

Augusti 2025

Navigator

Va sött! - "kronan, årets starkaste valuta"

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Räntor

Penningpolitiken som den stora omfördelaren

SEK

Krondrömmar efter förödelsen

USD

Har dollarbjörnen gått i tidigt ide?

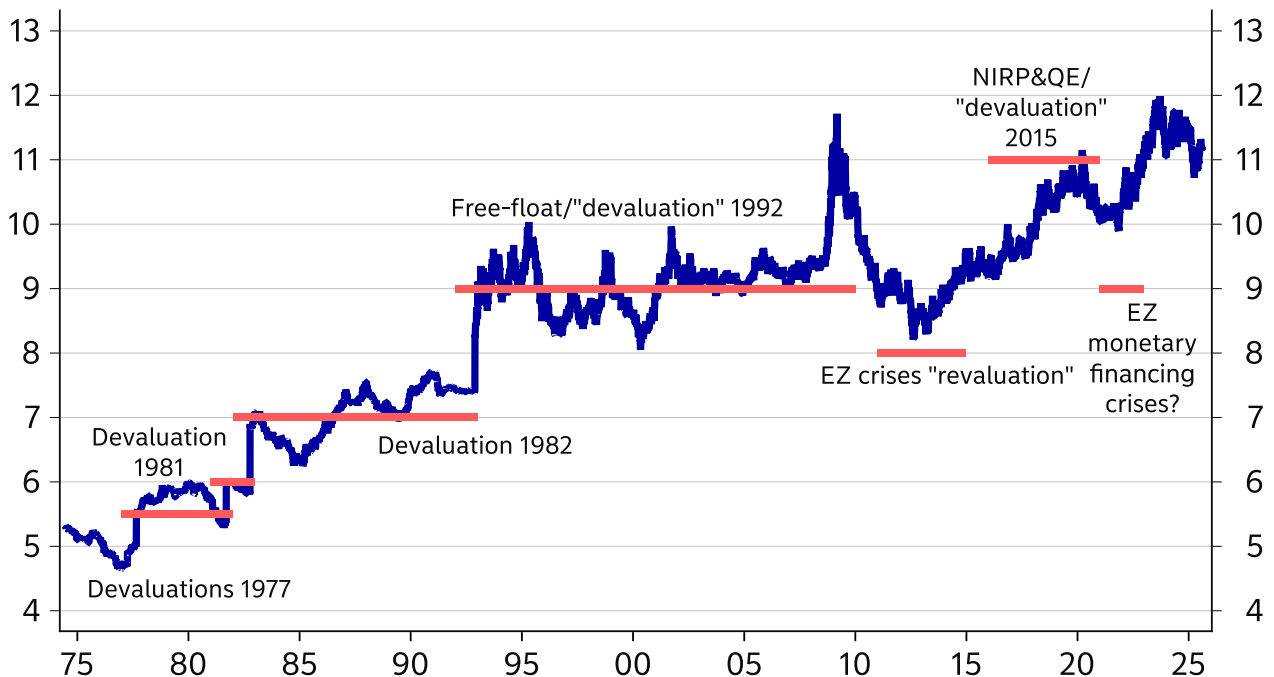
GBP

Bank of England är för lustiga ändå

NOK

Norska kronan är som en kvarsittning utan tillsyn

EURSEK - va sött med "kronan är årets starkaste valuta"



