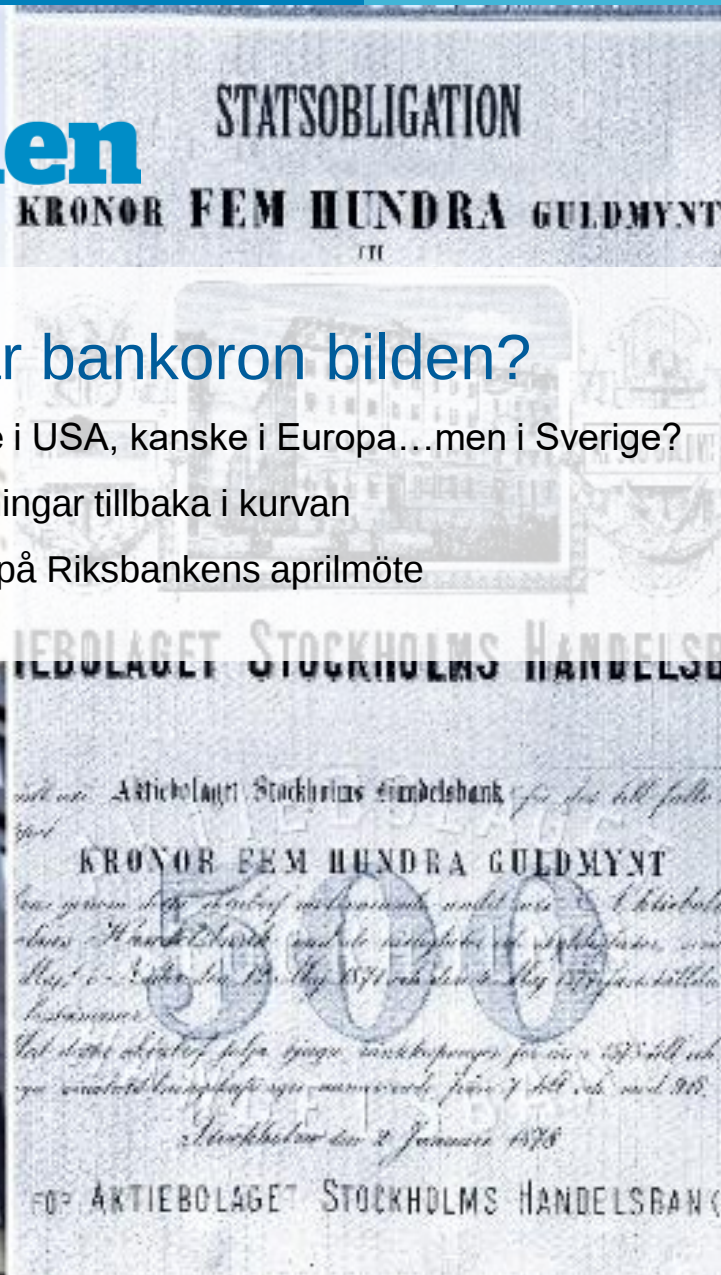


# Ränterullen

## Hur mycket ändrar bankoron bilden?

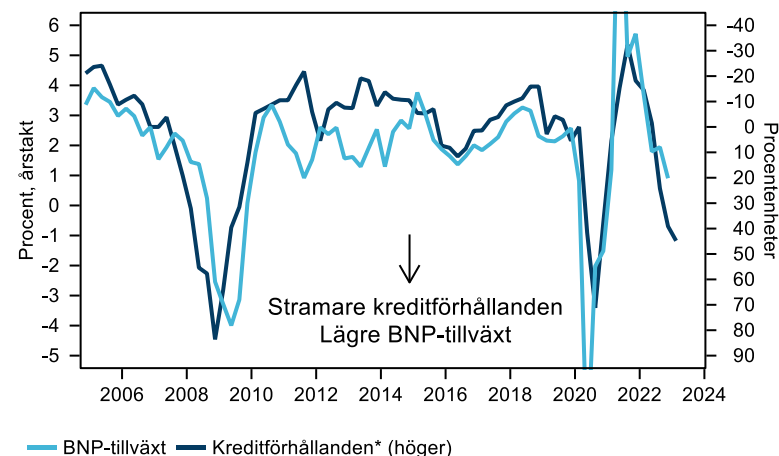
- Stramare kreditförhållande i USA, kanske i Europa...men i Sverige?
- Rekordsnabba räntesänkningar tillbaka i kurvan
- Inflation står mot bankoro på Riksbankens aprilmöte



