

Onsdag den 20 mars

Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad i mars

Vi räknar med att Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad vid mötet 27:e mars. Inflationen har kommit in lägre än Riksbankens prognos, men direktionen behöver bli mer övertygad om varaktigheteten i inflationsnedgången. Vår bedömning är att Riksbanken sänker styrräntan i maj, men för att det ska ske behöver inflationen fortsätta falla. Kronans utveckling och ECB- besked blir också avgörande. Sid 3.

Svag krona under aktieutdelningssäsongen

De senaste årens trendmässiga försvagning av kronan mot euron verkar ha brutits i år, vilket kan motverka försvagningstrycket mot kronan under utdelningssäsongen något. Dock är det främst globala drivkrafter som avgör kronans riktning och vår prognos är några månader med stark dollar och därmed ytterligare motvind för kronan. Sid 5.

FICC Sales: Säkra försäljning av euro vid tillfällig kronförsvagning

Bolag med förväntade löpande intäkter i euro som vill ha en mer flexibel valutasäkring än en vanlig termin kan använda sig av en så kallad *Risk Reversal*, som möjliggör försäljning inom ett intervall i stället för en fixerad terminkurs. Sid 6.

Sämlre ekonomiska utsikter med Trump än med Biden

Valkampanjen inför höstens presidentval mellan Biden och Trump är nu i full gång. Trumps handelspolitik står i fokus inför en eventuell nästa presidentperiod och talar enligt vår mening för en sämlre ekonomisk utveckling än om Biden sitter kvar. Sid 7.

Ryssland: En fossilfinansierad krigsstat

Resultatet av tre dagars ryskt presidentval var förutsägbart och med 87 procent av rösterna inleder Vladimir Putin sin femte mandatperiod. Frågan blir nu om Putin ska använda det manipulerade valresultatet som ett krigsredskap? Sid 9.

Finansiella prognoser sid 2

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 2)

Reporänta: ▼ (3.50%)

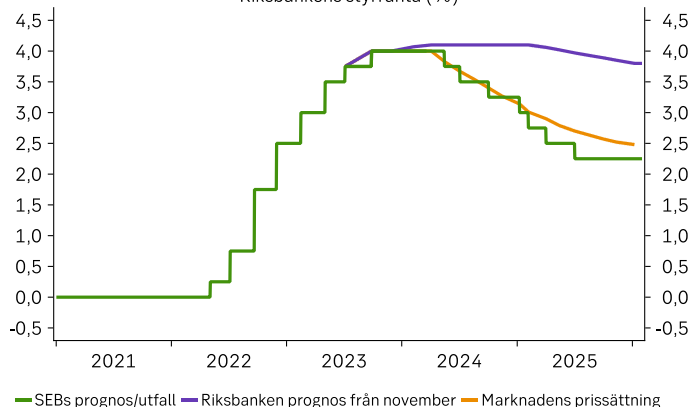
2-årsränta ▼ (2.75%)

EUR/SEK: ▼ (11.15)

USD/SEK: ▼ (10.32)

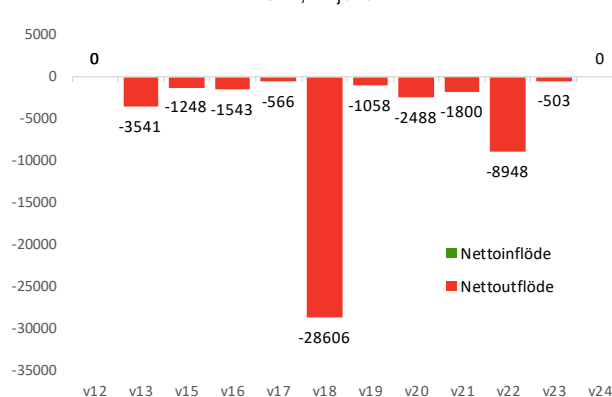
Riksbankens sänker styrräntan i maj

Riksbankens styrränta (%)



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

Uppskattade nettoflöden under utdelningsperioden 2024
SEK, miljoner



Källa: Bloomberg, SEB

Valutaprognoser*

Riktning kv.2	19-Mar	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	
EUR/SEK	↘	11.34	11.15	11.05	10.95	10.90
USD/SEK	↘	10.44	10.32	10.23	9.95	9.73
GBP/SEK	↘	13.27	12.82	12.56	12.30	12.11
NOK/SEK	↗	0.98	1.00	1.00	0.99	0.99
JPY/SEK	↗	6.93	7.43	7.48	7.54	7.47
CAD/SEK	↗	7.68	7.70	7.75	7.72	7.60
AUD/SEK	↗	6.82	7.02	7.16	7.07	6.98
CHF/SEK	↘	11.76	11.49	11.05	10.84	10.69
PLN/SEK	↘	2.62	2.58	2.56	2.49	2.45
CNY/SEK	↗	1.45	1.45	1.45	1.42	1.40
DKK/SEK	↘	1.52	1.50	1.48	1.47	1.46
EUR/USD	↘	1.09	1.08	1.08	1.10	1.12

Ränteprognoser, %*

	19-Mar	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25
Styrränta*					
USA (övre intervall)	5.50	5.25	5.00	4.50	4.25
Euroområdet (deponiränta)	4.00	3.75	3.50	3.00	2.75
Sverige	4.00	3.50	3.25	3.00	2.75
Norge	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
Storbritannien	5.25	5.00	4.50	4.00	3.75
Statsobligationer***					
2 år Sverige	2.94	2.75	2.75	2.58	2.51
5 år	2.43	2.43	2.40	2.32	2.31
10 år	2.43	2.40	2.55	2.55	2.60
Utländska obligationsräntor***					
2 år Tyskland	2.91	2.74	2.65	2.43	2.34
2 år USA	4.68	4.23	3.93	3.93	3.68
10 år Tyskland	2.44	2.30	2.30	2.25	2.25
10 år USA	4.30	4.20	4.10	4.00	3.90

