

Januari 2025

Navigator

Vollen är i rullning

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Räntor

En politiskt betingad och skulddriven kurva

SEK

Vollen är i rullning

USD

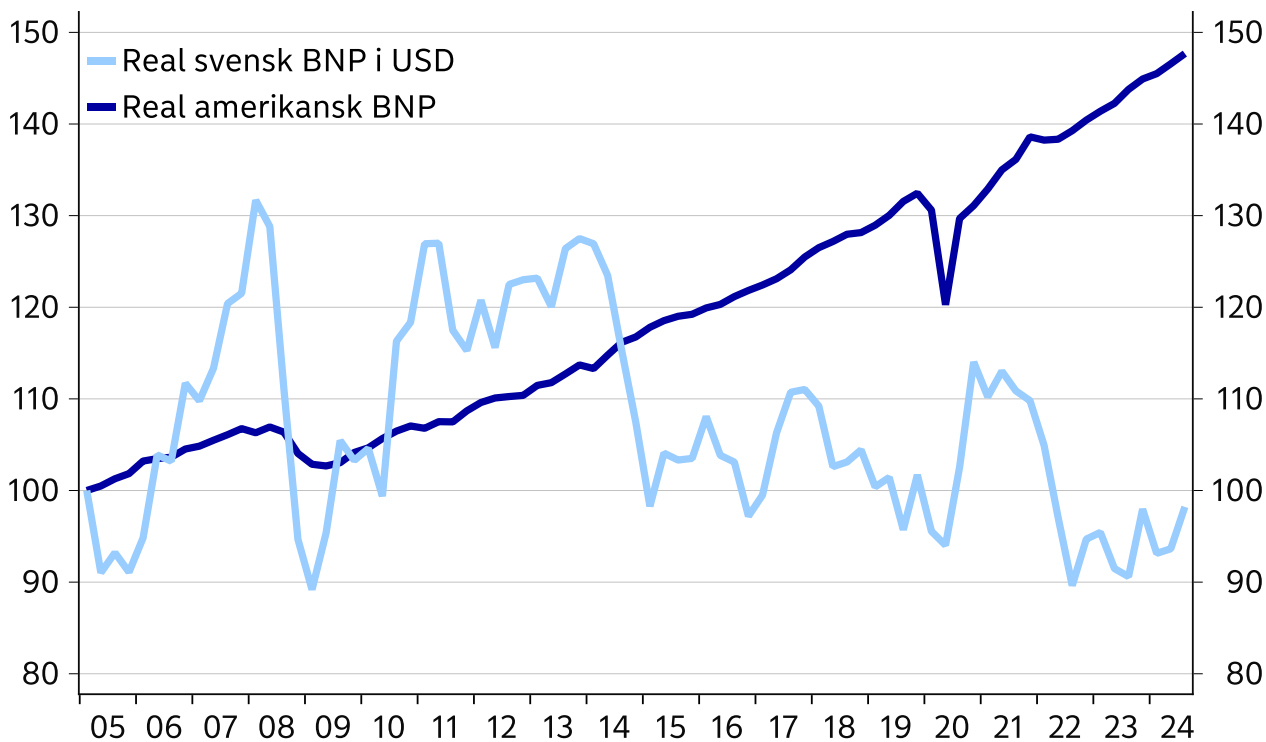
En vecka avklarad med Trump, 207 kvar

GBP

Gilt by association

NOK

Hur ser mjukvaran i NOK ut egentligen?



