

Februari - 2026

Derivatbladet – från Nasdaq till nationell nytta

Av Henrik Unell, Chief Strategist

USA – från Nasdaq till nationell nytta

EMU – budgetregler v.s. överlevnad

Sverige – Nej, kapital kommer inte vara så här billigt

Big picture: I fredags inledes den årliga säkerhetskonferensen i München. Det var ett år sedan som vicepresident J.D. Vance i beskrev Europa som vrakgods, fullt av legacy-problem utan någon som helst framtid och där Europa blivit för bekväm under USA:s säkerhetsparaply. Det var startskottet för den nya världsordningen som snabbt absorberades i marknadspriser. SAAB-aktien steg 30% på tre handelsdagar och har klättrat 230% på ett år och 50% sedan tidigt december.

Vidare: den tyska 10-åringen steg 50p på två veckor efter Vance överkörning och den tyska grundlagsändringen, för att kunna öka statsskulden och köpa vapen, kom i mars, en månad efter ödestalet. USDSEK föll från 10,70 till 9,50 från mitten februari-25 till mitten april-25 och omprisningen av USA och amerikansk risk hade börjat. Buy America blev bye America och det är uppenbart att marknader under 2025 anammade en strukturell lins, inte en cyklisk.

Mer på temat geopolitisk diversifiering: OMX30 total return i dollar har avkastat 55% sedan januari 2025, att jämföra med S&P500 strax under 20%. Längre statsobligationsräntor i Sverige och Tyskland steg när svensk och tysk statsskuld började röra på sig. En sovande tillgångsklass vaknade till liv när avkastningskurvor brantade. Som sagt: geopolitik drev marknader 2025 och ska fortsätta göra det 2026.

Ytterst handlar framtiden om att den gamla modellen av globalisering inte längre fungerar i en era av stormaktsrivalitet

Ytterst handlar framtiden om att den gamla modellen av globalisering inte längre fungerar i en era av stormaktsrivalitet. Eran av billiga pengar är således över och det är omöjligt att prata om krig men samtidigt bygga ett försvar med växelpengar från utdaterade överskottsmål. Den vägen jag ser framför mig handlar om att västvärlden ska landa i accepterandet av ännu större budgetunderskott samtidigt som centralbankernas uppgift förändras och finans- och penningpolitik koordineras. Det är den svansrisk som ränte/skuld-förvaltare ska förbereda sig för. Existensiella hot och fiskal konsolidering är två motstridiga logiker.

Årets München-tal från Rubio höjde graden av civilitet jämfört med Vance men budskapet var detsamma. Inför konferensen har [Munch Security Report 2026](#) publicerats: slutsatsen är att Europa måste snabbt utveckla militära kapabiliteter. Budskapet från Europa efter helgens konferens var "Emergency"! Finanspolitiska spärrar ska släppa, statsskulder ska växa och utbudet av obligationer likaså.