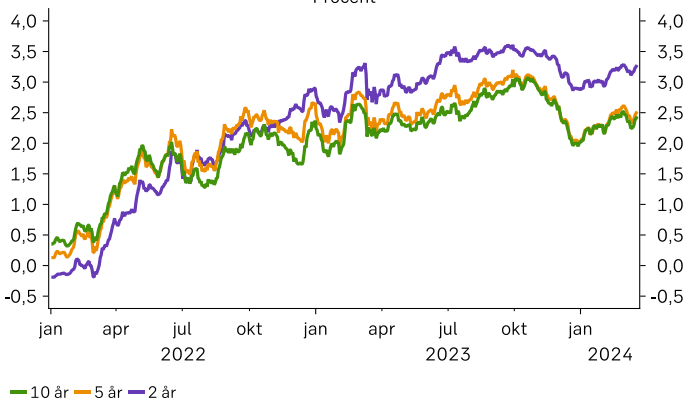
Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	20 mar	11 apr	21 mar	27 mar
Räntebesked	oför.	oför.	oför.	oför.
Ny ränta, %	5.25-5.50	4.00**	5.25	4.00

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

Svenska obligationsräntor

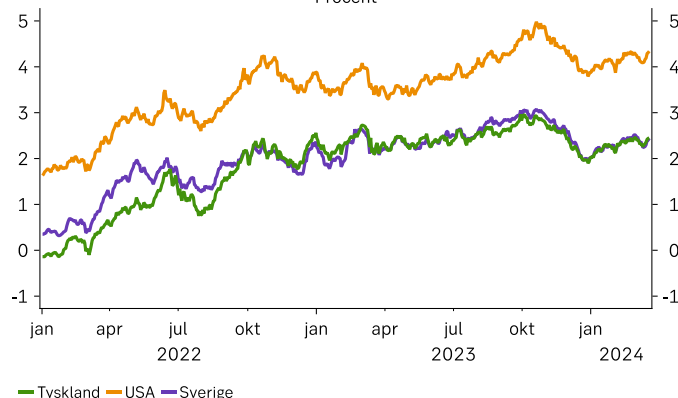
Procent



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

10-åriga obligationsräntor

Procent



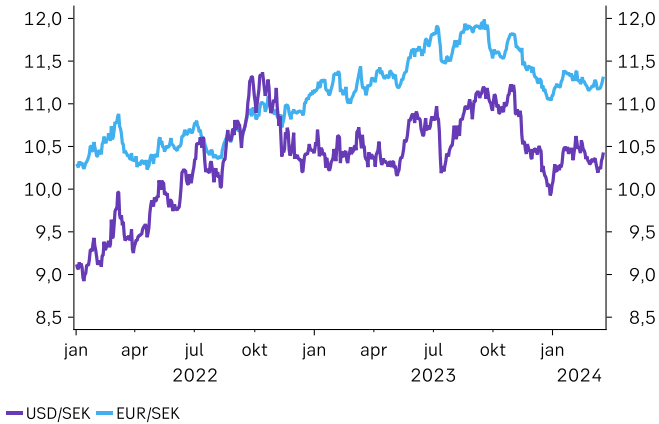
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Kronan



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

Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad i mars

Vi räknar med att Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad vid mötet 27:e mars. Inflationen har kommit in lägre än Riksbankens prognos, men direktionen behöver bli mer övertygad om varaktigheteten i inflationsnedgången. Vår bedömning är att Riksbanken sänker styrräntan i maj, vilket är tidigare än den Europeiska centralbanken (ECB). För att det ska ske behöver inflationen fortsätta överraska på nedsidan. Kronans utveckling och ECB:s besked blir också avgörande.

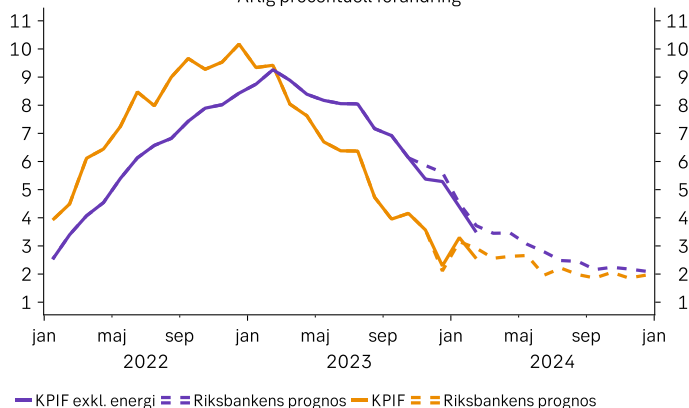
Styrräntan kvar på 4 procent

Vid nästa penningpolitiska besked bedömer vi att Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad på 4 procent. Riksbankens räntebana väntas dock signalera en sänkning av styrräntan med totalt 25 räntepunkter under de kommande två mötena, med lika stor sannolikhet för en sänkning i maj och juni. Räntebanan lär signalera ytterligare två sänkningar i år till 3,25 procent vid årsskiftet och ytterligare tre sänkningar till 2,50 procent vid slutet av 2025. Vi räknar inte med några ändringar i Riksbankens program för försäljningar av statsobligationer (kvantitativa åtstramningar) utan Riksbanken förväntas fortsätta sälja statsobligationer för 6,5 miljarder kronor per månad. Vi tror att pressmeddelandet kommer att antyda att en räntesänkning under första halvåret i år är trolig men också att direktionen är databeroende. Risken för inflationsbakslag lär nämnas och att räntesänkningarna därmed kommer bli gradvisa för att utvärdera effekterna av varje sänkning.

Lägre inflation men motståndskraftig tillväxt

Inflationen mätt enligt KPIF exklusive energi har minskat markant i början av året till 3,5 procent i årstakt i februari. Även om inflationen fortfarande ligger en bra bit från målet på 2 procent, innebär den kraftiga nedgången i januari med nästan en procentenhet att inflationsutvecklingen blivit alltmer gynnsam. Andra inhemska faktorer såsom producentpriser (PPI), företagens prisplaner, inflationsförväntningar och löneökningar (som är låga i ett internationellt perspektiv) talar för att banan med lägre inflation lär fortsätta. Den mer trögrörliga och höga tjänsteinflationen är fortsatt ett bekymmer. Tillväxten var inte lika svag som förväntat förra året och olika tillväxtindikatorer har förbättrats. Vi förväntar oss en marginell upprevidering av Riksbankens tillväxtprognos.