Source: Macrobond and Nordea

Räntor – en politiskt betingad och skulddriven kurva

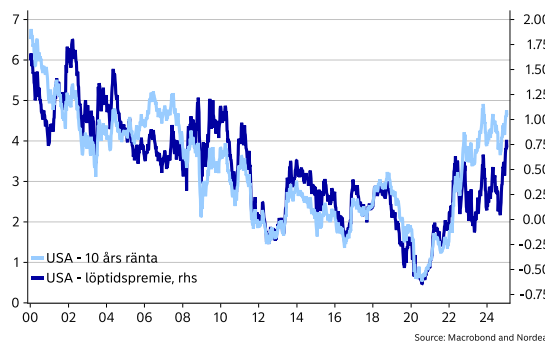
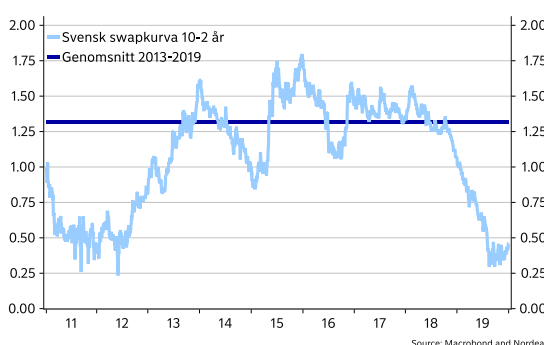
I Navigator från december var budskapet att den svenska swapkurvan (2 år mot 10 år) var för flack (då 17p) samt att nivån på långräntor var för låg (då 2,27% - 10-årig swap). Jag drog en historisk parallell till den genomsnittliga lutningen på kurvan från 1998 och framåt som var 86p. Efter [december-Navigator](#) har swapkurvan brantat till 34 punkter och 10-års swappen har klättrat 43 punkter, till 2,70%.

För Nordeas skuld kunder är önsketänkandet att styrräntan ska sänkas till en nivå som är en bra bit under 2% och att långräntor ska tanka, helst tillbaka under 2%. Noterbart är att den senaste tidens ränteuppställ har fått fastighetsaktier att underprestera i absoluta tal och relativt OMX30. Ovan önskesenario går naturligtvis inte att utesluta men min gissning är att det då ackompanjeras av tillväxtångestens skriande sirener där AB Sverige (och alla dess invånare) har problem med intäkten. Det är inte Nordeas prognos i dagsläget.

Vi fortsätter på temat historiskt perspektiv eftersom jag tror att flacka kurvor tillhör det förflutna. I två år har inflationsledans glupska monster resulterat i en inverterad räntekurva som sedan en tid tillbaka blivit positiv. Det mest rationella är naturligtvis att långt kapital blir kompenserat för det faktum att risken är större och kostnaden för den som lånar ska vara högre. Dagens 34 punkter i lutning utgjorde en botten under eurokrisen 2011-2012 och från 2013 fram till strax innan pandemin var lutningen på kurvan mellan 85p och 175p, detta trots att Riksbanken gjorde sitt yttersta för att flacka kurvan.

Riskpremier i den längre delen av kurvan (term premium) i t.ex. amerikanska långräntor har inte varit så här höga sedan 2015. Det hör delvis ihop med marknadens större fokus på budgetunderskott och statsskulder som expanderar utan slut. Stocken av statsobligationer växer således samtidigt som centralbanker inte längre köper skuld (qe), utan ofta det motsatta (qt). Så länge Europa inte får ordning på sina agendor är det rimligt att skulder växer vidare: ekonomiskt: vart ska tillväxten komma ifrån? politiskt: vem ska styra i Tyskland och Frankrike? utrikespolitiskt: hur ska Europa hantera en destabiliserande aggressiv supermakt i öst utan USA:s backning och med ansträngda statsbudgetar? Slutsatsen är att vi inte längre själva styr vår skuld och det är marknaden (inte centralbanker) som bestämmer priset.

Brittiska långräntor är ett bra exempel på vad som händer när makromixen innehåller så mycket negativ energi att det ger ett nytt selektionstryck i obligationsmarknaden och skulddynamiken vänder. Storleken på skuld ger instabilitet, i synnerhet om vederbörande (UK) inte har någon tillväxt. Nordeas prognos är att Riksbanken sänker styrräntan på onsdag med 25p till 2,25% (läs mer [här](#)). Riksbankens räntebana från december sa: en ytterligare sänkning under första halvåret men Nordeas prognos är att det blir två. 5,50% i marknadsränta (3m rörligt) har blivit 3% och konsensus är att snart kommer tillväxtvändningen. Vad kan gå fel? Det mesta.



Dagens 34 punkter i lutning utgjorde en botten under eurokrisen 2011-2012 och från 2013 fram till strax innan pandemin var lutningen på swapkurvan mellan 85p och 175p

Vä: Dagens lutning på kurvan (2-10 år) utgjorde en botten under eurokrisen. Det är rimligt att skulder ökar framåt och internationella räntor brantar, inkl. de svenska...

