraften för marknader. Även efter det senaste uppstället är förväntningar på sänkningar alltför aggressiva, enligt oss. För att centralbankerna ska kunna leverera vad som är prissatt, utan en recession, måste det finnas en entydig uppfattning om att inflationsproblemet har försvunnit.

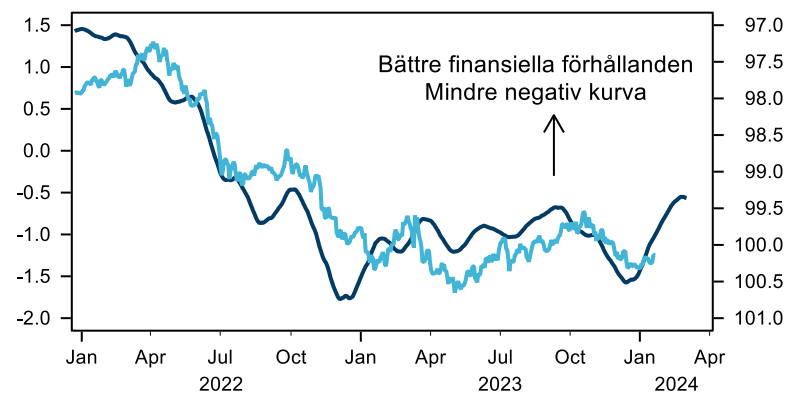
Bild 1: USA - Finansiella förhållande och ekonomiska överraskningar



— Ekonomiska överraskningar vs konsensus
— Finansiella förhållanden (GS), 1-mån genomsnitt, 30-dagars förskjutning (höger)

Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: USA - Finansiella förhållande och korta kurvan



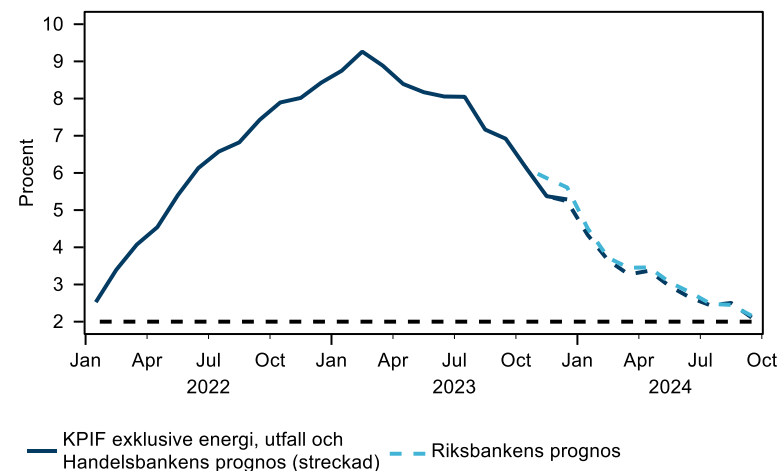
— USD 1y1yf vs 1y
— Finansiella förhållanden (GS), 1-mån genomsnitt, 30-dagars förskjutning (hö)

Källor: Bloomberg, Macrobond

Inflationsutfall påminnelse om risker

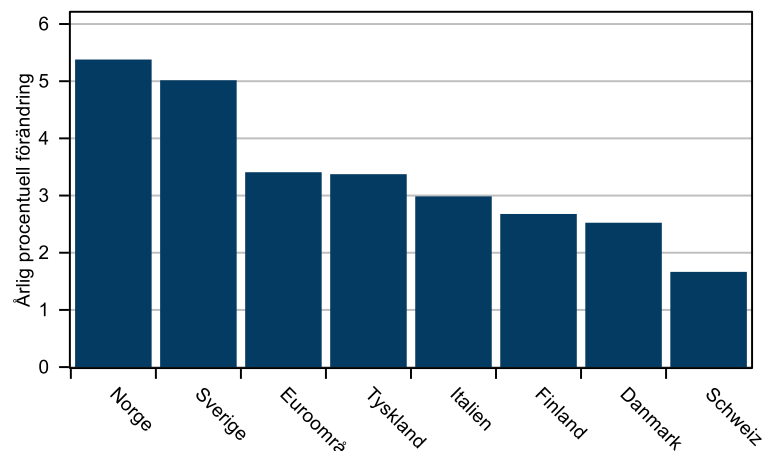
Decembereinflationen landade marginellt över förväntningar med den lägsta KPIF-inflationen sedan 2021 (se [här](#) för detaljer). Exklusive energipriser (KPIFXE) ligger inflationen fortfarande långt över målet (bild 1) och Sverige (och Norge) sticker fortfarande ut (bild 3). I KPIFXE-termer minskade avvikelsen till Riksbankens novemberprognos till 3 tiondelar efter att varuinflationen rekylade (bild 2). Vi har tidigare argumenterat att stora överraskningar på nedsidan behövs för att Riksbanken ska leverera det marknaden prissätter (just nu 130 punkters sänkning för 2024). Första kvartalets inflationsdata, och inte minst januarsiffrorna sätter tonen för hela året och blir avgörande för om vi, eller marknaden, har rätt.

