

Februari - 2025

Derivatbladet – en ny säkerhetsordning

Av Henrik Unell, Chief Strategist

USA – fyra veckor med Trump, 204 kvar
EMU – kostnaderna för Europa ska stiga härifrån
Sverige – OMX och kronan får äntligen lite kärlek

De stora trenderna: Trump tror sig kunna kontrollera räntor och inflation. det ligger bortom han och hans cohorts förmåga. Stora delar av västvärlden fortsätter att brottas med sticky inflation, högre räntor och som en konsekvens fallande reallöner. Den reala urgröpningen av kassaflöden sker hela tiden via inflation och penningvärdesförsämring.

Guldpriset klättrar alltiämt som en bekräftelse på att det finns alldeles för mycket USD, EUR, GBP, JPY, SEK etc i omlopp. Allt större offentliga balansräkningar/statsskuld har resulterat i en rännil och ett nominellt penningberg som hellre äger en klump guld än devalverande fiatvalutor.

42 dollar var det pris Nixon devalverade dollarn till 1973 (från 35) när man ännu låtsades att strukturen kring Bretton Woods kunde överleva med dollar/guld konvertibilitet. Därefter har guldpriset stigit 67 gånger pengarna (i USD). Fun fact: S&P 500 (ex utdelning) uttryckt i guld är oförändrad jämfört med 1973.

Därtill är den amerikanska guldreserven fortfarande värderad till 42\$/ounce och nu spekuleras det vilt att Trump planerar att marknadsvärdera Treasurys guldtillgångar för att putsa på statsfinanserna. Det skulle öka tillgångssidan med cirka 800 miljarder dollar, ett underskott USA:s regering spenderar /lånar upp var 5:e månad. Det visar på hur billigt guld är i förhållande till de monetära enheter man nu använder

Guldpriset klättrar alltiämt som en bekräftelse på att det finns alldeles för mycket USD, EUR, GBP, JPY, SEK etc i omlopp

Men guldets styrka till trots, dollarn har varit kung sen dollarbotten 2008. Därefter har handelsviktad dollar stärkts med 50% och amerikanska börsindex har utklassat sina europeiska/svenska motsvarigheter. Mer på temat nominell rök: svensk BNP uttryckt i dollar är oförändrad de senaste 20 åren, USA:s tillväxt under samma period är plus 50%.

Traditionellt aktiekapital, bolag som gör vanliga saker...mat, värme, boende, trä, bilar (de lågavkastande) trashas i jämförelse med Nasdaq och AI. Kombinationen av de värdetapp som kronan råkat ut för de senaste 5 åren samt den reala differensen mellan t.ex. svenska aktier v.s. amerikansk big tech är uppseendeväckande, som när industrialiseringen slog sönder värdet på vattenkvarnar och hästdilligenser.

Men året har öppnat starkt för svenska aktier och för kronan. Till slut blir också svenska tillgångar billiga. Och efter helgens och förra veckans händelser i Europa, en retorisk fråga: vad tror du kommer hända med nominella fordringar i den här miljön...?

USA – fyra veckor med Trump, 204 kvar

Under första kvartalet 2024 steg den amerikanska 10-åringen med 100 punkter, från 3,70% till 4,70%. Därefter tog det 1,5 kvartal för tioåringen att falla tillbaka 110 punkter för att därefter klättra och avsluta 2024 på 4,80%. Nu ligger den och vilar på 4,40-4,60% när Fed har tryckt på pauseknappen och marknaden har accepterat att sänkingscykeln mer eller mindre är över (marknaden prissätter -35p nästkommande år).

Det var en data dependant Fed, som under 2024 var upphovet till den globala ränte- och FX-volatiliteten. Feds "data dependancy" gjorde att de guidade marknaden framåt genom att titta i en backspegel där sikten var skymd. När Fed sänkte 50 punkter i september gjorde man det utifrån lägre realiserad inflation och sysselsättningsstatistik under juni-augusti. Sommarmånaderna visade sig vara en blipp i ett övrigt urstarkt 2024 protokoll. De 2,75% i styrränta som marknaden såg framför sig i september-24 är nu 4%

