

Onsdag den 11 december, 2024

Riksbanken sänker trots högre inflation

Vi tror att Riksbanken sänker styrräntan till 2,50 procent nästa vecka och signalerar ytterligare en sänkning i början av 2025. Kärninflationen har varit något högre än väntat, samtidigt som tillväxten är på väg att stabiliseras. Utgångsläget för ekonomin är dock svagt med ökad osäkerhet. Även globalt lämnas räntebesked i närtid. Sid 3-5.

Politiskt vakuum i Europa

Både i Frankrike och Tyskland har regeringarna fallit och i Tyskland sker ett nyval i februari 2025. Politisk osäkerhet är det sista länderna behöver givet den låga tillväxten och det geopolitiska läget. Sid 6.

Kronan: Stark i december och starkare mot EUR 2025

Högre svensk tillväxt än i Euroområdet kan stärka kronan mot EUR nästa år. Kronan kan dock försvagas mot USD på grund av carry-trades och att Trump-administrationen inför mer betydande tullar. Sid 8.

Stark "Black Week" men många frågetecken kvarstår

Årets Black Week innebar ett uppsving för detaljhandeln enligt våra betalkortsdata. Förutsättningarna för konsumtionen förbättras, men detaljhandeln jobbar i motvind även in på 2025. Sid 10.

Kan förhoppningarna på Trumps tillväxtpolitik infrias?

Svaga statsfinanser begränsar utrymmet för ofinansierade skattesänkningar och Musks/Ramaswamys besparingar kan bli svåra att realisera. Kanske glädjer löften om avregleringar börserna mest? Sid 12.

AI ritar om kartan

Med AI:s snabba utveckling går världen mot en framtid där tekniken kan agera autonomt, analysera data och fatta egna beslut – ett skifte som potentiellt kan förändra hela branscher. Sid 14.

Finansiella prognoser sid 2



Nästa nummer av Ögat kommer onsdag 15 januari

Redaktörer:

Elisabet Kopelman

070-655 30 17

elisabet.kopelman@seb.se

Pia Fromlet

070-739 32 66

pia.fromlet@seb.se

Cecilia Kohonen

070-763 79 95

cecilia.kohonen@seb.se

Ögat kan förutom research även innehålla information från SEB FICC Sales, vilket i så fall anges.

Kontakt: ogat@seb.se

Vår syn på kort sikt

(slut kvartal 1)

Reporänta: ▼ (2,00%)

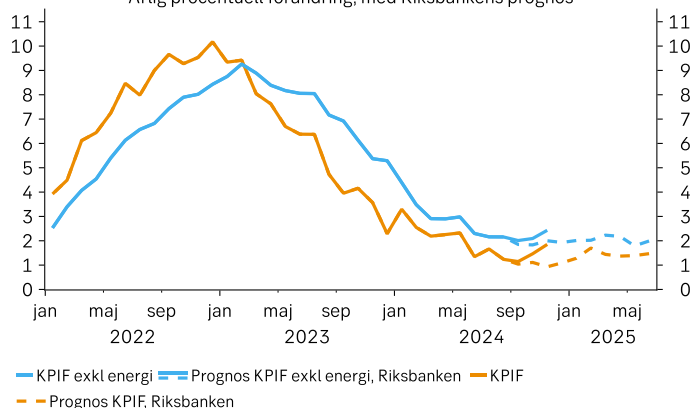
2-årsränta ▼ (1,80%)

EUR/SEK: ▼ (11,35)

USD/SEK: ▼ (10,71)

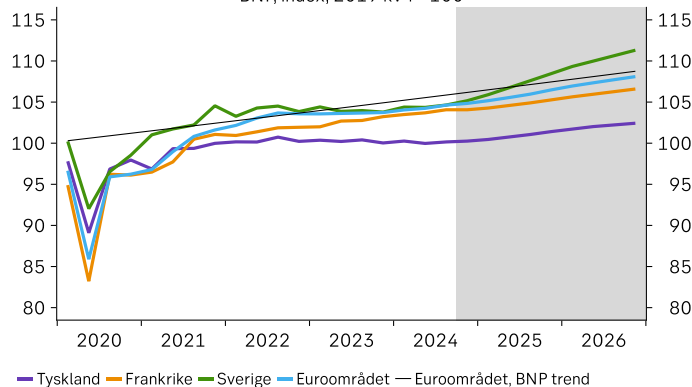
Svensk inflation har överraskat på uppsidan igen

Årlig procentuell förändring, med Riksbankens prognos



Tysk ekonomi har stagnerat

BNP, index, 2019 kv4 = 100



Valutaprognoser*

Riktning kv.4	10-dec	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	
EUR/SEK	↘	11,53	11,35	11,35	11,50	11,40
USD/SEK	↘	10,94	10,71	10,91	11,06	10,86
GBP/SEK	↘	13,97	13,67	13,51	13,53	13,26
NOK/SEK	↗	0,99	0,99	0,99	1,00	0,99
JPY/SEK	↘	7,22	6,96	7,16	7,31	7,24
CAD/SEK	↘	7,72	7,70	7,80	7,90	7,81
AUD/SEK	↘	7,00	6,93	7,04	7,10	6,95
CHF/SEK	↘	12,44	12,07	11,95	12,11	11,88
PLN/SEK	↘	2,70	2,64	2,58	2,56	2,51
CNY/SEK	↘	1,51	1,48	1,50	1,51	1,47
DKK/SEK	↘	1,55	1,52	1,52	1,54	1,53
EUR/USD	↗	1,05	1,06	1,04	1,04	1,05

Ränteprognoser, %*

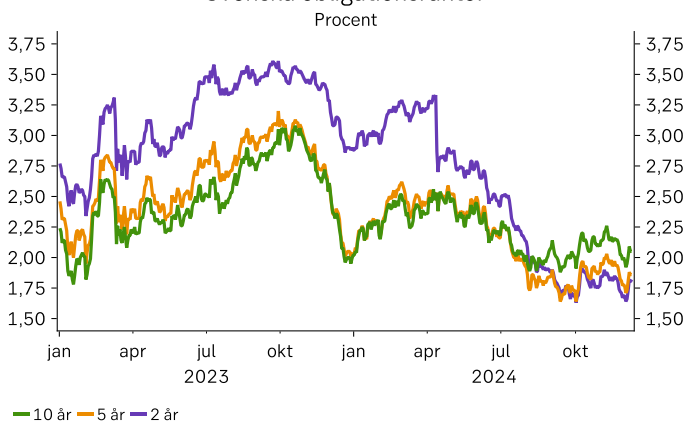
	10-dec	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
Styrränta*					
USA (övre intervall)	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75
Euroområdet (depositränta)	3,25	3,00	2,25	1,75	1,50
Sverige	2,75	2,50	2,00	2,00	2,00
Norge	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
Storbritannien	4,75	4,75	4,25	4,00	3,75
Statsobligationer***					
2 år Sverige	1,81	1,80	1,78	1,80	1,88
5 år	1,86	1,90	1,93	2,00	2,10
10 år	2,05	2,05	2,17	2,30	2,42
Utländska obligationsräntor***					
2 år Tyskland	1,98	2,01	1,74	1,71	1,76
2 år USA	4,14	4,13	3,98	3,93	3,90
10 år Tyskland	2,13	2,10	2,20	2,30	2,40
10 år USA	4,23	4,30	4,40	4,50	4,60

Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	18 dec	12 dec	19 dec	19 dec
Räntebesked	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Ny ränta, %	4.25-4.50	3.00**	4,50	2,50

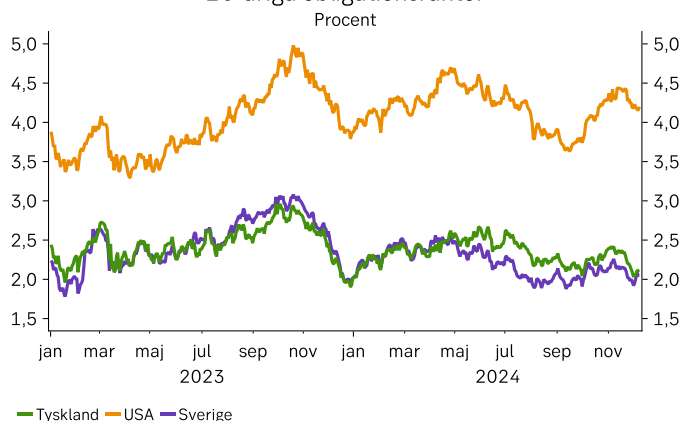
* I dag, resp vid kvartalsslut, ** inlåningsränta, *** konstant löptid, ej faktiska obligationer

Svenska obligationsräntor



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

10-åriga obligationsräntor



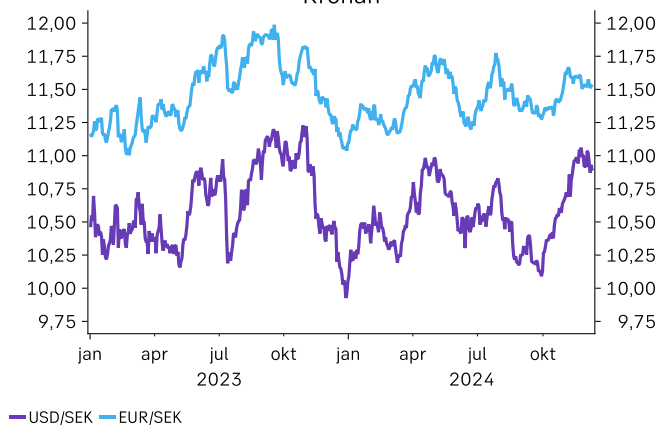
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Kronan



Källa: ECB (European Central Bank), Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Riksbanken sänker trots högre inflation

Vi ser en hög sannolikhet för att Riksbanken sänker styrräntan till 2,50 procent i december och signalerar ytterligare en sänkning i början av 2025. Kärninflationen har varit något högre än väntat samtidigt som tillväxten är på väg att stabiliseras i linje med Riksbankens prognos från den penningpolitiska rapporten i september. Samtidigt är utgångsläget för ekonomin svagt, arbetslösheten fortsätter att stiga och resursutnyttjandet har fallit under normala nivåer. Ökad osäkerhet, bland annat från potentiella handelsstörningar, har förskjutit riskbilden mot mer gradvisa räntesänkningar, men vi håller fast vid vår prognos att styrräntan kommer att nå 2,00 procent i mars.

Hög sannolikhet för ytterligare en räntesänkning

Trots högre kärninflation än väntat ser vi en stor sannolikhet för en räntesänkning till 2,50 procent i december. Utsikterna för räntebanan är mer osäkra, men vi räknar med att Riksbanken kommer att signalera en sänkning av styrräntan med 12-13 punkter i januari samtidigt som ränteprognosen för mitten av 2024 revideras till 2,12-2,13 procent, ned från 2,25 i september. Detta skulle tyda på att ytterligare en räntesänkning i januari är trolig, men också på att direktionen håller öppet för att ligga still vid något möte i väntan på ytterligare data kring återhämtningen i ekonomin och inflationsutsikterna.