Bild 1: KPIF exklusive energi



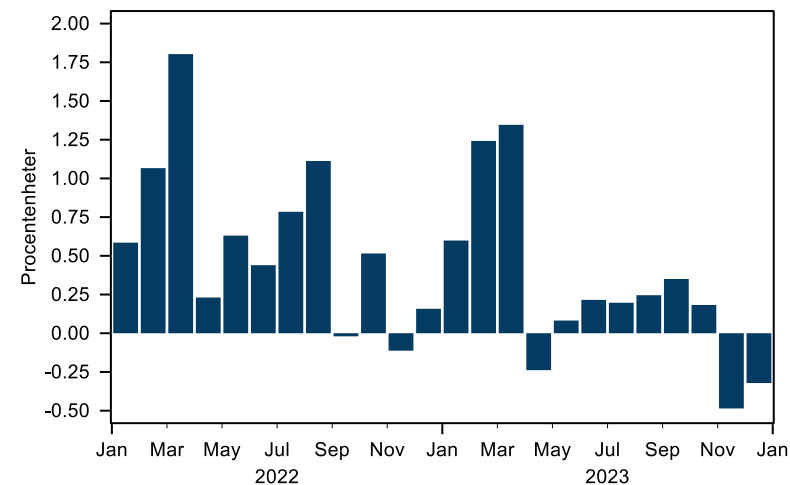
Källor: Handelsbanken, Riksbanken, Macrobond

Bild 3: HIKP exklusive mat, energi, alkohol och tobak



Källa: Macrobond

Bild 2: KPIFXE: Utfall jämfört med Riksbankens senaste prognos



Källor: Riksbanken, Macrobond, Handelsbanken

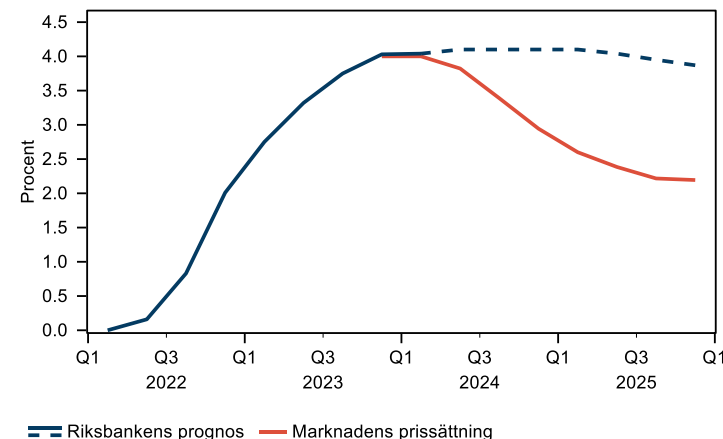
Inflationsmissar och räntebanan

När Riksbanken lämnar räntebesked den 1 februari inleds en ny mötesstruktur med 8 möten per år, från tidigare 5. Nya siffrsatta prognoser kommer endast redovisas på 4 möten, mars, juni, september och december, i linje med bla Fed och ECB. På detta möte blir det alltså inga nya prognoser för räntan eller inflationen. Inte desto mindre blir utgångspunkten Riksbankens prognoser för just dessa variabler på novembermötet. Räntebanan signalerade en viss beredskap för höjning under våren, men Riksbanken har sedan november redan hunnit signalera att ytterligare räntehöjning är osannolik. Räntebanan signalerar därefter oförändrad ränta till 2026 (först då räntebanan når 3,75 procent). Det framstod redan före inflationsutfallen efter novembermötet som orealistiskt sent.

Inflationsutfall är inte det enda som påverkar Riksbankens prognos för räntan. Det är ändå på sin plats att jämföra inflationsutfall och historiska revideringar av räntebanan. Bild 2 gör just detta för alla möten sedan 2009 då Riksbanken började prognostisera KPIFXE. På y-axeln visas den genomsnittliga förändringen av räntebanan per kvartal. X-axeln visar skillnaden mellan det sista inflationsutfallet före respektive möte och Riksbankens prognos. Den positiva lutningen i sambandet innebär, inte överraskande, att högre inflation än förväntat i genomsnitt leder till en uppreviderad räntebana. Inte heller är det oväntat att sambandet är ännu tydligare under höginflationsepoken (2022-).