Hö: ...och vi ska återigen få se löptidspremie i långa räntor, typ som USA nu är med om

EURSEK – vollen är i rullning

Trump är tillbaka. En kort spaning: Hans första åtgärder har mer av imperialistiska drag än isolationistiska. Hans utspel gör gällande att USA planerar att använda alla sina politiska och ekonomiska maktmedel för att driva sin agenda, sen kan världen brinna bäst den vill. Frågan är dock hur stor den makten är? I den här politiska övergången är det svårt att se kronans roll. Risken är naturligtvis att Trumps politik bidrar till en ökad volatilitet och osäkerhet när han gör sina förflyttningar och ständigt ändrar sina referenspunkter. Det gäller att identifiera de stora strategierna/hans öar av mening och se igenom det myopiskt nyckfulla. Den senaste tidens rörelse i EURUSD sätter tonen i FX-marknaden framåt.

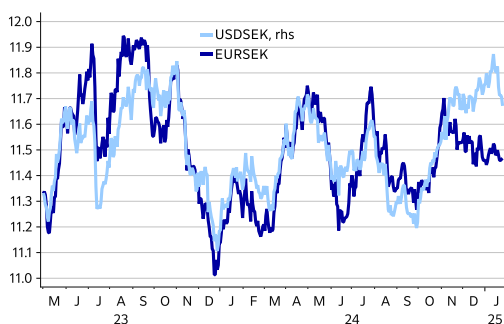
Utgångspunkten för kronan är under det första halvåret tämligen blek. Svensk ekonomi fortsätter att ha mer av ingenting. Visst finns det några halmstrån därute så som: stark BNP och privat konsumtion i november och studs i bankernas utlåning till hushållen. Frågan är dock om inte högre privat konsumtion var en engångshändelse, att merparten av julhandeln gjordes under "black month" och december- samt januarisiffror blir tydligt svagare när de redovisas. Kredit- och fastighetshjulet har förvisso satts igång men det snurrar med historiska mått mätt långsamt.

Kronans stora fördel är i dagsläget det låga priset och det bekräftas av hur marknaden handlar EURSEK. Dollarstyrkan, sedan q4-24, har inte kastat ut kronan i en transcendental bana utan EURSEK har istället parkerat i närheten av 11,50 när USDSEK accelererat upp mot 11,30. Kronan försvagades heller inte när marknaden i mitten av december råkade ut för en volspik (VIX nådde 27) när börser vobblade, det är ett styrketecken. Och även om stark svensk makro lyser med sin frånvaro så har den sannolikt större potential än eurozonen och det verkar FX-marknaden ha fastnat för (svensk PMI: 52,4 och fransk 45,3 för tillverkningsindustrin).

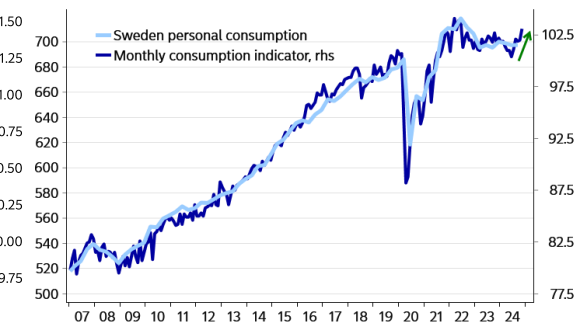
Dollarstyrkan, sedan q4-24, har inte kastat ut kronan i en transcendental bana utan EURSEK har istället parkerat i närheten av 11,50

EURSEK under 2024 var verkligen en berg-och-dalbana. Från 11,15 i februari till 11,75 i mars, tillbaka till 11,15 i juni och 11,80 i juli och därefter 11,25 i september och 11,70 i november. Vem sitter då på fjärrkontrollen? Nivån på den amerikanska 10-åriga statsobligationen är avgörande för kronan där räntan är en produkt av makronarrativet som i stort definieras av Federal Reserve. Powells oförmåga att läsa telöven korrekt har gett upphov till ständigt skiftande narrativ där Fed styrt framtiden genom att titta i backspegeln.

EURSEK har sedan en tid tillbaka landat in på en nivå mittemellan 2024 års ytterligheter, runt 11,50. Nordea räknar med oförändrad Fed-ränta under hela 2025 och att 10-års räntan klättrar mot 5% från dagens 4,63%. En fortsatt stark dollar behöver inte nödvändigtvis försvaga kronan (EURSEK) men det blir svårt för den att stärkas. Trumps kommande importtullar (storlek, omfattning) ska lägga ett lager av volatilitet som kan driva EURSEK i endera riktning. Berg- och dalbanan 2024 visar att för importörer och exportörer gäller det att agera snabbt när/om rörelsen kommer.



