

30 mars 2023

FX-piloten

Lugnet efter eller före stormen?

- Volatiliteten på FX-marknaden är relativt låg
- Historien visar att volatiliteten går ihop mellan FX och räntor
- Svårläkta sår på CoCo-marknaden
- Kvartalsskifte för kronan



I fokus

Skakigheten runt bankerna har, åtminstone för ögonblicket, lagt sig något och spelet runt Deutsche Bank verkar inte leda till något mer just nu. Med det sagt så har marknaden fortfarande blodvittring och i takt med att rapporterna från årets första kvartal rullar in är alla på sin vakt. Det går dock inte att komma ifrån att alla banker, i synnerhet de inom eurozonen, med stöd av regleringar, bättrat på sin kärnkaptitalrelationer och att de stora lass med dåliga lån som länge plågat dem minskat drastiskt. Åren med noll- eller minusränta har inte bara byggt upp potentiella bubblor i ekonomin. De har också gett banker och andra företag en möjlighet till konsolidering. Men hastiga och stora skiften i räntor innebär alltid att några hamnat fel och det fick vi ett exempel på i fallet Silicon Valley Bank. Individuella marknader verkar värdera risken för nya bankproblem olika. Ser man till volatiliteten är det uppenbart räntemarknaden som har svårast att smälta en återgång till "det normala".

Fortsatt stress för CoCo-obligationer

En av de saker som uppmärksammas mest i kölvattnet av upplösningen av Credit Suisse som gick upp UBS är hanteringen av de förlagslån som kan konverteras till aktier, s k CoCo-obligationer. Det är något som alla större banker har emitterat som ett sätt att öka kärnkaptitalet och nå upp till de regleringar som gäller för relationen mellan kärnkaptital och de risker man hanterat via, framför allt, kreditgivning. Obligationer kommer långt ned i prioriteringsordningen när pengarna från ett konkursbo (eller liknande rekonstruktion) ska fördelas och dessa kommer ofta sist även bland obligationer. Det som dock kommer absolut sist är aktieägarna – för det mesta. Men ett kryphål i Schweiziska regler gjorde att aktieägarna faktiskt fick en del pengar vid den rekonstruktion som lade grunden UBS köp av Credit Suisse.

Även om det förefaller osannolikt att historien skulle kunna upprepa sig i USA, eurozonen eller Sverige har det satt spår i marknaden för dessa obligationer som verkar svårätkta. Bild 1 är ett index för CoCo-obligationer och visar hur den ränta marknaden kräver fram till första möjliga konverteringsdag skjutit i höjden och obligationerna tappat i värde.

Räntor och valutor hör ihop – för det mesta

Spåren av bankstressen syns knappt på aktie- eller valutamarknaden, men bland räntor lever volatiliteten fortsatt vidare. Kan tyckas naturligt då en stor del av svårigheterna där ligger i att bedöma hur mycket centralbankerna kommer att ta intryck av turbulensen. Men ska oron för en bankkris bestå behövs det nytt bränsle och det verkar för tillfället vara svårt att finna. Det bör i så fall komma av ytterligare banker som har problem eller någon företagssektor som ser ut att kunna orsaka stora kreditförluster.

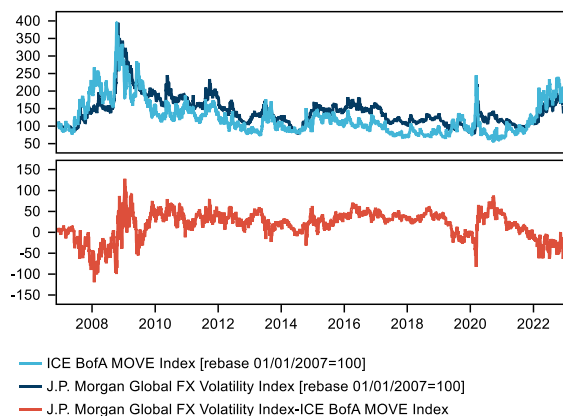
Men det ska mer till idag än för 15 år sedan för att ställa till med en riktig bankkris. De banker i eurozonen som var nedgödslade med dåliga lån och hade riskabelt lågt eget kapital ser betydligt starkare ut idag. Dels har man lyckats avyttra delar av de svagare krediterna, men framförallt

Bild 1: BofA:s index för CoCo-obligationer, Yield-to-Worst



Källor: Macrobond, Bloomberg

Bild 2: Implicit volatilitet för US Treasuries och FX-marknaden



Källor: Macrobond, Bloomberg

har ECB sponsrat bankerna med billig finansiering och garantier som kulminerade under Corona.

