

Onsdag den 19 februari, 2025

Merz favorit i slutspurten inför tyska valet

Om fyra dagar går Europas största ekonomi till val. Allt annat än en ny regering och ny förbundskansler vore en skräll. Den konservativa unionen CDU/CSU väntas bli störst och CDU:s ledare Friedrich Merz blir med stor sannolikhet ny förbundskansler. En krisande ekonomi, ett pressat säkerhetspolitiskt läge samt tullhotet från president Trump lär innebära en rivstart för den nya förbundskanslern. Sid 3-4.

Stor korgeffekt bakom överraskande hög inflation i januari

Sveriges inflationstakt accelererade tydligt i januari, men stora delar av uppgången kan förklaras av uppdaterade vikter i KPI-korgen. Det kommer att lyfta inflationstakten genom hela 2025, men får troligen omvänd effekt 2026. Det underliggande pristrycket ser dock fortfarande mestadels gynnsamt ut och vi behåller vår prognos om en sista sänkning från Riksbanken i maj. Sid 5.

FX Sales: Bra nivåer att säkra EUR/SEK

Kronans förstärkning mot såväl dollar som euro senaste veckorna är enligt vår bedömning ganska överraskande om man ser till omvärldsläget med hot om tullar och svaga tillväxtsiffror i Europa. Dagens nivåer kan vara ett bra tillfälle att säkra framtida köp i euro. Sid 6.

Små marknadsreaktioner på omskakande Trump 2.0

Trumps första månad har kantats av radikala policyförslag inom både handels- och säkerhetspolitik. Dessa ser ännu inte ut att ha satt stora spår i marknadssentimentet. För USA:s del ligger de stora riskerna i om tullagendan kombineras med en ny väldigt expansiv finanspolitik. Det verkar inte vara huvudspåret men ansvaret ligger på Kongressen. Sid 7.

FX Pilot: Komplex miljö för valutamarknaden

Marknaderna har utvecklats i linje med våra förväntningar; amerikanska räntor har stigit, aktiemarknaden trotsar den globala handelsoron och dollarn har stärkts. Nu riktas uppmärksamheten mot skillnaderna inom G10-valutor när president Trump snabbt skiftar fokus mellan olika ekonomier. Sid 10.

Investment Outlook: Stökig politik utmanar hoppfulla marknader

Kapitalmarknaden har inlett 2025 med positiva förtecken och grunden finns för ett fortsatt positivt börs klimat. Bedömningen är att avkastningen blir lägre, men fortsatt positiv även i år, med en tydligare fördelning mellan regioner, sektorer samt mellan stora och mindre företag. Sid 11.

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 1)

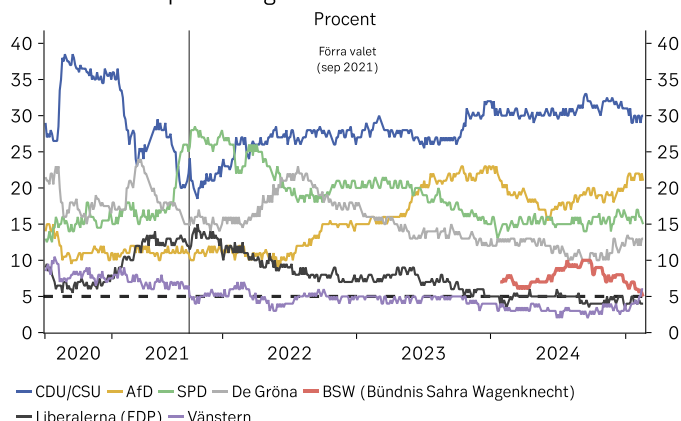
Reporänta: → (2,25%)

2-årsränta: ↘ (1,93%)

EUR/SEK: ↗ (11,35)

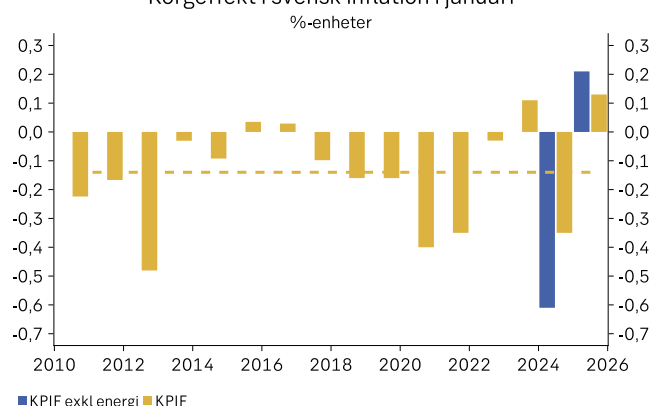
USD/SEK: ↗ (11,13)

Opinionsläget inför valet 23 februari



Källa: Wahlrecht.de, Macrobond, SEB

Korgeffekt i svensk inflation i januari



Källa: SCB, Macrobond, SEB

Valutaprognoser*

Riktning kv.1	18-feb	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	
EUR/SEK	↗	11,20	11,35	11,45	11,40	11,30
USD/SEK	↗	10,71	11,13	11,34	11,18	10,97
GBP/SEK	↗	13,50	13,51	13,47	13,26	12,99
NOK/SEK	↗	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97
JPY/SEK	↗	7,05	7,42	7,71	7,66	7,57
CAD/SEK	↗	7,55	7,84	8,04	7,93	7,84
AUD/SEK	↗	6,80	7,01	7,03	7,04	7,02
CHF/SEK	↗	11,87	12,07	12,05	12,00	11,77
PLN/SEK	↘	2,70	2,64	2,73	2,59	2,51
CNY/SEK	↗	1,47	1,51	1,53	1,50	1,46
DKK/SEK	↗	1,50	1,52	1,54	1,53	1,52
EUR/USD	↘	1,05	1,02	1,01	1,02	1,03

Ränteprognoser, %*

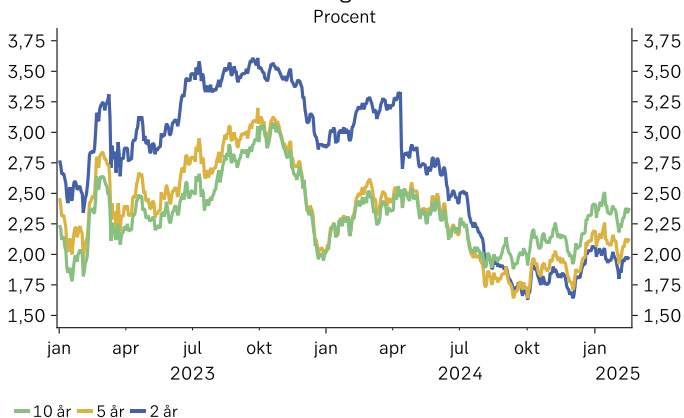
	18-feb	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25
Styrränta*					
USA (övre intervall)	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
Euroområdet (deponiränta)	2,75	2,50	2,00	1,50	1,50
Sverige	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00
Norge	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
Storbritannien	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
Statsobligationer***					
2 år Sverige	1,98	1,93	1,89	1,99	2,15
5 år	2,13	2,05	2,06	2,15	2,29
10 år	2,36	2,25	2,31	2,39	2,50
Utländska obligationsräntor***					
2 år Tyskland	2,13	2,04	1,91	1,73	1,85
2 år USA	4,28	4,23	4,16	4,01	4,03
10 år Tyskland	2,48	2,30	2,30	2,35	2,40
10 år USA	4,52	4,50	4,40	4,45	4,50

Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	19 mar	6 mar	20 mar	20 mar
Räntebesked	oför.	-0.25	oför.	oför.
Ny ränta, %	4.25-4.50	2.50**	4,50	2,25

