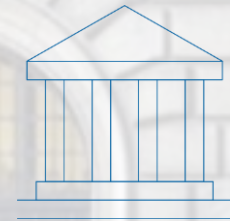


Ränterullen

Kurvbrantning åter

- FRA-kurvan har inte brantat klart
- Som väntat ingen öppning från Riksbanken att minska valutaköpen
- Högre långräntor ger press på riskapitet



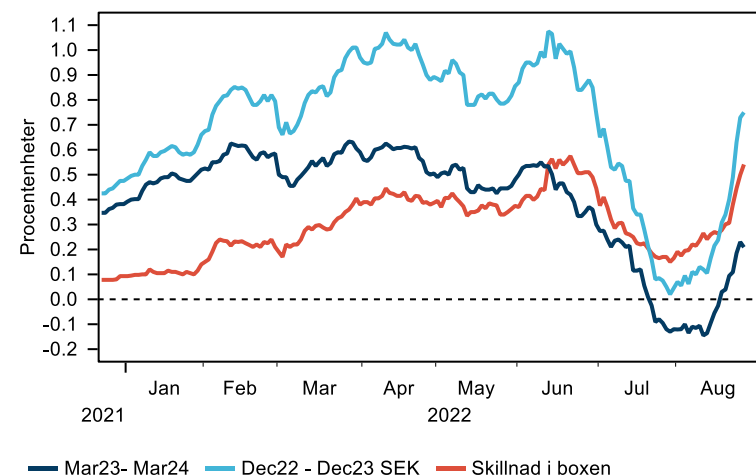
Har FRA-kurvan brantat klart? Nej.

I förra ränterullen diskuterade vi de flacka kurvorna och speciellt den minimala lutningen i Dec22Dec23 på FRA-kurvan som prissatte för lite risk för räntehöjningar under loppet av 2023 enligt vår syn. Vi baserade detta på en inflationsprognos påtagligt över Riksbankens och långt ifrån måluppfyllelse under 2023. Samtidigt som inprisningen för möten i september och november var för aggressiva.

Sedan dess har kurvor brantat upp ordentligt. **Är brantningen i FRA-kurvan över? Vi tror inte det. Vi ser dock mer potential ett steg ut på kurvan, där Mar23Mar24 inte har hängt med i rörelsen.** Röd linje i bild 1 visar hur differensen mellan kalenderspreadarna, eller boxen, är nära toppnivån i juni.

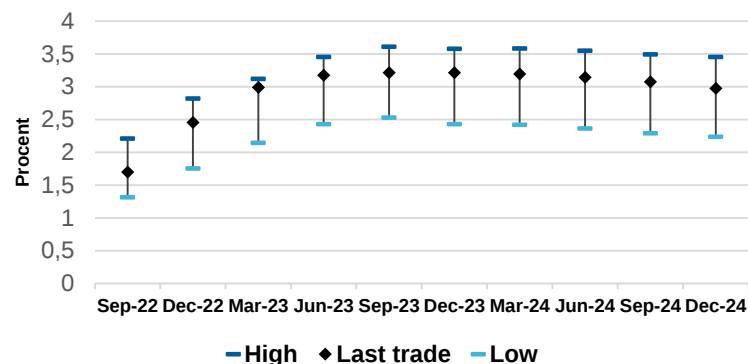
Bild 2 visar hur respektive FRA-kontrakt handlar jämfört med intervallet under det senaste tre månaderna. Den visar hur Mar23 ligger nära sin "high" medan Mar24 har en bit kvar.

Bild 1: Kalenderspreadar i SEK-FRA



Källor: Bloomberg, Macrobond

Bild 2: FRA high/low 3 månader och senaste



Ingen öppning för minskade valutaköp från Flodén

Flodén gav marknaden i alla fall delvis rätt att prissätta aggressiva höjningar under året. Vi fortsätter att tro på 75 i september och 50 punkter i november snarare än två 75:or. Behovet av att hinna utvärdera data tror vi väger tyngre än att snabbt komma upp i räntenivå.

Flodén besvarade också frågor om huruvida Riksbankens valutaköp för att bygga valutareserv kan komma i spel för penningpolitiken. Flodén avvisade detta tydligt: "Om vi skulle vilja göra något åt kronan handlar det om de vanliga penningpolitiska instrumenten."