Inflationen minskar, men är en bit kvar från målet
Årlig procentuell förändring

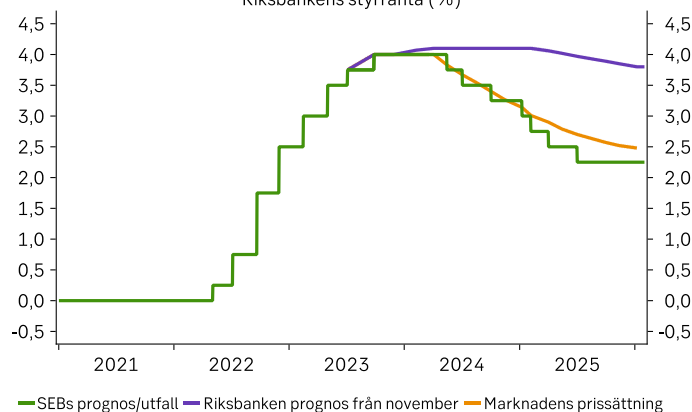


Källa: Central Bank of Sweden (Riksbanken), Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Riksbanken går före ECB

Vår prognos är att Riksbanken inleder räntesänkingscykeln i maj och att styrräntan sänks ytterligare tre gånger i år till 3 procent vid årsskiftet. Att en räntesänkning någon gång under första halvåret i år är trolig har kommunicerats av samtliga ledamöter i direktionen. Sänkningen i maj är dock inte given. Innan maj-beslutet publiceras inflationsutfallet för mars. Därtill kommer kronans utveckling och ECB spela stor roll för Riksbankens räntebeslut. Riksbankschef Erik Thedéen har i sina uttalanden sagt att man kan sänka styrräntan före ECB men vi tror att Riksbanken skulle föredra att ECB sänker först för att på så vis undvika en förnyad försvagning av kronan. Samtidigt tror vi att ECB, vid sitt penningpolitiska möte i april, kommer att signalera att en junisänkning är högst trolig. Vi tror att kommunikationen från ECB räcker för att Riksbanken ska känna sig säkert nog att sänka styrräntan redan i maj.

Riksbankens sänker styrräntan i maj
Riksbankens styrränta (%)



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

Centralbankstunga veckor

Vi är inne i en centralbankstung period. Nedan sammanfattar vi några av dessa penningpolitiska besked.



Bank of Japan (BoJ) 19 mars: Styrräntan höjdes för första gången sedan 2007 och Japan lämnar därmed 8 år med negativa räntor bakom sig (nytt intervall 0-0,1% för styrräntan). Den utlösande faktorn är de höga löneökningarna. BoJ fortsätter att köpa tillgångar men lämnar tanken om att mer aktivt styra långa marknadsräntor (så kallad yield curve controll, YCC). Vår bedömning är att styrräntan höjs ytterligare och når en nivå på 0,1 procent vid slutet av året. En blygsam höjningscykel, men symboliskt viktig. Läs mer om Japan här och här.



Federal Reserve 20 mars: Styrräntan lämnas oförändrad i intervallet 5,25-5,50 procent. Vi tror att prognoserna som presenteras kommer att indikera tre räntesänkningar i år, med en risk på uppsidan. Powell lär upprepa budskapet att politiken är databeroende, men kan signalera en oförändrad styrränta även i maj. Diskussioner om att stegvis sluta minska balansräkningen kan inledas, dock utan ett formellt beslut. Vår bedömning är att räntesänkingscykeln inleds i juni och att styrräntan hamnar på 4,50 procent vid årsskiftet.



Norges Bank 21 mars: Styrräntan förväntas ligga kvar på 4,50 procent. Fokus kommer istället att vara på räntebanan i årets första penningpolitiska rapport. Kommittén kommer att få göra avvägningar mellan lägre inflation än väntat och en fortsatt relativt hög löneökningstakt. Räntebanan lär signalera en oförändrad styrränta under första halvåret i år men något snabbare räntesänkningar kommer i september, följt av ytterligare en sänkning i december.



Bank of England (BoE) 21 mars: BoE väntas lämna styrräntan oförändrad på 5,25 procent. Efter att BoE antog en något mer duvaktig hållning vid föregående möte i februari förväntar vi oss inga större förändringar vid beskedet på torsdag, även om inflationssiffran för februari (som kommer dagen innan mötet) kan påverka guidningen vid mötet. En avmattning i lönetillväxten innebär att marknaden förväntar sig att BoE fortsätter på den något mer duvaktiga hållningen. Vår prognos är en första sänkning i juni.



Schweizerische Nationalbank (SNB) 21 mars: Inga ändringar av styrräntan som lämnas oförändrad på 1,75 procent.

Texten ovan för Riksbanken, Fed och Norges Bank är korta sammanfattningar från Riksbanken Preview, Fed Preview och Norges Bank Preview, se mer [här](#), [här](#) och [här](#).

Pia Fromlet (översättning och kortning)

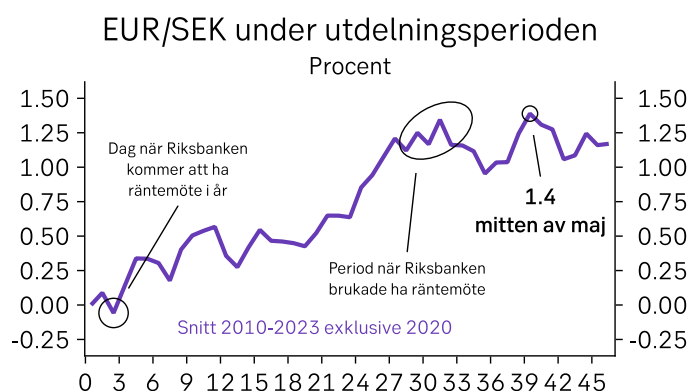
Svag krona under aktieutdelningssäsongen

Under den svenska aktieutdelningssäsongen har kronan de senaste 14 åren i genomsnitt försvagats med 1,4 procent mot euron. I år verkar det ha skett ett trendbrott från de senaste årens kontinuerliga försvagning av kronan mot euron, vilket talar för att kronan inte kommer att utsättas för samma försvagningstryck som under tidigare utdelningsperioder. Det är dock främst globala drivkrafter som dikterar kronans riktning och där innebär vår prognos om ytterligare några månader med en stark dollar en ytterligare motvind för kronan.