Source: Macrobond and Nordea



Source: Macrobond and Nordea

Vä: Goda nyheten: glappet mellan EURSEK och USDSEK säger att närru, marknaden vill inte försvaga kronan vidare

Hö: Stark konsumtionssiffra i november! Är det nu det vänder? Njae.

USD/SEK – 1 vecka avklarad med Trump, 207 kvar

För volatilitetsmonstret regnar det mannar från himlen. Trump kommer fortsätta att mata marknader med rubriker och kroppsfiner. Om du har en känslig mätutrustning kommer lampan blinka rött mest hela tiden. I inledningen av året är det dollarn som får sig en törn men dra inga större slutsatser utifrån det då schackpartiet bara börjat och ett par bönder har flyttats.

Den positiva tolkningen av spelet så här långt är att 10-procentiga importtullar mot Kina är bra mycket bättre än 60% och tänk om Trump fortsätter att underleverera, det gör dollarn (och kanske räntor) sårbar. Hela världen är LÅNG dollar och dollartillgångar i den 10-åriga exodus av kapitalet, från alla världens hörn till USA.

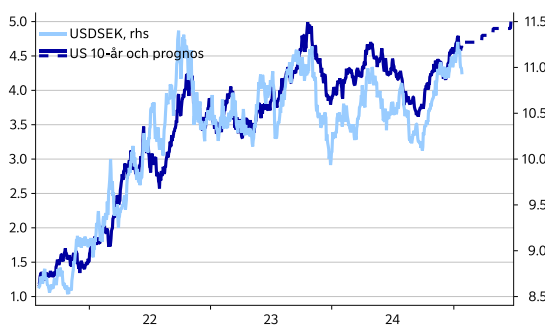
Nordea har länge haft en dollarprognos som gått hand i hand med vår Fed-prognos som i sin tur har byggt på en stark amerikansk ekonomi. Vi räknar med en oförändrad styrränta under hela 2025 och att EURUSD når paritet under det första halvåret när den amerikanska 10-åringen landar in på 5%. Marknadens prissättning, både i USD-räntor och EURUSD, har sakta rört sig i riktning mot Nordeas prognos men inte fullt ut. Det ligger i dagsläget -32p i sänkingspremie på Fed 12m framåt där styrräntan bottnar på 4%.

Tyvärr representerar Sverige och Europa nolltillväxt, för lite tech och bristande innovation med alldeles för mycket av det gamla lågavkastande kapitalet. Den kontinuerliga kapitalflykten, förmögenhetsöverföringen av våra pensionspengar i jakten på högavkastande USD-tillgångar, ska fortsätta under 2025. Noterbart är dock att EUR- och SEK-aktier (eurostoxx/OMX) relativt amerikanska aktier (S&P 500) är rekordbilliga (p/e: 13-15 mot p/e: 22). Men samtidigt är de billiga av en anledning. USA, i kraft av sin ekonomiska överlägsenhet, attraherar fortsatt dollarköpare medan Europa och Sverige släpar sig fram i en långsam återhämtning.

Marknaden handlar på det faktum att Trump går försiktigare fram än förväntat med sina utspel om importtullar och dollarn säljer av mot det mesta som en konsekvens. Skulle det inte bli värre än så här: 25% mot Kanada och Mexico samt 10% mot Kina, då ser det sämre ut för Nordeas paritetprognos då inflation och ränteimpulsen blir mindre. Noterbart är att 4,63% på den amerikanska 10-åringen borde betyda en tydligt högre USDSEK än dagens 10,92 och EURUSD ser optiskt billigt ut om Trump underlevererar (se grafer).

Vi tror dock att det kommer mer tariffutspel från Trump den närmsta tiden. Samtidigt duggar det tätt med inflationsindikatorer som ger stöd åt vår bild att Feds sänkingsfönster aldrig ens var öppet men att det nu stängts. Nordeas prognos är att USDSEK ska printa 11,50 under det första halvåret, 20 öre högre än den nivå vi hade för två veckor sedan.

Trump kommer fortsätta att mata marknader med rubriker och kroppsfiner. Om du har en känslig mätutrustning kommer lampan blinka rött mest hela tiden



Vä: Fortsatt stark dollar går hand i hand med högre räntor, tror vi...