# Ekonomins historia är dess bankers

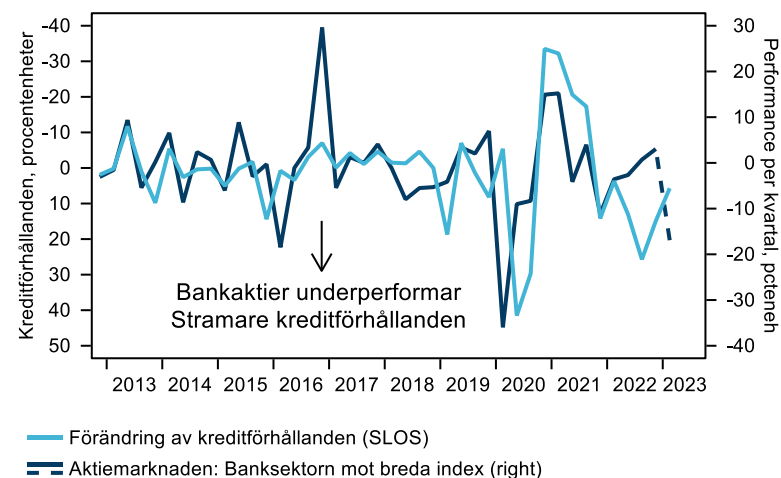
**Ingen som var med under finanskrisen vågar underskatta betydelsen av banker för ekonomisk tillväxt.** Om banker inte fungerar kommer ekonomin oundvikligen ta stryk. Dagens amerikanska bankoro är dock väsensskild från situationen för 15 år sedan. I stället för problem för de systemviktiga jättarna är det de mindre (om än inte små) regionala bankerna som riskerar att stjälpa konjunkturen. Marknaden – och myndigheter – fruktar att det som började som en isolerad händelse på SVB leder till ett flöde av deposits från de regionala bankerna till de hårdare reglerade (och därmed tryggare) systemviktiga bankerna. Ett sådant flöde, om det skulle vara omfattande, leder till en kreditåtstramning eftersom de regionala bankerna skulle tappa medel att låna ut. Än är vi inte, vad vi vet, där. Vad vi vet är att banksektorn redan tidigare stramade åt utlåningen. I bild 1 visas Feds bankundersökning Senior Loan Officer Survey. Under finanskrisens åtstramning var den en närmast perfekt ledande indikator för BNP. Under det senaste året har utlåningen stramats åt, bl a som en effekt av stramare penningpolitik. I själva verket är detta en av de kanaler penningpolitiken verkar genom och på så sätt är bankernas kreditåtstramning en önskvärd och nödvändig utveckling för att Fed ska sänka inflationen. Men det kan bli för mycket av det ”goda”. Bankoron riskerar att accelerera åtstramningen och bromsa ekonomin alltför snabbt. Inte ens Fed kan med trygghet bedöma effekten av bankoron på kreditgivningen. Det vi kan konstatera är att stora fall för bankaktier på börsen inte sällan är ett förebud om kommande kreditåtstramning. Bild 2 visar amerikansk banksektor mot bredare aktieindex. Fallet för banksektorn under den senaste tiden är historiskt stort (men bleknar dock i jämförelse med finanskrisen). Detta är inte starten på en global finanskris i våra ögon. **Men resultatet blir inte desto mindre stramare kreditgivning – och i förlängningen sannolikt mindre behov av räntehöjningar.**

Bild 1: USA - Kreditåtstramning sänker BNP



\*Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices: Tightening Standards for Firms  
Källa: Macrobond

Bild 2: USA - Kreditförhållanden och bank-performance



Källor: Bloomberg, Macrobond

# Rekordsnabba räntesänkningar tillbaka i kurvan

Ovan slutsats känns mild i jämförelse med den dramatiska omprisering som skett på både den europeiska men framför allt amerikanska räntemarknaden. Den amerikanska marknaden är tillbaka i en rekordinverterad räntekurva från halvårsskiftet 2023 och ett år ut. Inte ens en halv 25-punktershöjning återstår enligt marknaden. Från juni till årsskiftet ligger sänkningar om 90 punkter i marknaden. Från halvårsskiftet i år och 12 månader framåt, mer än 160 punkter. En kraftigt eskalerande bankoro har definitivt möjlighet att bromsa konjunkturen i en omfattning som skulle leda till ett liknande förlopp för penningpolitiken. Vi argumenterar, precis som när prissättningen var lika extrem i början av året, att detta inte är "inprisat" i andra marknader. Att den amerikanska räntekänsliga tech-sektorn studsar av fallande räntor må vara hänt. Märkligare framstår att cykliska aktier klarar sig fortsatt bra relativt defensiva om den amerikanska ekonomin är på väg mot en snabb inbromsning (bild 2). Det guldlock-scenario som vi bedömde prissattes i början av året - räntesänkningar utan recession - framstår som än mindre sannolikt i dagsläget.