USA – från Nasdaq till nationell nytta

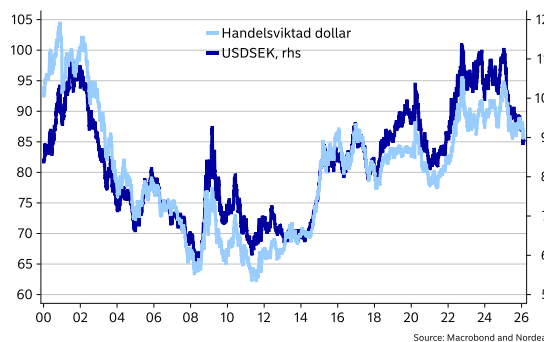
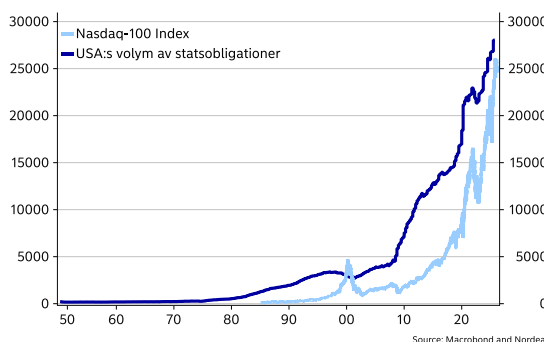
Alla drog en lättnadens suck när Trump i Davos deklarerade att USA kommer inte använda våld mot ett annat NATO-land för att få Grönland. Betrakta den meningen i en sekund eller två men därefter går det inte, om du är en europeisk beslutsfattare, att rycka på axlarna och återgå till färdigställandet av kvällens svampstuvning. Eller som Franz Kafka skrev i sin dagbok den 2 augusti 1914: *Tyskland har förklarat Ryssland krig – på eftermiddagen simning*. Krocken mellan uppskruvad politisk retorik och ekonomisk verklighet är tydlig i termer av att Europa i stor utsträckning duckat för de jobbiga besluten.

Och samtidigt som "USA gör slut med Europa" så ser vi från svenskt håll att investerare i större utsträckning reducerar amerikanska tillgångar alternativt hedgar sin dollarrisk. Noterbart är att när det är risk on tar marknaden tillfället i akt och diversifierar kapital bort från USA och i risk off så fungerar inte den traditionella "hedgen", att äga treasuries och dollar. För en ränteeinvestor var den tidigare logiken att i goda tider hade du ett positivt räntenetto på din ränteplacerings med höga USA-räntor och en starkt trendande dollar. När risk off slog till fick du betalt i värdeförändringen på din obligation då räntor föll samt att dollarn stärktes. Det förhållandet gäller inte för tillfället.

Tillväxt och ränteskillnader ska fortsätta att spela en mindre roll för FX-marknader framåt. Nordea räknar med en fortsatt stark amerikansk ekonomi som inte tillåter några sänkningar vilket går stick i stäv med marknadens förväntan på -75p nästkommande år. Ensidig dollarexponering tillhör historien men rimmar inte med nuvarande världsbild. Den stora reallokeringen framåt är en konsekvens av slutet på globalisering och billigt kapital. Det borde drabba amerikansk teknikdominans till förmån för geopolitisk realism och strategiskt nationella investeringar. Man kan reflektera över att Sverige och omvärlden skickat sina pensionspengar till Silicon Valley för att finansiera nästa mjukvaruapp, samtidigt som vi diskuterar bristen på egna artillerigranater och energiförsörjning.

Det rimliga är att tidigare kapitlexportörer (Sverige, Europa, Japan, etc) kommer se domestika krav på kapitalanvändning som inte bara handlar om avkastning utan om strategiska investeringar. Den stora amerikanska statsskulden och fortsatta budgetunderskott riskerar i något läge att råka ut för en buyers strike från omvärlden men det har inte hänt ännu. Obligationsmarknader globalt har ännu inte prisat in att vi är på väg mot en tid där staten tar större kontroll över kapitalströmmar för att säkra den fysiska överlevnaden. Det är en miljö där räntor kommer att stiga p.g.a. investeringsbehovet.

Den liberala världsordningen byggde på antagandet att ekonomiskt utbyte – att fläta samman världen, inklusive Kina och Ryssland i globala försörjningskedjor – skulle göra krig otänkbart eftersom det blev för dyrt. Vi bytte säkerhet mot högre marginaler och nu är vår produktionsförmåga insolvent medan aktievärderingar är rekordhöga. Vi fortsätter att varna för uppsidan i amerikanska obligationsräntor, både i det korta och det långa räntesegmentet.



