

Mars 2025

Navigator

Trump(eten) ljuder på onsdag!

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Räntor

Statsobligationsmarknadsrenässans

SEK

Superkronan - från supersämst till ...något bättre

USD

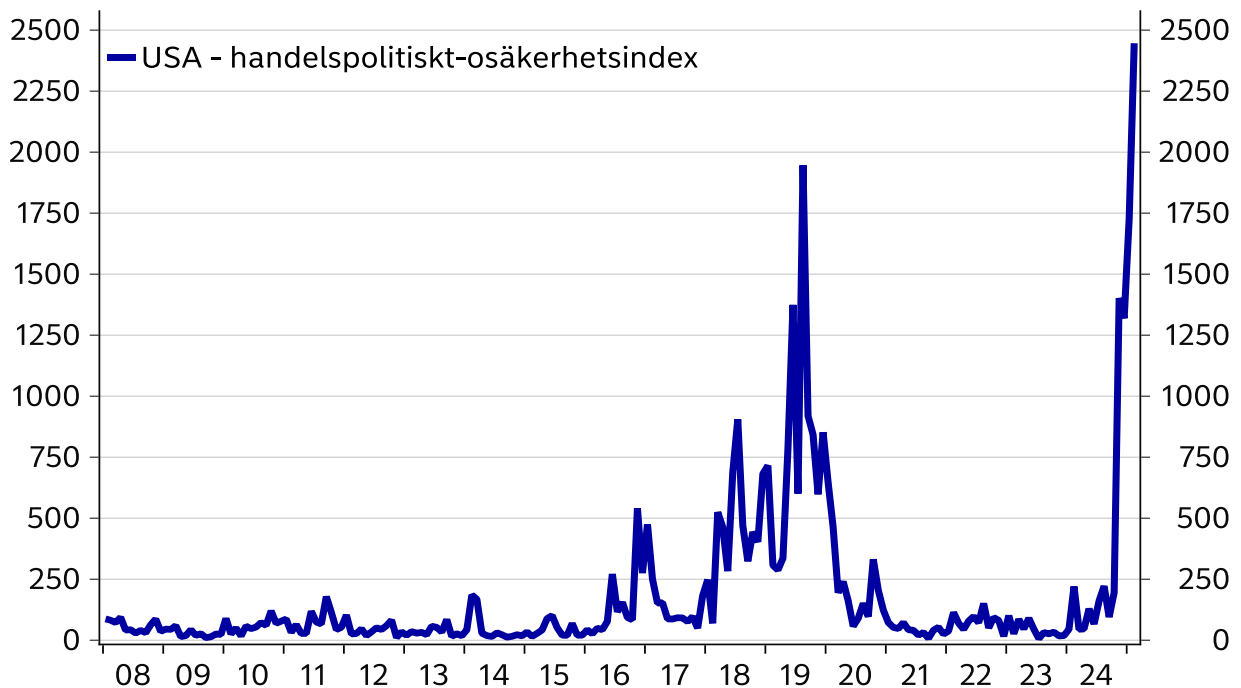
Kronan i en ny världsordning

GBP

Rörelsen kom men nivån är för hög

NOK

En rejäl NOK-förstärkning men inte mot kronan



Source: Macrobond and Nordea

Räntor – statsobligationsmarknadsrenässans

Budgetmål är inte mycket att ha om ryssen väljer att kriga i östersjöregionen. Det var säkerhetspolitiska hänsyn som fick Friedrich Merz (kommande tysk förbundskansler) att kuppa igenom en finanspolitisk satsning som är den största sedan 2:a världskriget. Det i sin tur var en respons på det försvarsvakuum som USA ser ut att lämna efter sig när Trump-regeringen förändrar sin roll i NATO.