Hö: ...men just nu gläds marknaden åt en mjuk Trump men låt mig påminna om: han svor presidenten för en vecka sedan, han har 207 veckor kvar

GBPSEK – gilt by association

I Navigator från december var budskapet att "kronan har potential att stärkas framåt". Jag argumenterade att den vingklippta brittiska ekonomin var i konflikt med pundets styrka. UK:s ekonomi har de senaste veckorna tjärats och fjädrats i marknad och media och GBPSEK har fallit nästan 40 öre, från 14.

Rubriken Gilt by association anspelar på brittiska statsobligationsräntor (gilts) som tenderar att korrelera med sina amerikanska motsvarigheter. Rekordhöga räntor lyfter fram makrotrollen i ljuset. Klädd i olika skepnader, låga räntor alt, höga räntor, triggas respektive döljs svagheterna i systemet.

Amerikanska räntor har stigit när marknaden prisat om Feds sänkingscykel och adderat riskpremie i den längre delen av kurvan. I mitten av september var amerikansk 10-års ränta 3,60% och fyra månader senare 4,80%. 10-åriga brittiska gilts skuggade amerikanska räntor och var en katalysator för den déjà vu känsla som infann sig när fokus återigen förflyttades till brittiska statsfinanser, finansieringen av densamma samt nivån på statsskuld. Det var Liz Truss-2022 känslan som kom tillbaka men i en mildare variant.

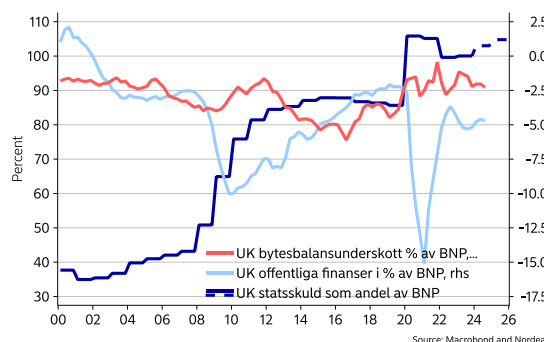
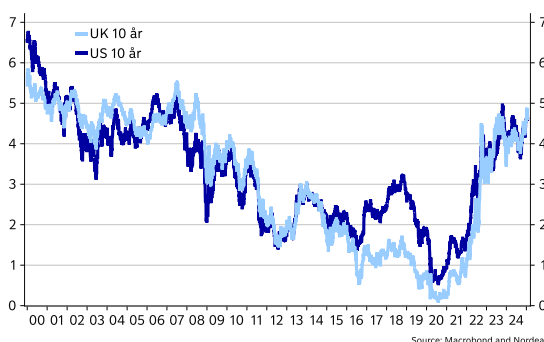
Historiska politiska val har nu fått synliga effekter där offentliga finanser inte varit positiva på 25 år och statsskulden är 100% av BNP. Så länge räntor är låga märks inte skulden/bekymren men de accentueras när räntor klättrar mot 5%. UK är inte den största finansiella syndaren där ute men att staten/regeringen över tiden agerar som att verkligheten inte är en begränsning, då ska det synas i växelkursen.

Andra skuldsatta länder finansierar sig med inhemskt sparande men inte UK, de är beroende av det internationella kreditkortet och därmed den internationella räntetrenden. Bridgewaters Ray Dalio benämner UK:s nuvarande situation som en dödsspiral där en underskottsregering med stor statsskuld, som vädjar till det internationella kapitalet och som dessutom är ovillig att höja skatter alternativt sänka utgifter, kommer behöva låna mer i takt med att räntan stiger och ränteutgifterna i budgeten accelererar.

Att UK har samma långränta som USA utan att ha tillväxt ger en rejäl motvind för pundköpare då kvalitén på räntan är sämre. Det ger en signal om att pundet borde försvagas för och göra UK-tillgångar billigare. Därtill har pundet hamnat i en "damn if you do, damn if you don't" situation. När räntor nådde sin högsta punkt i mitten av januari sålde marknaden pund trots att "carry/ersättningen blev bättre. Därefter har räntor fallit en bit men då har pundet också försvagats.

Räkna inte med att 2025 blir pundets år så som det var 2024. Vi tror på en räntemiljö framåt som kommer bli besvärlig för skuldsatta länder så som UK. Det handlar inte om en dödsspiral alla Ray Dalio men väl en lägre GBPSEK.