Kronan brukar försvagas under utdelningssäsongen

Den svenska aktieutdelningssäsongen är ganska unik då de flesta svenska företag betalar utdelning till sina aktieägare endast en gång om året. Utdelningarna är också koncentrerade till perioden slutet av mars till mitten av maj. I andra länder delar företagen ut vid flera tillfällen, vilket minskar storleken på utdelningarna vid varje enskilt tillfälle och därmed även den eventuella påverkan på andra tillgångar så som valutan. Eftersom många aktieägare är utländska och inte alla mottagna utdelningar återinvesteras i Sverige skapas ett utflöde av SEK. Detta utflöde anses vara orsaken till att det finns ett långvarigt och robust säsongsmönster med en försvagning av kronan under utdelningsperioden. Närmare bestämt har EUR/SEK sedan år 2010 (2020 exkluderas då det inte betalades några utdelningar detta år på grund av pandemin) i genomsnitt stigit med 1,4 procent under utdelningsperioden. Utvecklingen för enskilda år varierar relativt mycket men mönstret med en svagare krona har varit tydligt. Vi ser dock tre faktorer som skulle kunna minska effekten av utdelningssäsongen något, såväl i år som kommande år:

1. Det har blivit något vanligare att även dela ut under hösten, vilket minskar storleken på vårens utdelningar.
2. Flera företag delar ut i andra valutor än SEK, vilket i viss mån minskar storleken på det potentiella SEK-utflödet och till och med kan skapa möjlighet till ett inflöde då någon av bolagets svenska aktieägare säkerligen väljer att växla den mottagna utländska valutan till SEK.
3. Kronan har sedan 2010 trendmässigt försvagats, dvs EUR/SEK har rört sig gradvis högre under dessa år, men särskilt markant under just utdelningsperioden. I år räknar vi inte med att EUR/SEK stiger. Tendenserna till kronförsvagning under just utdelningssäsongen kan upprepas även i år, men troligen inte i samma utsträckning som tidigare år, givet att den underliggande trenden för kronan är en annan nu.



Det som framför allt skiljer sig i år är dels (1) att EUR/SEK avviker från den tidigare långvariga trenden högre, och snarare är inne i en korrigerande rörelse nedåt, och dels (2) att Riksbankens räntemöte

nu infaller i början av utdelningsperioden (27 mars) istället för som tidigare under den senare delen av utdelningsperioden (sent i april).

Globala drivkrafter ändå viktigast för kronan

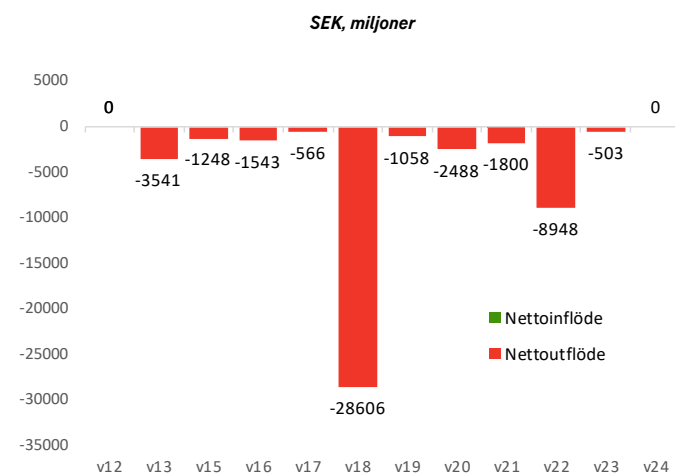
I närtid tror vi att riktningen för kronan främst kommer att styras av globala drivkrafter medan lokala faktorer så som Riksbanken mer har betydelse för magnituden i rörelserna. Vi tror att det under de kommande månaderna, fram till strax innan Feds första sänkning tidigt i juni, öppnas ett fönster för lägre EUR/USD. Eftersom denna förväntade rörelse till stor del kan förklaras av faktorer kopplade till förhållanden i euroområdet, lägre euroräntor och ett duvaktigt ECB, tror vi inte att utvecklingen kommer att ha ett lika stort genomslag på EUR/SEK-kursen som normalt hade varit fallet. Det vanliga mönstret är annars att SEK handlas som en så kallad "högbeta-euro", vilket innebär att EUR/SEK tenderar att gå upp när EUR/USD går ner, kronan rör sig alltså i samma riktning som euron mot dollarn, men mer.

Kombinationen av en tillfälligt svag krona till följd av utdelningar och ett visst uppåttryck i EUR/SEK på grund av lägre EUR/USD, bör netto resultera i högre EUR/SEK-nivåer de kommande månaderna men inte i samma utsträckning som det historiska genomsnittet. En rörelse helt enligt det historiska snittet (+1,4 procent) från dagens nivåer skulle ge en EUR/SEK-kurs kring 11,50 i mitten av maj. Utifrån ovanstående resonemang förväntar vi oss dock en något lägre kurs. Därefter tror vi att SEK har möjlighet att stärkas i samband med att Fed levererar den förväntade sänkningen i juni. Även denna rörelse skulle passa väl in i det historiska mönstret där EUR/SEK, framför allt de senaste sju åren, tenderat att röra sig lägre i juli.

Årets schema med timing och storlek på flöden

Baserat på OMX30-bolagens årsmöten så har vi sammanställt nedanstående diagram över utdelningsflöden de kommande veckorna. Diagrammet visar förväntade flöden i SEK, baserat på andelen utländskt ägande i de utdelande bolagen för respektive vecka samt en bedömning om att större delen av utdelningen återinvesteras så att investerarna i stort behåller den viktning mot svenska aktier som de har i sina taktiska allokationsregelverk. Vi har därmed utgått från att 80 procent återinvesteras. Vi har även inkluderat de svenska bolag som delar ut i annan valuta än SEK och där utdelningarna således leder till köp av SEK och har då tillämpat samma metodik som för de utlänningar som säljer mottagen utdelning i SEK. Det här året är det inga veckor med nettoinflöde av SEK som följd av utdelningar men till exempel vecka 13 har ett förhållandevis litet utflöde i jämförelse med hur mycket pengar som totalt delas ut, vilket beror på att svenska företag delar ut ganska mycket i annan valuta under den veckan (tex ABB).

Uppskattade nettoflöden under utdelningsperioden 2024



FICC Sales

Säkra försäljning av euro vid tillfällig kronförsvagning

Bolag X ägnar sig åt export av varor och har löpande intäkter i euro som de vanligtvis valutasäkrar kvartalsvis genom valutaterminer. Tiden för att säkra årets andra kvartal närmar sig och bolaget tycker att rådande terminskurs är ofördelaktig. Bolaget förväntar sig en kortsiktig förstärkning av euron vilket skulle betyda att de får fler kronor för varje euro som de säljer. Bolaget vill dock inte vänta in den prognostiserade kronförsvagning och ta risken att kronan i stället stärks. Bolaget väljer därför att säkra det kommande kvartalets förväntade eurointäkter genom en mer flexibel termin, en Risk Reversal, som möjliggör försäljning inom ett intervall i stället för en fixerad terminskurs. En valutatermin skulle för tillfället ge en säljkurs på 11,24 men genom att ge upp 9 öre får bolaget möjlighet att ta del av en positiv kursutveckling inom intervallet.