Även om återhämtningen är i linje med septemberprognosen, måste den fortsatta uppgången bekräftas av både faktiska data och fortsatt stigande sentimentsindikatorer under de kommande 3-6 månaderna. Startpunkten är dessutom svag, med stigande arbetslöshet samtidigt som resursutnyttjandet fallit till nivåer som är under det normala. Inflationen var visserligen något högre än väntat i november, men KPIF exklusive energi är i stort sett i linje med målet. Riskerna för att inflationen faller under målet har dock minskat, och direktionen kommer också att vilja säkerställa att inflationen inte accelererar igen.

En annan nyckelfaktor är osäkerheten kring USA:s politik och risken för tullar och handelskrig. Riksbankschefen, Erik Thedéen, har sagt att handelskrig är en uppåtrisk för inflation, vilket kan bidra till att direktionen vill sänka räntorna mer gradvis. Direktionen verkade i november mest oroad för att handelshinder och tullar riskerar att leda till högre inflation medan vår egen syn att det främst är en nedåtrisk för tillväxten och för Europa dessutom utgör en viss nedåtrisk för inflationen. Det är osannolikt att eventuella tullar påverkar prognosen innan mer handfasta förslag ligger på bordet. Innan läget klarnar verkar risken för tullar vara något som på marginalen bidrar till att direktionen blir mer försiktig med att ändra räntan.

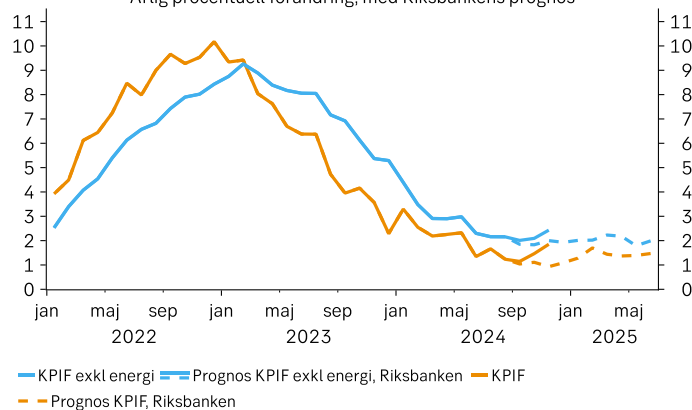
Vi håller fast vid vår prognos om 25 punkters räntesänkning vid vart och ett av de tre kommande mötena (december, januari och mars). Givet att BNP då växer snabbare än den historiska trenden samtidigt som arbetslösheten väntas börja sjunka, räknar vi med att styrräntan stabiliseras på 2,00 procent därefter.

Något högre KPIF exkl. energi men nära målet

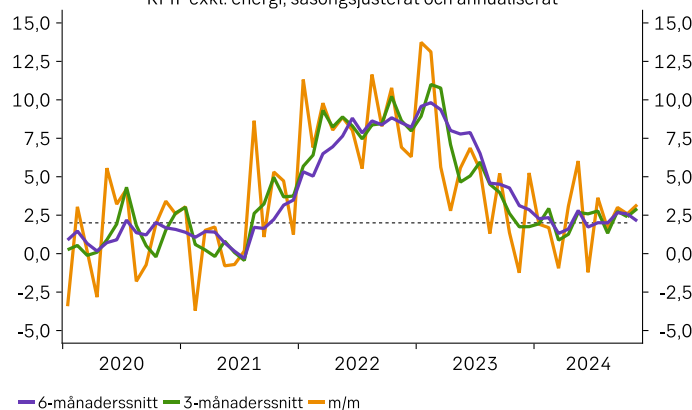
Kärninflationen steg till 2,4 procent i november, 0,4 procentenheter över Riksbankens prognos. En del av ökningen kan tillskrivas tillfälligt lägre varupriser i november 2023, men inflationen var högre också i

oktober, vilket tyder på att Riksbanken sannolikt kommer att revidera upp sin prognos på kort sikt. KPIF ökade till 1,9 procent i november, en hel procentenhet högre än Riksbankens prognos. Den främsta orsaken till denna överraskning på uppsidan var en tidigare och större säsongsmässig uppgång i elpriserna. Medan elpriserna förväntas förbli höga på kort sikt, har terminer för el för våren 2025 och andra halvan av 2025 stigit mycket mindre, vilket tyder på en trolig prisnedgång därefter. Efter att konsekvent ha överraskat på nedsidan sedan mitten av 2023, har kärninflationen varit något högre än väntat sedan i somras. Månatliga prisförändringar tyder på att kärninflationen nu stabiliseras, i stort sett i linje med målet.

Svensk inflation har överraskat på uppsidan igen
Årlig procentuell förändring, med Riksbankens prognos



Månadsförändringar nära målet
KPIF exkl. energi, säsongsjusterat och annualiserat

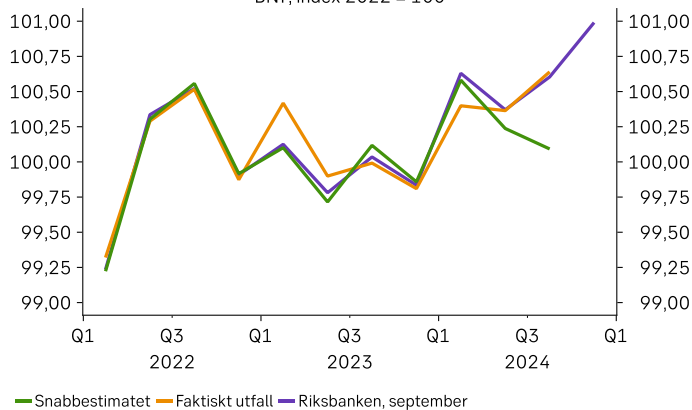


Svag tillväxt men tecken på återhämtning

Det svaga snabbestimatet på BNP för tredje kvartalet (-0,1 procent, -0,1 procent å/å) har reviderats upp till 0,3 procent, 0,7 procent å/å, vilket gör att BNP nu är i linje med Riksbankens prognos i september. Sentimentindikatorerna har också varit något starkare än väntat, efter besvikelser tidigare under hösten. Det behövs dock mer bevis – framför allt när det gäller hushållens konsumtion – innan den återhämtning som Riksbanken och de flesta andra analytiker förutspått bekräftas, men vi räknar med att Riksbanken reviderar upp sin BNP-prognos för 2025 något. Arbetsmarknadsindikatorerna har varit i stort sett stabila, även om arbetslösheten fortsätter att stiga. Vi räknar med att Riksbanken höjer sin prognos för 2025 något.

Tillväxt i linje med Riksbankens prognos

BNP, index 2022 = 100



— Snabbestimatet — Faktiskt utfall — Riksbanken, september

Källa: Central Bank of Sweden (Riksbanken), Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Tal och protokollet från novembermötet

Protokollet visade att ingen i direktionen tvekade om en sänkning med 50 punkter, även om många kommentarer var lite högaktiga och varnade för allt för stora förväntningar på omfattningen av framtida räntesänkningar. Direktionen försökte också undvika att driva på spekulationer om att räntorna skulle sänkas med 50 punkter igen i december. Samtidigt var direktionen tydlig med att man förväntade sig ytterligare en räntesänkning i december. Direktionen var dock också tydlig med att huvudscenariot från september, som förutsåg att räntorna skulle sänkas till 2,25 procent under första halvåret 2025 inte ändrats. Direktionen konstaterade vidare att återhämtningen hittills har varit svagare än väntat, samtidigt som flera uttryckte oro över den svaga växelkursen. Valet i USA och potentiella tullar har skapat en större osäkerhet än vanligt, där handelsstörningar utgör en uppåtrisk för inflationen. Som vanligt var det små skillnader i åsikterna bland styrelseledamöterna. Läs mer om protokollet [här](#).

Sedan novembermötet har tal från olika styrelseledamöter upprepat förväntningarna om en räntesänkning på 25 punkter i december och ytterligare en sänkning i början av 2025. Men de har också upprepat att septemberbanan, som innebär att styrräntan kommer att stabiliseras på 2,25 procent i mitten av 2025, fortfarande gäller. I ett tal nyligen reviderade Riksbanken sina estimat för den långsiktiga neutrala styrräntan till 1,5 till 3,00 procent. Det var ett förtydligande av att prognosen från den penningpolitiska rapporten i september innebär en sänkning av styrräntan mot neutral nivå. Enligt den tidigare bedömningen, som publicerades 2017, uppskattades den neutrala räntan vara i spannet 2,50-4,00 procent, dvs en procentenhet högre. Riksbanken har dock redan tidigare indikerat att den neutrala räntan sannolikt ligger i den nedre delen av, eller till och med något under, detta intervall.

Våra förväntningar på Riksbankens prognos den 19:e december

	Riksbanken i dec. (SEB:s förv.)	Riksbanken i sep.
KPIF 24	1,9	1,7
KPIF 25	1,8	1,6
KPIF 26	1,9	1,9
KPIF exkl. energi 24	2,7	2,6
KPIF exkl. energi 25	2,0	2,0
KPIF exkl. energi 26	2,0	2,0
Timlön 24	3,9	3,9
Timlön 25	3,6	3,6
Timlön 26	3,6	3,6
BNP 24	0,6	0,8
BNP 25	2,1	1,9
BNP 26	2,6	2,5
Arbetslöshet 25	8,6	8,4
Arbetslöshet 26	8,1	8,0
KIX index 25	124,0	122,4
KIX index 26	119,0	118,6
Global BNP 25	3,1	3,2
Global BNP 26	3,2	3,2

Olle Holmgren, Amanda Sundström

Centralbanksdans i otakt

Det är många räntebesked att hålla koll på i närtid. Nedan följer kommentarer om dessa. Vi kan konstatera att centralbankerna befinner sig i olika faser, vissa sänker, någon höjer och andra lämnar styrräntan oförändrad.



Europeiska Centralbanken, ECB, nästa möte 12 december

En räntesänkning från ECB imorgon är mer eller mindre given, men ECB-rådet verkar splittrat när det gäller storleken på sänkningen. Trots att nya prognoser lär visa nedrevidering av både tillväxt och inflation för 2025, är vår bedömning att majoriteten av ECB-rådet föredrar att vänta på ytterligare framsteg i inflationsnedgången innan de överväger en större sänkning (dvs 50 punkter). Vid förra mötet den 17 oktober sänkte ECB styrräntorna med 25 punkter och den viktiga inlåningsräntan hamnade på 3,25 procent. I pressmeddelandet upprepades databeroendet och utvärdering möte för möte, utan något löfte om en viss räntebana. Senaste tidens kommunikation tyder på att beslutsfattarna är splittrade kring storleken på sänkningen imorgon. Flera ledamöter i ECB-rådet har sagt att 50 punkter kommer att diskuteras, medan andra har signalerat att de föredrar ett mer försiktigt steg med 25 punkter, vilket också är vår prognos. Vi förväntar oss dock en mjukare ton vid morgondagens möte.