Att UK har samma långränta som USA utan att ha tillväxt ger en rejäl motvind för pundköpare då kvalitén på räntan är sämre.



Vä: "Gilt by association. USA:s ränta är proppfull med tillväxt. UK:s är stoppad med elände

Hö: "Trippla" underskott och statsskuld på 100% av BNP i en högräntemiljö. En svagare växelkursen/GBP är vad vi räknar med.

NOK/SEK – hur ser mjukvaran i NOK ut egentligen?

Ofta landar man i en stilla undran vad mjukvaran i NOK består av. Vad får den att uppföra sig som den gör? EURSEK har ända sedan mitten av november varit ett under av stabilitet (handlar runt 11,50 +- 5 öre) medan EURNOK är fullständigt otyglad utan några synbara triggers. Intradagvolatilitet motsvarande 30 öre är inte alls ovanligt för EURNOK. Under en lång period kunde man lägga NOK-pusslet genom att ha en uppfattning om relativa centralbanker, oljepriset och börsen (vol/VIX). Dem tre variablerna tillsammans gav en hög förklaringsgrad till nivån i EURNOK alternativt NOKSEK.

En FX-handlare på en av de stora amerikanska bankerna beskrev nyligen uppgivet NOK-dilemmat. Hen hade en positiv vy på NOK och rörelsen gick i rätt riktning. Men i samma sekund som omgivningens gratulationer infann sig föll NOK som en sten. Att NOK är en illikvid valuta känner vi till men det argumentet håller inte då den var lika illikvid under perioden då den handlade mer förutsägbart/begripligt.

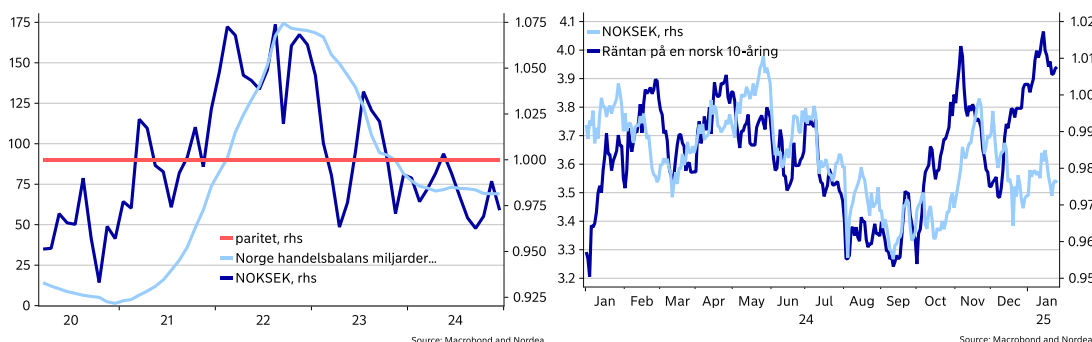
På pappret finns det alla skäl i världen att köpa NOKSEK: den är historiskt billig, räntefördelen är nästintill rekordstor både i den korta och den långa delen av avkastningskurvan. Oljepriset är närmre 80\$/fat och inte som tidigare 70\$. Därtill har norsk ekonomi allt som svensk ekonomi saknar så som tillväxt, rekordlåg arbetslöshet, kredittillväxt etc, Trots ovan förutsättningar handlar NOKSEK på låga 0,9750.

Den norska kronans inslag av tillfälligheter påminner om de förutsättningar som marknader riskerar att styras av framåt. Den potentiella volatilitet som Trump sannolikt ska bidra med riskerar att förvandla marknader till en slumpgenerator (ett längre toalettbesök för en kapitalförvaltare/risktagare kan vara förödande om Trump samtidigt skulle twittra) där analytikers/kapitalets skill set blir helt obsolet. Konsekvensen borde bli mindre handel och mindre övertygade marknader.

Ett 2024 bokslut kan man konstatera att NOKSEK handlat under paritet 95% av tiden. Faktum är att backar vi bandet ännu längre bakåt, till pandemins inledning 2020, ser vi att större delen av 2020 och 2021 handlade NOKSEK under 1 och det var först i samband med Rysslands krig mot Ukraina i februari 2022, och den energikris som följde med höga naturgas- och oljepriser som tryckte upp den norska handelsbalansen genom taket, som NOKSEK handlade över paritet. Med dagens CO2-priser har handelsnettot kommit ner.