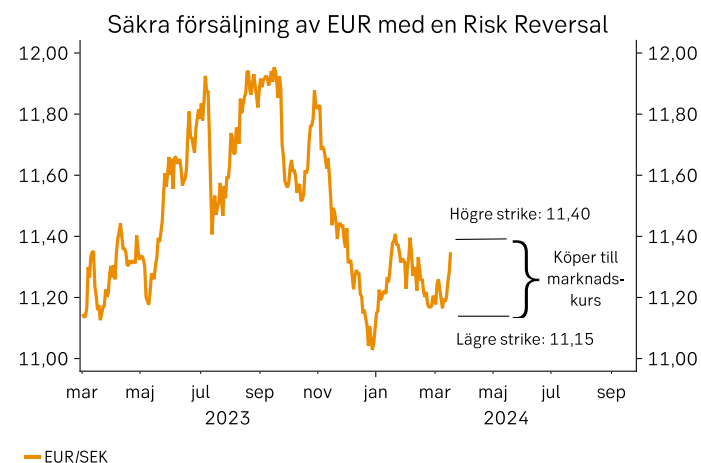
Utfallet vid förfalldag (den 25:e varje månad):

Strike (lägre): 11,15

Strike (högre): 11,40

Företaget är garanterade en säljkurs på 11,15 och får genom intervallstrukturen följa med i en positiv kursutveckling upp till 11,40. En *Risk Reversal* med en europeisk barriär innebär att utfallet avgörs på förfalldagen, i det här fallet den 25:e varje månad. Det finns tre möjliga scenarion på respektive förfalldag:

- 1) Om EUR/SEK står på eller under 11,15 säljer företaget det nominella beloppet till kurs 11,15.
- 2) Om EUR/SEK handlas mellan (men inte på) 11,15 och 11,40 säljer företaget sina intäkter till marknadskurs.
- 3) Om EUR/SEK står på eller över 11,40 säljer företaget till kurs 11,40.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Resultat

Företaget har säkrat in sin försäljning för ett kvartal framöver och därigenom intäkten i svenska kronor och får en möjlighet att ta del av en fördelaktig kursutveckling under perioden. Jämfört med en traditionell termin där säljkursen skulle kunna säkras kring 11,24, ger man endast upp 9 öre för att få möjlighet att sälja på upp till 11,40.

Kontakta din närmaste valutaspecialist eller företagsrådgivare för rådgivning kring ert bolags situation.

Daniel Hedlund, Karin Valent, Anna Persson FX Sales

Sämre ekonomiska utsikter med Trump än med Biden

Valkampanjen inför höstens presidentval mellan Biden och Trump är nu i full gång. Trumps handelspolitik står i fokus inför en eventuell nästa presidentperiod och talar enligt vår mening för en sämre ekonomisk utveckling än om Biden sitter kvar. Dels är Trumps nya föreslagna tullar betydligt mer långtgående, dels är utsikterna att motverka dem med skattesänkningar betydligt mindre den här gången. Effekterna blir dock sannolikt värre för den övriga världen än för den relativt slutna USA-ekonomin.

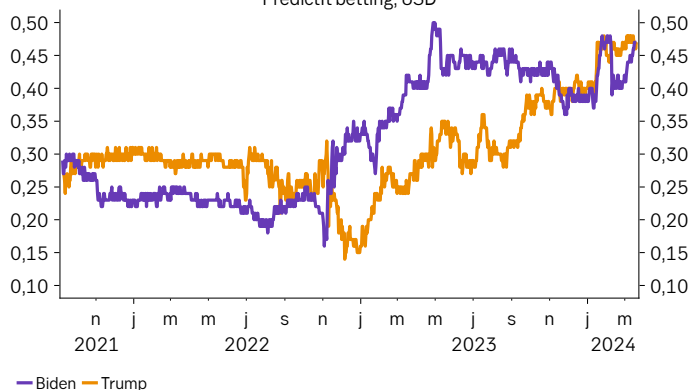
Under förra veckan passerades ännu en milstolpe på vägen till höstens amerikanska presidentval – både president Biden och tidigare president Trump har nu samlat tillräckligt många röster för att säkra sitt respektive partis nominering. Primärvalssäsongen har bjudit på ovanligt lite spänning. Detsamma kan inte sägas om vare sig utgången av valet eller dess konsekvenser.

Valutgången fortfarande en öppen fråga

Opinionsmätningarna ger Trump en liten fördel framför Biden medan betting-oddsen väger i stort sett jämnt. Biden tampas med kritik mot hans höga ålder och protester från delar av partiet mot USA:s stöd för Israels krigföring i Gaza men kan dra fördel av missnöje kring bland annat republikanernas abortpolitik. Att Trumps rättsprocesser drar ut på tiden i avvaktan på bland annat utslag från Högsta domstolen senast i början av sommaren har samtidigt minskat ett av de största hoten för hans återkomst till Vita Huset. Trump har också haft en fördel i opinionsmätningarna i flera av de vägmästar-delstater där valet i praktiken kommer att avgöras. På marginalen ser en Trump-seger nu ut att vara något troligare än en seger för Biden, men mycket kan fortfarande hända innan valdagen 5 november.

Jämnt inför presidentvalet 2024

Predictit betting, USD



Källa: Predictit, Macrobond, SEB

Ingen repris på vare sig Trump 1.0 eller Biden 1.0

Trump's presidentperiod avslutades med en kraftig tillväxtbroms från pandemin men präglades dessförinnan av medvindar från skattesänkningar och avregleringar som mer än uppvägde motvindar från handelskrig. Bidens superexpansiva finanspolitik – det enorma corona-stödpaketet i början av mandatperioden men även förslagen inom hans gröna industripolitik – lade därefter grunden för de senaste årens starka återhämtning efter pandemin. Förutsättningarna för nästa mandatperiod ser dock väsentligt annorlunda ut oavsett vem som tar över i Vita Huset nästa år och vi

tror inte att utvecklingen blir en upprepning av respektive kandidats föregående perioder.

Litet manöverutrymme för Biden i motsträvig kongress

Vinner Biden valet tror vi att han kommer möta fortsatt motstånd från åtminstone den ena av kongressens två kamrar. Utsikterna för Demokraterna att behålla majoriteten i senaten begränsas av att det är betydligt fler demokratiska senatorer än republikanska som måste försvara sina platser i valet. Biden presenterade nyligen ett förslag till ny budget för 2025/2026 som innehöll en kombination av tidigare förslag på skattehöjningar på bolag och rika samt nya utgifts-ökningar. Vi tror dock att dessa förslag kommer få svårt att vinna stöd i Kongressen även om Biden sitter kvar. Huvudtipset är en relativt neutral finanspolitik.