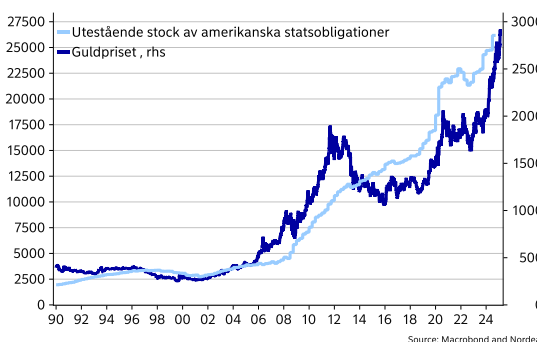
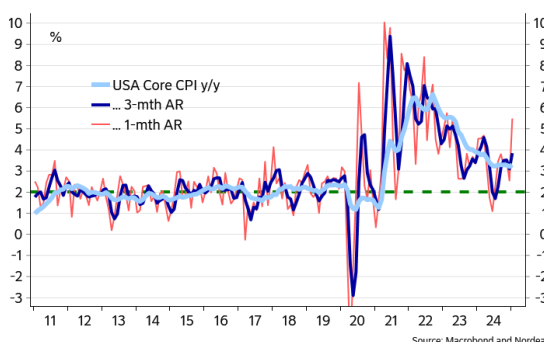
"The Trump trade": lång dollar, kort räntor och lång amerikanska aktier, var en vinnare omedelbart efter den republikanska storslammen i november. Under inledningen av 2025 har förhållanden förändrats. Nu är det istället europeiska aktier/svenska aktier (och kronan) som blivit begärligt när marknaden väljer att fasa ut big tech narrativet (mindre attraktivt med USA-fonder) och Mag7- värderingar har blivit för dyra relativt Europa.

Nordeas och hela världens prognos är att det är Trump och inte Fed som ska stå för volatiliteten under 2025. Importtullar kommer att användas i utpressningssyfte, som en intäktsskälla till statsbudgeten och som ett ideologiskt vapen. Än så länge är Trumps tullar mer "bark than bite" men vi tror att Trump-regeringen tänker att tullar är ett multivapen som löser det mesta. Att marknaden väljer att hantera det som: "nu ropar han varg igen" tror vi är en felaktig tolkning.

Importtullar kommer att användas i utpressningssyfte, som en intäktsskälla till statsbudgeten och som ett ideologiskt vapen

Förra veckans KPI för januari stack verkligen ut. Huvudindex ökade med 0,5% m/m och kärn-KPI (-energi & livsmedel) var 0,45% m/m. Förutom höginflationsåren post covid måste man backa bandet till 1992 för att hitta en motsvarande hög kärninflationssiffra. Och givet efterfrågetrycket i amerikansk ekonomi, samt att inflation laggar tillväxtdata, går det inte att vara säker på att prisstrycket ska ge sig. Kom därtill ihåg att Trumps tillväxtvänliga reformer (avregleringar och lägre skatter) har ännu inte sett dagens ljus utan de kommer senare. Högre nominell tillväxt (oaktat om det sker via inflation eller real tillväxt) ska pressa upp den amerikanska 10-åringen mot 5%.

Marknaden drunknar i en mängd stora marknadsnarrativ där det är omöjligt att sortera ut effekterna: Potentiell fred i Ukraina samtidigt som NATO ifrågasätts, kommande skattepaket och milda eller aggressiva importtullar från Trump, inflationstryck som accelererar i USA etc. Dollarn känns på marginalen trött och räntemarknaden väljer att fälla och inte fria argument för högre ränta. Trumpregeringens kaos gör att det på marginalen köps treasuries och diskussionen kring stora budgetunderskott har kommit av sig. Spännande.



vänster: En rejäl inflationsuppgång i senaste KPI mätningen

höger: Guldpriset som ett skydd mot den amerikanska (globala) sedelpressen

EMU – kostnaderna ska stiga härifrån

När Donald Trump nu sidsteppar EU-länderna och går direkt till att samtala med Putin blir det uppenbart att det säkerhetspolitiska- och det statsfinansiella läget i Europa har försämrats ytterligare. Oaktat utfallet i förhandlingarna kommer Europa få plocka upp räkningen har USA fastslagit: "Look, we have an ocean in between, they don't", som Trump konstaterar.