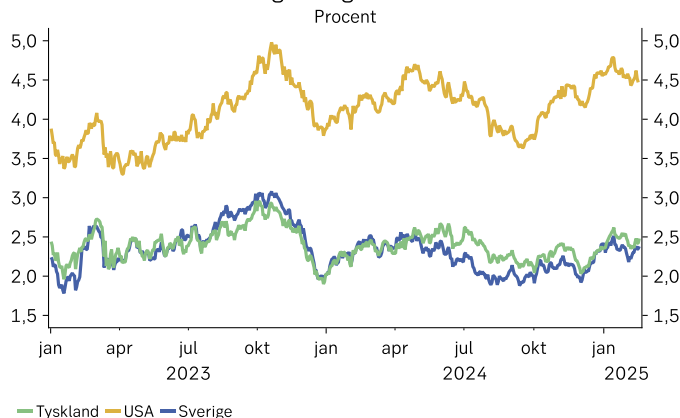
* I dag, resp vid kvartalsslut, ** inlåningsränta, *** konstant löptid, ej faktiska obligationer

Svenska obligationsräntor



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

10-åriga obligationsräntor



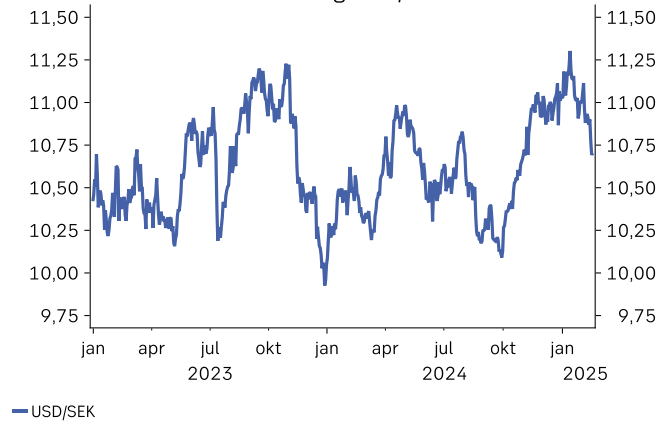
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Utveckling USD/SEK



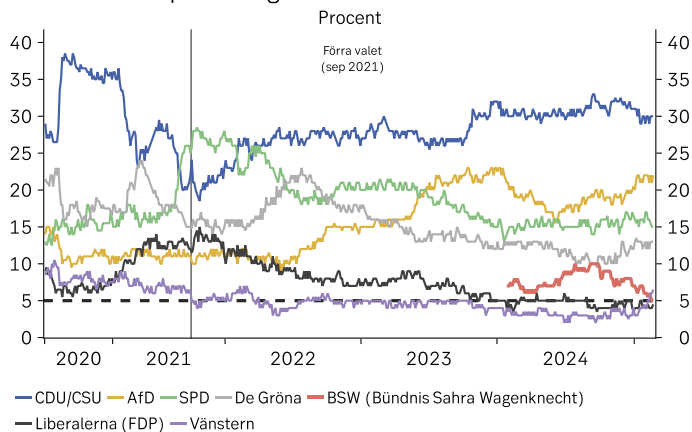
Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Merz favorit i slutspurten inför tyska valet

Om fyra dagar går Europas största ekonomi till val. På grund av den förra regeringens kollaps i slutet av förra året sker valet ca 6 månader tidigare än planerat. Allt annat än en ny regering och ny förbundskansler vore en skräll. Den konservativa unionen CDU/CSU väntas bli störst och CDU:s ledare Friedrich Merz blir med stor sannolikhet Tysklands nästa förbundskansler. Förmodligen bildas en storkoalition med CDU/CSU och Socialdemokraterna, SPD. En krisande ekonomi, ett pressat säkerhetspolitiskt läge samt tullhotet från president Trump lär innebära en rivstart för den nya förbundskanslern.

De senaste opinionsmätningarna pekar mot en stabil seger för CDU/CSU i valet 23 februari med ett väljarstöd på runt 30 procent. Näst största parti väntas ytterhögerpartiet Alternative für Deutschland (AfD) bli. Socialdemokraterna (SPD) med nuvarande förbundskansler Olaf Scholz har tappat ordentligt sedan förra valet 2021. Enligt opinionsmätningar har SPD ca 15 procent av väljarnas röster, ett tapp på mer än 10 procentenheter sedan förra valet. Tre partier ligger nära gränsen på 5 procent (det relativt nybildade Vänsterpartiet BSW, Liberalerna och Vänstern). Huruvida dessa partier kommer in i parlamentet eller inte kan ha bäring på om det blir en tvåpartiregering eller om Merz kommer behöva söka stöd från ytterligare ett parti. Bildandet av en koalitionsregering innebär att det därför kan ta några veckor innan en ny regering är på plats.

Opinionsläget inför valet 23 februari



En storkoalition är huvudscenariot

Vårt huvudscenariot är en storkoalition mellan CDU/CSU och SPD samt att CDU:s ledare Friedrich Merz blir ny förbundskansler. En regering med Merz och Scholz lär dock inte bli friktionsfri. Efter att CDU:s förslag om striktare asylslag (som stöttades av ytterhögerpartiet AfD) röstades ner i förbundsdagen (parlamentet) för några veckor sedan har stämningen mellan Scholz och Merz hårdnat. Scholz har sagt att han inte längre kan lita på att Merz inte tar in AfD i en kommande regering. Att släppa in AfD skulle bryta mot ett långvarigt tyskt tabu och många menar att Merz redan med förslaget till ny asylslag har kringgått den så kallade brandväggen mot AfD (en tyst överenskommelse om att inte samarbeta med ytterhöger). Merz har dock efter omröstningen upprepat budskapet att han inte kommer samarbeta med AfD. En koalition mellan CDU/CSU och De Gröna ter sig som mindre sannolik, inte minst med tanke på det bayerska systerpartiets CSU:s motstånd (framför allt hos ledaren

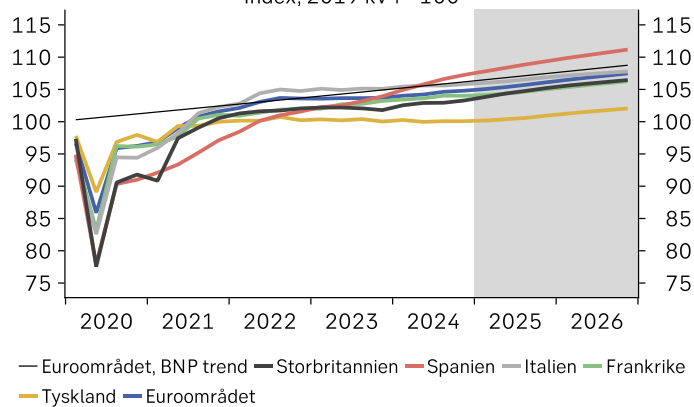
Marcus Söder) att samarbeta med de Gröna. De Grönas kanslerkandidat Robert Habeck har dessutom tydligt tagit avstånd från Merz striktare migrationsförslag. En storkoalition med CDU/CSU, SPD och De Gröna är inte heller huvudscenariot, inte minst med tanke på Söders inställning till De Gröna men också för att den förra regeringen med tre partier (SPD, De Gröna och Liberalerna FDP) visade hur svårt det kan vara att samarbeta med flera partier som står långt ifrån varandra ideologiskt. En storkoalition mellan CDU/CSU och SPD är ju inte heller något nytt, utan partierna har samarbetat tre gånger tidigare (senast fram till förra valet 2021). En koalition mellan CDU/CSU, SPD och De Gröna skulle dock kunna inträffa om CDU/CSU och SPD hamnar långt ifrån 50 procent av rösterna (det vill säga om partierna som ligger nära gränsen på 5 procent kommer in i förbundsdagen).