Federal Reserve, nästa möte: 18 december

Vi väntar oss att Fed sänker med ytterligare 25 punkter vid sitt möte 17-18 december till ett nytt styrränteintervall på 4,25-4,50 procent. Tillväxten har varit oväntat stark under hösten samtidigt som det har varit vissa bakslag för inflationen. Arbetsmarknaden är svårtolkad med omväxlande starka och svaga månadsutfall. Därtill anser de flesta av Feds ledamöter att räntan fortfarande ligger på en tydligt åtstramande nivå. Budskapen i olika kommentarer har varit att Fed inte sänkt färdigt men utan att skicka signaler för december. Den ofta tongivande Fed-ledamoten Christopher Waller lutade dock i sitt tal åt en sänkning om inte data överraskar på uppsidan. Sedan dess har arbetsmarknadsdata för november visat på en återhämtning från strejker och orkaner medan underliggande sysselsättningsstillväxt ser ut att fortsätta att mattas av. KPI-inflationen, som släpps senare idag, väntas i november ha fortsatt att öka i en månatlig takt på 0,3 procent. Det är lite för högt men ändrar inte bilden av att inflationen gradvis närmar sig målet. Marknaden prisar nu nästan 90 procents sannolikhet för en sänkning med 25 punkter. I december ska Fed-ledamöterna även presentera nya prognoser och kommentarerna tyder på att dessa kommer att indikera fortsatta sänkningar, men kanske inte fullt så många som i förra prognosrundan i september (totalt 150 punkter under 2025 och 2026).



Norges Bank, nästa möte: 19 december

Norges Bank förväntas hålla räntan oförändrad på 4,5 procent vid räntebeslutet den 19 december. Centralbankschef W. Bache var tydlig vid räntebeskedet i november och sa då att räntan troligen kommer att hållas på nuvarande nivå fram till årsskiftet, innan den gradvis sänks med start i första kvartalet 2025. Inflationstakten har fallit från höga nivåer, och kärninflationen i oktober var 2,7 procent.

Tillväxten är låg i fastlandsekonomin, men det är stora skillnader mellan olika sektorer. Olje- och gasssektorn, i kombination med expansiv finanspolitik, håller ekonomin flytande, medan byggsektorn tyngs av höga kostnader och få nya projekt. Ökad konsumtion väntas bidra till högre tillväxt i fastlandsekonomin nästa år, men samtidigt avtar den höga aktiviteten i olje- och gasssektorn. Arbetsmarknaden är emellertid stark, och sysselsättningen väntas vara stabil framöver. Reallöneökningar, en svag norsk krone och en robust arbetsmarknad gör att Norges Bank går mer försiktigt fram än många av grannländerna, och vi förväntar oss att styrräntan sänks med 25 räntepunkter först i mars 2025. Lägre inflation och räntesänkningar runt om i världen gör dock att Norges Bank kan fortsätta att sänka till 3,5 procent i slutet av nästa år.



Bank of England, nästa möte 19 december

Bank of England (BOE) håller styrräntan oförändrad på 4,75 procent vid sitt penningpolitiska möte den 19 december. Marknaden prissätter idag endast 9 procents sannolikhet för att räntan ska sänkas med 25 räntepunkter. Centralbankschef Bailey upprepade nyligen att inflationen i år har fallit snabbare än förväntat. Han varnade samtidigt för att utsikterna komplicerats och grumlats av dels USA-hotet om globalt handelskrig, dels regeringens höstbudget (t ex eventuella prishöjningar som kan uppkomma p g a regeringens ökade pålagor och kostnader för företagssektorn). Därutöver hävdar Bailey att det fortfarande är en bit kvar innan inflationen är under kontroll. Signaleringen från BOE är att penningpolitiska kommittén fortfarande bedömer att det mest troliga scenariot 2025 är fyra sänkningar (med 25 räntepunkter vid varje tillfälle). I november sänkte BOE räntan för andra gången i år med beskedet att ytterligare räntesänkningar kommer att ske gradvis. Vi räknar med att BOE sänker räntan i anslutning till nästa Penningpolitiska rapport den 6 februari.



Bank of Japan, nästa möte 19 december

Japans centralbank (BoJ) förväntas höja räntan med 0,25 procentenheter till 0,50 procent i samband med räntebeskedet den 19 december. BoJ-chefen Ueda har den senaste tiden signalerat att bankens andra höjning närmar sig. BoJ vill undvika att överraska och ställas inför risken för en ny finansfrossa liknande den som höjningen i slutet av juli bidrog till. Japans neutrala ränta (R^*) har stigit endast måttligt de senaste åren och bedöms i dagsläget ligga på runt 0,75 procent enligt Oxford Economics. Dagens inflation på 2,3 procent i oktober (målet är 2,0 procent) innebär att både korta och långa realräntor är fortsatt negativa och stöttande för Japans ekonomiska återhämtning. De bidrar också till att yenen förblir undervärderad gentemot den amerikanska dollarn. Japans räntepolitik, inklusive tidigare tillgångsköp, är klart expansiv. Vi räknar med att BOJ höjer räntan igen i maj nästa år till 0,75 procent vilket också blir slutnivån för denna höjningscykel. USA:s handelspolitik 2025 kan ändra spelplanen för BoJ genom både nedåtrisker för tillväxten och uppåtrisker för inflationen.

Utöver ovan kommenterade centralbanker kommer även Bank of Canada och Swiss National Bank med sina räntebesked den 11 respektive 12 december. Våra centralbanksprognoser och datum för framtida möten hittar du här.

*Pia Fromlet (ECB),
Elisabet Kopelman (Federal Reserve),
Amanda Sundström (Norges Bank),
Dana Malas (Bank of England),
Robert Bergqvist (Bank of Japan)*

Politiskt vakuum i Europa

EU:s två största ekonomier, Tyskland och Frankrike, har haft ett politiskt turbulent år. I Frankrike hölls det nyval till Nationalförsamlingen i somras vilket resulterade i en bräcklig och kortlivad minoritetsregering. I Tyskland har regeringskoalitionen från 2021 fallit och i skrivande stund väntar en förtroendeomröstning om förbundskansler Olaf Scholz med ett troligt nyval i februari 2025. Det politiska läget är osäkert i båda länderna, vilket är det sista som behövs givet den låga tillväxten och det allvarliga geopolitiska läget.

Tyskland går till nyval

I november föll koalitionsregeringen bestående av Socialdemokraterna (SPD), Liberalerna (FDP) och Miljöpartiet (De Gröna). Regeringen hade sedan en längre tid tillbaka brottats med inbördes spänningar och det var tydligt att de ideologiska skillnaderna mellan koalitionsparterna blockerade regeringens handlingskraft. Parterna har olika idéer om hur Tyskland ska ta sig ur sin ekonomiska stagnation och det som till slut fick regeringen att falla var svårigheter att komma överens om budgeten för 2025. SPD och De Gröna ville lätta på skuldbromsen (strukturellt budgetunderskott på max 0,35 procent av BNP och som står skrivet i konstitutionen) och låna mer medan Liberalerna ville spara på bidrag och statliga subventioner. Motsättningarna blev till slut så stora att Scholz avskedade finansminister Christian Lindner (FDP). Tyskland styrs i skrivande stund av en minoritetsregering bestående av SPD och De Gröna. Efter månader av interna stridigheter och meningsskiljaktigheter kring vilka åtgärder som kan få landet ur sin ekonomiska stagnation splittrades regeringen (mer om den tyska regeringsskollapsen kan du läsa i Ögat 13 november [här](#)).

En ny regeringskoalition är trolig

I skrivande stund verkar det högst troligt att förbundskansler Scholz förlorar förtroendeomröstningen 16 december och att det blir nyval 23 februari 2025 (valet till förbundsdagen skulle egentligen ägt rum i september 2025). Enligt opinionsundersökningar ser det ut som att det kommer att bli ett regeringsskifte efter nyvalet. Den konservativa unionen CDU/CSU ser ut att bli största parti och CDU:s partiledare Friedrich Merz blir av allt att döma Tysklands nästa förbundskansler. SPD ser endast ut att få 16 procent av rösterna, vilket är ett stort tapp från förra valet då partiet fick 26 procent av väljarnas röster. CDU/CSU ser dock inte ut att få majoritet i förbundsdagen och det är därför sannolikt att det bildas en ny regeringskoalition. Det troligaste är en storkoalition med SPD och CDU/CSU. Ett ytterligare parti (troligtvis de Gröna) går inte heller att utesluta, men huvudscenariot är en tvåpartiregering.

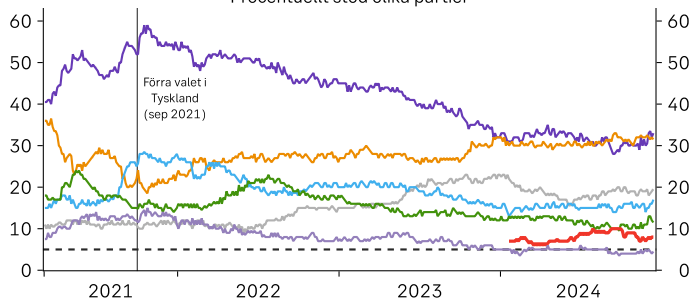
Kan det bli bättre nästa gång?

Med tanke på det stora reformbehovet i Tyskland (se nedan) är det viktigt att nästa regering inte brottas med liknande interna motsättningar som den förra, så att tillväxthöjande strukturåtgärder blir genomförbara utan att blockeras av något parti. Det går att peka på olika områden som kan tänkas förena både CDU/CSU och SPD. Här kan nämnas Tysklands konkurrenskraft (som har drabbats negativt av höga energipriser och höga löneökningar), infrastruktur, utbildning, och en gemensam hållning mot eventuella åtgärder från president Trump. Möjliga spänningar skulle kunna uppstå inom områden som fördelningspolitik, exempelvis avseende medborgarlönen (Bürgergeld), skatter, industri- och subventionspolitik och en eventuell reform av skuldbromsen. SPD lär förespråka en mer jämn fördelning mellan inkomstgrupper, en mer aktiv industri- och subventionspolitik och en större reform av skuldbromsen. CDU/CSU väntas föra en mer företagsvänlig politik och även om Merz har öppnat upp för en reform av skuldbromsen innebär CDU:s historiska stöd för skuldbromsen att en eventuell reform nog är mindre omfattande jämfört med vad SPD vill se. Även om båda partierna kan tänka sig att reformera skuldbromsen finns det dock en risk att ett sådant förslag skulle kunna blockeras av ytterkantpartierna (2/3 majoritet skulle behövas i parlamentet vid en omröstning). Ett annat område som kan orsaka spänningar är Tysklands hållning till kriget i Ukraina. Även om båda partier är för fortsatt stöd till Ukraina skiljer de sig åt på vilket sätt hjälpen ska utformas. Merz har exempelvis varit öppen för att skicka långsdistansroboten Taurus till Ukraina, något som Scholz sagt nej till.

Vilka reformer behövs?