Valutamarknaden har varit förhållandevis lugn genom hela förloppet, vilket än så länge skiljer sig från tidigare större kriser. Det är ytterligare ett tecken på att det, än så länge inte är en stor kris. Men vi kan lära oss, bland annat, från krisen 2008 att om det blir ett allvarigare läge brukar FX-volatiliteten komma ikapp den på obligationsmarknaden. Så att köpa FX-volatilitet kan vara en av de för dagen billigaste hedgarna mot förnyad oro inom banksektorn. Räntor har ju redan diskonterat ett fortsatt "tveksamt läge". Det naturliga är att volatiliteten i ränte- och FX-marknaden följs åt över tid.

Kronans krokiga väg fortsätter

För kronans del innebar händelserna ytterligare påfrestningar och EURSEK handlade väldigt nära 11,50 som högst. Oron för de svenska fastighetsbolagen och hushållens höga belåning har sedan tidigare lagt sordin över kronans värde och lade grunden för ett tråkigt ingångsvärde i krisen.

Vi ser också att konsumenterna i Sverige är på fortsatt dåligt humör i Konjunkturinstitutets barometer. Det är förståeligt med tanke på att de senaste detaljhandelssiffrorna pekar på att man handlat nästan 10 procent mindre varor i februari i år jämfört med samma månad förra året. Men det är volymsiffror och drar man av den höga inflationen ser man att de betalat mer för mindre varor. Trots de förhållandena verkar marknaden ändå helt säker på att Riksbanken kommer att gå vidare med 0,5 procentenheters höjning i slutet av månaden.

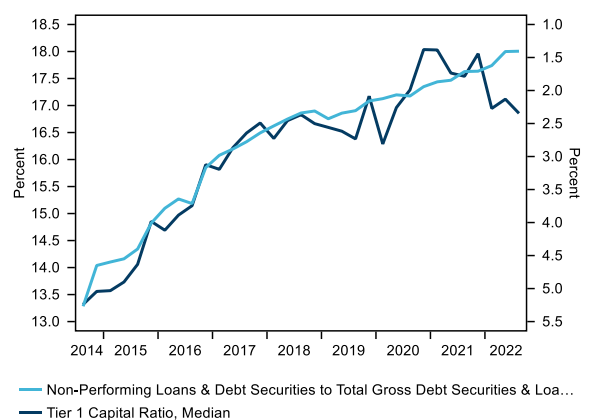
Däremot är det alltför tidigt att prata om en allvarlig fastighetskris och får marknaden rätt vad det gäller de framtida räntorna så är vi längre ifrån det idag än vi var för en månad sen.

När det kommer till kronan kan det också vara värt att notera att vi nu är vid det första kvartalets slut och det kan vara intressant att fundera över fondernas rebalanseringsintressen. Den svenska aktiemarknaden har gått relativt sett något sämre än globala index sedan årsskiftet. Det handlar bara om någon procent och uppvägs till stora delar av att svenska obligationer ökat i värde mer än obligationer i omvärlden.

En annan prövning för kronan kan vara att vi nu gått in i den årliga utdelningsperioden för svenska börsbolag. Sett över de senaste 15 åren är dock den genomsnittliga uppgången i EURSEK måttliga 0,21 procent i april så det är inget övertygande argument för en svagare krona.

För att summera så väljer vi att framhärda i vår prognos om en långsam marsch nedåt för EURSEK utefter en krokig väg, kantad av gupp och stenar.

Bild 3: Euroområdet banker är starkare



Källor: Macrobond, Handelsbanken

Lars Henriksson, lahe06@handelsbanken.se,
+46 8 463 4518

Andreas Hild, anhi14@handelsbanken.se,
+46 8 701 8332

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 följdskador 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 marknadsгарant 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 analytikers 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 visseblåsarsystem (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 <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