Den nya regeringen behöver lyfta ekonomin

Den tyska ekonomin har krympt två år i rad. Och även framöver ser tillväxten ut att bli låg (strax under 0,5 procent 2025 enligt vår senaste prognos). Den svaga ekonomin har varit en av de viktigaste valfrågorna. Hushållen har pressats av den höga inflationen och de stigande räntorna och industrin har drabbats hårt av höga energipriser och ökad konkurrens från Kina. Partierna har presenterat olika förslag för att ta Tyskland ur dess ekonomiska stagnation. Skattesänkningar är en prioritet för de konservativa medan SPD i större utsträckning lyfter fördelningspolitiken och jobbtryggheten. Mer om dessa förslag samt orsakerna till den låga tillväxten finns att läsa i en temaartikel i vår senaste Nordic Outlook (se här). Helt klart är att reformer behövs för att lyfta den låga potentiella tillväxten, vilken ett ledande råd av tyska experter och akademiker ("Sachverständigenrat") så sent som våren 2024 uppskattade till endast 0,5 procent.

Tysk BNP har stagnerat

Index, 2019 kv4 = 100

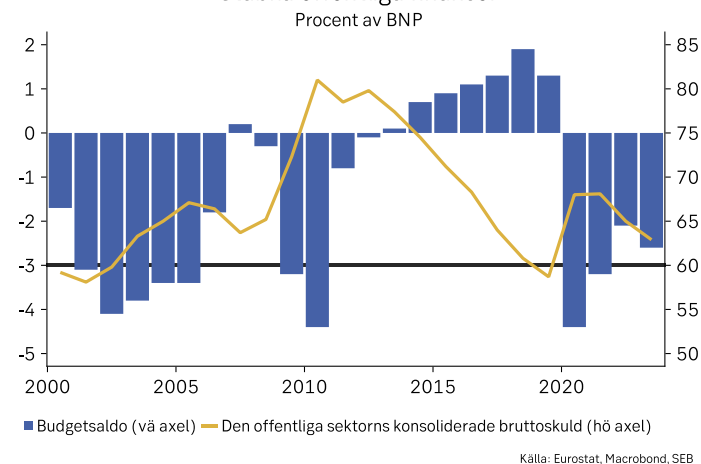


Blir det en reform av skuldbromsen?

Ett viktigt skäl till att den förra regeringen inte höll var svårigheterna att komma överens om budgeten för 2025. SPD ville lätta på skuldbromsen (årligt strukturellt budgetunderskott på max 0,35 av BNP) för att stötta Ukraina, utan att åsidosätta andra utgifter. FDP, å andra sidan, ville inte lätta på skuldbromsen utan ville i stället minska utgifterna. Frågan om skuldbromsen är viktig i nuvarande valkampanj. SPD går till val på att lätta på skuldbromsen. CDU har traditionellt varit för skuldbromsen, men den senaste tiden har Merz signalerat att han inte utesluter en viss uppluckring av skuldbromsen (dock inte lika mycket som SPD), men att pengarna i så fall bör användas för tillväxthöjande åtgärder, som investeringar i infrastruktur och digitalisering. De åtgärder som Merz presenterar i form av breda skattesänkningar för både hushåll och företag lämnar dessutom stora finansieringsluckor, något som forskare säger blir svårt att finansiera utan en uppluckring av skuldbromsen. Tyskland har, till skillnad från övriga stora EU-ekonomier, relativt gynnsamma offentliga finanser. Givet att en ökad upplåning används för

investeringar borde utrymme för en reform av skuldbromsen finnas. I IMF:s senaste landrapport för Tyskland gjordes bedömningen att Tyskland har utrymme att höja den årliga underskottsgränsen med 1 procentenhet av BNP. Det skulle ge utrymme för välbehövliga investeringar samtidigt som skuldkvoten skulle fortsätta sin nedåtgående trend. En risk är dock att en reform av skuldbromsen skulle kunna blockeras om AfD och även mindre partier blir tillräckligt stora så att de kan blockera en omröstning i parlamentet (krävs två tredjedels majoritet i parlamentet för att ändra en grundlag).

Stabila offentliga finanser

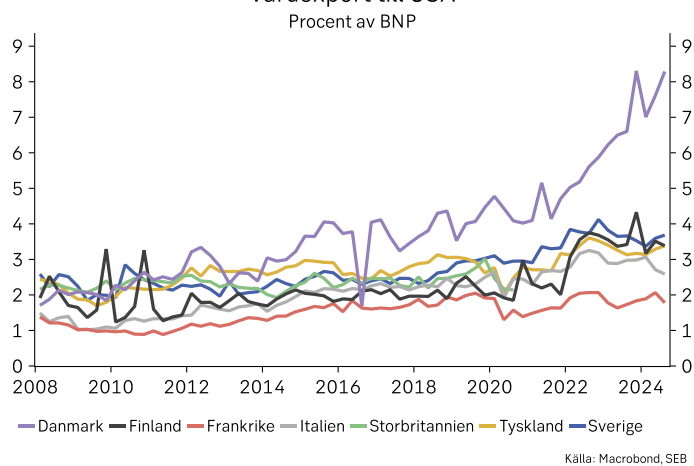


Behov av ledarskap i en orolig omvärld

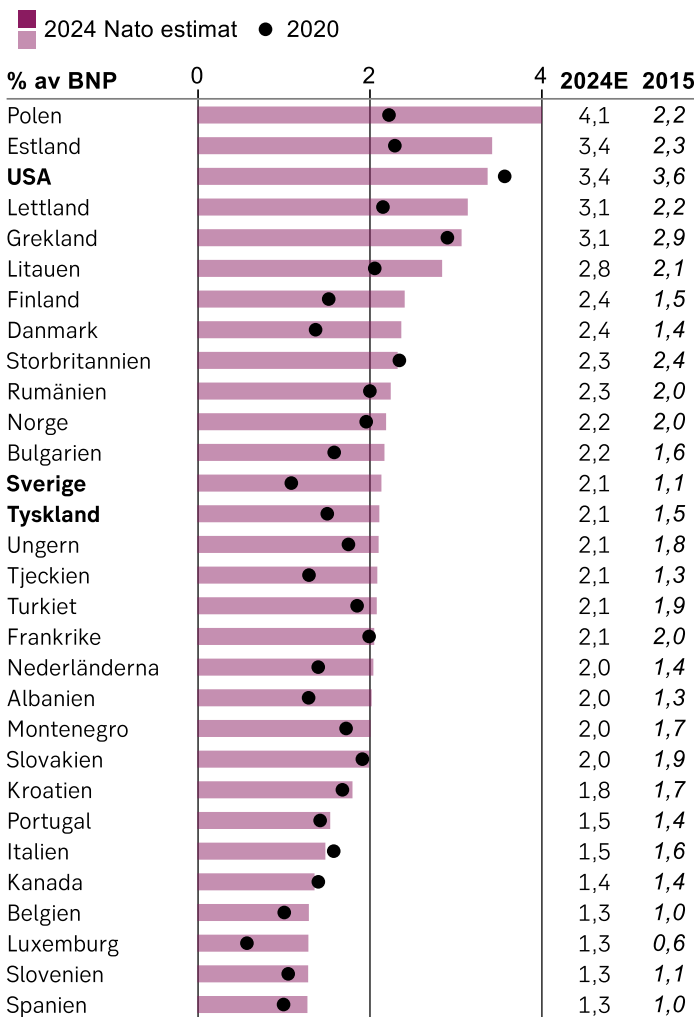
Den nya förbundskanslern har inte bara ett utmanande inrikespolitiskt läge (den svaga ekonomin och migrationsrelaterade frågor). Geopolitiken med risk för ökade tullar från USA och kriget i Ukraina ställer stora krav på ledaren för Europas största ekonomi. President Trump har pratat med Rysslands president Putin och därefter även Ukrainas president Zelensky om att inleda fredsförhandlingar. EU har krävt att delta i förhandlingarna. Europa lär behöva bidra med både ekonomiskt stöd till upprustning och säkerhetsgarantier. Samtidigt behöver Europa rusta upp sitt eget försvar och öka sina försvarsutgifter. Många Natoländer ligger fortfarande under målnivån på 2 procent av BNP som nu är på väg att förhandlas upp och långt ifrån Trumps önskemål om 5 procent av BNP. Tyskland hamnade strax över 2 procent av BNP förra året och givet det geopolitiska läget lär försvarssatsningarna fortsätta öka. De finanspolitiska musklerna finns åtminstone på plats för länder som Tyskland. För länder med sämre offentliga finanser har EU-kommissionens ordförande Ursula von der Leyen signalerat att det kan komma undantagstillstånd från EU:s regelverk för försvarsutgifter.