Oavsett valutgång kommer den nya regeringen att stå inför betydande utmaningar. Tysk ekonomi har stagnerat (i princip haft nolltillväxt de senaste två åren) och även 2025 väntas tillväxten bli låg. Läs mer om vår prognos [här](#). Framför allt behöver den långsiktiga tillväxten, som har skattats till runt 0,5 procent, höjas. Några förslag som står högt på agendan är: 1) få ner det höga kostnadsläget, 2) fortsätta med den nödvändiga energiomställningen, 3) öka investeringarna i infrastruktur, energi, digitalisering, utbildning och försvar, avreglera och minska byråkratin samt 4) motverka den demografiska motvinden genom att öka eller åtminstone bromsa den negativa utvecklingen i den arbetsföra befolkningen. Pensionsåldern har successivt ökat och från och med 2031 höjs den till 67 år. Kvinnligt deltidsarbetande skulle också kunna minska genom att förbättra exempelvis barnomsorgen.

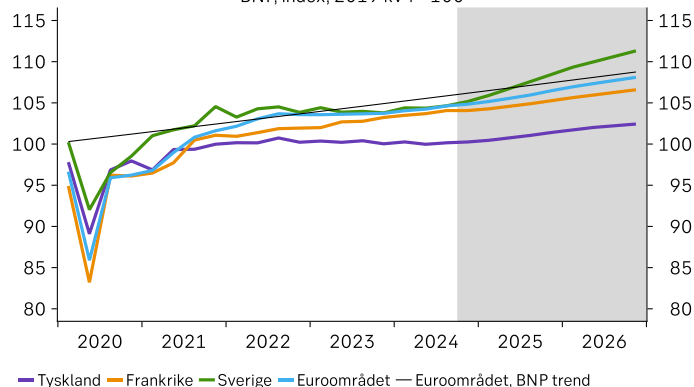
Tyskland går mot ett regeringsskifte
Procentuellt stöd olika partier



— Tidigare regeringskoalitionen (SPD+De gröna+FDP) — De Konservativa, CDU/CSU
— Alternativ för Tyskland (AfD) — Socialdemokraterna (SPD) — De Gröna
— Bündnis Sahra Wagenknecht (BSW) — Liberalerna (FDP)

Källa: Wahlrecht.de, Macrobond, SEB

Tysk ekonomi har stagnerat
BNP, index, 2019 kv4 = 100

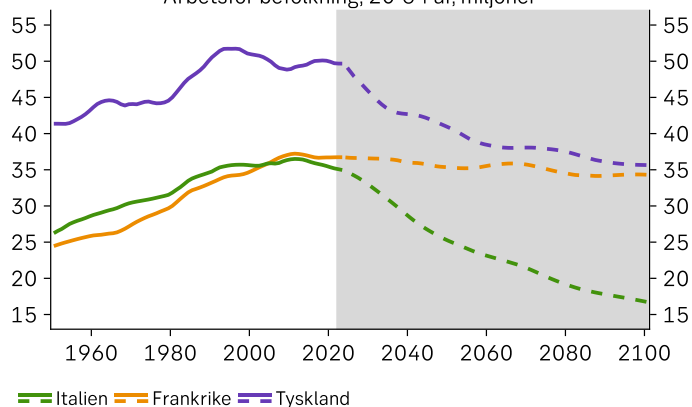


— Tyskland — Frankrike — Sverige — Euroområdet — Euroområdet, BNP trend

Källa: Macrobond, SEB

Demografin blir ett tillväxtproblem

Arbetsför befolkning, 20-64 år, miljoner



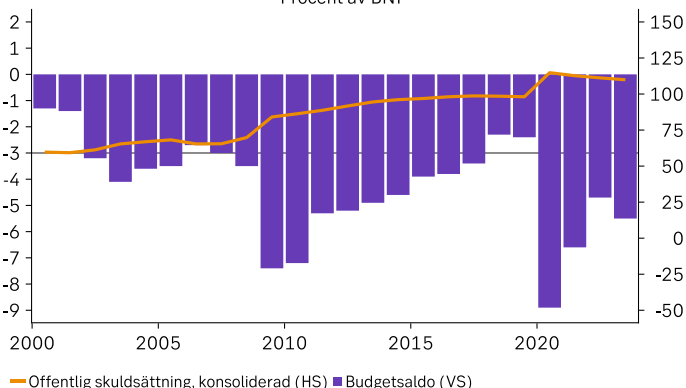
Källa: United Nations Department of Economic & Social Affairs (UNDESA), Macrobond, SEB

Det kan bli franskt nyval igen

Premiärminister Michel Barnier och hans mitten-högerregering överlevde inte ens sex månader. För en vecka sedan fälldes regeringen i en misstroendeomröstning i Nationalförsamlingen. Detta eftersom Barnier använde sig av en regel i konstitutionen för att besluta om socialförsäkringsbudgeten utan att låta parlamentet rösta. Förtroendeomröstningen innebär slutet för Barnier som premiärminister och hans budget för 2025, som innehöll åtgärder för att minska det höga budgetunderskottet (5,5 procent av BNP 2023 och sannolikt mer än 6 procent av BNP 2024, en bra bit över EU:s regelverk på max 3 procent av BNP). Den ekonomisk-politiska turbulensen har därmed ökat. För att få igenom en budget innan årets slut kan president Macron utse en (kortsiktig) teknokrat till premiärminister eller be olika partier att försöka bilda en bred koalition. President Macron har i skrivande stund bjudit in samtliga partier utom Nationell Samling och Vänsterpartiet Det okuvliga Frankrike för regeringssamtal, men än så länge har inga besked lämnats. Det finns en möjlighet att Macron bildar en koalition med sitt eget parti och andra partier kring vänster och höger om mitten men lämnar ytterhögern och yttervänstern utanför i syfte att snabbt få igenom en budget för 2025. (I princip skulle en förlängning av 2024 års budget vilket undviker en nedstängning av statsapparaten). En sådan förlängning av budgeten kan också ske om Macron utser en teknokrat som premiärminister. Marine Le Pen (partiledare för ytterhögerpartiet Nationell Samling) var med och fällde Barniers regering, men hon har själv tidigare sagt att hon inte kommer stå i vägen för en sådan budget för nästa år, så länge budgetunderskottet minskar mer gradvis än i Barniers planerade budget. Hur det än blir är det svårt att i dagsläget se en långsiktig lösning på Frankrikes regeringsskris. Enligt konstitutionen kan nyval hållas först nästa sommar.

Frankrike har en tradition att gå med stora budgetunderskott

Procent av BNP



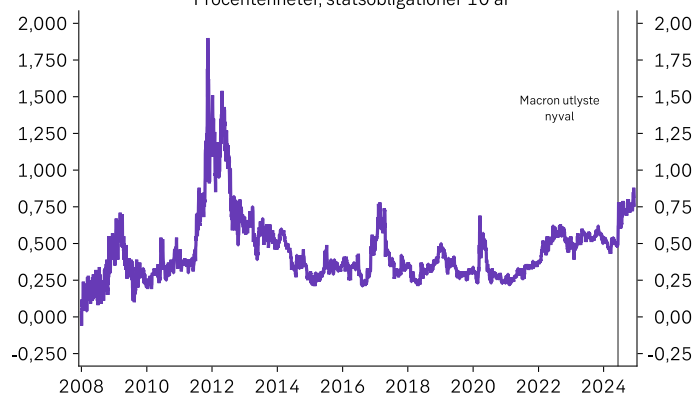
Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Oron för de offentliga finanserna kan ta fart igen

Med tanke på Nationalförsamlingens sammansättning, Frankrikes stora budgetunderskott och höga offentliga skuldsättning (ca 110 procent av BNP), kommer den politiska osäkerheten sannolikt fortsätta att öka och det är svårt att se en lösning inom den närmaste tiden. Om budgeten för 2024 rullas över in i 2025, kan man, allt annat lika, förvänta sig ett större underskott för nästa år än i premiärminister Barniers föreslagna budget. Trycket på den fransk-tyska räntedifferensen kan därmed öka igen. Sedan sommaren har marknaderna reagerat på den politiska instabiliteten och bristen på finanspolitisk konsolidering. Frankrike behöver en premiärminister som fortsätter med Macrons reformagenda och som fortsätter den finanspolitiska konsolideringen, dock utan att åsidosätta tillväxten alltför mycket. Detta blir ingen lätt uppgift. Det kommer inte heller bli lätt att hitta en regering som håller längre än regeringen under Barnier.

Räntedifferens Frankrike-Tyskland

Procentenheter, statsobligationer 10 år



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Europa behöver stabila koalitioner

Med regeringsskris i både Tyskland och Frankrike och nyval i Tyskland (och eventuellt Frankrike) är det tydligt att Europa avslutar 2024 i ett slags ekonomisk-politiskt stillestånd utan regeringar med stabila majoriteter. Det är motsatsen till vad som skulle behövas för att hantera ett oförutsägbart USA under Trump, kriget i Ukraina och ett Kina som alltmer utmanar Europa med sin kraftigt subventionerade industripolitik. Ett försvagat Tyskland och Frankrike innebär att andra länder måste ta ett större ansvar. Ett första test blir Polens ordförandeskap i Europeiska unionens råd under första halvåret 2025. Polen har varit en av Ukrainas viktigaste stöttepelare och säkerhetsfrågan kommer säkert vara ett viktigt tema under Polens ordförandeskap. Även EU-kommissionen med ordförande Ursula von der Leyen kan behöva axla ett ännu större ansvar och vara en viktig aktör i förhandlingarna, inte minst med Donald Trump. Frihandelsavtalet med Mercosur är ett steg i rätt riktning nu när USA väntas föra en alltmer protektionistisk politik, även om det inte är helt säkert att avtalet i dess fulla form kommer att få tillräckligt stöd inom EU. Det är bara att konstatera att även 2025 kommer att bli ett händelserikt år på den politiska fronten!

Pia Fromlet

Kronan: Stark i december och starkare mot EUR 2025

Den svenska kronan har stått emot bättre än förväntat efter USA-valet och har dessutom nu i december gått in i en period då den säsongsmässigt brukar stärkas både mot EUR och USD. En orsak till att kronan varit så pass motståndskraftig mot EUR är problemen i Euroområdet under hösten, och då med fokus på främst den svaga tillväxten i Tyskland men på senare tid även politiska och budgetmässiga problem i Frankrike. Vi tror på lägre EUR/SEK och USD/SEK under december men att kronan under inledningen av 2025 inte orkar fortsätta starkare mot USD. Så länge Euroområdets tillväxtproblem inte smittar av sig på Sverige kan kronan fortsätta stärkas mot EUR under 2025.

Stark krona i december

Vi tror att kronan, i enlighet med sitt starka säsongsmönster i december, kommer att gå starkt mot både EUR och USD in mot årsslutet. Historiskt har kronan påverkats av PPM-flödet och inlett december svagt för att kring mitten av månaden vända och för december som helhet stärkas. PPM-effekten har med åren avtagit (läs mer här) och så verkar fallet även vara i år eftersom kronan, som vi förutspådde tidigare i Ögat, inte har tappat nämnvärt i slutet av förra och början av den här veckan dvs när PPM-utbetalningarna inföll.