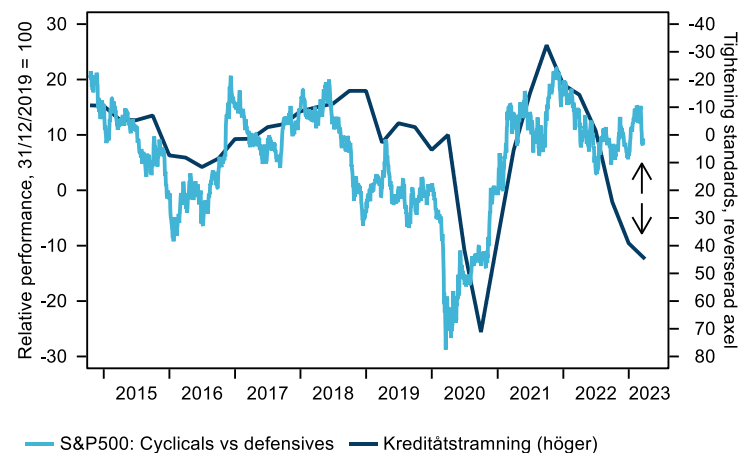
**Vårt huvudscenario förblir att amerikansk ekonomi går in i en recession under andra halvåret.** Vi räknar dock inte med att den blir så kraftfull att Fed måste tvärvända penningpolitiken. Det tar tid för en svagare ekonomi att sätta sig på arbetsmarknaden och i förlängningen trycka ner inflationen. **Därmed fortsätter vi att se räntesänkningar från Fed först efter årsskiftet och att räntemarknaden åter prissätter för mycket för snabbt.**

Bild 1: Räntesänkningar prissatta Jun23-Jun24



Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: Kreditåtstramning och börsen



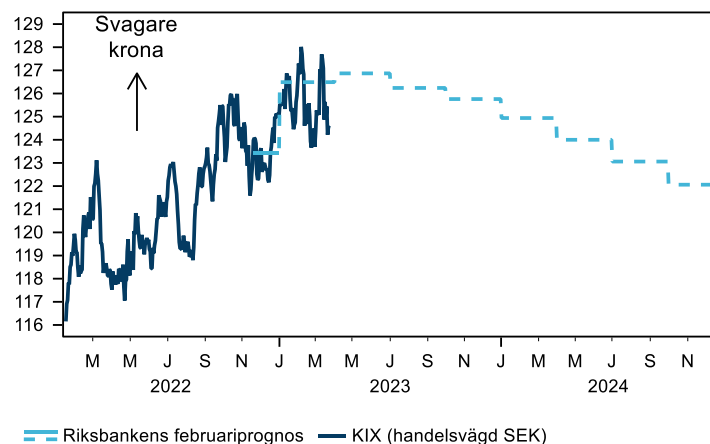
Källor: Bloomberg, Macrobond

# Inflation mot bankoro på aprilmötet

Vi har tidigare argumenterat för att Sverige handlar för tigt mot Tyskland över hela kurvan. Bankoron har justerat spreadarna i rätt riktning enligt vår syn, men i ärlighetens namn delvis av oväntade skäl. I själva verket har Sverige blivit en lågbetamarknad där spreadarna mer är en effekt av kraftig volatilitet på den europeiska marknaden och mindre volatilitet på den svenska. Men det finns även fundamentala skäl till stigande spreadar. Riksbankens stundande försäljning av statsobligationer är en faktor som håller uppe längre spreadar. Kortare spreadar har påverkats av potentiella relativa effekter på ekonomin av bankoron. Under en längre tid har investerare oroat sig för den höga räntekänsligheten i svensk ekonomi samt problem på den privata och kommersiella fastighetsmarknaden. Naturligtvis kvarstår bekymmer inom dessa områden (det finns en rykande färsk Fastighetsrapport för en uppdaterad vy). När det gäller bankoro är det dock svårt att se att denna skulle sprida sig till Sverige som har lyxen att ha en mycket högt "rejtad" och välkapitaliserad banksektor. En viss åtstramning även i det svenska banksystemet kan säkert följa, men troligtvis i mindre omfattning än i USA och Europa. För Sverige blir effekten av bankoron snarare svagare omvärldskonjunktur. Därmed kan effekten dröja jämfört med om det skulle röra sig om en snabb omställning i kreditgivning.