Risken för ett globalt handelskrig har ökat med Trumps återkomst till Vita huset. Tysklands export utgör nästan halva BNP och USA är Tysklands viktigaste exportmarknad (ca 10 procent av exporten). Tysk export till USA utgör nästan 3,5 procent av tysk BNP. Tullar på EU:s export till USA kan (speciellt om det blir höga generella tullar) därmed slå hårt mot tysk ekonomi. IFO-institutet har uppskattat att generella 20-procentiga tullar på amerikansk import från alla handelspartners (förutom Kina, som skulle beläggas med 60-procentiga tullar) kan minska tysk export till USA med nästan 15 procent. De branscher som riskerar att drabbas hårdast är bil- och läkemedelsbranschen. Även den tyska exporten till Kina skulle minska med nästan 10 procent. Men genom ändrade handelsmönster kan den totala effekten på exporten bli mindre, en nedgång med 2 procent (läs mer här). Effekten är ändå betydande eftersom exporten är en så pass stor del av tysk BNP. Den nya förbundskanslern måste därför vara beredd på tuffa förhandlingar med Trump och måste axla inte bara Tysklands relation med USA, utan hela EU:s.

Varuexport till USA



Nato försvarsutgifter



Källa: Nato, SEB och Macrobond

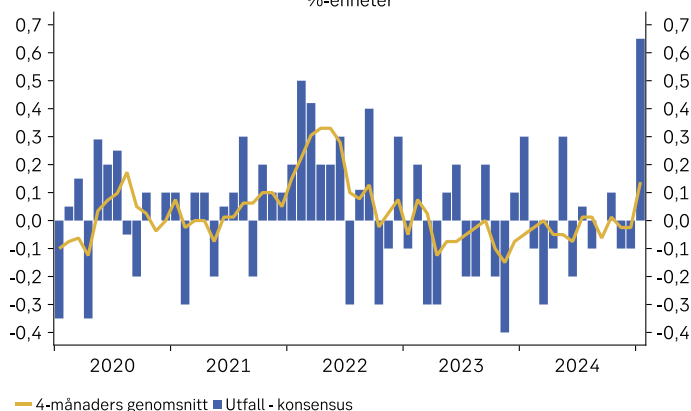
Pia Fromlet

Stor korgeffekt bakom överraskande hög inflation

Inflationstakten accelererade tydligt i januari, men stora delar av uppgången kan förklaras av uppdaterade vikter i KPI-korgen. Det kommer att lyfta inflationstakten genom hela 2025, men får troligen omvänd effekt på 2026. Det underliggande pristrycket ser dock fortfarande mestadels gynnsamt ut och vi behåller vår prognos om en sista sänkning från Riksbanken i maj.

De slutliga utfallen bekräftade det som snabbestimatet indikerade; kärninflationen, mätt som KPIF exklusive energi, accelererade till 2,7 procent i årstakt, upp från 2,0 procent i december. Enligt KPIF var inflationen 2,2 procent i årstakt i januari. Det var betydligt högre än vi, konsensus och Riksbanken hade räknat med innan publiceringen av snabbestimatet för ett par veckor sedan. Skillnaden mellan konsensus och faktiskt utfall för KPIF var bland de största som uppmätts, men en stor del av överraskningen kan förklaras av tekniska och säsongrelaterade faktorer.

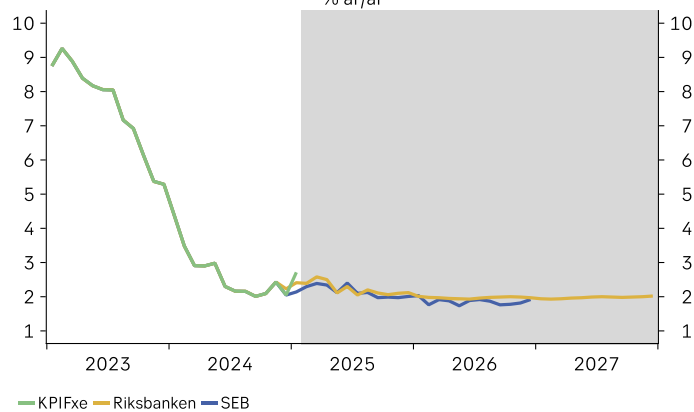
KPIF, avvikelse mellan konsensus och utfall
%-enheter



Hyror, mat och energi bidrog mest till uppgången

De största bidragen kom från boendekostnader, mat och energi. Elpriserna var tydligt högre än vi förväntade oss, särskilt rörliga elpriser och nätverkskostnader. Detsamma gäller matpriserna, som också ökade mer än vi räknade med. Hyrorna steg lite mer än väntat, men vår prognos för 2025 ser fortfarande ut att hålla ganska väl. Den höga takten i januari kan handla mer om timing än ett generellt ökat inflationstryck i boendekostnaderna. Priserna på kläder och skor sjönk, men mindre än förväntat. Dessa priser har en stark säsongskomponent och troligen kommer effekten att reverseras under våren. Tjänstepriserna steg marginellt, i linje med vår prognos.

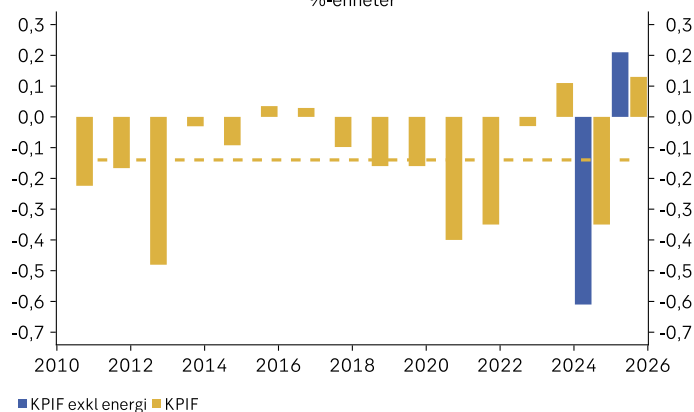
KPIF exkl energi
% år/år



Korgeffekten förklarar stora delar av uppgången

Den så kallade korgeffekten, som uppstår på grund av den årliga omviktningen av korgen med tjänster, adderade 0,13 procentenheter till månadsförändringen i KPIF-inflationen och hela 0,21 procentenheter till KPIF exklusive energi. Oftast har korgeffekten gett ett negativt bidrag till inflationstakten i januari, och nedåtteffekten var särskilt stor i januari 2024. Vi hade räknat med en lite mindre effekt i år och förutspådde att den skulle vara nära noll, och denna uppåtöverraskning förklarar lite mindre än hälften av skillnaden mellan vår prognos och utfallet för KPIF exklusive energi.

Korgeffekt i januari
%-enheter



Att korgeffekten gick från -0,6 procentenheter i januari 2024 till +0,21 procentenheter i januari i år indikerar att majoriteten av uppgången i kärninflationen kan förklaras av omviktningen. Det harmoniserade måttet HIKP exklusive energi, som inte påverkas av korgeffekten, publiceras 24 februari och blir en viktig indikator för det underliggande pristrycket i svensk ekonomi.