Som jag ofta nämnt: Europa har flera historiska underlåtenheter att brottas med, främst den eftersatta säkerhetssituationen där man i egenintresse outsourcat försvaret. Därtill har man oreflekterat skapat handelsberoenden som nu slår tillbaka med full kraft. Det krävs uppoffringar för att dra Ukraina ur de ryska klorna och det krävs uppoffringar i Europa för att stärka den militära förmågan. Oviljan att betala kan bara betyda mer instabilitet på sikt.

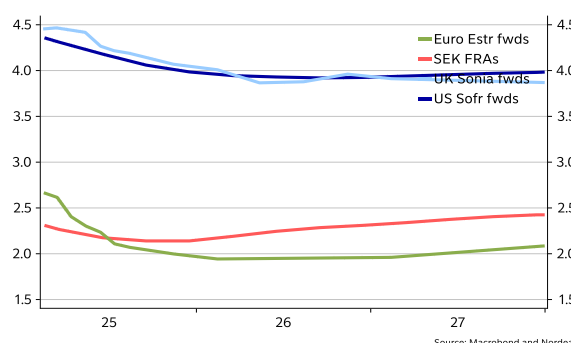
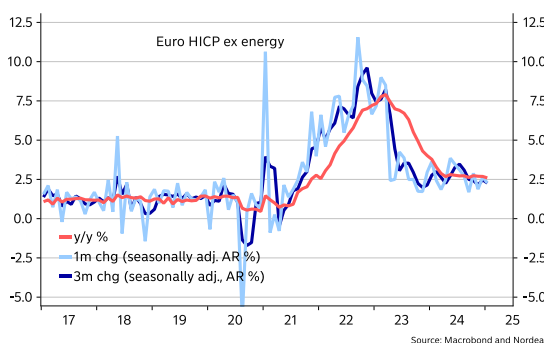
Macron kallar USA:s nya giv (den nya världsordningen) för en "[electroshock](#)" för Europa och efterlyser en förstärkning av Europas försvar och ekonomier. Eurozonens ekonomi är tio gånger så stor som den ryska. Är det inte dags att utnyttja det övertaget? Den amerikanska försvarsministerns omskakande [tal](#) var en signal att nu måste Europa ta ansvar för sig själva, att rusta kollektivt och individuellt.

Vad allt det här kokar ner till för räntemarknaden är: den nya världsordningen som Trump signalerar kommer betyda ökade statsutgifter (större utbud av obligationer) och framförallt högre långräntor. Sett ur ovan perspektiv är det tyska skuldankaret samt en konsolidering av statsfinanser i skuldsatta europeiska länder en fullständigt orimlig utgångspunkt. "Fiscal prudence" kommer knappast vara ledordet framåt.

Därtill behöver Europa tillväxt ECB:s [Isabel Schnabel](#) konstaterar att en centralbank kan assistera/sänka räntor för att lösa upp konjunkturella knutar men kan inte förväntas lösa strukturella problem så som förlorad konkurrenskraft, svajig energiförsörjning samt en uråldrig exportmodell. Vi räknar med att ECB sänker styrräntan till 2,25% men inte mer än så. Dock säger Nordea att risken på vår prognos är på nedsidan.

Men det är den längre delen av kurvan som är det intressanta. Det krävs ett strukturellt skifte i eurozonens fiskala ramverk och en mer expansiv hantering, liknande det vi ser i USA säger [Mario Draghi i FT](#). Efter förra veckan samt helgens säkerhetspolitiska chock har Europa vaknat: Olaf Scholz [säger](#): "we need a reform of the debt brake in our constitution directly after the upcoming election". Att konsolidera statsbudgetar i det här läget kan knappast vara aktuellt. Vi tror på brantare räntekurvor i Europa.

Vad allt det här kokar ner till är: den nya världsordningen som Trump signalerar kommer betyda ökade statsutgifter och framförallt högre långräntor



vänster: Inflationsmål på 2% men inflationen har fastnat på 2,5%...

höger: ...vi räknar med att ECB:s depositränta bottnar på 2,25%, från dagens 2,75%.

Sverige – OMX och kronan får äntligen lite kärlek

Tillväxten i Sverige det fjärde kvartalet 2024 var 0,2% q/q. Nivån på real svensk BNP var exakt densamma som q4-2021. Vi har alltså tre år av stillastående real tillväxt, tre år där OMX30 varit oförändrad (exkl. udelningar) fram till inledningen av det här året och tre år av krondevalvering där kronan tappat 15% mot euron och 25% mot dollarn. Om vi adderar det faktum att även svenska bolag har höjt sina priser med i genomsnitt 25% (inflationen) och därmed bibehållit vinstmarginaler, samt att den svaga kronan ger en rejäl rabatt, är det inte så konstigt att det till slut spritter till i svenska börsindex.