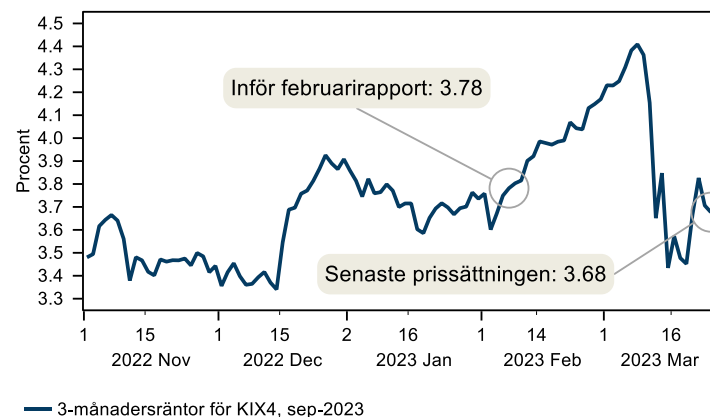
Fram till februarimötet fanns ingen motsättning mellan snabba räntehöjningar och utvecklingen i ekonomin i övrigt. Även om BNP bromsade in under 2022 och bostadspriser föll har arbetsmarknaden, det slutliga kvittot på tillståndet i ekonomin, förblivit grundstark. Vi räknar inte med att den bilden ändras till aprilmötet. Bekymmer i omvärlden kan dock underlätta Riksbankens jobb. Svagare global konjunktur, om så blir fallet, kan sänka det globala inflationstrycket. Mindre räntefall i Sverige än i USA och Europa har stärkt kronan som nu är starkare än Riksbanken räknade med i februari (bild 1). Och omvärldens styrräntor är hastigt och lustigt lägre än inför februarimötet (bild 2). Det stora bekymret, den skyhöga inflationen, kvarstår. **Vår inflationsprognos, som ligger och har legat långt över Riksbankens, är grundargumentet för vårt huvudscenario om 75 punkter på aprilmötet. Vi håller fast vid det, men bankoron måste läggas i vågskålen för att det räcker med 50 punkter.** De närmaste veckorna kommer ge viss klarhet kring både inflationsutveckling och skadan som bankoron medfört på den amerikanska ekonomin.

Bild 1: Kronan starkare än Riksbankens prognos



Sources: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: Sjunkande förväntningar på styrräntor i omvärlden sedan februarimötet



\*KIX4-räntor=EUR, USD, GBP, NOK

Källor: Bloomberg, Macrobond, 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 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 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](http://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 5158 |
| Helena Bornevall | Senior Adviser/Economist                   | +46 8 701 1859 |
| Claes Måhlén     | Chief Strategist                           | +46 8 701 8316 |
| Johan Löf        | Head of Forecasting                        | +46 8 701 5093 |

### Sweden

|                    |                       |                |
|--------------------|-----------------------|----------------|
| Charlotte Asgermyr | Chief FI Strategist   | +46 7305 72447 |
| Anders Bergvall    | Senior Economist      | +46 8 701 8378 |
| Ida Dejenfelt      | Junior Economist      | +46 8 701 8336 |
| Lars Henriksson    | Senior Strategist, FX | +46 8 463 4518 |
| Andreas Hild       | Strategist, FI/FX     | +46 8 701 8332 |
| Erik Meyersson     | Senior Economist      | +46 8 701 1412 |
| Anton Solberg      | Junior Economist      | +46 8 701 2622 |

### Norway

|                       |                          |                 |
|-----------------------|--------------------------|-----------------|
| Marius Gonsholt Hov   | Chief Economist, Norway  | +47 22 39 73 40 |
| Nils Kristian Knudsen | Senior Strategist, FX/FI | +47 22 82 30 10 |
| Sara Midtgaard        | Senior Economist         | +47 90 71 74 14 |

### UK

|                |                     |                  |
|----------------|---------------------|------------------|
| James Sproule  | Chief Economist, UK | +44 7812 4861 87 |
| Daniel Mahoney | Senior Economist    | +44 7890 3043 77 |

### Finland

|                |                          |                  |
|----------------|--------------------------|------------------|
| Timo Hirvonen  | Chief Economist, Finland | +358 10 444 2404 |
| Janne Ronkanen | Senior Economist         | +358 10 444 2403 |

## 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 |
| Anders Holmlund  | Head of Corporate Bonds             | +46 8 463 34 56 |

## Sales

### Fixed Income Sales/Syndication

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| Thomas Grandin | +46 8 463 45 83 |
|----------------|-----------------|

### FX Sales

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| <sup>1</sup> Martin Persson | +46 8 463 45 14 |
|-----------------------------|-----------------|