Högre inflationsprognos men majsänkning ändå aktuell

Korgeffekten kommer att lyfta inflationstakten hela året men givet att vi får en mer normal effekt (runt -0,2 procentenheter) i januari nästa år innebär det en baseffekt på -0,3 -0,4 procentenheter i januari 2026. Vi uppdaterar vår prognos inom kort, troligen med en höjning kring 0,3-0,4 procentenheter för KPIF. Eftersom en stor del av avvikelserna från Riksbankens prognos kan förklaras av korgeffekten kommer direktionen sannolikt se uppgången som övergående. Flera delar av de underliggande prisförändringarna ser fortfarande gynnsamma ut. Riksbanken har signalerat att de vill fokusera på pristrycket snarare än enskilda utfall. Lite högre inflation kommer att vägas mot en fortsatt svag arbetsmarknad och vi håller fast vid vår prognos om en sista sänkning i maj för närvarande.

FX Sales

Bra nivåer att säkra EUR/SEK

Sedan månadsskiftet januari/februari har den svenska kronan utvecklats bäst av alla G10-valutor och har under knappa två veckor stärkts med cirka 2,5 procent mot euron och nästan 5 procent mot amerikanska dollarn. Denna positiva kronrörelse är enligt vår bedömning ganska överraskande om man ser till omvärldsläget med överhängande hot om tullar mot Sverige och resten av EU, svaga tillväxtsiffror från bland andra Frankrike och Tyskland, där det även råder politisk instabilitet med val på söndag i det senare.

Nivåerna vi just nu ser i marknaden, är de lägsta sedan i juni 2024. För bolag som behöver köpa euro för framtida behov är vårt förslag att göra detta via en konvertibel termin. Det är ett bra sätt att säkra EUR på dessa nivåer, men ändå behålla möjligheten att köpa till en lägre kurs om kronan skulle fortsätta att stärkas.

Exempel konvertibel termin (europeisk):

Bolaget vill köpa 100 000 EUR på 3 månader. En vanlig termin ligger på 11,23.

Genom att säkra kursen via en konvertibel termin är bolaget garanterad en kurs på 11,28 (strike), men erbjuds möjligheten att köpa till en lägre nivå i marknaden så länge EUR/SEK inte handlar på eller under 11,02 (barriär) på förfalldagen. Om barriären träffas eller bryts har bolaget skyldigheten att köpa 100 000 EUR på 11,28.

Nominellt belopp: 100 000 EUR

Strike (tak) 11,28

Barriär (golv) 11,02

På förfalldagen finns följande utfall:

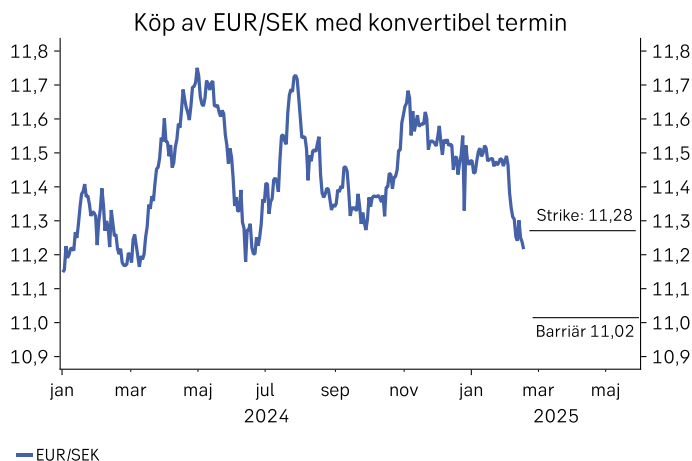
Om EUR/SEK handlas över 11,28 på förfalldagen har bolaget rättigheten att köpa 100 000 EUR till 11,28.

Om EUR/SEK handlas på eller under 11,02 på förfalldagen har bolaget skyldigheten att köpa 100 000 EUR till 11,28

Om EUR/SEK ligger under 11,28 och över 11,02 på förfalldagen köper bolaget valfritt belopp till marknadskurs.

Resultat:

Bolaget har säkrat valuta och vet vad kursen kan bli som högst, men kan samtidigt vara med på en viss förstärkning av kronan.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Helene Hammarström & Christian Gärtner, FX Sales

Små marknadsreaktioner på omskakande Trump 2.0

Trump's första månad har kantats av radikala policyförslag inom både handels- och säkerhetspolitik. Dessa ser ännu inte ut att ha satt stora spår i marknads-sentimentet. För USA:s del ligger de stora riskerna i om tullagendan kombineras med en ny väldigt expansiv finanspolitik. Det verkar inte vara huvudspåret men ansvaret ligger på Kongressen.

Ett nytt nationalistiskt och imperialistiskt USA

Knappt en månad har gått sedan Donald Trump för andra gången tog plats i Vita Huset. Trumps hårda tonläge inom både handels- och säkerhetspolitik och även mot allierade har chockat omvärlden. Talet på installationen om att USA ska expandera sitt territorium och om USA:s "ödesbestämda" utvidgning ("manifest destiny") i världsrymden men kanske även i mer närliggande områden (Panama, Grönland, och till och med Kanada) visade ett nytt både nationalistiskt och imperialistiskt USA. Det gav intrycket att Trumps USA inte längre står bakom de spelregler som åtminstone på papperet gällt om att respektera länders suveränitet inom fastställda gränser. En sådan hållning från USA skulle öppna för en värld där stormakter åter tar sig rätten att underkiva sina grannar och där Ryssland kan göra anspråk på Ukraina och Kina på Taiwan. Budskapet till Europa på den säkerhetspolitiska konferensen i München 14 februari var likaså beskt – de europeiska regeringarna undertrycker demokratin när partier som det tyska ytterhögerpartiet AfD inte släpps in i värmen och Europa kan inte förlita sig på USA för sitt eget försvar eftersom USA behöver fokusera mer på andra delar av världen. Europa är inte bjudna till förhandlingarna om kriget mellan Ukraina och Ryssland, i vart fall inte de inledande samtalen. Samtidigt ska det bli Europas ansvar att säkerställa Ukrainas ekonomiska och militära överlevnad efter ett eventuellt fredsavtal.

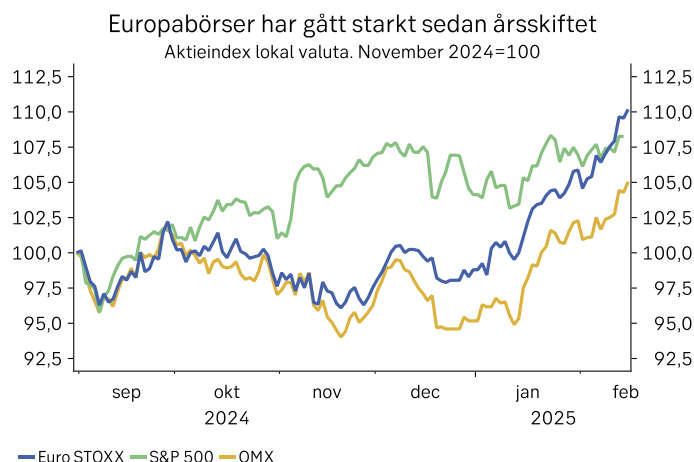
Statsapparaten under attack från Musk:s DOGE

Även på hemmaplan har Trump 2.0 utmanat tidigare normer. Elon Musks sparprojekt DOGE tillåts montera ned delar av statsapparaten med till synes liten respekt för lagar och regler. Massuppsägningar, stoppade utbetalningar och nedläggningar av hela myndigheter, bland annat biståndsmyndigheten USAID, har delvis stött på patrull i domstolarna men det är oklart i vilken grad som domstolsutlåtandena kommer att respekteras. På ett mer grundläggande plan utmanar den nya administrationen tidigare lagar mot så kallad "impoundment" (rätten för presidenten att stoppa betalningar som redan beslutats av Kongressen) och söker att aktivt hävda den exekutiva presidentmakten framför Kongressens – något som i slutändan kan komma att avgöras av Högsta domstolen. Donald Trumps justitiedepartement har dragit tillbaka korruptionsåtalet mot New Yorks borgmästare Eric Adams i utbyte mot att denne underlättar genomförandet av Trumps deportationspolitik. Förbudet mot amerikanska företag att muta sig till bättre affärer i omvärlden har pausats.