Source: Macrobond and Nordea

Räntor – penningpolitik som den stora omfördelaren

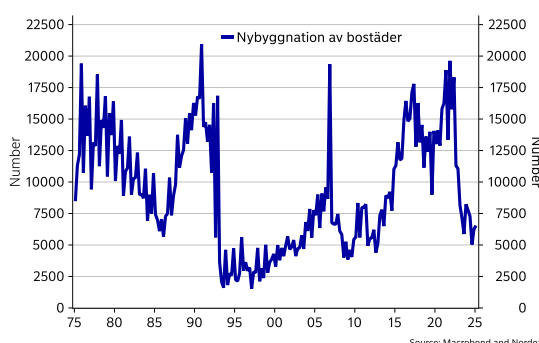
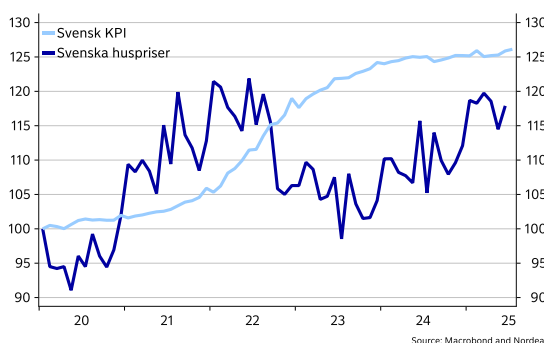
Svensk ekonomi har ingalunda varit en "plug & play" som majoriteten ekonomer bedömde i inledningen av året. Två procents real tillväxt stod för dörren så "kåren" när svenska hushåll fick mer pengar i plånboken efter Riksbankens räntesänkningar. Därtill: lägre inflation, reallöneökningar och expansiv finanspolitik skulle räta upp konsumtionen. Ett halvår av statistik har presenterats och ingenting har hänt. Svensk ekonomi är "the poster boy" för stagflation. Andra kvartalets BNP: 0,1 q/q följde q1:s 0%. De senaste tre årens sammanlagda reala tillväxt är den lägsta svensk ekonomi upplevt i modern tid, tom sämre än under finanskrisen (2008-2011). Hushållens reala konsumtionsnivå är idag lägre jämfört med för fyra år sedan. Är det vi nu ser i svensk ekonomi ett resultat av den omfördelning av inkomster som skett de senaste tio åren via rekordinflation, devalveringen av kronan och minusräntor? Kanske därför ska slagsidan i svensk ekonomi fortsätta?

Penningpolitik är inte "neutral", det är fördelningspolitik. Varje gång Riksbanken rycker i räntespaken finns det vinnare och förlorare. Minusräntor och QE accelererade den svenska hushållsskulden från 2015-2022 och fastighetsinflationen sköt i höjden. Det var under den perioden då många internationella investerare refererade till Sverige som "en bostadsbubbla maskerad som en ekonomi". Fastighetspengar bytte konton till allt högre valörer och hushållens nominella förmögenheter växte. Men sedan en tid tillbaka är det punka på fastighetshjulet. Högre räntor har bromsat bankernas kreditgivning till 2,5% y/y och är realt negativ (jämfört med KPIF exkl. energi på 3,2%). Sedan 2020 och inledningen av covid har fastighetspriser inflationsjusterat fallit med 7% och nybyggnationen är på 90-talsnivåer.. Andra tillgångspriser, så som OMX30, är också offer för en 25-procentig inflationsuppgång. OMX30 (ex utdelningar) laggar t.ex. inflationen med 12% de senaste 3,5 åren.

Därtill har kronan devalverats med 20% mot både USD och EUR de senaste fem åren, en konsekvens av minusräntor. Svensk ekonomi har således både en extern och intern urholkning av penningvärdet när löner och förmögenheter inte lyckas hålla jämna steg med KPI. Relativa vinnare i ovan mayhem har ändå varit de hushåll som under de senaste tio åren ägt tillgångar samt svenska exportbolag som dragit nytta av fallande räntor och en svag krona. Förlorarna är importörer samt de egendomslösa då inflation alltid har varit den stora sociala omvälvaren.

Nordea räknar med att svensk ekonomi ska ta fart framåt och prognosen är att Riksbanken sänkt färdigt. Marknaden räknar med -25 punkter vid mötet i september och kanske får den rätt Brantare kurvor har varit en framgångsrik trade under en längre period (den har vi rekommenderat) med cykliskt svag konjunktur i den korta delen av kurvan och finanspolitisk skuldexpansion i det långa, det senare borde intensifieras om inte konjunkturen kommer igång. Och jag glömde nämna hur Riksbanken förhåller sig till 3,2% inflation när inflationsmålet är 2% - de rycker sannolikt på axlarna.