Av flera skäl delar vi Flodéns syn på valutaköpen. De bör och kommer vara frikopplade från penningpolitiken:

- 1) Redan vid lansering (januari 2021) var Riksbanken tydlig med att valutaköpen var ämnade att bygga upp valutareserven och inte hade något penningpolitiskt syfte
- 2) Vår bedömning är att kronan påverkats marginellt, om alls, av Riksbankens valutaköp. De typiska drivkrafterna för EURSEK, riskapitit och räntedifferens, har fångat upp det mesta av rörelserna i EURSEK även efter Riksbankens köp. (bild 1)
- 3) I februari i år fördubblades takten eftersom bedömningen var att detta inte skulle ge "någon nämnvärd effekt på kronans växelkurs". Riksbanken skulle behöva göra en kovändning i bedömningen bara 6 månader senare. Inget tyder på att bedömningen behöver ändras.
- 4) Köpen ska avslutas vid årsskiftet och den korta tid som återstår minskar anledningen att ändra policyn.

Vad gäller kronans roll för penningpolitiken ser vi inte den som avgörande. Även om kronan är svagare än Riksbankens prognos är avvikelserna i KIX (bild 2) inte av den magnituden som tarvar ett svar från penningpolitiken.

Bild 1: Kronan hänger med riskapitit och räntespread

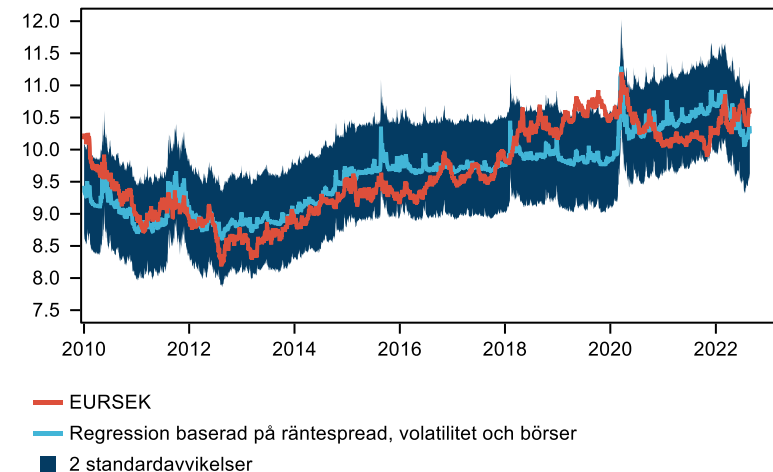
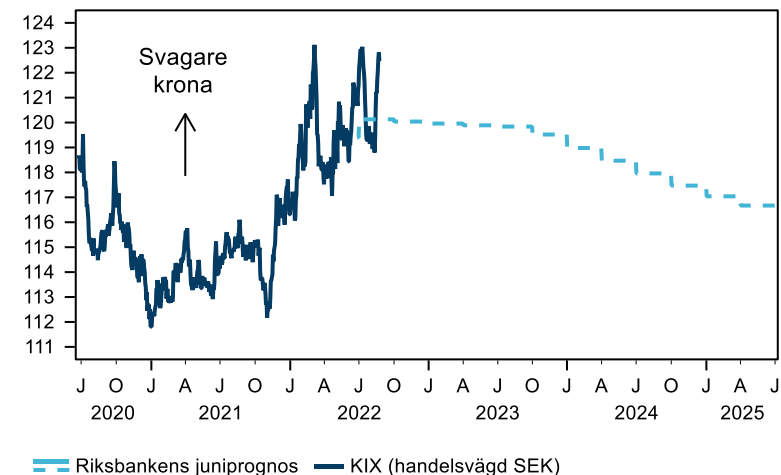