Säsongsmönster i december (% förändring för månaden)

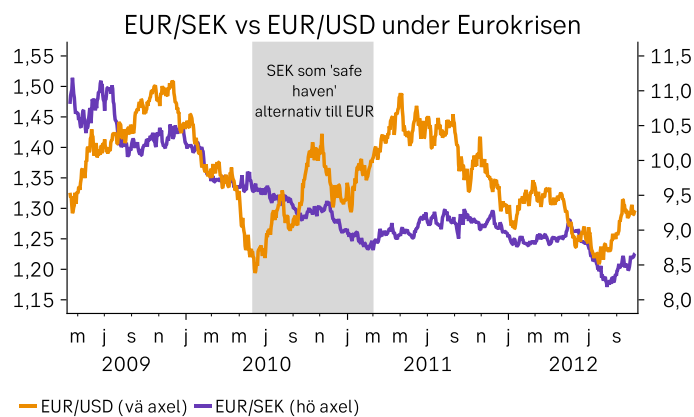
År	EUR/SEK	USD/SEK
2014	1.8	4.8
2015	-0.5	-3.3
2016	-2.0	-1.3
2017	-1.4	-2.3
2018	-1.5	-2.7
2019	-0.5	-2.2
2020	-1.7	-4.0
2021	0.6	0.3
2022	2.2	-0.7
2023	-2.6	-4.1
Antal år lägre	7	8
Max	-2.6	-4.1
Snittfall	-1.5	-2.8
Min	-0.5	-0.7
2024		
Start Dec	11.52	10.89
Slutet Dec*	11.35	10.58
SEB prognos	11.45	10.70

* Med snittfall

Problemen i Euroområdet kan bädda för kronan

Vår vy (se bla Ögat 27 november) är att kronan kommer ha svårt att stå emot USA-dollar under 2025 men att den kan stärkas något mot euron. I princip så förväntar vi oss en global miljö som är negativ för kronan (bla med stark USD) men att lokala faktorer i form av en högre tillväxt kommer vara kronpositiva. Den relativa tillväxten kommer framför allt att vara stark mot ett hackande Euroområde vilket leder till att kronan bör kunna gå något starkare än EUR. Det

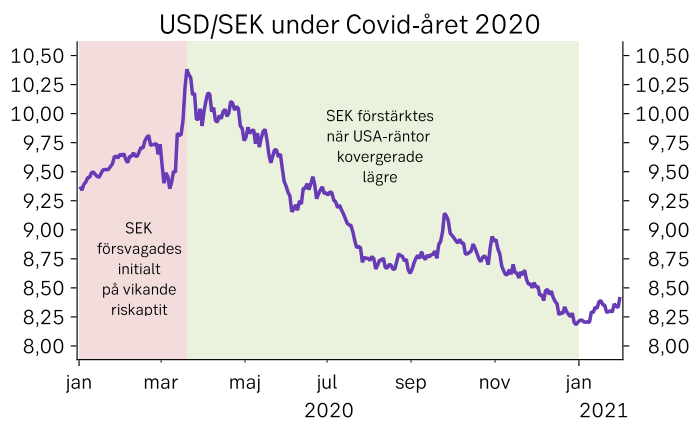
här innebär att vi tror kronan fortsatt kommer vara frånkopplad från sitt vanliga mönster som en 'högbeta EUR' dvs att EUR/SEK har en negativ korrelation med EUR/USD med andra ord att när EUR/USD går ner så går EUR/SEK upp och vice versa. Historiskt har den negativa korrelationen brutits när EUR/USD främst drivits av EUR-sidan av ekvationen tex under delar av Eurokrisen (se grafen nedan). Med tanke på de stora problem som nu finns i Euroområdet (se bla artikeln ovan) med både svag tysk tillväxt och politiska problem i både Tyskland (nyval i februari) och Frankrike (eventuellt nyval till sommaren) finns det skäl att tro att det påverkar EUR sidan av EUR/USD ekvationen negativt under 2025.



Om svensk ekonomi är motståndskraftig samtidigt som problemen eskalerar i Frankrike och Tyskland finns det viss chans att investerare, så som under Eurokrisen, börjar se svenska investeringar (främst statsobligationer) som ett 'safe haven' alternativ till andra europeiska investeringar. Det skulle kunna generera inflöden som än mer stöttar den svenska kronan och ge lägre EUR/SEK än vad vår huvudprognos indikerar.

Kraftigare avmattning i USA än förväntat skulle också vara kronpositivt

Det finns även en möjlighet för svenska kronan att stärkas om utvecklingen skulle vända från nuvarande indikationer på en mjuklandning av amerikansk ekonomi till en hårdlandning. Detta då en hårdlandning skulle innebära en konvergens i tillväxt, snabbare räntesänkningar från Fed och därmed en konvergens mellan amerikanska marknadsräntor och europeiska. Det skulle troligen få tillgångsförvaltare att skala ner på sin nuvarande överexponering mot amerikanska tillgångar och därmed sälja USD och köpa andra valutor för att investera i dessa länders tillgångar och/eller öka sin säkerhetsgrad på amerikanska tillgångar då lägre räntor skulle göra det billigare – vilket skulle innebära försäljning av USD och köp av egna landets valuta. Alternativet till de amerikanska tillgångarna skulle bland annat vara europeiska men då kanske svenska tillgångar ter sig mer attraktiva än tyska, franska och engelska med tanke på de problem som finns i de ekonomierna just nu. Initialt skulle USD stärkas i ett sådant alternativscenario då riskapiten skulle falla men den effekten har historiskt varit kortsiktig och skulle på lite längre sikt kunna leda till en starkare krona än vad vi har i våra prognoser mot USD. Ett exempel på en sådan utveckling är Covid-året 2020 där kronan gick svagt i början av pandemin men efter att Fed hade sänkt räntan kraftigt – vilket resulterade i att marknadsräntor konvergerade - så stärktes kronan och USD/SEK slutade året 12 procent lägre än vid inledningen.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Sammanfattningsvis

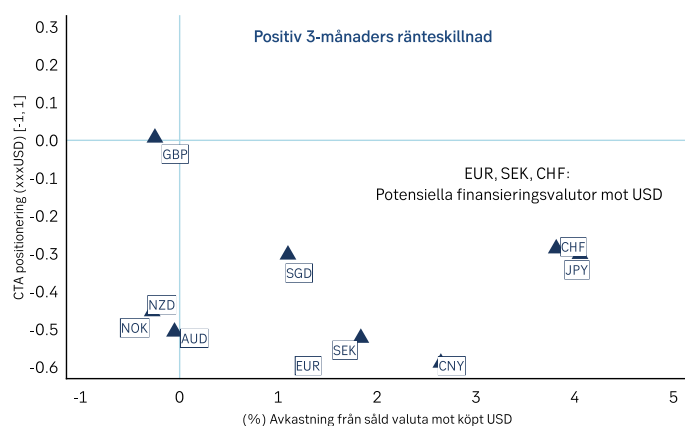
Vi tror att kronan kommer försvagas mot USD nästa år men stärkas något mot EUR. Det som talar för kronan är lokala faktorer som en förväntad starkare tillväxt i Sverige än i Euroområdet. Det som däremot talar emot kronan är internationella faktorer så som möjligheten att carry blir ett tema och att Trump-administrationen inför mer betydande tullar. Ännu lägre tillväxt och förvärrade politiska problem kan, om de inte smittar av sig till Sverige, ge ett större stöd än i vårt huvudscenario till kronan mot euron.

Karl Steiner

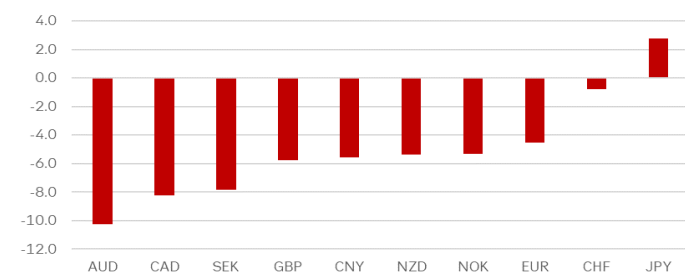
Det finns även risker för en svagare krona

En förvärring av problemen i Euroområdet riskerar givetvis att smitta av sig på Sverige där främst svag tillväxt i Tyskland kan försvåra för den svenska tillväxten att återhämta sig i linje med våra prognoser. Skulle det inträffa får kronan det svårare under 2025. Dessutom kommer troliga annonseringar av tullar från Trump-administrationen till sommaren att försvaga kronan så som under förra handelskriget 2018 (se graf nedan). Det finns också en risk i början av året att valutaspekulanter i avsaknad av andra tydliga drivkrafter innan tullarna annonseras säljer kronor i så kallade 'carry trades' (säljer valutor med låg ränta så som SEK, JPY, CHF och EUR och köper valutor med hög ränta som USD, GBP och AUD). En kombination av svagare än väntad svensk tillväxt och att carry blir ett tema i marknaden skulle givetvis vara extra illa för kronan i början av året.

Möjlig carry från position med såld valuta mot köpt USD



Valuta mot USD under handelskriget med tullar (% förändring 2018)



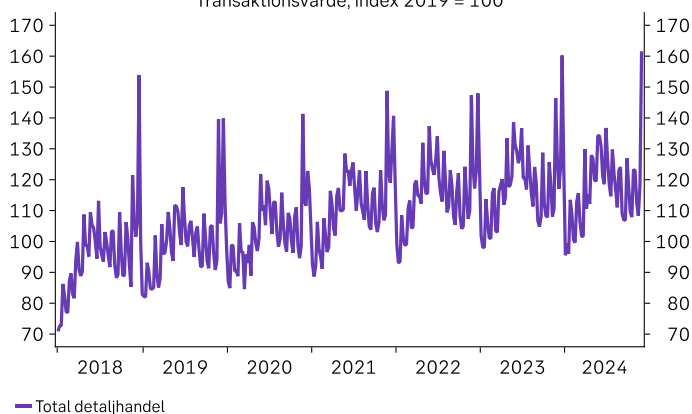
Stark Black Week, men många frågetecken kvarstår

Årets Black Week innebär en tydlig uppgång för detaljhandeln och framför allt varuhusen visade höga ökningar av försäljningsvärden enligt våra betalkortsdata. Huruvida utvecklingen återspeglade ett förbättrat konsumtionsläge, tillfällig köplädje eller bara att mycket konsumtion skedde just då får vi se först efter nyår. Förutsättningarna för ökad konsumtion kommer att förbättras, men mycket ligger fortfarande framför oss. Läget för företag inom detaljhandeln kommer därför vara fortsatt ansträngt en bra bit in på 2025.

Nytt rekord för Black Week i kronor och ören

Betalkortstatistiken från SEB visar tydligt att 2024 års Black Week sticker ut på flera sätt. Att vi återigen ser ett nytt försäljningsrekord är kanske inte så förvånande, men räknar vi bort effekten av stigande priser kvarstår bilden av ett förhållandevis dystert läge. När förutsättningarna för konsumtion gradvis förbättras kan de senaste veckornas utveckling med kampanjsuktande svenska konsumenter ändå ge viss förhoppning om att konsumtionen ska växla upp.