De senaste tre årens sammanlagda reala tillväxt är den lägsta svensk ekonomi upplevt i modern tid, tom sämre än under finanskrisen (2008-2011).



Vä: Inflationsjusterade fastighetspriser tydligt lägre de senaste 5 åren

Hö: Tack och God natt – fastighetshjulet snurrade i 15 år plus men nu är det över

EURSEK – krondrömmar efter förödelsen

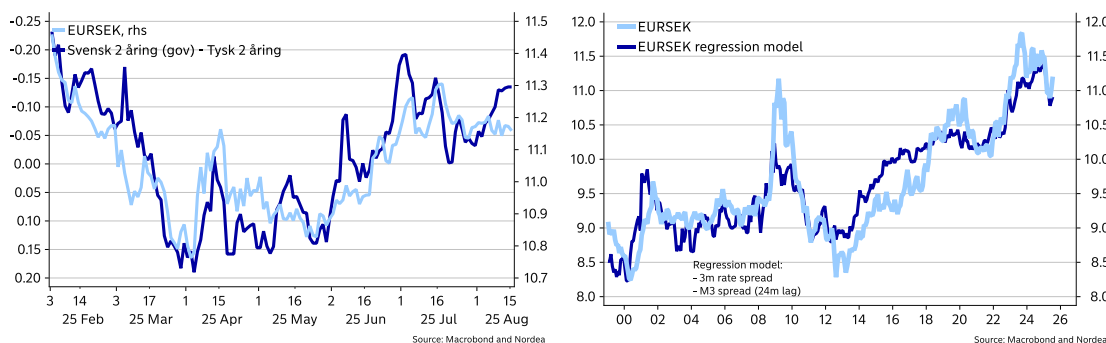
Den triumferande rubriken: "Kronan fortsatt årets starkaste valuta" återanvänds flitigt i media och bland ekonomer. Den säger något om hur uppgiven Sverige och svenskarna har varit inför möjligheten att någon gång få uppleva en starkare krona. Påståendet är förvisso (nästan) sant men döljer det faktum att över tid är urholkningen av det svenska penningvärdet en alltigenom sorglig historia. Det är lite som att glädjas över att blommorna vid jordfästningen var vackra.

Den svaga kronan i inledningen av året - startpunkten i EURSEK på 11,50 - är avgörande för kronrenässansen och "årets starkaste valuta". Katalysatorn var Donald Trump och dollarförsvagningen där kronan fick energi av en rad goda omständigheter som tyvärr har avtagit eller till och med gått in i väggen. Denna konfluens av faktorer var:

- Sverige som land (hushållen via sina globalfonder, OMX/exportbolag, pensionskapitalet) var rekordlång dollar när Trump träffade fläkten tidigt i februari. Diversifieringseffekten och flödeseffekten, bort från dollar, var avgörande för SEK-rörelsens storlek.
- När EURSEK handlade 11,50 i inledningen av året var Riksbankens styrränta 50p lägre jämfört med ECB:s. Räntemarknaden diskonterade där och då att Riksbankens sänkingsiver framåt var större än ECB:s och relativa räntor talade för EUR. Men i februari och mars fick vi höga inflationsutfall i Sverige och något lägre i Europa. Sv-Ty (2-års spreaden) gick 45p under perioden då EURSEK föll från 11,50 till 10,70.
- Den 28 februari släpptes en uppreviderad svensk BNP-siffra för Q4-24 som gjorde gällande att den svenska återhämtningen äntligen tagit fart. Årstakten i svensk BNP skrevs upp till 2,4%, från 1,2%, och övriga kvartal under 2024 reviderades också till det bättre. Det gav bränsle till föreställningen om en starkare svensk ekonomi.

Den svaga kronan i inledningen av året - startpunkten i EURSEK på 11,50 - är avgörande för kronrenässansen och "årets starkaste valuta".