Bild 2: Kronan svagare än Riksbankens prognos

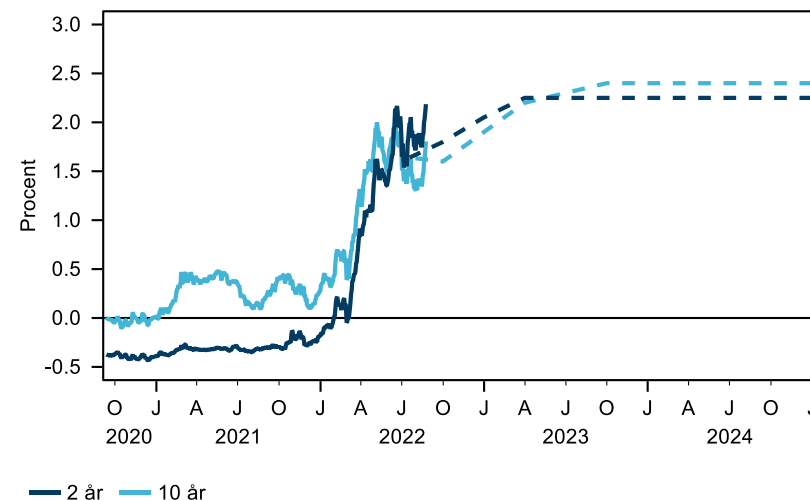


Sources: Bloomberg, Macrobond

Långräntor åter högre

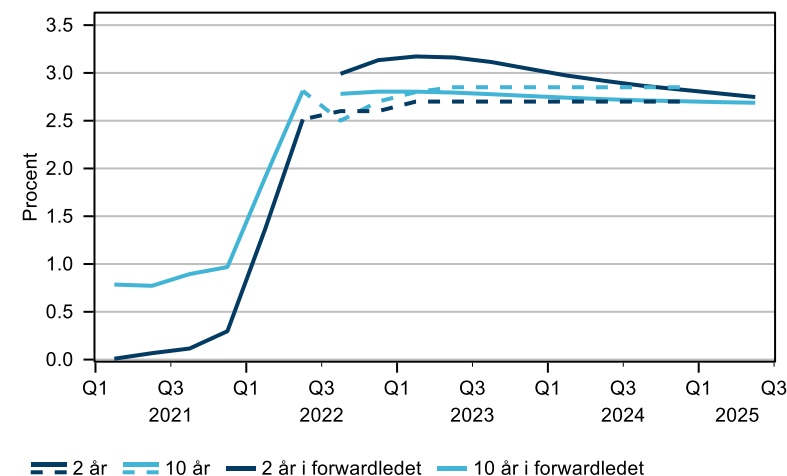
Sommaren innebar ett oväntat räntefall där långräntor föll mer än korträntor. I vår senaste prognosrevidering har vi reviderat ned långränteprognoser i närtid men ser fortfarande stigande räntor under hösten. Fortsatt osäkerhet för inflationen och minskande balansräkningar hos centralbanker sätter fortsatt press uppåt. I Sverige ser vi en brantare kurva (10 år – 2 år) som återigen blir positiv under 2023. Det hänger ihop med vår syn på Riksbanken där vi räknar med en räntetopp på 2,25 procent, medan marknaden prissätter strax över 3 procent.

Bild 1: Statsobligationsräntor och prognoser



Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

Bild 2: Swapräntor, prognoser och forwarräntor



Källor: Bloomberg, Macrobond, Handelsbanken

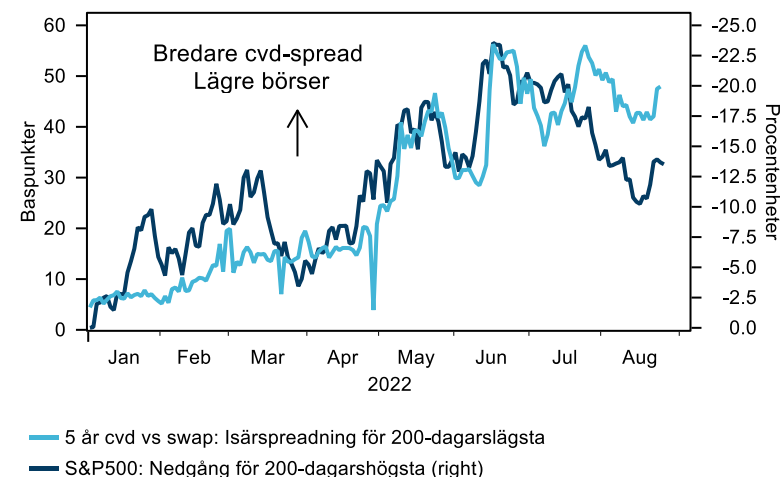
Fortsatt kudde för covered mot staten

Covered-spreadar tightade under delar av sommaren men har åter kommit upp de senaste dagarna när riskaptiten generellt försvagats. SEK-covered har följt den globala riskaptiten väl under 2022. Mer Sverige-specifika teman som fastighetsmarknaden förefaller ha gjort avtryck.

Våra prognoser om stigande långräntor borde sätta förnyad press på riskaptiten. Även om uppgången inte blir lika kraftig och överraskande som i våras räknar vi med att finansiella förhållanden återigen försämras med risk för bredare spreadar i covered vs swaps.

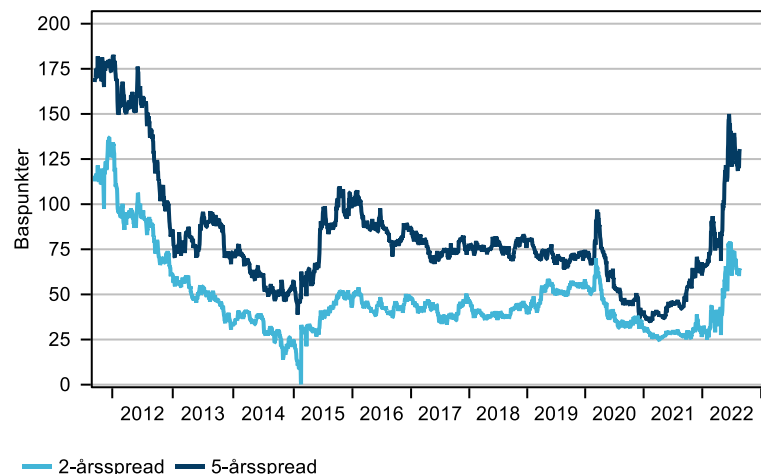
Mot staten erbjuder covered fortfarande en mjuk kudde för investerare med uthållighet (bild 3).