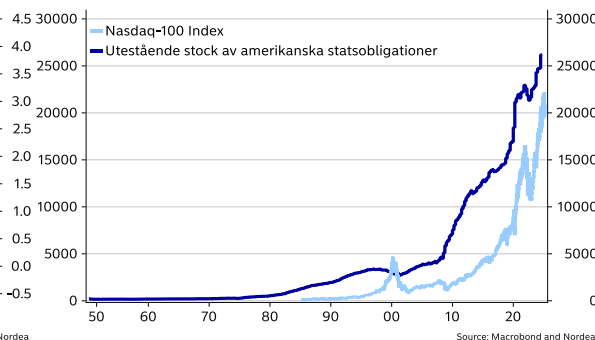
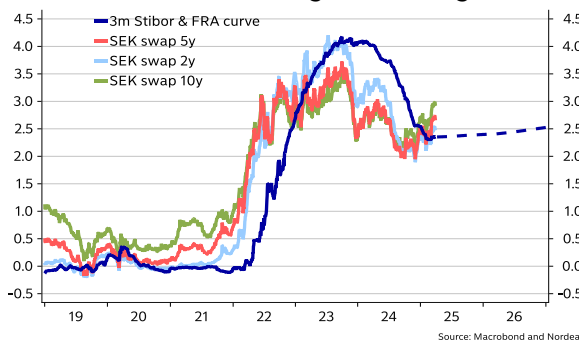
Varningarna har länge duggat tätt men Europa har varit senfärdiga. Denna fördröjda reaktionsfunktion skapar dock affärsmöjligheter. Argumentet att Europa inte har råd att mobilisera håller inte. Självfallet har vi det. Nu handlar det om vilja, inriktning, politiskt ledarskap och verkställande. De strategiska misstag Europas politiker har begått i förfluten tid ska nu kompenseras för på relativt kort tid. Det här ger ett fokus som Europa tidigare saknat ([se Draghi:s rapport](#)) och nu tvingas vi att bygga ny teknik i en ny säkerhetsordning.

Som jag skrev i Derivatbladet i mitten av februari innan tyskarnas beslut: "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 skuldsätta europeiska länder en fullständigt orimlig utgångspunkt. "Fiscal prudence" kommer knappast vara ledordet framåt".

Hade Sverige sedan millennieskiftet satsat 2% av BNP på försvaret (istället för 1%-ish) hade försvarsbudgeten (realt) varit 900 miljarder större. Nu ökar den svenska försvarsbudgeten men från en låg nivå varvid en större satsning (2,6% av BNP) knappast säger något om försvarsförmågan. Tyska (och svenska) statsobligationsräntor har reagerat på en kommande utgifts-push men fler länder i Europa ska följa det tyska exemplet. I denna akuta kollapshantering kommer obligationsutbudet att öka och räntor ska justeras vidare.

Men en sak i taget: på onsdag har världen att hantera "Liberation day" och Trumps förväntade annonsering av nya importtullar. Hur ska räntemarknaden positionera sig givet att vi inte känner till vilken typ av tullar, vilka länder som omfattas, vilka industrier som befinner sig i skottlinjen, ska momssatser inkluderas, är det progressiva tullar som förväntas öka med tiden, kommer marknaden betrakta dem som trovärdiga, kan de förhandlas bort, när ska de implementeras, vad händer om motståndarna svarar, finns det en trappa då...etc???

Utfallsrummet är oändligt och samtidigt som ovan äger rum har inflationen i Sverige klättrat och förväntas öka framåt enligt vår prognos. Det bakbinder Riksbanken på många sätt. Avgörande tema på lång sikt: upprustning och stigande långräntor. På kort sikt: Trumps revolution och en USA-konjunktur som vobblar kopplat till risken med högt värderade börsindex. Vågar inte ens gissa vad utfallet blir av det.



Avgörande tema på lång sikt: upprustning och stigande långräntor. På kort sikt: Trumps revolution

Vä: Swapkurvan börjar se ut som den ska, d.v.s. riskpremie i längre löptider
Hö: Den köpta amerikanska börsuppgången via expansiv finanspolitik där Trump nu vill ha ner underskotten

EURSEK – superkronan, från supersämst till ...något bättre

Marknaden gick in i det här året med en föreställning att 2025-års förvaltningsmetod var densamma som 2023 och 2024, att extrapolera amerikansk ekonomisk råstyrka vidare. Trump's politik var tänkt att accelerera avståndet mellan USA och övriga världen och det skulle synas i amerikanska börsindex, högre långräntor och en fortsatt stark dollar. Jag var inte sen att skriva under på ovan. Ramverket för kronan i ovan globala miljö var en långsam och gradvis förstärkning drivet av svenska hushålls förbättrade kassaflöden och att kronans rumskamrat (EUR) var i risigt skick.

Men kapitalströmmar valde en annan väg och helt plötsligt är kronan i strålkastarljuset och USD i frysboxen. EURSEK har tappat 5% sedan inledningen av februari och det handlar ingalunda om en habil svensk makrobild eller starka statsfinanser. Drivkraften är relativa fond- och kapitalflöden, bort från amerikanska tillgångar i riktning mot Europa och Sverige.