Obligationsmarknader globalt har ännu inte prisat in att vi är på väg mot en tid där staten tar större kontroll över kapitalströmmar för att säkra den fysiska överlevnaden

vänster: Tryck pengar, finansiera skulduppbyggnad för att skapa aktievärden...

höger: ...det drev dollarn under pax americana men i nuvarande geopolitiska recession, ska kapitalet hitta hem

EMU – budgetregler v.s. överlevnad

["Preparing for geoeconomic fragmentation"](#) var titeln på Lagardes tal i München i lördags. Innehållet är banbrytande och ska ställas mot ECB:s generiska räntebesked: *"inflation should stabilise at its 2% target in the medium term. The economy remains resilient"*. Då är det mer spännande med: *"we must make the transition to strategic autonomy. Economic interdependence has deepened substantially in recent decades, creating intricate webs of cross-border trade flows. Where this was once seen as a source of stability, it is now a source of vulnerability"*.

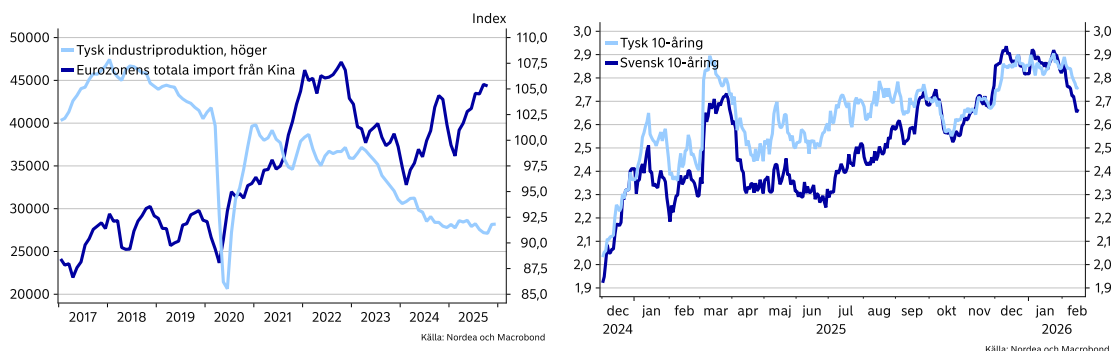
Ovan sammanfattar väl det stora misstaget som marknaden och ekonomer gör i dagsläget: de fortsätter att stirra ner i miniterrängen på makrodata som i grunden är helt irrelevant för långsiktiga ränteinvestorer. Återigen, logiken håller inte: Sverige och Europa sitter fast i en tankemodell där försvar- och infrastruktursatsningar ska finansieras genom att vi drar in på något annat. Men historiskt har stora upprustningar aldrig finansierats via löpande budgetar, de har finansierats via kredit. Tyska 10-åringen steg 90 punkter under 2025 när finanspolitiken blev mer expansiv, samtidigt var spanska och italienska långräntor oförändrade. Orsaken är att varken Italien eller Spanien har gjort någon finanspolitisk omställning likt Tyskland.

USA:s budskap till Europa under 2025 och inledningen av 2026 har varit iskallt: Vi kan inte prioritera er säkerhet om ni prioriterar era budgetregler högre än er egen överlevnad. Så stressen kommer snart komma då Europa inser att om USA minskar sin närvaro, då finns det inga "balanserade budgetar" i världen som kan stoppa en rysk aggression. Motståndet hos fiskalt konservativa länder så som Tyskland, Sverige, Danmark etc har börjat krackelera med hotet från öst och påtryckningar från USA. Övriga Europa ska följa efter. Finansiell stabilitet är tämligen värdelös utan fysisk säkerhet.

Vi kan inte prioritera er säkerhet om ni prioriterar era budgetregler högre än er egen överlevnad

Under pandemin kastades det finanspolitiska regelverket ut genom fönstret på några veckor. EU aktiverade den allmänna undantagsklausulen i stabilitets- och tillväxtpakten och centralbankerna sjösatte stödköpsprogram (PEPP) som i praktiken garanterade staternas betalningsförmåga. Skillnaden mellan NU och DÅ är att pandemin var en chock som alla länderna erkände samtidigt. Det hot som vi nu utsätts för beskrivs som existensiellt från alla talarstolar men det hanteras som en budgetpost på respektive finansdepartement.