Bild 1: 5 år SEK covered och S&P500



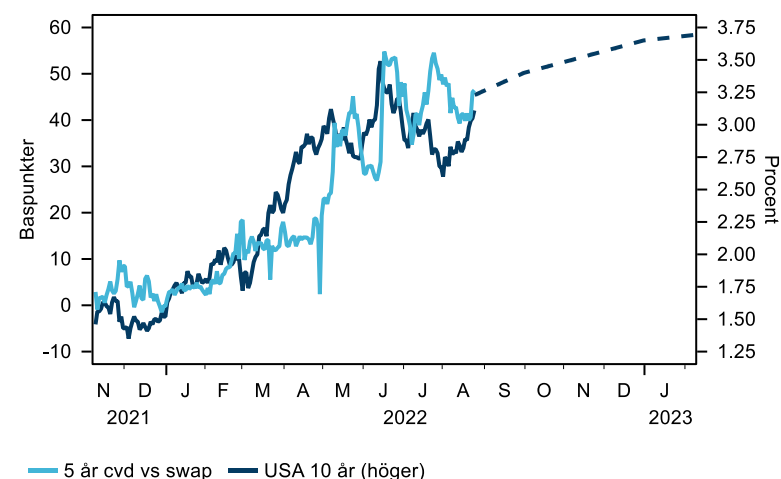
Sources: Bloomberg, Macrobond

Bild 3: Bospreaden vs stat fortsatt hög



Källor: Bloomberg, Handelsbanken, Macrobond

Bild 2: Covered och amerikanska långräntor



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 iakttä, 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.

Macro Research

Lena Fahlén Head of Global Research +46 8 701 83 29
 Christina Nyman Head of Macro Research & Chief Economist +46 8 701 51 58

Web Editor

Terese Loon +46 8 701 28 72

Sweden

Helena Bornevall Scenario Analysis and Senior Economist +46 8 701 18 59
 Johan Löf Senior Economist, Sweden +46 8 701 50 93
 Anders Bergvall Senior Economist, Thematic Analysis and US +46 8 701 8378
 Erik Meyersson Senior Economist, Eurozone +46 8 701 1412

Finland

Janne Ronkanen Senior Economist, Finland +358 10 444 2403

Sales

Fixed Income Sales

Henrik Franzén +46 8 701 11 41

Corporate Sales

Bo Fredriksson +46 8 701 345 31

FX Sales

Håkan Larsson +46 8 701 345 19

Syndication

Thomas Grandin +46 8 701 345 83

Regional Sales

Amsterdam

Annelies Pruik +31 204 127 668

Copenhagen

Kristian Nielsen +45 46 79 12 69

Gothenburg

Björn Torsteinsrud +46 31 774 83 39

Gävle

Petter Holm +46 26 172 103

Helsinki

Mika Rämänen +358 10 444 62 20

Linköping

Fredrik Lundgren +46 13 28 91 10

London

Tolga Kulahcigil +44 207 578 86 12

Luleå/Umeå

Ove Larsson +46 90 154 719

Malmö

Fredrik Lundgren +46 40 243 900

Oslo

Petter Fjellheim +47 22 82 30 29

Stockholm

Malin Nilén +46 8 701 27 70

Denmark

Jes Asmussen Head, Macro Research, Denmark and Netherlands +45 46 79 12 03

Rasmus Gudum-Sessingø Senior Economist, Denmark +45
 46 79 16 19

Bjarke Roed-Frederiksen Senior Economist, China and Latin America +45 46 79 12 29

Norway

Kari Due-Andresen Head, Macro Research, Norway, UK +47 22 39 70 07

Nils Kristian Knudsen Senior Strategist FX/FI +47 22 82 30 10

Marius Gonsholt Hov Senior Economist, Norway +47 22 39 73 40

Halfdan Grangård Senior Economist, Norway +47 22 39 71 81

Trading Strategy

Claes Måhlén Chief Strategist +46 8 463 45 35

Martin Jansson Senior Commodity Strategist +46 8 461 23 43

Nils Kristian Knudsen Senior Strategist FX/FI +47 22 82 30 10

Lars Henriksson Strategist FX +46 8 463 45 18

Kiran Sakira Strategist FX +46 8 701 46 14