Handelspolitik snarare än skatter i fokus med Trump

För Trumps del pekar vallöftena så här långt mot ökade nedåtrisker för ekonomin i både USA men i ännu högre grad omvärlden. Dels är handelspolitiken med högre tullar på amerikansk import betydligt mer aggressiv än de åtgärder som infördes under 2018-2019, dels kommer Trump inte att ha samma möjligheter att motverka detta med sänkta skatter.

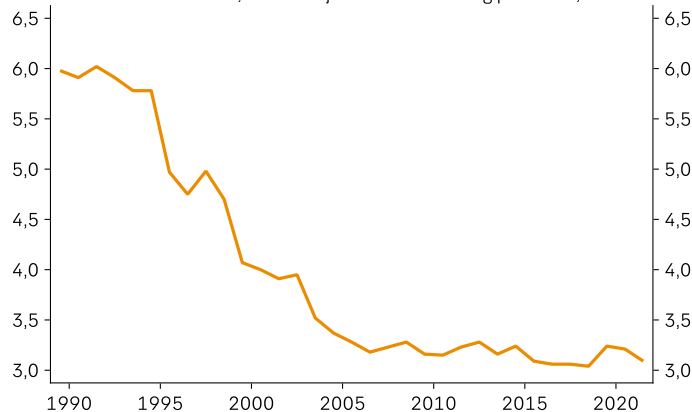
Vad gäller finanspolitiken kommer delar av Trumps skattesänkningar från 2017 års skattereform (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) att löpa ut i början av nästa mandatperiod och vi förväntar oss att Trump förlänger dessa i ett läge där Republikanerna får majoritet i bägge av Kongressens två kamrar. Förslag på ytterligare skattesänkningar skulle dock, tror vi, inte få ett positivt mottagande på räntemarknaden givet ökad oro för ohållbart höga underskott och ökad offentlig skuldsättning.

Mer långtgående tullar den här gången

Samtidigt är Trumps föreslagna handelspolitik betydligt mer aggressiv än hans tidigare mer riktade tullhöjningar. Även om Trump införde höga tullar på enskilda områden, som tvättmaskiner, stål och aluminium liksom mot Kina har den generella tollnivån enligt den internationella handelsorganisationen WTO och FN:s handelsorgan UNCTAD varit relativt stabil kring drygt tre procent av den totala importen. Inför en nästa mandatperiod har Trump föreslagit generella tullar på 10 procent på all amerikansk import och därtill upp till 60 procentiga tullar på importen från Kina. Båda dessa förslag utvecklades i ett inlägg från Trumps handelsansvarige Robert Lightizer i tidningen Economist (betallänk här) nyligen, vilket understryker att nivåerna inte är tagna ur luften.

USA: Effektiva tullsats

Tillverkade varor, exklusive jordbruks- och energiprodukter, %



Källa: United Nations Conference on Trade & Development (UNCTAD), Macrobond, SEB

Trump har även sagt att varje utländsk tull på amerikansk export ska mötas av samma tullsats på detta lands export till USA. Det är ett besvärligt förslag eftersom länder ofta varierar tullsats beroende på vilka sektorer man i första hand vill värna. USA har till exempel

låga tullar på import av europeiska bilar men högre på SUV:ar som ses som viktigare för amerikansk bilproduktion.

Flera faktorer styr effekterna på USA:s ekonomi

För slutkonsumenten i USA skulle en 10-procentig tull på all import kunna jämföras med en generell skatt på drygt 300 mdr USD eller drygt 1 procent av BNP. Därtill kommer ytterligare negativa effekter från ännu högre tullar mot Kina på ytterligare drygt en halv procentenhet. Men en sådan kalkyl förutsätter att intäkterna från tullarna skulle gå in i statskassan. Uttalanden från Trumplägret pekar mot att tullinkomsterna skulle användas för att finansiera nya skattesänkningar. USA:s exportindustri skulle dock fortfarande drabbas av negativa effekter från de mottullar som med största sannolikhet skulle införas av USA:s handelspartners.

Trump och Lightizers förhoppningar är att tullarna ska ge amerikanska företag en möjlighet att öka sin produktion på bekostnad av dyrare import. Men denna förväntan bygger på att USA har ledig kapacitet i form av fabriker och personal. Det är i dagsläget tveksamt.

Höjda tullar kan också, på samma sätt som en momshöjning, tillfälligt lyfta inflationen och särskilt i ett läge där stark konsumentefterfrågan gör det möjligt för handeln att skicka vidare höjda kostnader till konsument snarare än att tvingas minska vinstmarginalerna. Fed är betydligt mer på tårna nu vad gäller uppåtrisker för inflationen än innan pandemin. Det ökar risken för en stramare penningpolitik och högre räntor som svar på nya tullar. Men det är också möjligt att inflationspressen motverkas av en starkare dollar. Trumps handelspolitik väntas slå ännu hårdare mot omvärlden än på den relativt slutna USA-ekonomin. Euron kan också komma att handlas med en säkerhetspolitisk riskpremie om Trump gör allvar av planen på att avsluta USA:s stöd för Ukraina och se över USA:s engagemang i NATO generellt.

Effekterna av de tidigare tullarna mot Kina rundades delvis genom förändrade handelsmönster och vidareexport av kinesiska varor från länder som t ex Vietnam, Malaysia och Mexiko och genom kinesiska direktinvesteringar i Mexiko, som USA har ett handelsavtal med. I ett tal i helgen hotade Trump med 100-procentiga tullar på import av kinesiska bilar från Mexiko. Frågan är hur en sådan åtgärd skulle rymmas inom USA:s nordamerikanska handelsavtal USMCA – en av Trumps stora segrar på handelsområdet.