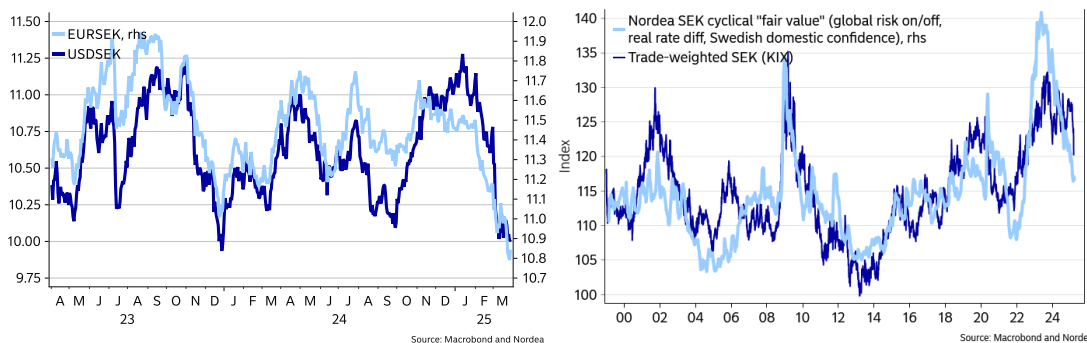
Grogrunden för en motreaktion var att Trump inte lyckats övertyga världen om det hållbara med sin idé (er) i ett läge där den relativa börsrabatten i Europa och Sverige stack ut. Det tvära fallet i EURSEK inleddes första handelsdagen i februari och nästa rörelse startade den första handelsdagen i mars, vilket tyder på en rekalkibrering av fondflöden.

Den globala diversifieringseffekten, som nu gynnar kronan, har täppt igen avståndet mellan var kronan handlar och var den borde handla enligt ett försök till fundamental analys. Kronan på nuvarande nivå (mot en korg av valutor/KIX) är mer i fas med sitt "rätta" värde (se graf).

Kapitalets nästan blinda allokering in i amerikanska aktier har fått sig en törn men det är ingen dollarkapitulering vi pratar om...än. På onsdag förväntas Trumps tullkrig accelerera samtidigt som en korseld av andra narrativ är verksamma i marknaden så som: upprustning i Europa, potentiell fred i Ukraina/Ryssland, inflationen är tillbaka i Sverige, ökad sannolikhet för lågkonjunktur i USA. Därtill är det utdelningssäsong i OMX-bolagen med potentiellt stora utflöden av SEK. Stora teman borde ge fortsatt stora rörelser i kronan.

Vi ser en politisk storm i USA där smarta algoritmer i data chipsen inte förmår kompensera för den revolution som Trump "verkar" vilja genomföra. EUR och SEK stärks nu som ett resultat av patrieringar, bort från USA. Och vad kan inte hända om större kapitalflöden börjar dra öronen åt sig? Bästa budskapet till kund i den här miljön är att var försiktig med prognoser och se istället till att hantera FX-riskerna givet att en ny världsordning håller på att ta form.

EUR och SEK stärks nu som ett resultat av patrieringar, bort från USA.



Vä: Kronan var en katastrof i inledningen av året och nu mår den bättre...

Hö: ...mer i linje med var den fundamentalt borde handla

USDSEK – kronan i en ny världsordning

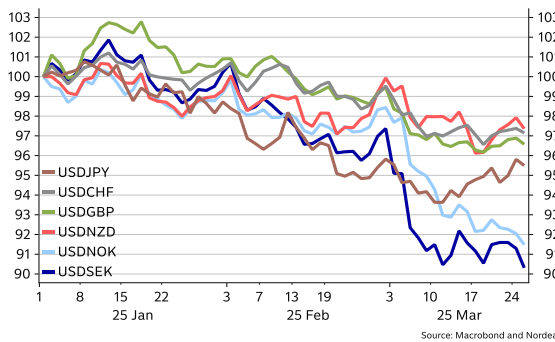
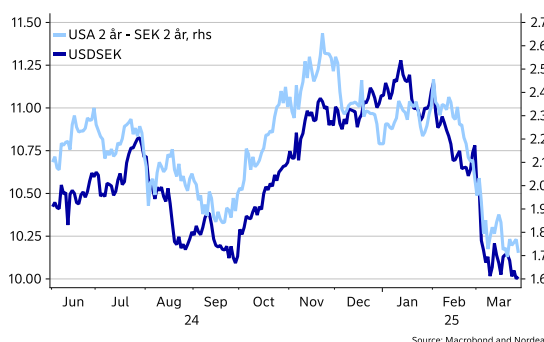
Min åsikt om amerikansk exceptionalism har gått från starkt tvivel (en lånekarusell som snurrar allt snabbare) till ett accepterande (jo men titta på USA:s mega tech bolag) till att bli en förespråkare (buy dollar wear diamonds). Men i min på marginalen pro-dollar övertygelse har jag också sett stora risker. Kundpresentationer under 2024 innehöll bland annat följande grafer/resonemang (ni får föreställa er): rekordhöga värderingar i amerikanska börsindex, den överlägsna börsavkastningen de senaste 13 åren i USA jämfört med Europa/Sverige (i gemensam valuta/USD), skuldöverföringen från amerikanska staten till det privata via raketutvecklingen av den amerikanska statsskuldssstocken (från 5000 miljarder dollar 2010 till dagens 27000 miljarder dollar), det rekordstora utländska ägandet av amerikanska tillgångar samt en rekorddyr dollar.