Hur ser ovan drivkrafter ut idag? EURSEK har rekylrat från 10,70 till 11,17. Majoriteten hedging och fondflöden från svenska aktörer har ebbat ut som en drivkraft för en starkare krona. Föreställningen om en habil svensk ekonomi som skulle locka till sig kronköpare har inte realiserats och om kräftgången i svensk ekonomi fortsätter är risken att en sänkingsbenägen Riksbank agerar i ett läge där ECB verkar mer övertygade om att 2% är en lämplig styrränta. Ränteskillnader kan i det läget återigen peka mot 11,50. Vi vill dock ge kronan ytterligare tid att samla sig och konjunkturen att rycka upp sig innan vi ändrar prognosen. Epitetet "årets starkaste valuta" riskerar annars att bytas ut mot "kronans 50-åriga devalveringstrend är intakt". Det vore ju ett sorgligt skifte.



Vä: Ränteskillnader och EURSEK – Rix v.s ECB där svensk inflation är typ en procent högre än den i Europa och 50% över Rix inflationsmål men det förefaller inte vara ett problem

Hö: Kronan handlar där den ska...typ

USDSEK – har dollarbjörnen gått i tidigt ide?

Handelsviktad dollar bottnade 1:a juli, 12% svagare jämfört med toppen i januari. Marknader blåste till dollarreträtt när Trumps revolutionerande planer för världen och USA operationaliserades. Världens mäktigaste ämbete hade förvandlats till en krämarlåda där Trump och USA eftersträvade en övergång till ekonomisk och geopolitisk isolationism. Världen och Europa möter rekordhöga tariffer men Trump har vridit upp temperaturen en aning i det geopolitiska kylskåp som EU och försvarsalliansen NATO tidigare hamnat i. Lösningen var en "deal" där USA betalar mindre och Europa betalar mer för förmånen att finnas sig under USA:s skyddsparaply. Det kommer få konsekvenser för marknader.

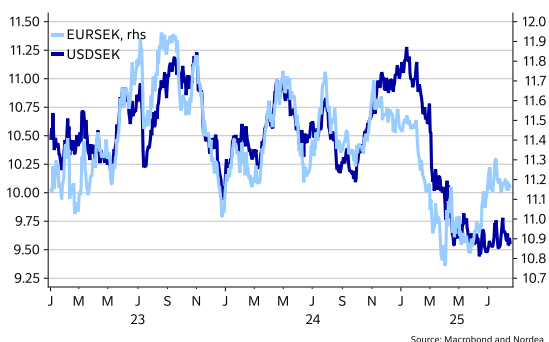
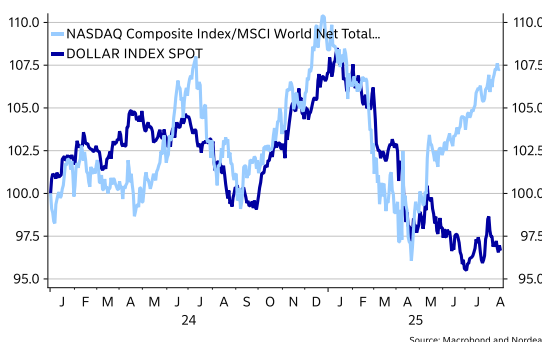
Att Europa rustar upp ett bristfälligt försvar och investerar i infrastruktur betyder att färre dollar kommer återinvesteras i amerikanska tillgångar. Det i sin tur gör att efterfrågan på dollar minskar. Det är en långsam process och det är rimligt att institutionella investerare inte skiftat sin exponering i någon större utsträckning (man äger fortfarande amerikanska tillgångar men dollarheden är nu större).

Det krävs att Europa kommer igång med sina investeringar för att pensionskapitalet ska ha något att investera i annat än lågavkastande statsskuld (kärnkraftsutbyggnad, elnät etc/infrastrukturobligationer). Vi ser en gradvis svagare USD som ett strukturellt fenomen och inte en placering/position som på daglig basis ska generera ett positivt resultat.