Ny världsordning men små marknadsreaktioner

På marknaderna har reaktionerna på den nya USA-politiken så här långt ändå varit måttliga. Att geopolitik sätter få spår på marknaderna så länge som inte energipriser berörs är inget nytt. Man kan också se den nya hårdare USA-administrationen som ett svar på en världsordning som redan hade förändrats snarare än som en drivande kraft. Delar av Trumps geopolitiska agenda har dessutom kortsiktigt väckt gillande hos marknaderna. Fredssamtalen med Ryssland kring Ukraina har väckt förhoppningar om lägre gaspriser om handeln med EU delvis skulle återupptas och kraven på EU att ta

större ansvar för sitt försvar kan leda till ökade försvarssatsningar och en mer expansiv finanspolitik i Europa. Ett hårdare konkurrens-tryck från USA kan också tvinga EU att ta egna steg mot minskade regleringar, något som lyfts i Mario Draghis rapport om framtiden för EU:s konkurrenskraft. Europeiska aktieindex har gått starkt på senaste tid.



Tydliga besked om tullar kan dröja till 1 april

Marknaderna verkar även ta relativt lugnt på Trumps utspel om tullar. Ett skäl kan vara Trumps oföutsägbarhet; tullar annonseras ena dagen för att lika snabbt dras tillbaka den andra, vilket gör dem svåra att prissätta. Trumps strategi att överväldiga med en massa kontroversiella utspel på olika nivåer samtidigt gör det också svårt att veta vad som ska tas på allvar och inte. En annan tolkning är att andra positiva förändringar fortfarande överväger, till exempel förhoppningar om ett förbättrat näringslivsklimat som en följd av avregleringar inom områden som energi, finans och miljö och kanske också utsikter till nya skattesänkningar. Företagen har därtill haft många år att ställa om sig till en mer protektionistisk värld, under först Trump, sedan Biden. De företag som redan byggt ut sin produktion i USA, eller i vart fall Nordamerika, kommer inte att vara lika berörda av de nya tullarna. Erfarenheterna under pandemin har också varit en drivkraft för mer diversifierade värdekedjor.

Trump's 10-procentiga tullar på Kina och de 25-procentiga, men därefter pausade tullarna mot Mexiko och Kanada, (läs mer om dessa i föregående numret av Ögat [här](#)) har nu följts av nya 25-procentiga tullar på all USA-import av stål och aluminium. Dessa tullar är planerade att träda i kraft 12 mars. Det ger Trump möjlighet att nå nya kompromisser och undantag på det sätt som skedde under hans första mandatperiod. Övriga tullar väntas dröja tills efter att utredningen av Trumps nya handelspolitik – "America First Trade Policy" – presenterats den 1 april. Enligt Trumps direktiv ska utredningen undersöka bakgrunden till USA:s "bestående höga underskott i handeln, konsekvenserna för ekonomin och nationell säkerhet och föreslå lämpliga åtgärder". Detta följdes i förra veckan av ett direktiv om "reciproka" (ömsesidiga) tullar, där USA i enlighet med tidigare direktiv från Trump ska spegla andra länders tullar mot USA vara för vara, land för land.

Reciproka tullar ännu ett slag mot WTO-reglerna

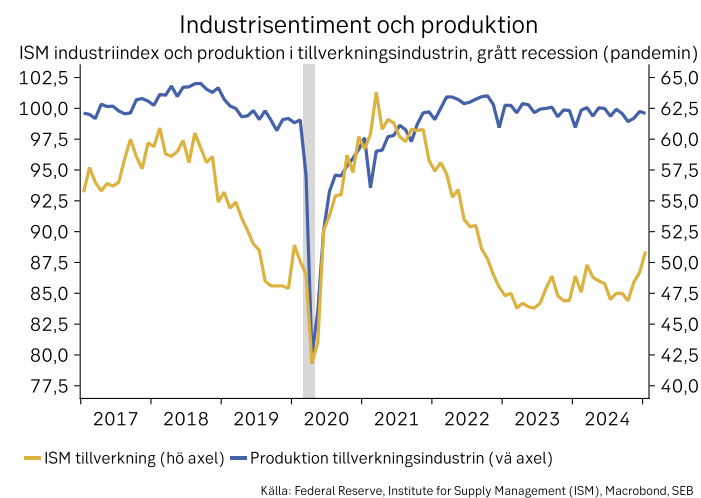
Reciproka tullar skulle bryta mot världshandelsorganisationen WTO:s principer om att ett land ska använda samma tullar mot alla sina handelspartners, med undantag för de länder med vilka man har ett handelsavtal (eller en pågående handelskonflikt). I stället skulle USA kunna hamna i en situation där tullarna på till exempel en importerad bil skulle variera beroende på vilket land som bilen importerades från – något som skulle kunna öka incitamenten för vidareexport genom tredje land. Detta är inte en helt ny situation. Under Trumps första mandatperiod ledde höga strafftullar mot Kina, motiverade av anklagelser för orättvisa handelsvillkor, till att

kinesiska varor i stället tog vägen över andra länder som till exempel Vietnam, som inte omfattades av de nya tullarna. Men med reciproka tullar skulle tullarna bli helt land-/regionberoende.

De reciproka tullarna sticker ut även på andra sätt. De skulle inte bara baseras på tullnivåerna mot USA utan även ta hänsyn till andra "orättvisa, diskriminerande och extra-territoriella skatter" mot USA, vilket även verkar innefatta förekomsten av mervärdesskatter, moms. Flera amerikanska delstater beskattar konsumtion men dessa skatter tas till skillnad mot europeisk moms bara ut mot konsument (sales tax), inte i varje försäljningsled, vilket verkar vara ett skäl till att USA-administrationen ser moms som ett handelshinder. Momssatserna i EU varierar men ligger i genomsnitt på drygt 20 procent, vilket potentiellt skulle peka mot höga reciproka tullsatsar.

Polymixen avgörande för inflationsrisken

Hur oroade bör då marknaderna vara för effekterna av tullar och hur radikalt kommer makrobilden att förändras? Vi gjorde en försiktig tolkning av riskerna i vår senaste Nordic Outlook (läs mer [här](#)). Ett skäl är att inflationsriskerna i sig inte behöver bli så allvarliga så länge som de inte kombineras med excesser på andra områden, till exempel deportationer av en betydande andel av arbetskraften och/eller nya kraftiga finanspolitiska stimulanser. Trump har visserligen redan inlett deportationer, men vi ser dessa som huvudsakligen symboliska; ett sätt att visa att Trump uppfyller sina vallöften och en signal till omvärlden att USA nu har en hårdare asylpolitik än under Biden. Trumps handelspolitik kan dessutom väntas få negativa tillväxteffekter på USA, till exempel på exporten från högre dollar och/eller mottullar, vilket delvis kan kyla av ekonomin. Trumps tullar 2018 bidrog till att dämpa aktiviteten i industrin efter en tillfällig stimulans från sänkta bolagsskatter.



Enligt kongressens budgetkontor skulle 10-procentiga generella tullar mot samtliga av USA:s handelspartners samt 60-procentiga tullar mot Kina, i enlighet med Trumps löften under valkampanjen, kunna öka prisnivån i USA med omkring 1 procentenhet till 2026 och därefter klinga av. Reciproka tullar pekar mot en uppsidesrisk för denna kalkyl, men det är också tänkbart att Trumpadministrationen på samma sätt som förra gången öppnar för bilaterala avtal med olika länder.