Budskapet var: "tänk om dollarkapitalet skulle vända hem/bort av någon anledning"? Dock hittade jag inga akuta skäl till varför det skulle ske. Efter det säkerhetspolitiska symposiet i München i mitten av februari, där USA (sannolikt) plockade bort det säkerhetspolitiska paraplyet i Europa, finns nu en katalysator. Essensen är att Europa måste rusta/investera i militär infrastruktur och överskottskapitalet (Europas positiva handelsnetton) kommer i större utsträckning stanna kvar/investeras och mattan för dollarköp rycks delvis undan.

Därtill: Trumps revolutionära mandat från sina väljare saknar en exekutiv förmåga. Utgångspunkten när året inleddes var att Trump mestadels skulle prata skattesänkningar och avregleringar och förstärka bilden av USA:s ekonomiska överlägsenhet. Han har istället för att servera en för marknaden välsmakande dessert, tvingat den att forcera ner osaltad kokt broccoli i mängder. Resultatet har blivit den att handelsviktad dollar (DXY) tappat 5% (YTD) och samtidigt har kronan stärkts med lika mycket.

Det skakar i amerikanska tillgångsmarknader men justeringen är knappt märkbar i en längre tidsserie av S&P 500. Tidigare höga p/e tal har dock blivit något lägre. Men avsaknad av en aktieriskpremie samt högt ställda förväntningar på företagsvinster framåt ger en högst osäker grund att stå på. USA under Biden var extremt beroende av finanspolitisk stimulans och Trumps mål är att halvera budgetunderskottet. Samtidigt öppnar Europa dammluckorna för en statsfinansierad kredit och en militär mobilisering. Räntor i Europa har klättrat medan det motsatta sker i USA

Kanske ska det globala pensionskapitalet reducera sin nära 70 procentiga dollarallokering för vem vill betala 22 gånger vinsten (forward p/e i S&P) i den här osäkra miljön? Nordea har ingen stark övertygelse om var USD alt. SEK ska ta vägen på kort sikt. Det är för mycket korseld som sliter och drar i tillgångsmarknader. En varningslampa blinkar dock rött för det decennium långa USD-temat. Sverige har haft låga räntor och en devalverande krona under den perioden. Pensionskapitalets USD-hedge mot Riksbankskronan har varit en bra affär. Den traden/allokeringen är mer grumlig nu.



En varningslampa blinkar rött för det decennium långa USD-temat.

Vä: Relativa räntor är en drivkraft i USDSEK, där svenska korträntor stigit och amerikanska har fallit

Hö: SEK och NOK är årets Scandie revansch v.s USD

GBPSEK – rörelsen har ägt rum men nivån är för hög

I förra Navigator var budskapet att "kronan har potential att stärkas framåt". Argumenten var att den vingklippta brittiska ekonomin var i konflikt med pundets styrka. "Räkna inte med att 2025 blir pundets år så som det var 2024". Därutöver fanns en spaning som åter igen är relevant, d.v.s. att marknaden säljer GBP oavsett om räntor stiger eller inte. Då handlade GBPSEK på 13,65 och nu 12,96!

Kronstyrka har varit det centrala temat i FX marknaden de senaste två månaderna. Kronans förstärkning hamnar näst högst av samtliga världens valutor mot USD. Det är som ni redan läst ett resultat av utgångsläget (rekordbillig) samt en global reallokering där kapitalet äger färre dollartillgångar och mer EUR- och SEK tillgångar. Den svenska regeringen har annonserat högre försvarsutgifter, kärnkraftssatsning och utveckling av transportinfrastruktur. Därtill säger regeringen att vård, skola, omsorg inte ska drabbas. Den svenska statsskulden (och potentiellt tillväxten) ska öka framåt men från en låg nivå.