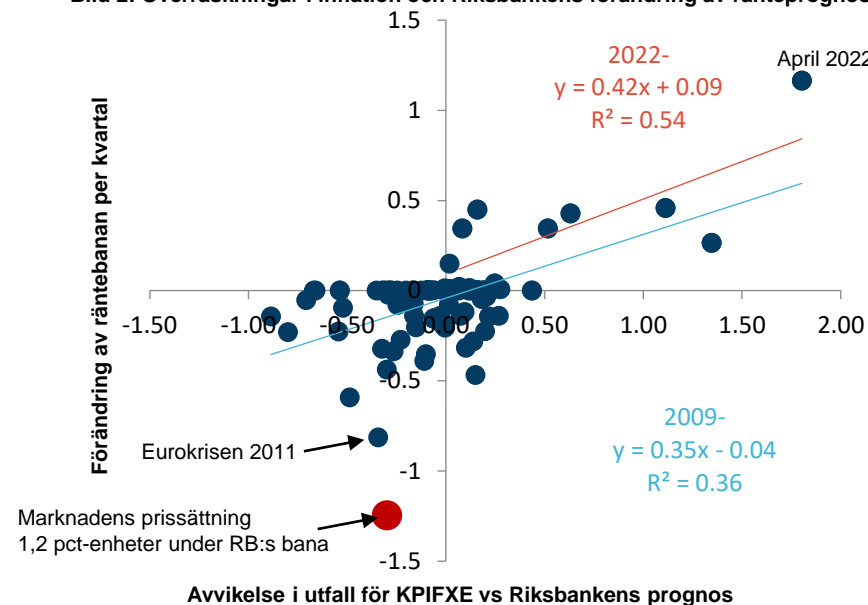
Inflationen (KPIFXE) är alltså 0,3 procentenheter under Riksbankens prognos. Baserat på historiken skulle det motivera att räntebanan letar sig under 4 procent under 2024 och öppna för räntesänkning i år, men knappast uttrycka sig på ett sätt som rimmar med marknadens förväntningar om ca 130 punkter. Den röda punkten i bild 2 visar hur mycket Riksbanken skulle behöva revidera sin "imaginära" ränteprognos på februarimötet för vara i linje med marknaden. Vi räknar förvisso med att Riksbanken reviderar ränteutsikterna gradvis under 2024. Men för att nå marknaden behövs, återigen, lägre inflation än inte bara Riksbankens, utan också vår prognos.

Bild 1: Riksbankens styrränta



Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

Bild 2: Överraskningar i inflation och Riksbankens förändring av ränteprognosen



Marknaden prissätter för mycket, för tidigt

Den nuvarande räntecykeln skiljer sig åt från det historiskt normala. Typiskt brukar räntan höjas gradvis i takt med ökad ekonomisk aktivitet. Dagens cykel startades av en inflationschock som medförde de snabbaste räntehöjningarna i modern tid. Vi räknar med att räntenedgången också kommer skilja sig från historien som brukar innebära att centralbanker sänker snabbt för att motverka ett kraftigt fall i konjunkturen. Med utgångspunkt från att en allvarlig recession undviks kommer räntesänkningar denna gång ske gradvis i takt med att oron för inflationen försvinner. Den kommer inte göra det lika plötsligt som en konjunkturedgång inträffar. Inflationsrisker kommer dröja sig kvar ännu en tid, inte minst i Europa där oron i Röda havet förnyat inflationshotet från utbudsstörningar.

Vår avvikelse från marknaden är framför allt för 2024 där marknaden prissätter tidiga och snabba räntesänkningar, inte olikt en typisk räntesänkningscykel. Det innebär att vi ser störst behov av ränterekyl i fronten av FRA-kurvan (bild 3).