SEB's betalkortstatistik - detaljhandel
Transaktionsvärde, index 2019 = 100



Nya lärdomar och slutsatser om Black Week

I förra årets Ögat (här) i samband med Black Week gick vi igenom konsumtionsutvecklingens generella mönster med fokus på julhandel samt utvecklingen i löpande och fasta priser. Vi visade då att det skett en förskjutning av julhandeln från december till november och att Black Week sätter sina tydliga spår i den veckovisa betalkortstatistiken.

Att peka ut rekord beror på vilka referenspunkter man använder, men klart är att Black Week 2024 på flera sätt var betydligt bättre (dvs. högre försäljningsvärde) än 2023. Det finns också tecken på att den utökade kampanjperioden som gradvis införts de senaste åren till slut verkar ha gett effekt, då årets vecka 47 visade större uppgångar än motsvarande vecka innan Black Week (och lönevecka) under tidigare år.

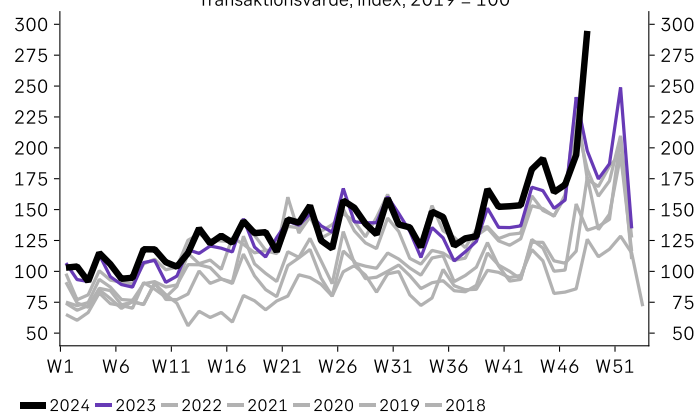
Efter två riktigt svaga år, där vissa konsumtionskategorier pekar mot 15–20 procent lägre försäljningsvolym jämfört med 2019, kan årets uppgång på 10 procent ändå ses som positiv för handeln. Efter snart två år av stigande tillförsikt bland hushållen (från absolut bottennivå) ligger konsumentförtroendet kring det historiska genomsnittet och det talar för att hushållen ska våga konsumera mer. Mätt i kronor, dvs löpande priser, låg våra kunders utgifter för

detaljhandelsinköp vecka 48 i linje med tidigare rekordveckor som vecka 51 år 2023 och 2018.

Kraftig uppgång för varuhusen

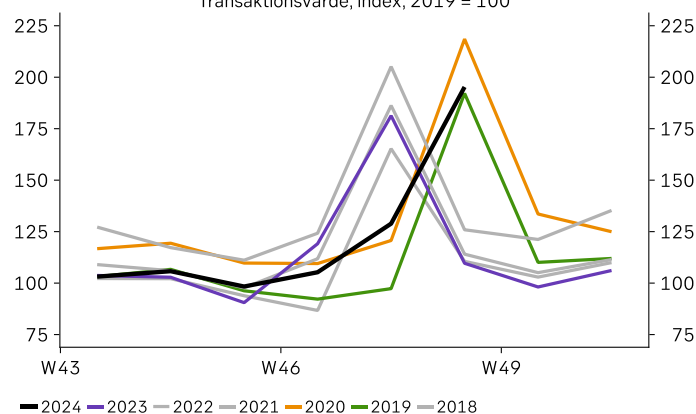
Black Week berör framför allt varuhandeln. Försäljningen var speciellt stark bland varuhusen, där hushållen har många olika konsumtionsvaror inom en liten area. Men vi kan också se att flera delar av tjänstekonsumtionen faktiskt visade en ovanligt kraftig uppgång jämfört med tidigare år. Förändringen av tjänster, veckamot-vecka var dock liten jämfört med vissa delar av detaljhandeln vars försäljningsförändring nära nog fördubblade försäljningen på ett par veckor.

SEB's betalkortstatistik - varuhus
Transaktionsvärde, index, 2019 = 100



Kläder och skor är kategorier med stora, tillfälliga försäljningsuppgångar under Black Week och en hög andel onlinehandel. Även om vi såg en ovanlig uppgång under vecka 47, så är uppgången vecka 48 mer i linje med tidigare år. För möbler- och husgeråd, vars försäljning varit väldigt svag de senaste två åren så måste ändå försäljningsuppgången i år ses som positiv för branschen. Att jämföra med toppen 2020, när omsättningen på bostadsmarknaden var hög och många tillbringade mycket tid hemma, är inte helt rättvis.

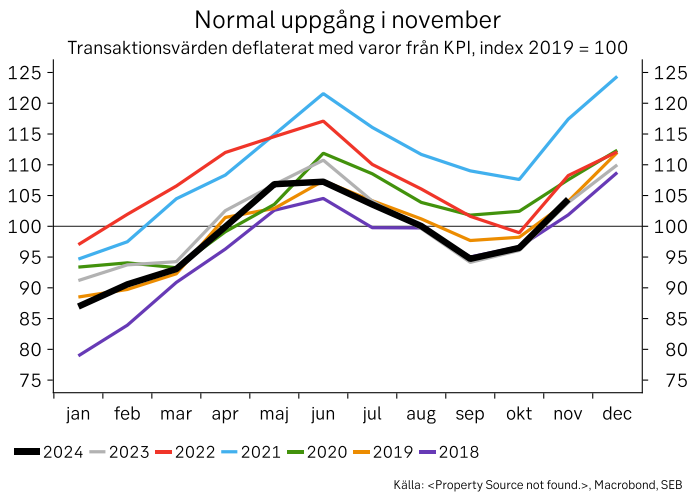
SEB's betalkortstatistik - möbler, husgeråd m.m.
Transaktionsvärde, index, 2019 = 100



Hög omsättning, men fortfarande låg volym

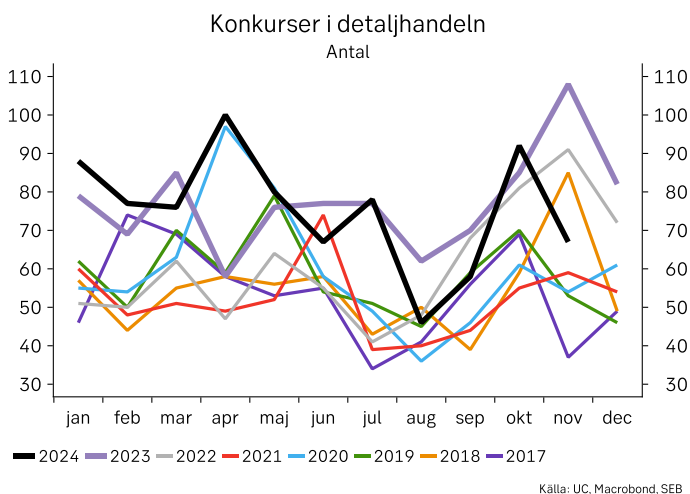
Rensat för prisutvecklingen får vi en annan bild av konsumtionen. När vi också summerar hela november så är uppgången inte riktigt lika kraftig. Vi kan nu även summera nästan hela 2024 och då är fortfarande varukonsumtionen svag och i stort sett oförändrad i nivå. I likhet med vad vi skrev i Ögat för en dryg månad sedan (här) ser läget allt bättre ut för de flesta hushåll, men vi har ännu inte sett alltför breda tecken på en konsumtionsuppväxling. Oaktat om Black Week främst drivits av kampanjletande konsumenter, tidigarelagd julhandel, eller början på en starkare uppgång, tror vi att det är för

tidigt för att dra alltför stora växlar på siffrorna. Det är tydligt att konsumtionsåterhämtningen fortfarande ligger framför oss.



Fortfarande svårt läge

Mycket talar för att återhämtningen blir gradvis och det kommer därför ta tid för företagen att observera ett bättre efterfrågeläge. Vår betalkortstatistik är tydlig med att det är årets två sista månader som är den viktigaste perioden för detaljhandeln, så facit har vi först efter årsskiftet. Det går inte utesluta att det finns ett uppdämt konsumtionsbehov, men exakt när en uppväxling sker är osäkert. Antalet företagskonkurser har under 2024 legat i paritet kring nivåer under mitten av 1990-talet. I vanlig ordning är det branscher där livslängden på företag är ganska låg, vanligtvis bygg, restaurang och detaljhandel.



Möjligheten till uppskov av skattebetalningar som erbjöds företag under pandemin har löpt ut. Det bidrar till uppgången i konkurser och effekten kommer att påverka statistiken ytterligare en tid. Det är därför inte bara svag efterfrågan som gör att så många företag går i konkurs. I sin tur innebär det att vi antagligen kommer att få se en ytterligare försämrade arbetsmarknad det närmaste halvåret, innan stigande konsumtion till slut, förbättrar läget.

Marcus Widén

Kan förhoppningarna på Trumps tillväxtpolitik infrias?

Ansträngda amerikanska statsfinanser begränsar utrymmet för nya ofinansierade skattesänkningar. Att affärsmännen Musks och Ramaswamys nya "spardepartement" DOGE ska kunna frigöra stora resurser till sänkta skatter är också svårt att se. Kanske är löften om avregleringar det som glädjer börserna mest?

Förhoppningarna om ett så kallat reflationsscenario, en kombination av tillväxt- och inflationsskapande politiska åtgärder, har ansetts som en drivkraft för stigande amerikanska börser och räntor efter USA-valet. Men vilket utrymme har Trump egentligen för nya kostsamma tillväxtreformer?

I föregående nummer av Ögat fokuserade vi på vilken handelspolitik som USA:s näste president Donald Trump kan tänkas föra. I detta nummer tar vi en närmare titt på Trumps skattesänkningar och i vilken mån som denna kan finansieras med besparingar.

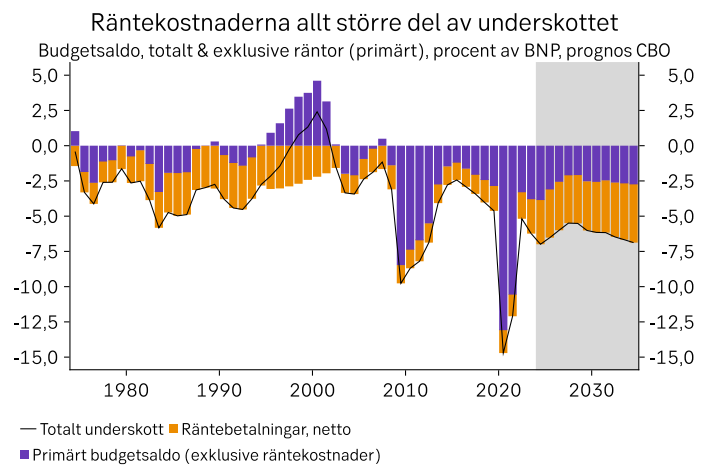
Skattesänkningar kommer, tillsammans med ett stopp för inflödet av immigranter, att stå högt på agendan för Trump-administrationens utlovade rivstart i januari nästa år. Trump gick till val på att inte bara förlänga skattereformen TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) från förra mandatperioden utan också göra nya skattesänkningar på en lång rad områden.