Det är långt ifrån givet att den amerikanska tillgångsmassan framåt är en slam dunk för investerare, trots inkomstbringande Mag7 och AI:s framfart. Trumps metoder, i kombination med den halkbana som amerikansk makro kan komma att råka ut för inom kort (svaga NFP-siffror, svag privat konsumtion under H1), ska göra kapitalet mer benägen att diversifiera bort från USA när tillväxten faller och räntor eventuellt kommer ned.

Övriga överraskningen att Trump överraskar borde inte längre vara en överraskning för marknaden men det är ändå ett antal standardavvikelser utanför det normala att som Trump antyda att BLS-ansvarig kokat böckerna och ge henne sparken. Det var efter den hiskeligt svaga sysselsättningssiffran den första augusti som Trump beslutade att "kill the messenger". Därtill har Trump ökat trycket på Fed att sänka styrräntan och det är noterbart hur det klister som håller ihop ramverket i penningpolitiken nu luckras upp. Lojalistpremien borde väga på dollarn framåt.

Men dollarförsvagning är ingen garanti för en lägre USDSEK. Sverige och kronan måste hitta sin överlevnadsform framåt. Lägre svenska räntor härifrån rimmar dåligt med en lägre USDSEK. Titta bara på den japanska yenen som återigen har hamnat i klorna på carry-handlare och blivit en finansieringsvaluta. Vi tror på en lägre EURSEK och en högre EURUSD framåt och det innebär en starkare krona mot dollar. Vi kör på det ett tag till.



Vi ser en gradvis svagare USD som ett strukturellt fenomen och inte en placering/position som på daglig basis ska generera ett positivt resultat

Vä: Det går alldeles utmärkt att äga amerikanska aktier OCH samtidigt hedga sin dollarexponering!

Hö: det ack så fina samspelet mellan EURSEK och USDSEK har tyvärr brutit samman

GBPSEK – Bank of England är för lustiga ändå

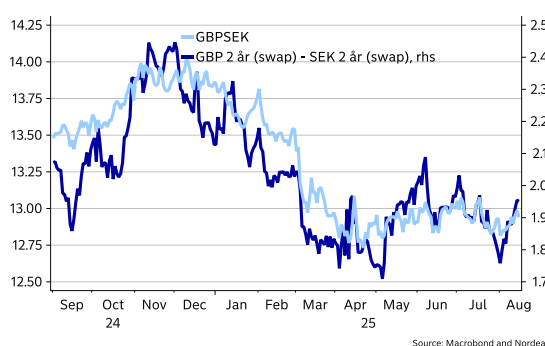
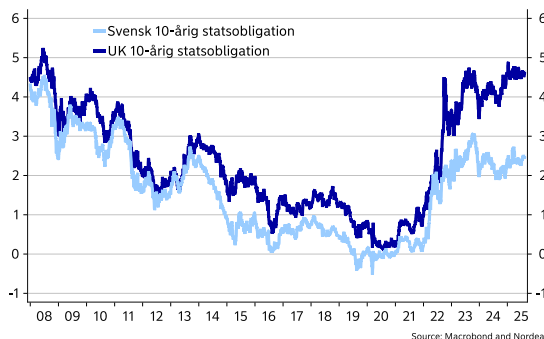
I fyra månader plus har GBPSEK rört sig i intervallet 12,80-13,10. Det är dock så att den brittiska staten måste betala mellan 4-5% i ränta för att locka internationella punkköpare medan svenska staten bara hostar upp hälften. Den svenska statsobligationsmarknaden är dock att likna vid ett ransoneringstillstånd med tomma hyllor och knappast en marknad med en prisbild som bygger på en vibrerande handel med hög omsättning i utbud och efterfrågan.