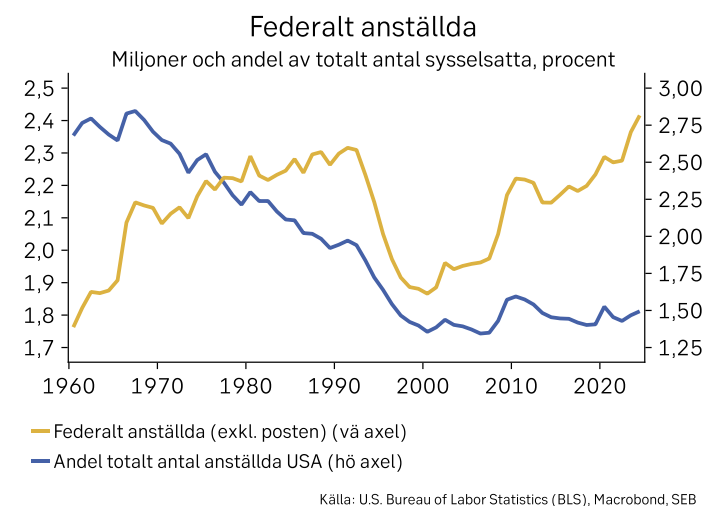
Färre Fed-sänkningar, höjningar fortfarande avlägsna

En tillfällig höjning av prisnivån på drygt 1 procentenhet skulle innebära att inflationsnedgången sannolikt drar ut längre på tiden och att centralbanken Fed behöver gå långsammare fram med sänkningar, men behöver inte få Fed att börja höja igen så länge som inflationen på längre sikt bedöms vara under kontroll. Ett sådant scenario har redan börjat diskonteras på räntemarknaden. Att Trump verkar ha följt finansminister Scotts Bessents råd och undvika en maktkamp med Fed har sannolikt bidragit till att lugna marknaderna och till att bibehålla förtroendet för inflationsmålet på längre sikt.

Inflationschocken 2022, efter pandemin, var som en jämförelse ett resultat av både omfattande globala utbudstörningar, fortsatta Covid-nedstängningar i USA och en mycket expansiv ekonomisk politik. Biden-administrationens första stödpaket innebar en i huvudsak kortsiktig stimulansdos på 1900 mdr USD eller nära 10 procent av BNP. Vi tror inte att den nya administrationens finanspolitik blir tillnärmelsevis lika extrem som Biden-administrationens, men vi är ändå tveksamma till att den ska kunna leva upp till löftena om sänkta underskott i ett läge med förlängda och nya skattelättnader och dessutom satsningar på förstärkt gränskontroll och försvar.

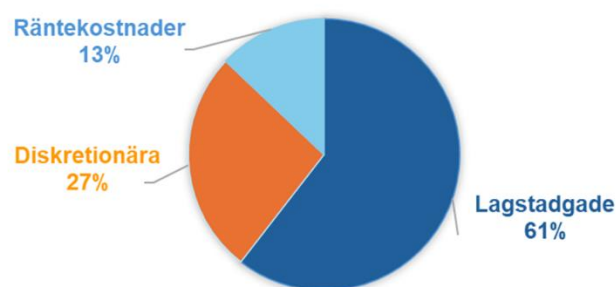
Musks härjande väntas inte leda till stora besparingar

Musks hantering av statsapparaten är radikal i många avseenden men väntas inte leda till några stora besparingar. Huvudskälet är att kostnaderna för personal står för en ganska liten del av de totala federala kostnaderna, år 2022 runt 270 mdr USD eller under 5 procent av de totala utgifterna. Antalet federalt anställda sjönk under Clintonadministrationen men har därefter åter tillåtit växa. Som andel av den totala arbetskraften har federala anställningar dock legat stabilt kring 1,5 procent. 60 procent av de anställda återfinns därtill i för republikanerna prioriterade områden som försvar, inrikes säkerhet (Department of Homeland Security, DHS) samt sjukvård för veteraner. En majoritet, 80 procent, av de anställda arbetar utanför Washington och även republikanska kongresspersoner har uttryckt oro för effekterna på deras distrikt.



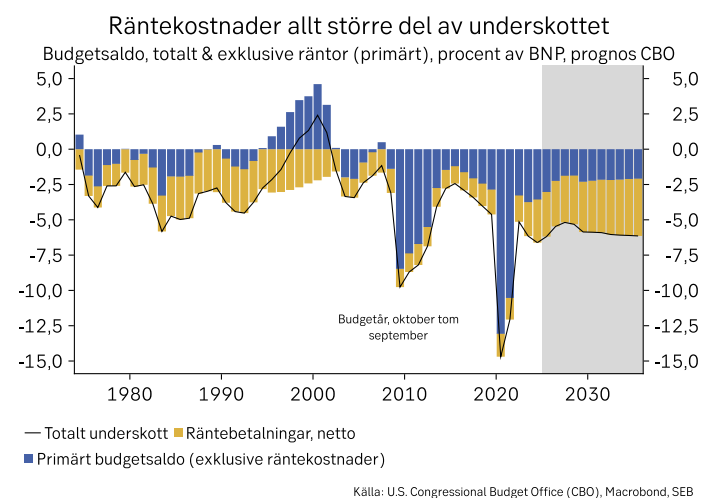
Inkluderas även anställda inom underleverantörer och non-profits-organisationer som finansieras av federala medel stiger lönekostnaderna visserligen. Men de stora utgiftsposterna är kopplade till transfereringar inom stora välfärdsprogram för äldre och sjukvård, samt för veteraner. Sådana lagstadgade program och verksamheter stod för drygt 60 procent av de totala utgifterna i fjol. Nära hälften av de diskretionära utgifterna gick därtill till försvaret, där Trumpadministrationen snarare vill öka anslagen.

Andel av totala federala utgifter, 2024



Källa: Kongressens budgetkontor, CBO

Huvudansvaret för att få statsfinanserna under kontroll och samtidigt uppfylla Trumps vallöften om sänkta skatter ligger på den i nuläget republikanskt styrda Kongressen där finanspolitiken normalt tas fram. Denna process förs just nu i två spår. Republikanerna i Senaten siktar på att dela upp Trumps agenda i två separata reformer, ett med nya anslag till gränsbevakning och försvar och ett med en förlängning av Trumps inkomstskattesänkningar. Republikanerna i Representanthuset vill ta alla delar i ett enda förslag. Enligt Representanthusets utkast till ny budget ska utgifterna skäras ned med minst 1500 mdr USD, vilka delvis är tänkta att finansiera en förlängning av Trumps tidigare skattesänkningar på som mest 4500 mdr USD och nya satsningar på gränsbevakning och försvar på 300 mdr – allt över en tioårsperiod. En sådan budget skulle visserligen innebära en åtstramning jämfört med dagens läge, men fortfarande en försämring jämfört med de prognoser som tas fram av kongressens budgetkontor, CBO, där Trumps inkomstskattesänkningar inte väntas förlängas överhuvudtaget samtidigt som utgifter för framför allt pensioner – ett område som Trump lovat freda – samt räntekostnader väntas fortsätta att växa.



Sparbetinget bygger dessutom på stora neddragningar av kostnaderna för sjukvård för låginkomsttagare (Medicaid), vilket särskilt riskerar att drabba de nya väljare som Trump attraherat från Demokraterna. Republikanerna har, på grund av sin begränsade majoritet i Representanthuset, bara råd att tappa en röst och flera republikaner i vågmästarstater har redan ifrågasatt sparplanerna. Ökade inkomster från tullar skulle kunna bidra till att sluta gapet, men är komplicerade att få in i budgetramverken.