Fienden ser såklart att Europa pratar krig men flertalet länder fortsätter bygga sitt försvar genom att leta växel pengar i bakfickan. Det rimliga härifrån är att Europa definierar läget som en "kris", liknande covid, och istället för pandemins "likviditetsstöd" kallas det för "krigsfinansiering". Lagarde pratar om geopolitisk realism där nationell självförsörjning blir en prioritering för Europa. Den logiska slutdestinationen för ovan är en varningssignal till obligationsmarknader att det pågår stora saker därute.



vänster: Europas industriplattform har monterats ned på bekostnad av billig import från Kina

höger: Ränteuppgången under 2025 drevs av större budgetunderskott

Sverige – Nej, kapital kommer inte vara så här billigt

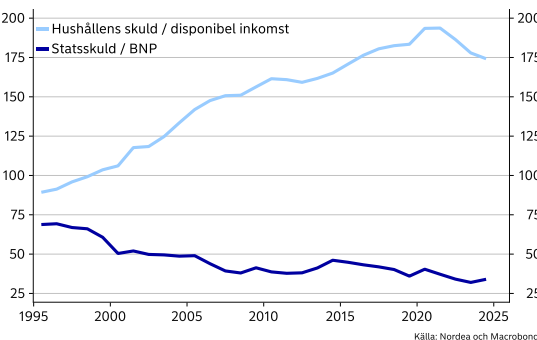
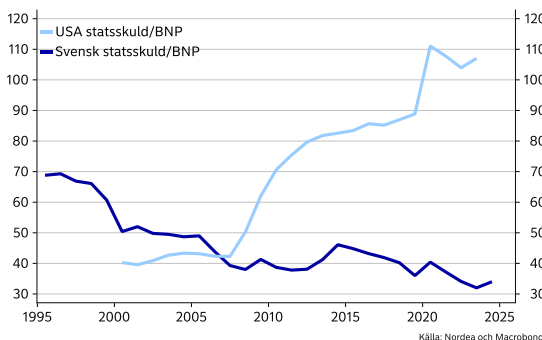
Svantesson hävdar att reformutrymmet för hela nästa mandatperiod är slut. Det låter osannolikt i mina öron. En ränteinvesterare ska istället utgå från risken att utgifter för svenskt totalförsvaret samt infrastruktur accelererar nästkommande 5-års period och upplåningsbehovet ska öka. När Riksrevisionen granskade regeringens covidstöd på cirka 400 miljarder i form av stödpaket kom de fram till att de var försvarbara då en hotande pandemi motiverade avvikelser från budgetbalans.

Mark Rutte sa så här i [sitt tal från december-25](#): "We must be prepared for the scale of war our grandparents and great-grandparents endured". NATO:s generalsekreterare varnar således för ett fullskaligt krig och ett säkerhetspolitiskt nödläge. Om pandemin togs på stort allvar så bör nuvarande säkerhetspolitiska hot också göra det. Ett konservativt synsätt på statsskuld, att inget ytterligare reformutrymme existerar, i ett läge då regeringen beskriver läget som "det farligaste sedan andra världskriget", går inte ihop.

Sveriges låga statsskuld ger utrymmet att drastiskt avvika från balansmålet och låt oss vara ärliga: moraliska brösttoner kring det finanspolitiska ramverket och det "farliga" med att ackumulera skuld klingar falskt då svenska politiker och Riksbanken de senaste 15 åren incentiviserat och sanktionerat en skulduppbyggnad hos hushållen som är bland de högsta i världen. Om hushållen kunde låna 200% av disponibelinkomsten för att bo, då borde regeringen kunna låna 20% extra för att se till att Sverige inte blir invaderat eller strömlöst?