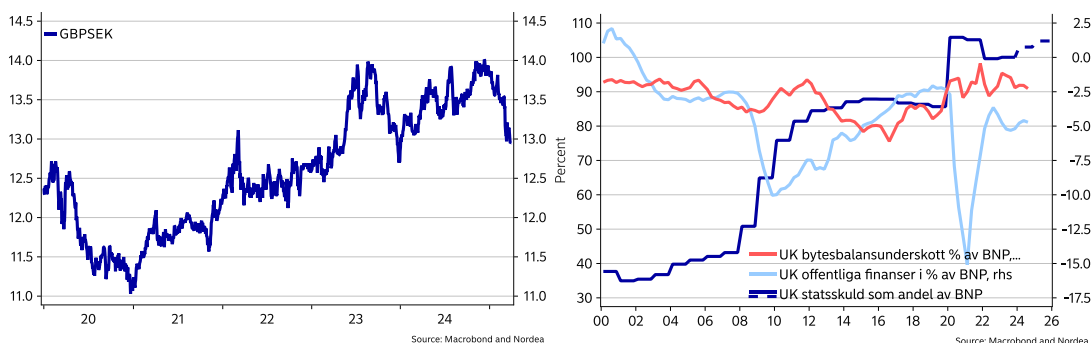
UK och finansminister Reeves brottas med en tung ekvation där man till slut landar i slutsatsen att regeringen omöjligt kan leverera det partiet gick till val på. En ond spiral av högre räntor/dyrare finansiering åter upp reformutrymmet och väljarkårens missnöje tilltar. Till slut måste regeringen fortsätta att höja skatterna och skära i offentliga utgifter OM inte tillväxten tar fart.

Ränteutvecklingen enligt marknaden kommer knappast göra stora skillnader för ekonomin framåt. Botten på styrräntecykeln är 60p lägre än dagens styrränta på 4,50% och det gör att det blir problematiskt att balansera statsutgifterna alt. betala av på skulden. Därtill har Trump tagit beslut om 25-procentiga importtullar på personbilar, där UK:s största marknad är USA. Därtill har USA:s hot om att lämna NATO ökat trycket på ytterligare försvarsinvesteringar.

Ansträngda statsfinanser gör således att britternas försvarsutspel har varit måttliga, efter att USA deklarerat mindre närvaro i Europa. Finansministern har pratat om att landet kan använda sig av en "national wealth fund", en infrastruktur/teknik fond. Vi får se vad det blir av det.

För tillfället ligger fokus på att spara i statsbudgeten medan svensk skuld ökar. Vårt utrymme att använda statsbudgeten är mycket större än UK:s. Den GBPSEK rörelse som har varit handlar uteslutande om kronan. Pundet har stärkts mot dollarn och varit volatilt stabil mot EUR under året. Från dagens 13 är vi något mer försiktigt optimistiska på en lägre GBPSEK i närtid men på sikt ska pundet försvagas mot kronan.

Från dagens 12,96 är vi något mer försiktigt optimistiska på en lägre GBPSEK i närtid men på sikt ska pundet försvagas mot kronan



Vä: En bra resa i GBPSEK på kort sikt men vi tror att nivån är för hög...

Hö: ...givet den besvärliga skuldsits som UK befinner sig i

NOKSEK – en rejäl NOK-förstärkning, men inte mot kronan

Norges Bank, penningpolitiken och framtiden som aldrig kommer. Under en längre period har Norges Bank förberett marknaden för räntesänkningar men omständigheter har hela tiden kommit emellan. För någon månad sedan var en justering i mars en "done deal" men höga inflationssiffror i jan- feb, större än förväntade löneökningar 2024 samt habila ekonomiska utsikter, resulterade i att Norges Bank i förra veckan lät styrräntan ligga kvar på 4,50% (där den varit sedan december 2023).

Norges Bank besked i förra veckan utmynnade i en högre inflationsprognos framåt där de plockade bort 41p i förväntade sänkningar under 2025 jämfört med tidigare räntebana (Nordeas prognos var -40p). NOKSEK stärktes marginellt på beskedet.