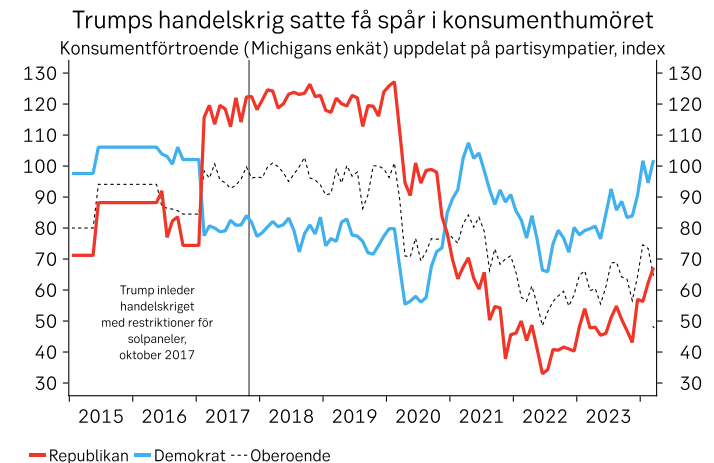
Analysen visar oftast måttliga effekter

Olika organisationer som IMF, centralbanker, akademi och privata researchföretag har presenterat analyser av de ekonomiska effekterna av ett handelskrig, inklusive av generella 10-procentiga tullar. Slutsatserna skiftar men pekar generellt på måttliga effekter för USA:s del så länge som tullinkomsterna går tillbaka in i ekonomin. Till skillnad från Trumps presidentperiod 2017-2020 väntas nettoeffekten bli negativ, men framförallt på grund av uteblivna nya skattesänkningar. Enligt en tidigare analys av Frankrikes centralbank skulle generella 10-procentiga tullar leda till att global BNP faller med nära 2 procent vid införandet och med upp till tre procent under en tvåårsperiod. Merparten av dessa effekter förväntades dock komma från finansiell stress och ökade upplåningskostnader.

Trump's tidigare tullar var populära

En studie av bland annat USA-ekonomen David Autor kommer fram till att Trumps tidigare handelskrig inte hjälpte de regioner i det så kallade amerikanska hjärtlandet som Trump sade sig värna om. Arbetslösheten i de skyddade sektorerna varken steg eller sjönk samtidigt som mottullar från omvärlden hade tydligt negativa effekter på sysselsättningen i de drabbade sektorerna. I ett avseende var tullarna dock en succé för Trump. Invånarna i de områden som var mest berörda av skyddstullarna blev mindre benägna att se sig som Demokrater och mer benägna att rösta på

Trump och på republikanska kandidater till kongressen. De utländska mottullarna påverkade däremot inte stödet så mycket.



Elisabet Kopelman

Ryssland: En fossilfinansierad krigsstat

Resultatet av tre dagars ryskt presidentval var förutsägbart och med 87 procent av rösterna inleder Vladimir Putin sin femte mandatperiod. Sitter han kvar den sex år långa perioden kommer han att ha suttit vid makten längre än diktatorn Josef Stalin. Frågan blir nu om Putin ska använda det manipulerade valresultatet som ett krigsredskap?

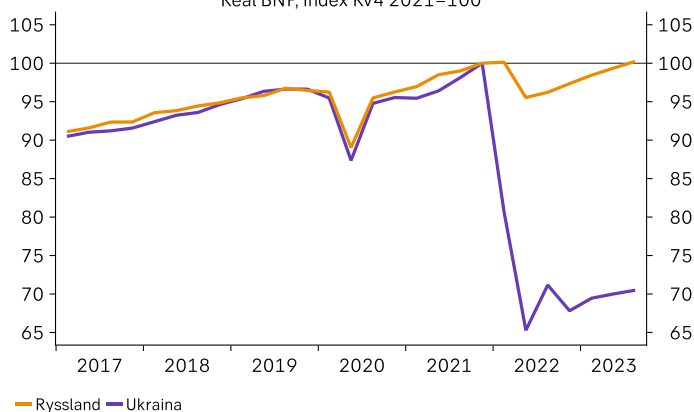
Trots att Putin har blivit ännu mer av en paria i väst sedan han gav order till de ryska väpnade styrkorna att invadera Ukraina i februari 2022, och trots att Ryssland i stort sett är utestängt från det västerländska finanssystemet, kunde läget vara värre för president Putin. Kriget i Ukraina håller långsamt på att gå Putins väg efter att han övervunnit en rad misslyckanden och motgångar. Rysslands väpnade styrkor har lidit stora förluster, men i år har omvärldens syn på kriget ändå svängt från tidigare optimism över Ukrainas motståndskraft, till en växande oro för att Ukraina saknar resurser att hålla Ryssland stången mycket längre.

De ukrainska väpnade styrkorna begränsas av EU:s och USA:s svårigheter att få fram stöd, såväl finansiellt som materiellt (vapen och ammunition). Den amerikanska kongressen är fortfarande oförmögen att driva igenom mer finansiering till Ukraina och EU fick igenom ett stödpaket på 50 miljarder euro först efter starkt motstånd från Ungern. Omfattande försvarsstrukturer på den ryska sidan och tekniskt avancerad krigsföring med bland annat drönare och realtidsövervakning har hittills motverkat Ukrainas förmåga att slå hål på den ryska fronten.

Ukrainas ekonomi är djupt påverkad av kriget – landets uppskattade BNP-nivå är ungefär 30 procent lägre än före kriget och mer än 10 miljoner människor är antingen internflyktingar eller flyktingar. Rysslands export av fossila bränslen är ur ett ekonomiskt perspektiv relativt intakt. Sanktioner och exportkontroller från västvärlden har inte blivit det förödande slag mot Rysslands ekonomi som västerländska regeringar kanske hade hoppats på. Kriget har förvisso påverkat Ryssland djupt, men den ryska ekonomin har varit mer motståndskraftig än förväntat. Landets ekonomi växte med 3,6 procent ifjol, vilket var betydligt högre än vad vi och många förväntade oss.

Ukrainas ekonomi drabbas hårt av kriget

Real BNP, Index Kv4 2021=100



Källa: Ukraine State Statistics Service, Russian Federal State Statistics Service (Rosstat), Macrobond, SEB