Sverige befinner sig i ett märkligt mellanläge med en s.k. rustningsbudget men anammar samtidigt en fredsbyråkrati som gör att det tar 10 år att få ett beslut om att dra en elkabel. Att retoriskt ha existensbrådska men finansiell och byråkratisk återhållsamhet i praktiken. Det Sverige och flertalet andra länder ska inse är just denna beredskapsparadox, att vår ÖB säger att tiden är knapp, krig kan komma, men sen applicerar vi ett balansmål där varje miljard till skyddrum eller utbyggnad av elnät ska ske genom besparingar eller ett snävt reformutrymme. I ett allvarligt läge slänger man helt enkelt alla budgetregler överbord.

Min slutsats är att svansrisken för en ränteinvesterare är många år av budgetunderskott och större skuldvolym. Det är en konsekvens av den nya världsordningen och 20 år av säkerhetspolitisk försummelse. Jag ser en tydlig risk att de senaste 30-årens politik som byggts på det globala arbitraget och "billigast leverantör" ska göra en u-sväng. Den tidigare kreditexpansionen drevs av den privata balansräkningsexpansionen. Att bygga motståndskraft är statens uppgift.

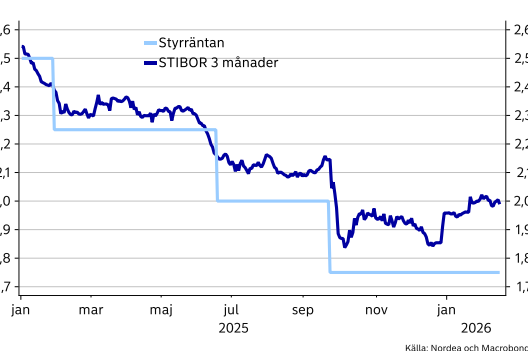
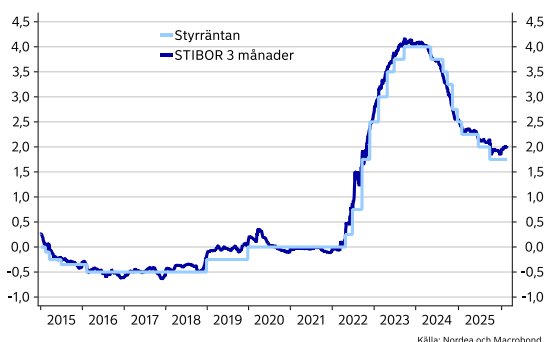


Om hushållen kunde låna 200% av disponibelinkomsten för att bo, varför kan då inte regeringen låna 20% extra för att se till att Sverige inte blir invaderat eller strömlöst?

***vänster:** Massor av utrymme för Sverige att låna kapital*

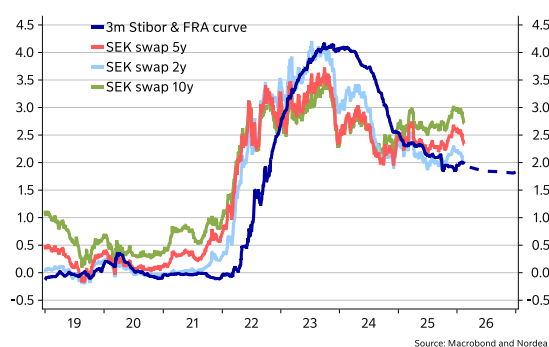
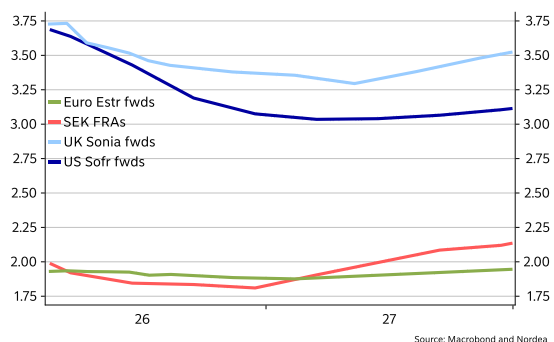
***höger:** den moraliska poseringen – det statsfinansiella ramverket verkar bara tillämpas på staten, inte det privata*