I ett läge där relativa centralbanker och ränteskillnader inte tycks ge NOK någon fördel fortsätter vi att trumma en prognos framåt som i stort tangerar dagens spotkurs på 0,975. Känsligheten i NOK, är som jag skrev i förra Navigator, när börsen säljer av och volatilitet stiger. Vi räknar med att Riksbanken sänker styrräntan med 25p på onsdag. Skam den som ger sig men ett mjukare budskap från Thedéen borde på marginalen ge en omedelbart positiv effekt på NOKSEK...och motsatsen. Just så.

Den norska kronans inslag av slump påminner om de förutsättningar som marknader riskerar att styras av framåt



Vä: NOKSEK och norsk handelsbalans

Hö: Norsk långränta har varit lite av en drivkraft för NOKSEK under 2024, men inte i det senaste ränteuppstället.

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30jun25	30dec25	31dec26
EURSEK	11,46	11,50	11,50	11,40	11,00
USDSEK	10,91	11,27	11,50	11,06	10,37
GBPSEK	13,62	13,37	13,22	12,95	12,50
NOKSEK	0,97	0,98	0,98	0,97	0,96
JPYSEK	0,0699	0,0718	0,0719	0,0714	0,0716
CHFSEK	12,04	11,85	11,73	11,40	10,78
DKKSEK	1,53	1,54	1,54	1,53	1,48
PLNSEK	2,72	2,71	2,72	2,71	2,64
CNYSEK	1,50	1,50	1,49	1,44	1,40

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30jun25	30dec25	31dec26
EURUSD	1,05	1,02	1,00	1,03	1,06
EURJPY	163,00	160,00	160,00	159,00	153,00
USDJPY	156,00	157,00	160,00	155,00	145,00
EURGBP	0,84	0,86	0,87	0,88	0,88
GBPUSD	1,25	1,19	1,15	1,17	1,20
EURCHF	0,95	0,97	0,98	1,00	1,02
EURNOK	11,76	11,75	11,75	11,75	11,50
EURPLN	4,21	4,25	4,23	4,20	4,17
EURCNY	7,60	7,65	7,70	7,91	7,85

Henrik Unell
Chief Analyst
henrik.unell@nordea.com

Disclaimer

Nordea Markets är det kommersiella namnet på Nordeas internationella kapitalmarknadsverksamhet.

Detta dokument innehåller generell bakgrundsinformation som bara får användas av den avsedda mottagaren. Nordea Markets syn och den information som presenteras i dokumentet var aktuella då dokumentet skrevs, och kan ändras utan föregående underrättelse. Dokumentet innehåller ingen utförlig beskrivning av den produkten eller av riskerna förknippade med den. Informationen ska alltså inte betraktas som uttömmande och mottagaren måste göra sin egen bedömning härav.

Denna information är inte avsedd som placeringsråd eller ett erbjudande att köpa och sälja finansiella instrument. Informationen är inte anpassad till den enskilda mottagarens specifika placeringsmål, ekonomiska situation eller personliga behov. Lämplig professionell rådgivning ska alltid inhämtas innan placerings- eller kreditbeslut fattas. Det är viktigt att notera att historisk utveckling inte är någon garanti för framtida avkastning.

Nordea Markets är inte och söker inte uppträda som rådgivare i juridiska frågor eller i skatte- eller bokföringsfrågor.

För det fall detta dokument innehåller analys av pris eller marknad för derivat och inte är undantagen enligt tillämpligt regelverk utgivet av U.S Commodity Futures Trading Commission (CFTC), är den godkänd för distribution i USA till "US persons" som är jämbördiga kontraktsparter utifrån ett CFTC-perspektiv. Nordea Bank Abp är en registrerad swap dealer hos CFTC. Derivattransaktioner med "US persons" måste genomföras i enlighet med reglerna i Dodd-Frank Wall Street Reform och Consumer Protection Act.

Detta dokument får inte i något syfte kopieras, distribueras eller publiceras utan skriftligt medgivande i förhand från Nordea Markets.

Nordea Bank Abp, Hamnbanegatan 5, FI-00020 NORDEA, Finland, hemort Helsingfors, FO-nummer 2858394-9 För mer information om Nordea www.nordea.com