Tillväxten fick hjälp av det faktum att (särskilt) EU agerade långsamt för att avsluta sin import av rysk olja och gas, och att Ryssland tilläts tillhandahålla sina naturresurser genom länder som Kina, Indien och Turkiet. Enligt uppgifter från IEA köpte dessa tre länder ungefär en

fjärdedel av Rysslands oljeexport 2021, medan de i fjol köpte två tredjedelar. Även om exporten har sjunkit från de högsta nivåerna före kriget är nivåerna nu ungefär samma som före pandemin. EU minskade sin andel av efterfrågan på naturgas från Ryssland från 39 procent 2021 till 12 procent 2023, och det pristak på 60 USD/fat som infördes av västländerna verkar ha haft viss framgång vid tidpunkten då det tillkännagavs, men sedan dess har råoljepriset i Ural uppvisat nivåer som ligger betydligt över den nivån. Dessutom har rabatten mot Brentolja halverats under ungefär samma period. Trots att västvärlden har fryst ungefär 300 miljarder US-dollar av den ryska centralbankens internationella reserver har Ryssland fortsatt att generera ett överskott i bytesbalansen. Tillsammans med att centralbanken har höjt styrräntan, infört kapitalkontroller och tvingat exportörer att omvandla exportintäkter till rubel har detta bidragit till finansiell stabilitet. I takt med att Ryssland har fortsatt att exportera sina naturresurser har den ryska staten löpande fått betydande intäkter. Dessa motståndskraftiga intäkter tillsammans med skatter ger den ryska staten resurser att fortsätta kriget i Ukraina. Vi uppskattar att den ryska staten kan ha avstått från cirka 18 procent i olje- och gasintäkter jämfört med vad den skulle ha fått före kriget för ett motsvarande oljepris. Det motsvarar 61 miljarder dollar, vilket är en stor, men sannolikt hanterbar, förlust för Ryssland.

Krigsekonomin gynnar BNP-tillväxten

En viktig drivkraft för Rysslands BNP-tillväxt är faktiskt relaterad till kriget. Regeringens ansträngningar att styra resurser relaterade till kriget har resulterat i ett uppsving inom tillverkning- och byggsektorn. I budgetförslaget för 2024-2026 kommer de militära och säkerhetsrelaterade utgifterna att öka betydligt. Enligt regeringens planer ökar Ryssland de reala militärutgifterna i år till att motsvara över en tredjedel av utgifterna och cirka 7 procent av BNP. Militärutgifterna överskuggar därmed de sociala utgifterna – som för närvarande utgör mindre än 5 procent av BNP – för första gången i Rysslands postsovjetiska historia.

Produktionsindex för tillverkningsindustrin är tillbaka på de nivåer som rådde före krigsutbrottet. De indirekta effekterna av krigsekonomin verkar också ha ökat den inhemska efterfrågan på varor. Reallönerna har ökat och osäkerheten om framtiden har utan tvekan stimulerat konsumtionen. Detaljhandeln ligger ungefär på samma nivå som före kriget. Denna dynamik i den ekonomiska aktiviteten är endast möjlig så länge Ryssland kan importera varor från utlandet.

Fortsatt tillgång till globala produktmarknader

Trots västerländska sanktioner har Ryssland kunnat fortsätta att importera varor från utlandet, både direkt från växande handelspartners som Kina, Indien och Turkiet, men även indirekt genom centralasiatiska länder. USA och EU har varit ovilliga – och kanske oförmögna – att tvinga tredje land att avstå från handel med Ryssland. Att täppa till handelsvägen genom Centralasien strider mot västvärldens och i synnerhet EU:s bredare geopolitiska intressen. Centralasien har sina egna naturresurser och ekonomiska intressen, och behovet av att balansera Kinas växande makt i regionen kommer sannolikt att urvattna åtgärder mot centralasiatiska regimer – vilket ger Ryssland en livlina.

Krigsekonomidriven tillväxt inte långsiktigt hållbar

Den starka utvecklingen av Rysslands BNP, industriproduktion och exportsektorer innebär inte att ekonomins långsiktiga utsikter är goda. Ryssland växer för närvarande betydligt över sin potential (som OECD uppskattar till 0,75 procent per år). Denna överdrivna tillväxt som härrör från krigsekonomin skapar ett inflationstryck som tvingar centralbanken att hålla styrräntorna högre längre. Dessutom drivs Rysslands ekonomi nu till stor del av två potentiellt mycket volatila faktorer: krig och råvarupriser. När kriget upphör kommer också tillväxten att minska.

Skevt förhållande till Kina

Exportkontroller och andra tvångsåtgärder begränsar Rysslands förmåga att importera specifika varor, särskilt inom avancerad teknik, vilket med tiden riskerar att hindra Ryssland att hålla jämna steg med andra väpnade styrkor runt om i världen. Ryssland blir också alltmer beroende av ekonomiska partners för handel och investeringar. Särskilt när det gäller Kina befinner sig Ryssland i ett skevt förhållande där den totala handeln mellan de två länderna uppgår till 30 procent av Rysslands totala handel med världen, och bara 4 procent av motsvarande siffra för Kina. Och även om handeln med Indien har varit till hjälp, stärker landet relationerna med USA, vilket gör det till en osäker partner i framtiden. Kina måste upprätthålla starka handelsrelationer till USA och Europa. Trots billig energi kommer kinesiska företag att vara försiktiga i sina kontakter med Ryssland, av rädsla för att de kan stöta på amerikanska sanktioner och eventuellt blockeras från USA:s finansiella system.



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Om den nuvarande situationen kvarstår kommer skevheten i ekonomin sannolikt förvärras. Ryssland står redan inför brist på arbetskraft när invandringen sjunker och kriget kräver mer soldater från en redan åldrande och minskande befolkning. Samtidigt som regeringen öser in resurser i de militära sektorerna riskerar Ryssland i praktiken att drabbas av en dubbel s.k. "Dutch Disease", eftersom både militären och fossilsektorn drar resurser från andra sektorer, vilket pressar upp priserna, hotar produktiviteten och lönsamheten i övriga sektorer.

I slutändan är Ryssland på väg att bli vad som i huvudsak kan beskrivas som en fossilfinansierad krigsstat. Mot bakgrund av den betydande, men i slutändan ohållbara, utvecklingen i den ryska ekonomin har vi höjt BNP-prognosen för 2024 till 2,5 procent. Som vi har beskrivit i den här artikeln återspeglar detta en krigsekonomi på högvarv snarare än en underliggande ekonomisk styrka. Vi ser en inflation på 7 procent i år, vilket kommer att kräva en långsammare takt i policylättnaderna än vad konsensus förväntar sig. Vi tror att styrräntan ligger på 13 procent i slutet av året. Rubeln torde fortsätta att deprecieras till 98 per USD i slutet av året, vilket till stor del återspeglar en långsam försämring av bytesbalans-överskottet. Våra prognoser är behäftade med ovanligt stor osäkerhet på grund av kriget och bristen på transparens kring rysk ekonomisk politik.

Denna text är en sammanfattning och översättning av **EM Monitor** publicerad 15 mars, skriven av vår chefsstrateg för tillväxtmarknader **Erik Meyersson**.

Cecilia Kohonen (översättning och kortning)

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.