Det är dock svårt att klä aktierallyt i ett glatt globalt makronarrativ. Det drivs mestadels av frånvaron av katastrofer så som att Trumps importtullar ännu inte har hänt, vi ser inget globalt handelskrig...än, obligationsmarknader som löpte amok i januari har lugnat ner sig, Nvidia är ett stenkast från att vara tillbaka på nivån innan DeepSeek och ingen verkar bry sig om Mag-7 och koncentrationsrisker i S&P500.

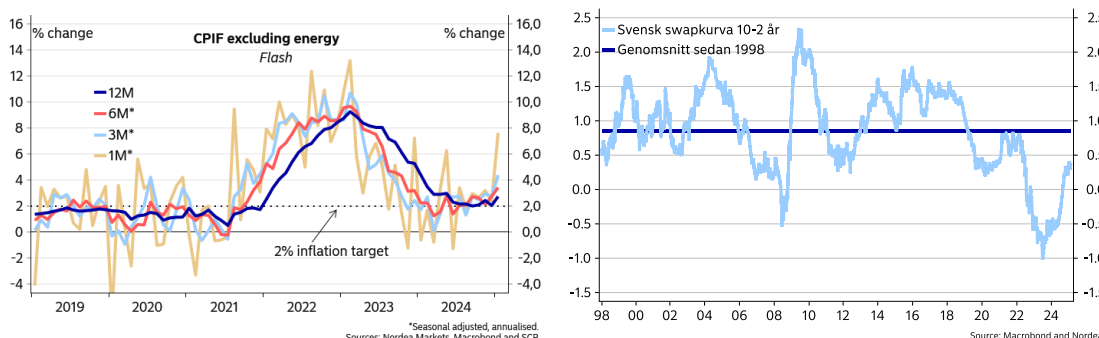
Därtill: marknader hoppas på att valet i Tyskland på söndag ska resultera i en regering som har förmågan att lyfta Europas största ekonomi ur sin slummer samt att freden i Ukraina är nära (fredsriskpremien syns i EURPLN faller som en sten och framförallt finska bolag /aktier outperformar).

Hur ser Sverige ut då? Inhemsk efterfrågan har fallit sedan inledningen av 2022 men BNP har räddats av offentlig konsumtion samt nettoexport. Riksbankens styrräntehöjningar resulterade i bolåneräntor i närheten av 5,5% och hushållens räntebetalningar nådde en topp under q2-q3 2024. Därefter har bolåneräntor fallit 2,5% och är låga 3% (2% efter ränteavdrag) vilket har förbättrat kassaflödet.

Fram tills alldeles nyligen var det få indikatorer/utfall som talade för en acceleration av konsumtionen men nu finns dom där i form av stark detaljhandelsfsg i december, piggt konfidensindikator i KI-barometern, löneutvecklingen etc. Det måste dock sägas att reallöneutvecklingen är en katastrof sett över en 4-års period och hushållens externa köpkraft via devalveringen av kronan gör ingen glad.

Men livet formas på marginalen och Nordeas makroprognos är någorlunda ljus för 2025 och 2026. Vi tror att Riksbanken har en sänkning med 25 punkter kvar men är långtifrån säkra. Imorgon får vi detaljerna för januaris chockerande höga snabb-KPI och beroende på sammansättningen tar vi beslut om att behålla alternativt skrota en Riksbankssänkning i maj. Om vi nu tänker oss att längre svenska räntor ska innehålla en cyklisk komponent (konjunkturåterhämtning) och en strukturell (en ny världsordning) så är dagens 40p lutning på swapkurvan (10 år – 2 år) för flack. En dubblering av lutningen skulle ändå landa lägre än genomsnittet de senaste 25 åren.

Fram tills alldeles nyligen var det få indikatorer/utfall som talade för en acceleration av konsumtionen men nu finns dom där



vänster: Snabb-KPI fick oss att sätta i halsen. Imorgon får vi detaljerna. Det kan avgöra Riksbankens väg framåt.

höger: Kurvan är brantare än tidigare men den har inte begripit den nya säkerhetsordningen

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