Blandade grafer från Nordeas swapkiosk



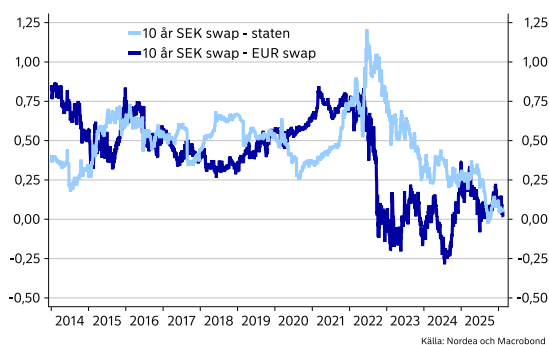
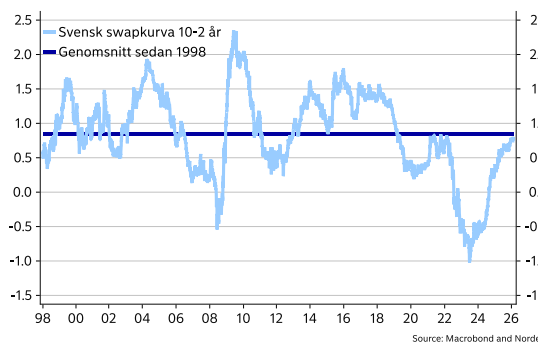
vänster: Hög stibor 3 i förhållande till repan: men penningpolitiken har varit så skruvad så ingen vet var stibor borde handla

höger: men den ligger högt, så är det bara.



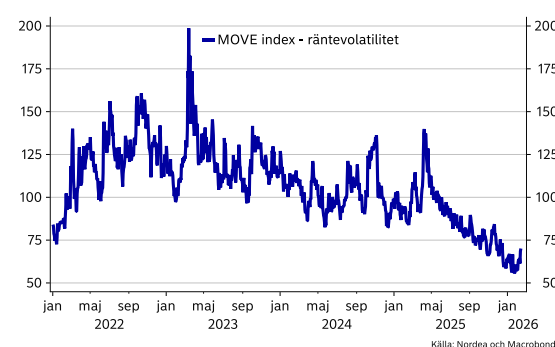
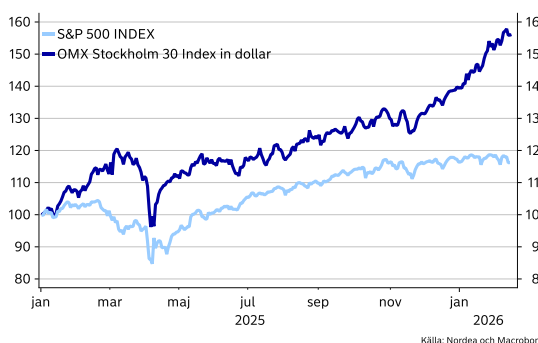
vänster: Vi diskar nästan en sänkning i Sverige innan halvårsskiftet och -75p från Fed

höger: jag gillar tanken på cykliskt låga korträntor men strukturellt högre långräntor



vänster: Kurvan bör under 2026 branta igenom det 27-åriga snittet i takt med att Riksgälden emitterar mer lång duration

höger: Relativa SEK mot EUR räntor på 0 när spreaden borde vara större. Swap mot stat fortsätter att tryckas ihop



vänster: OMX30 i dollar v.s S&P500 och buy dollar har blivit bye dollar.

höger: Ack så låg räntevol gör att priset på ränteoptionaltet blir lägre

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