Strax efter att Bank of England sänkt räntan med 25p i juni skrev jag: *"en slående uppvisning i hur godtycklig/politiserad penningpolitik är. Nio ledamöter fick symbolisera en "helgardering" där direktionens medlemmar i olika falanger röstade för aggressiv sänkning (-50p), modest sänkning(-25p) samt oförändrad ränta. Ledamöterna kunde inte enas om vad som hade hänt i ekonomin, de var heller inte överens om tolkningen av samtiden(vad pågår här och nu) och framförallt inte vad framtiden hade att erbjuda".*

Andra akten i teaterpjäsen ägde rum i förra veckan när BoE återigen sänkte styrräntan med 25p, till 4%. Beslutet krävde två omröstningar, något som aldrig inträffat tidigare. I det första försöket var det en ledamot som röstade för -50p, fyra ledamöter förordade -25p och fyra såg en oförändrad ränta. I den andra omröstningen ändrades -50p till -25p och ett beslut kunde tas.

Någon form av penningpolitisk brytpunkt (BoE v.s Riksbanken) krävs sannolikt framåt för att ovan nämnda GBPSEK-intervall ska gunga till. Vi ser att budgetunderskott och statsskuld förblir ett marknadstema och den tandvärken blir UK inte av med. Samtidigt är inflationstrenden i UK besvärande när den tickar upp mot 4% (enligt BoE:s prognos) efter att ha bottnat på 3,2% i december-24. Svensk inflation har i ärlighetens namn en liknande bana. KPIF ex energi var 2% i utgången av 2024 och nu är den 3,2%, långt ifrån Riksbankens inflationsmål på 2%.

Pundet har under första halvåret fått hjälp av en starkare tillväxt. Svensk BNP har under första halvåret uppfört sig som om att 200p i räntesänkningar aldrig har hänt. En tolkning är att omvärlden är så pass kaotisk att svenska hushåll väljer att spara förbättrade kassaflöden. En annan tolkning är att hushållskassan helt enkelt inte räcker till efter de senaste 5 årens 25 procentiga inflation. Vi ser 12,80-13,10 som ett intervall som håller och då finns det 30 öre/pund att tjäna om du prickar botten och toppen.



Pundet har under första halvåret fått hjälp av en starkare tillväxt. Svensk BNP har under första halvåret uppfört sig som om att 200p i räntesänkningar aldrig har hänt

Vä: "What do you want from me, its not how it use to be" sjunger Monaco och det är uppenbart att för GBP krävs det i dagsläget en historiskt rekordstor räntespread för att stabilisera pundet

Hö: även i den korta delen av kurvan

NOKSEK – norska kronan är som en kvarsittning utan tillsyn

Här kommer ett exempel på ett ack så vanligt självdestruktivt beteende i FX-marknaden: Du (ofta en bankstrateg) ska pitcha en trade mot kund och du väljer den självklara "gå lång NOKSEK". De fundamentala argumenten för NOK och norsk ekonomi (cyklisk makrobild, starka nyckeltal i övrigt, ränteskillnad etc) för en sådan position övertygar ALLTID jämfört med svenska motsvarigheter. Det man dock alltid glömmer i sin iver är att NOK ofta uppför sig som en kvarsittning utan tillsyn och drivkrafterna i crossen är sällan eller aldrig summan av de "kända" delarna. Några exempel på det:

En starkare än förväntat svensk PMI-siffra på morgonen den 1:a augusti gjorde inget som helst avtryck i kronan eller i NOKSEK men den svaga amerikanska sysselsättningssiffran under eftermiddagen, och den riskaversion som följde, skickade ner NOKSEK en helfigur.