Bild 1: Räntecykeln motsatsen till det normala

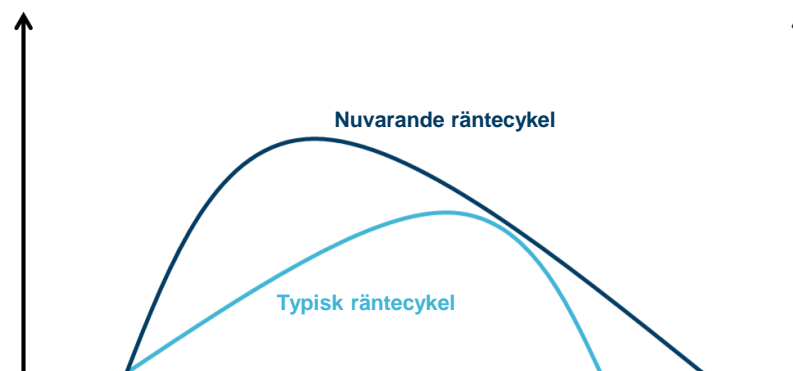


Bild 2: Riksbankens styrränta

Besked	Handelsbanken	Marknaden	Riksbanken
01/02/2024	4.00	4.00	4.07
27/03/2024	4.00	3.91	4.10
08/05/2024	4.00	3.73	4.10
27/06/2024	4.00	3.47	4.10
20/08/2024	3.75	3.24	4.10
25/09/2024	3.50	3.04	4.10
07/11/2024	3.50	2.92	4.10
19/12/2024	3.25	2.69	4.10
30/01/2025	3.25	2.59	4.10
27/03/2025	3.00	2.43	4.05
08/05/2025	3.00	2.43	4.03
26/06/2025	2.75	2.33	3.98
20/08/2025	2.75	2.27	3.90
25/09/2025	2.50	2.27	3.88
06/11/2025	2.50	2.27	3.86
18/12/2025	2.50	2.27	3.80

Källor Handelsbanken, Bloomberg, Riksbanken

Bild 3: FRA-priser och baserat på SHB-prognos

FRA	SHB fair value	Marknad	Diff
Mar-24	4.13	3.99	0.14
Jun-24	4.07	3.57	0.50
Sep-24	3.66	3.13	0.53
Dec-24	3.32	2.76	0.56
Mar-25	3.05	2.57	0.48
Jun-25	2.91	2.44	0.47
Sep-25	2.66	2.36	0.30
Dec-25	2.51	2.28	0.23

Källor: Handelsbanken, Bloomberg

Ted spread: 11bp förutom Dec-24, Dec-25 =0

Riksbanken ökar takten på obligationsförsäljningar

Vi räknar med att Riksbanken beslutar att öka takten på obligationsförsäljningar i samband med mötet den 31 januari. Nuvarande försäljning sker i en takt om totalt 5 mdr/månad med undantag för juli och augusti.

Vår prognos är att takten höjs till 6,5 mdr/månad från och med februari.

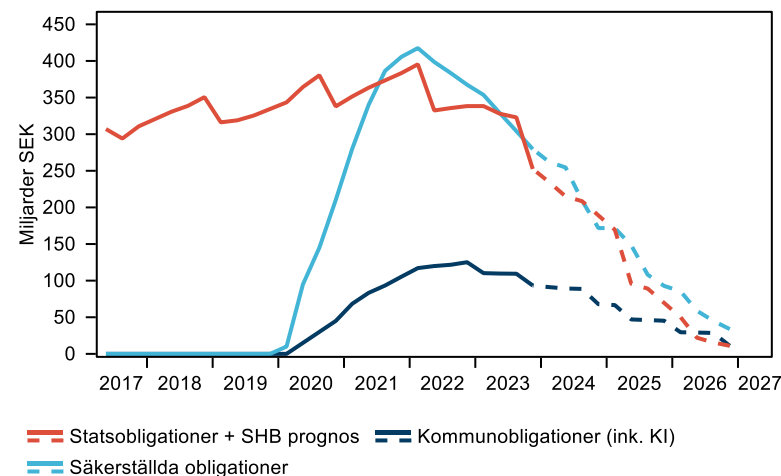
Ett agerande i linje med vår prognos skulle innebära att innehavet av statsobligationer minskar till ca 70 mdr till slutet av 2025. I november 2026 förfaller 1059 av vilken Riksbanken äger 44 mdr.

Vi räknar med att Riksbanken vill ha ett långsiktigt innehav av statsobligationer på minst 10mdr för att bibehålla beredskap för QE i framtiden.

Vi räknar med att försäljningarna av statsobligationer avslutas vid utgången av 2025. Senast under 2028 kommer Riksbanken åter vara på köpsidan i statsobligationsmarknaden för att kompensera för förfall.

Riksbanken skulle kunna argumentera att även en viss långsiktig portfölj av covered bonds kan motiveras för att bibehålla kompetens inom huset. Vår bedömning är emellertid att den nya Riksbankslagen försvårar ett dylikt "beredskapsinnehav". Vår slutsats är därför att Riksbanken kommer låta övriga obligationer rulla av balansräkningen i takt med förfall.

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 närstående 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. 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.