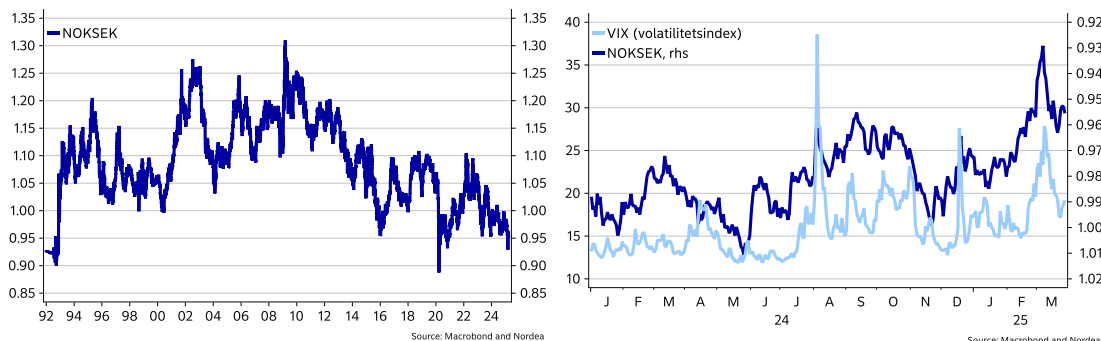
På marginalen fortsätter Norge att leverera rekordlåg arbetslöshet (det finns i praktiken ingen), fastighetspriser som stiger samt kreditillväxt och positiva konjunkturindikationer framåt/Regional Network Survey. Således: dagens penningpolitik och räntans begränsande effekt på norsk ekonomi är marginell. Nordeas prognos är att det blir inga räntesänkningar från Norges Bank under året, att jämföra med Norges Banks räntebana som indikerar två gånger -25p.

NOK har tagit rygg på SEK och norska kronan har precis som kronan skördat framgångar sedan inledningen av februari. Jag har länge lyft fram det orimliga i att NOK och SEK ska betraktas som FX-marknadens paria, men det krävdes ett par självmål av Trump för att marknaden skulle upptäcka att amerikanska tillgångar, inklusive dollarn, var alldeles för dyra och att det fanns low hanging fruit i ytterkanten av FX-marknadens fruktträdgård. Tvivlet på dollarn framåt har bäddat för scandies återkomst där kronan alltså ligger steget före NOK.

Jag har tidigare lyft fram känsligheten i NOKSEK inför en ökad [marknadsvolatilitet](#). Volatilitet är för norska kronan vad kryptonit är för stålmannen. När amerikanska börsindex backade 10%-ish i februari och mars, dubblerades VIX och NOKSEK gick från 0,9750 till 0,9280, en rörelse på över 3% på kort tid. Det var den lägsta noteringen i NOKSEK sedan 2020 och innan dess får vi backa bandet tillbaka till 1992! Amerikanska börsindex har därefter återhämtat sig och NOKSEK likaså.

I ett läge där relativa centralbanker och ränteskillnader inte tycks ge NOK någon fördel fortsätter vi att trumma en prognos/intervall framåt: 0,95 - 0,98 men se upp med NOK kollapser när börsen säljer av och volatilitet stiger.

I ett läge där centralbanker (Rix mot NB) inte tycks ge NOK någon fördel fortsätter vi att trumma en prognos/ett intervall framåt: 0,95 - 0,98



Vä: NOKSEK genomklappningen i mars var en riktig rysare och den följer av....

Hö: ...vol, vol och åter vol

Prognoser

Valutakurser mot SEK

	Spot	3m	30dec25	30jun26	31dec26
EURSEK	10,82	11,20	11,00	10,90	10,80
USDSEK	10,00	10,77	10,28	10,00	9,81
GBPSEK	12,96	12,64	12,38	12,29	12,27
NOKSEK	0,95	0,95	0,94	0,95	0,95
JPYSEK					
CHFSEK					
DKKSEK	1,45	1,50	1,48	1,46	1,44
PLNSEK	2,59	2,68	2,62	2,60	2,58
CNYSEK	1,38	1,44	1,33	1,30	1,32

Internationella valutakurser

	Spot	3m	30dec25	30jun26	31dec26
EURUSD	1,08	1,04	1,07	1,09	1,10
EURJPY					
USDJPY					
EURGBP	0,84	0,87	0,86	0,88	0,88
GBPUSD	1,30	1,23	1,21	1,23	1,25
EURCHF					
EURNOK	11,38	11,75	11,75	11,50	11,50
EURPLN	4,17	4,18	4,20	4,19	4,18
EURCNY	7,85	7,80	8,24	8,40	8,14

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