Budgetverkligheten, inte politiken, sätter gränserna

Formellt bör Trump inte ha några svårigheter att få igenom skattesänkningar i en republikanskt styrd Kongress. Beslut om utgifts- och intäktsökningar kan tas med enkel majoritet genom en så kallad "reconciliation bill" som följer på ordinarie budget. I år ska två budgetar klubbas, för innevarande brutna budgetår som löper från oktober 2024 till oktober 2025 och som ännu inte antagits, samt för nästa budgetår 2025/2026. Det innebär att republikanerna troligen kan få igenom två ekonomiska reformpaket i år.

Hindren för skattesänkningarna är snarare kopplade till USA:s redan ohållbart höga underskott i den federala budgeten och de alltmer problematiska utsikterna för USA:s federala skuld, som idag är cirka 100 procent av BNP. Det är en viktig skillnad jämfört med Trumps föregående mandatperiod, från 2017 till början av 2021, innan skulden drevs upp av två enorma coronastödpaket och innan den post-pandemiska inflationschocken drev upp räntorna på USA:s skuld. Nya ofinansierade skattesänkningar skulle i nuvarande situation riskera att driva upp räntekostnaderna ytterligare om investerare börjar kräva en större riskpremie för att köpa amerikanska statsobligationer. En expansiv finanspolitik skulle också göra det svårare för Fed att fortsätta att sänka räntan.

Att ett antal republikaner i Representanthuset gjort sig kända som hårda budgethökar gör att Trump heller inte kan vara helt säker på att få igenom sin politik. Republikanerna tappade ett mandat jämfört med innan valet (ställningen är nu 220 mot 215), vilket gör det extra viktigt att ena partiet bakom förslagen. Trump har dessutom valt att nominera några av de republikanska ledamöterna i Representanthuset till regeringen, vilket skapar risk för tillfälliga luckor innan efterträdare kan väljas. Republikanerna brukar se med mildare ögon på skattesänkningar eftersom dessa antas vara självfinansierade. Den historiska erfarenheten är dock att de upprepade skattesänkningarna bidragit till de växande underskotten i budgeten.



Dyra vallöften

Enbart förlängningen av TCJA väntas kosta omkring 5000 mdr USD (ca 18 procent av BNP) över en tioårsperiod, enligt beräkningar från CRFB (Committee for Responsible Federal Budget). Denna förlängning utgör inte en ny stimulans för ekonomin utan handlar om att undvika den finanspolitiska åtstramning som annars hade blivit fallet. Trump hade under valkampanjen även en rad förslag på nya skattesänkningar. Några av de dyrare är löftena om avskaffad skatt på övertid, pensioner och dricks samt en ytterligare sänkning av bolagsskatten för inhemsk industriproduktion från 21 till 15 procent. Därtill kommer nya satsningar på försvaret och på att stoppa migrantflödet över gränsen samt deportera personer som befinner sig illegalt i landet. Sammantaget hamnar notan för Trumps vallöften enligt CRFB på drygt 10 000 mdr USD under den kommande 10-årsperioden eller nära 40 procent av BNP.

Tullar och miljö räcker inte som finansiering

Delar av budgethålen är tänkta att fyllas med intäkter från Trumps nya och högre tullar. Skulle Trump infria löftena om 60-procentiga tullar mot Kina och 20 procent mot övriga världen beräknas tullintäkterna kunna öka med drygt 500 mdr USD per år, upp från ca 80 mdr USD idag. Det är lika mycket som den årliga kostnaden för att förlänga Trumps skattereform. Denna kalkyl är dock osäker av flera skäl. Dels tror vi inte att USA faktiskt höjer tullarna i denna utsträckning eftersom detta skulle riskera att pressa upp kostnaderna för företagen/höja konsumentpriserna på ett sätt som kan slå tillbaka mot USA:s egen ekonomi. Dels skulle alltför aggressiva tullhöjningar sannolikt leda till att en hel del export till USA leds om till andra marknader, inte minst exporten från Kina, och underlaget för tullarna därmed krympa. Vissa av tullhoten kommer sannolikt heller aldrig att sättas i verket utan ska mer ses som förhandlingsvapen för att uppnå andra politiska framgångar, t ex inom immigrations- och försvarspolitik.

Ett återtagande av president Bidens gröna industripolitik (Inflation Reduction Act, IRA) bör också kunna bekosta en del skattesänkningar (CRFB har i sina kalkyler räknat på en kostnadsminskning på 700 mdr USD över 10-årsperioden). Men att stora delar av subventionerna för gröna industriinvesteringar, t ex inom batteritillverkning, gått till republikanska delstater gör att Trump sannolikt inte får stöd för att dra tillbaka hela reformen.

Kan Musk och Ramaswamy spara 2000 mdr USD?

Det som då återstår är möjliga besparingar inom statsapparaten, där affärsmännen Elon Musk och Vivek Ramaswamy väntas spela nyckelroller. Musk och Ramaswamy ska på frivilligbasis sköta det nya "spardepartementet" DOGE (Department of Government Efficiency) som inte är ett riktigt departement, utan en organisation under Vita Husets budgetavdelning (Office for Management and Budget, OMB).

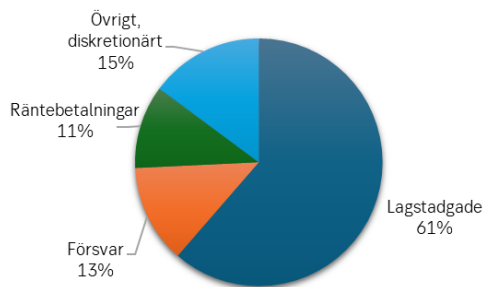
DOGE har inget formellt mandat över olika myndigheter och det är tveksamt ens hur stora möjligheter presidenten genom dekret har att göra ändringar i de budgetar som beslutats av Kongressen. Musk och Ramaswamy vill upphäva en lag som stiftades 1974 för att hindra president Nixons försök att stoppa redan beslutade utbetalningar, (the Impoundment Control Act) men denna lag är i sin tur baserad på skrivningar i konstitutionen. Däremot kan presidenten ha större möjligheter att stoppa utgifter som myndigheter beslutat om utan stöd i Kongressen, efter ett beslut i Högsta domstolen i följd om att begränsa myndigheters självständighet.

Musks och Ramaswamys ursprungliga plan var att skära 2 000 mdr USD per år med planerad deadline om två år (i tid tills att USA firar 250 år sedan självständighetsdeklarationen) men det är det få som tror att de kan gå i land med. 2000 mdr USD motsvarar mer än hela 2024 års underskott på 1800 mdr USD. Att USA efter flera år med ohållbart stora underskott skulle börja visa överskott vore ur statsfinansiell synvinkel sunt, men att åstadkomma detta enbart genom att dra ner på utgiftssidan är svårt av flera skäl:

- **Lagstadgade välfärdsprogram** beslutade av Kongressen (Social security, Medicare och Medicaid) stod under budgetåret 2023/24 för över 40 procent (2800 mdr USD) av de federala utgifterna. De två största delarna, pensioner (Social security) och sjukvård för äldre och handikappade (Medicare), har Trump vid upprepade tillfällen lovat att inte försämra. Inom det tredje området, sjukvård för låginkomsttagare (Medicaid), kan vissa sparförslag nog däremot väntas, till exempel i form av krav på att kvalificera sig genom arbete. Sammantaget är över 60 procent av utgifterna kopplade till olika lagstadgade program som beslutats av Kongressen.
- **De diskretionära icke lagstadgade utgifterna exklusive räntor** uppgick i följd till drygt 1700 mdr USD, men nästan hälften (805 mdr USD) utgörs av försvaret, där republikanerna brukar vara försiktigare med besparingar.
- **Övriga diskretionära, icke lagstadgade utgifter exklusive försvar och räntor** står bara för cirka 15 procent av utgifterna (920 mdr USD), och är det som framför allt kan tänkas stå i fokus för besparingarna. Där ingår utbildningsdepartementet (270 mdr USD) som Trump vill skrota men även stöd för veteraner som är en omhuldad grupp hos båda partierna. Plus förstås en massa andra viktiga delar av statsförvaltningen som till exempel flygledare, transportinfrastruktur och skötseln av USA:s nationalparker.
- **Räntebetalningar** på den federala skulden har vuxit till en av de största utgiftsposterna. I följd gick över 10 procent av budgeten till räntor men under det budgetår som nyss avslutats bedöms ränteutgifterna till och med ha gått om försvarsutgifterna.

USA:s budget 2023

Andel av federala utgifter, %



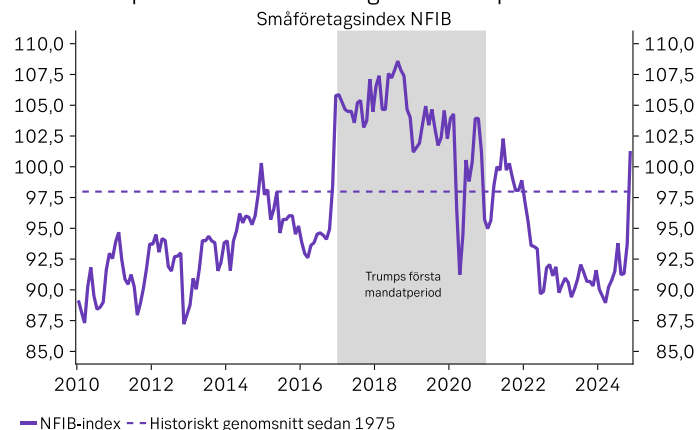
- **Bilden av en armé av statliga byråkrater i Washington** stämmer inte. Krav på stopp för hemarbete och utflyttning av verksamheter från Washington är några av de åtgärder som DOGE lyft fram för att få ett stort antal federalt anställda att frivilligt lämna sina arbeten. Men den övervägande majoriteten federalt anställda jobbar inte i Washington utan i övriga landet där förlusterna av dessa arbetstillfällen skulle drabba den lokala arbetsmarknaden.

Att skapa sig en bild av den federala arbetsstyrkan i USA är inte helt enkelt. Men exklusive posten och uniformerad personal handlar det om cirka 2 miljoner anställda och antalet har varit relativt oförändrat sedan slutet av 1960-talet. Även bland de civilanställda är majoriteten, eller ungefär 65 procent, sysselsatta inom de olika försvarsgrenarna och inom försvarsdepartementet Pentagon, inhemsk säkerhet (Department of Homeland Security) och i hanteringen av stöd till veteraner. En mycket stor del av arbetet i statsförvaltningen utförs av externa leverantörer. Enligt beräkningar gjorda av tankesmedjan Brookings är antalet personer sysselsatta inom federalt sponsrade privata och ideella verksamheter nu mer än tre gånger så många som de direktanställda. Även om staten gjorde sig av med samtliga av statsanställda skulle man, enligt samma analys, inte spara mer än knappt 5 procent av de totala federala utgifterna.

Allt det här betyder förstås inte att det inte går att spara i USA-byråkratin eller att federala myndigheter inte kan bli effektivare. Musk och Ramaswamy vill dessutom även se över hur staten ska bli bättre på att pressa kostnader i offentliga upphandlingar. Men att DOGE skulle kunna skapa stora besparingar åt Trump genom att göra sig av med en stor del av den federala arbetsstyrkan är mycket svårt att se.