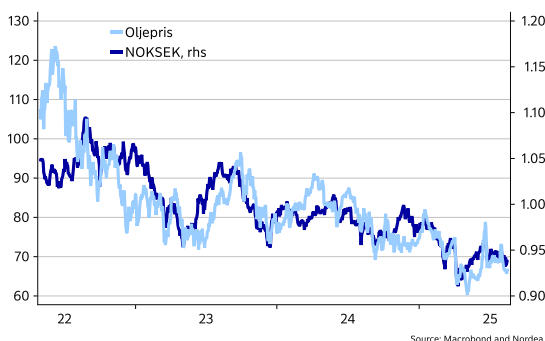
Den 7/8 släpptes svensk KPI för juli och inflationsutfallet var i linje med konsensus men tydligt högre än Riksbankens prognos (3,1% på KPIF ex energi). Utfallet resulterade initialt i en marginellt lägre NOKSEK som sig bör. En stund senare annonserade Trump att han avsåg träffa Putin för att försöka få till ett slut på kriget i Ukraina och det skickade ner NOKSEK en hel procent.

Vi inledde den här veckan (11/8) med NOKSEK strax under 0,93 när svensk FX-marknad öppnade på morgonen. Crossen stängde senare under eftermiddagen på 0,9420 och 1,4% högre! Norsk KPI släpptes klockan 08:00 och den var något högre än väntat med kärn-KPI på 3,1% och huvudindex på 3,3%. Oljepriset steg också 1% under måndagen men den huvudsakliga förklaringen till NOK-styrkan var högre KPI och därmed mindre sänkingspremie i marknaden.

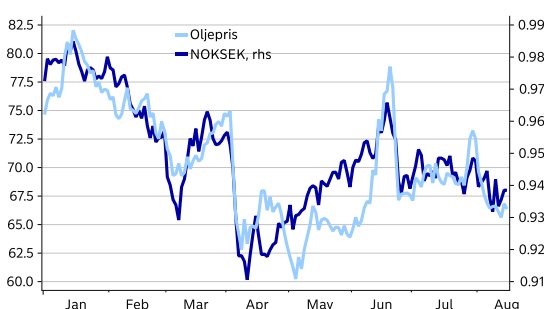
En valutahandlare från en av de större internationella bankerna var upprymd då han strax efter måndagens KPI-siffra köpt NOKSEK och för en gång skull fick han rörelsen med sig (berättat i ett marknadsbrev). Handlaren indikerade att han nu såg framför sig att NOK skulle bli mindre "slumpmässig" och mer makrodriven och han höll i sin position. Dagen efter, på tisdagen, faller NOKSEK med 1% efter amerikansk KPI.

På daglig/veckobasis är det stört omöjligt att begripa vart NOK ska ta vägen och den bästa förklaringsfaktorn/avstämningen fortsätter att vara oljepriset. Det är en grov proxy det ska medges men det är den vi gillar. Naturligtvis existerar en undervegetation som också bidrar till att driva NOK på kort sikt men relativ penningpolitik, ränteskillnader, relativ makrobild, har inte under 3,5 års tid tiltat den negativa trenden i NOKSEK. EURNOK nära 12 i måndags (11/8) och sannolikt spelar den tunna sommarlikviditeten NOK ett spratt. Trump möter Putin idag!. Det kan potentiellt få konsekvenser för bland annat oljepriset. Håll koll på det.

NOK ofta uppför sig som en kvarsittning utan tillsyn och drivkrafterna i crossen är sällan eller aldrig summan av de "kända" delarna



Source: Macrobond and Nordea



Source: Macrobond and Nordea

Vä: Olja och NOKSEK – den långa trenden

Hö: Olja och NOKSEK när vi zoomar in.

Prognoser

Valutaprognoser

	Spot	3m	30dec25	30jun26	31dec26
EURSEK	11,16	10,90	10,70	10,60	10,50
USDSEK	9,55	9,25	8,90	8,75	8,60
GBPSEK	12,95	12,83	12,45	12,30	12,05
NOKSEK	0,94	0,93	0,91	0,91	0,91
EURUSD	1,17	1,18	1,20	1,21	1,22
EURGBP	0,86	0,85	0,86	0,86	0,87
DKKSEK	1,50	1,46	1,43	1,42	1,41
EURNOK	11,90	11,75	11,75	11,75	11,50
CNYSEK	1,33	1,27	1,20	1,20	1,18

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