Det finansmarknaden främst sätter sitt hopp till är kanske snarare Musk och Ramaswamys löften om att skrota ett stort antal regleringar, något som man hoppas ska undanröja hinder för näringslivet och få fart på den privata företagsamheten eller som det uttrycks på engelska frigöra "animal spirits". Hur det blir med den saken återstår att se men klart är att särskilt småföretagen har stora förhoppningar om ett förbättrat affärsklimat under Trump.

Mer optimistiska småföretag inför Trumps återkomst



Källa: National Federation of Independent Business, Macrobond, SEB

Elisabet Kopelman

AI ritar om kartan

Självständiga AI-system är inte längre en avlägsen vision. Med AI:s snabba utveckling går världen mot en framtid där tekniken kan agera autonomt, samla information, analysera data och fatta egna beslut – ett skifte som potentiellt kan förändra hela branscher.

De generativa AI-tjänsterna som de flesta blev bekanta med när ChatGPT lanserades häromåret, har snabbt blivit något allt fler använder sig av i vardagen. I takt med att AI-tjänsterna utvecklas och blir allt bättre ökar också komplexiteten i vad AI kan utföra. Nästa stora steg är när AI går från att likt ChatGPT kunna svara på frågor och utföra begränsade uppgifter som att rita en bild eller skriva en text, till att bli mer autonom. En sådan AI kan självständigt utföra uppgifter och fatta beslut. Den agerar i en miljö där den samlar in information, analyserar den och vidtar olika åtgärder för att påverka sin omgivning. Kort sagt går AI från att vara ett verktyg för en människa att utföra ett arbete till något som i många fall kan utföra arbetet själv. AI-utvecklingen har därmed potential att i grunden ändra förutsättningarna för många branscher och företag.

Företagen som bygger AI-verktygen

Det mest uppenbara sättet att investera i AI-revolutionen är att hitta de företag som ligger i framkant när det gäller att utveckla den nya AI-tekniken. Här finns allt ifrån de stora teknikjättarna som Google, Microsoft, Meta, Amazon, Tesla och Nvidia till mindre och mer nischade AI-företag. Dessa företag kan både sälja tekniken till andra företag, utnyttja den för att effektivisera sin egen verksamhet, men på sikt även använda AI till att expandera sina tjänster till branscher som idag domineras av helt andra företag. Även om investeringar i de här företagen ger en direkt exponering mot AI är strategin inte utan risker. En sådan risk är att det är svårt att i förväg veta vilka företag som kommer gå vinnande ur AI-racet och lyckas utveckla och leverera den bästa tekniken inom området. En annan risk är att den hype som under de senaste åren uppstått kring AI har lett till att AI-bolag har blivit väldigt dyra.

Vilka företag kommer dra mest nytta av tekniken?

För att undvika svårigheterna med att hitta rätt AI-utvecklare och minska riskerna att betala ett överpris på grund av den nuvarande hypen kan en annan strategi vara att leta bland de branscher och företag som har mest att vinna på att använda den nya tekniken. En nyckel till att kunna skapa användbara AI-modeller och dra nytta av tekniken är att ha tillgång till stora mängder data som kan användas för att träna AI-modellerna. Det gör att företag med tillgång till stora mängder data har potential att bli vinnare på AI-tekniken. I den gruppen återfinns naturligtvis också de stora teknikbolagen som vi redan nämnt, men det går också att hitta företag med tillgång till stora datamängder utanför tekniksektorn. Finanssektorn i form av banker, försäkringsbolag, kreditkortsföretag med flera har tillgång till stora mängder kunddata. Detsamma gäller flygbolag, researrangörer, hotell, teleoperatörer, elbolag, dagligvaruhandel och alla andra företag som agerar på en massmarknad. Läkemedelsindustrin är en annan bransch där AI kan användas i allt större utsträckning för att ta fram nya revolutionerande läkemedel betydligt snabbare och billigare än tidigare.

Vilka branscher kommer att växa mest?

Ett tredje sätt är att försöka identifiera vilka branscher och delar av ekonomin som kommer att växa snabbast när AI alltmer påverkar

vår vardag. På sikt är en trolig utveckling att maskiner och datorer kommer att kunna ta över många arbetsuppgifter som idag görs av människor. Med potentiellt mer fritid kommer vi gradvis efterfråga andra saker att fylla dagarna med. Den här trenden går dessutom hand i hand med en demografisk förändring i många länder där vi både lever längre och antalet pensionärer ökar. Att AI dessutom på längre sikt har potential att lyfta människor ur fattigdom kommer också bidra till ökad efterfrågan på meningsfulla saker att göra på fritiden. Vinnarbranscher är olika former av underhållning som resor, film, kultur, sport och spel i olika former. Många av dessa bolag har inte bara en ökad efterfrågan att se fram emot utan kommer i många fall också kunna använda AI för att effektivisera produktionen. Turismsektorn ser ur det här perspektivet ut att vara en tydlig vinnare som borde få mer att göra.

Vilka branscher ska man undvika?

Om vi försöker identifiera vilka av dagens branscher och företag som har mest att förlora på AI-revolutionen är det svårt att komma runt att AI har potential att reducera värdet av många sorters humankapital. Företag som idag lever på att sälja olika typer av experttjänster till andra företag eller hushåll kommer att få uppleva allt större prispress på dessa tjänster. Här hittar vi olika typer av rådgivning som managementkonsulter, redovisningsfirmor, arkitekter, juristfirmor men även företag som sysslar med utbildning och marknadsföring. De här branscherna kommer att få växande problem med att ta betalt i takt med att olika AI-tjänster blir allt bättre, billigare och kan göra allt mer.

De stora amerikanska teknikbolagen dominerar

Utvecklingen inom AI domineras av de stora teknikbolagen i USA. För att få en finansiell uppfattning kring storleken på den tekniska utvecklingen tittar vi på de tre stora molntjänstleverantörerna Alphabet, Amazon och Microsoft. Som grupp ökade trion försäljningen med 13 procent under tredje kvartalet i år, jämfört med året innan. Tillväxten var 22 procent inom deras molntjänstverksamhet och vinsterna växer ännu snabbare. Investeringarna har också accelererat, vilket till stor del är relaterat till nya datacenter med mer effektiva processorer samt lansering av AI-baserade assistenter i fler sektorer. Under det tredje kvartalet i år ökade de tre molntjänstebolagens totala investeringar i fastigheter och utrustning med 66 procent i årstakt, framför allt inom den tekniska infrastrukturen med utbyggnad av datacenter och grafiska processorer, men även nätverksutrustning och träning av nya generativa AI-modeller.

Vinster ökar snabbare än försäljningen

Den totala försäljningen för de tre bolagen inom sina molntjänstdivisioner överstiger 60 miljarder dollar per kvartal sedan början av 2024, en ökning från 50 miljarder dollar per kvartal sedan början av 2023. Intäkterna för Microsoft växer snabbt för tjänster som är integrerade med generativa AI-modeller för att göra förutsägelser, fatta beslut inom mjukvarukodning och integreras i företags övriga tjänstepaket. Google anger att AI-modeller skapar mer än en fjärdedel av all den egna mjukvarukoden, vilken kallas och accepteras av deras tekniker. Google Cloud lyfter sina molntjänstmarginaler med stöd från accelererande intäkter inom deras molnbaserade AI-tjänster.

Texten ovan är en kortad version av "AI ritar om kartan" skriven av **Johan Javeus** och **Stefan Cederberg**, publicerad i Investment Outlook 26 november. Hela artikeln hittar du [här](#).

Cecilia Kohonen

Kontakter

FICC Sales Stockholm

Valuta +46 8 506 232 34

Räntederivat +46 8 506 232 00

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 8 506 232 34

FICC Sales Göteborg / Malmö

Valuta +46 31 774 9060

Räntederivat +46 31 774 9100

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 31 774 91 10

Disclaimer

Informationen och bedömningarna i denna rapport har tagits fram av SEB Research, en avdelning inom SEB divisionen Large Corporates and Financial Institutions inom Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) ("Banken").

Rapporten är inte avsedd som investerings- eller finansieringsanalys och inte heller som investeringsrådgivning enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Innehållet i nyhetsbrevet är avsett för kunder med hög nivå av kunskap inom det finansiella området. Innehållet i rapporten är baserat på uppgifter från källor som Banken bedömer som tillförlitliga. Banken svarar dock inte för fullständigheten eller riktigheten av informationen. Informationen utgör inte något erbjudande om att köpa eller sälja några finansiella instrument. Hänvisning till finansiella instrument som getts ut av SEB ska därför i förekommande fall betraktas som marknadsföring. Den som tar del av informationen uppmanas att basera sina eventuella investeringsbeslut på undersökningar man själv bedömer vara nödvändiga, t.ex. genom att – i förekommande fall – ta del av investeringsanalys som tagits fram av Banken eller att läsa den produktinformation som finns tillgänglig. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Finansiella instrument kan både stiga och falla i värde och det är inte säkert att du får tillbaka investerat kapital. Faktablad och informationsbroschyr eller prospekt finns på www.seb.se. Banken förbehåller sig rätten att när som helst ändra innehållet i rapporten. Banken är inte ansvarig, i den utsträckning gällande lag tillåter, för vare sig direkt eller indirekt skada som beror av användandet av denna information.

Materialet riktar sig inte till personer vars medverkan kräver ytterligare prospekt, registrerings- eller andra åtgärder än vad som följer av svensk rätt. Det åligger var och en att iaktta sådana restriktioner. Materialet får inte distribueras i eller till land där distribution kräver ovan nämnda åtgärder eller strider mot reglering i sådant land. Materialet riktar sig således inte till fysiska eller juridiska personer hemmahörande i USA eller i något annat land där publicering eller tillhandahållande av materialet är förbjudet eller strider mot tillämpliga bestämmelser i landet.

Banken eller Bankens anställda kan äga eller på annat sätt ha intressen i finansiella instrument som nämns i rapporten, och banken kan även ha uppdrag (t.ex. inom Corporate Finance) från utgivare av sådana instrument. Enligt Bankens rutiner för hantering av intressekonflikter är dock SEB Research och dess anställda oberoende i förhållande till sådana innehav och uppdrag, t.ex. genom informationsbarriärer gentemot de enheter inom Banken där sådana intressekonflikter kan uppkomma.

Ögat innehåller även separata artiklar med information från SEB Corporate Sales, för vilka särskilda villkor gäller. Material från SEB Corporate Sales utgör inte oberoende objektiv analys och omfattas därmed inte av ovan nämnda rutiner för undvikande av intressekonflikter. Artiklar från Corporate Sales ska ses som information, inte investeringsrådgivning, och tillhandahålls utan anpassning till den enskilde kundens investeringar eller förhållanden i övrigt. Ersättning till anställda inom Corporate Sales kan, delvis, spegla resultatet för respektive enhet inom Sales. SEB tar, så långt lagen medger, inget ansvar för aktiviteter eller förpliktelser som uppkommer till följd av spridning av rapporten till andra än den avsedda mottagaren.

Upphovsrätt och andra immateriella rättigheter till sammanställningen innehas av Banken.