Uppförssbacke för Bessents budgetmål

I vår senaste Nordic Outlook räknar vi med att underskotten växer måttligt under 2026, vilket å ena sidan innebär begränsade överhettningsrisker, men å den andra att USA kommer att fortsätta att visa långsiktigt ohållbara underskott i budgeten. Skulle tillväxten skjuta fart på grund av utbudsstimulerande avregleringar kan underskotten bli lägre, men vägen mot de runt 3 procent i underskott som finansminister Bessent har satt som mål är lång.

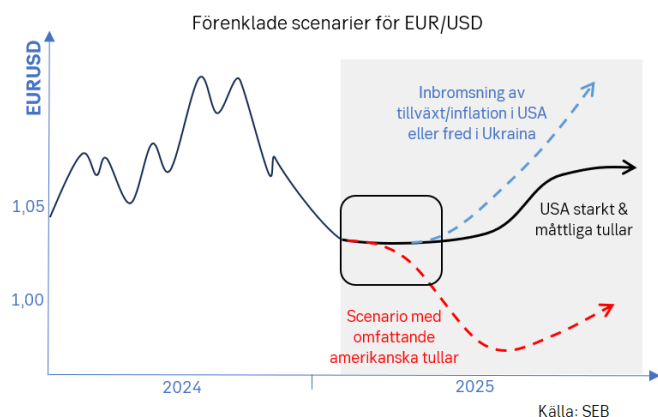
Sammanfattningsvis är det trots de många överraskande radikala förslagen från Trumpadministrationen för tidigt att dra säkra slutsatser för USA-ekonomin. Tullplanerna innebär en risk för att inflationsnedgången drar ut längre på tiden och indikerar en uppåtrisk för vår prognos om två ytterligare Fed-sänkningar i år. Den stora makrorisken är om dessa tullar kombineras med nya omfattande finanspolitiska stimulanser. Det verkar fortfarande inte vara huvudscenariot. Långsiktigt har osäkerheten kring institutionella ramverk både inom USA och i förhållande till allierade och handelspartners ökat, vilket är en tillväxtrisk. Men dessa effekter är svåra att kvantifiera på kort sikt.

FX Pilot

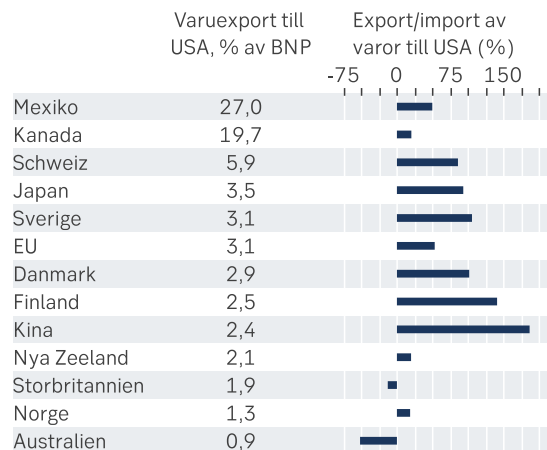
Komplex miljö för valutamarknaden

Marknaderna har utvecklats i linje med våra förväntningar från novemberutgåvan av FX Pilot; amerikanska räntor har stigit, aktiemarknaden trotsar den globala handelsoron och dollarn har stärkts i enlighet med intervallet 1,01–1,05 för EURUSD. Nu riktas uppmärksamheten mot skillnader inom G10-valutor i takt med att Trumps fokus skiftar mellan olika länders ekonomier.

Dollarn väntas förbli stark, och EURUSD skulle kunna falla ned mot 1,01 under kvartal 2. USA:s handels- och finansdepartement kommer att presentera resultaten från sina handelsutredningar senast den 1 april, där Kina och Europa förväntas utmärka sig när det gäller tullhot. Trots tullarnas positiva effekt på dollarn finns det andra faktorer som kan försvaga valutan. Den senaste tidens uppgång i amerikanska räntor, som har motiverats av högre inflationsutfall än väntat, är i stort sett avklarad. Risken är snarare att lägre inflation under kvartal 1 kan sätta press på marknadsräntorna, samtidigt som positioneringen i USD redan är stor. Den viktigaste drivkraften för dollarn på kort sikt kommer därför att vara handelspolitik.



Möjligheter på valutamarknaden kommer att uppstå till följd av länders olika exponering mot tullar och tullavtal. Exempelvis bör Kanada klara sig bättre än förväntat eftersom handelsöverskottet med USA inte är lika omfattande i jämförelse med USA:s övriga stora handelspartners. Med tanke på hur integrerade Kanadas och USA:s ekonomier är räknar vi med att de kan få lägre tullar än Trump tidigare har hotat med medan EU, Kina och Mexiko har ett signifikant större handelsöverskott mot USA.



Källa: BEA, OECD, SEB, Macrobond

Tullar är inte den enda drivande faktorn på valutamarknaden – lokala penningpolitiska skillnader spelar också en viktig roll. Exempelvis är Storbritannien och Norge inte lika exponerade mot handelstullar från USA, men Bank of England och Norges bank har inte kommit lika långt i sina räntesänkingscykler som i Sverige, vilket kan sätta press på GBP och NOK. Samtidigt höjs styrräntan i Japan, medan centralbankerna i Sverige och USA väntas vara nästan färdiga med räntesänkningar.

En potentiellt positiv överraskning kan komma i form av en vapenvila och initiering av en fredsprocess i Ukraina. Detta skulle sannolikt tolkas positivt av marknaden för Europa och euron, och kan i sin tur leda till förväntningar om högre tillväxt i Euroområdet. Det är inte heller omöjligt att en viss mängd rysk gas strömmar tillbaka till Europa, vilket skulle skapa en divergens mellan SEK och NOK, där SEK presterar bättre då NOK till stor del drivs av gaspriser. Ett sådant scenario skulle även skapa en divergens mellan EUR och CNY, eftersom handeln med Kina väntas fortsätta att stå i fokus.

Denna text är en kort sammanfattning av FX Pilot (på engelska) som publicerades 11 februari. Hela publikationen hittar du [här](#).

Dana Malas (sammanfattning)

Investment Outlook

Stökig politik utmanar hoppfulla kapitalmarknader

2025 har inletts med positiva förtecken. Med en världsekonomi som fortsätter växa i ungefär samma takt som de senaste två åren och sänkta styrräntor som sätter fart på den mer cykliska delen av ekonomin, finns grunden för ett fortsatt positivt börs klimat. Bedömningen är att avkastningen blir positiv, och tydligare fördelad mellan regioner, sektorer samt mellan stora och mindre företag. Det konstateras i SEB:s nya Investment Outlook.

Under 2024 gynnades tillgångsmarknaderna bland annat av uthållig amerikansk konjunktur, fallande inflation och sänkta styrräntor, samt starka vinster med amerikanska tillväxtbolag i tåten. Utanför USA var den ekonomiska aktiviteten lägre, men även dessa regioners börser och räntemarknader utvecklades väl. Vår prognos är att världskonomin fortsätter växa i ungefär samma takt som ifjol och att sänkta styrräntor sätter fart på den mer cykliska delen i den globala ekonomin. Det skapar en grund för en bredare vinstfördelning mellan regionerna, sektorerna samt mellan stora och mindre företag.

– Riskbilden är stökig, men grunden med stabil tillväxt i världskonomin och lägre styrräntor gör att vi räknar med positiv avkastning även i år. Men vi förväntar oss inte någon extra



potential via värderingsparametern då den i dagsläget visar högre P/E-tal än ett historiskt genomsnitt, säger Fredrik Öberg, Chief Investment Officer på SEB:s division Wealth & Asset Management.

Om föregående år dominerades av amerikanska börser med de stora teknikbolagen i spetsen, har 2025 inletts med dominans från den "traditionella världen" och Europa går i bräschen för uppgången. Dels är det en reaktion på fjolårets utveckling där Europa hamnade i kölvattnet med lägre relativvärderingar som följd, dels en större tilltro till att tillväxten är på väg att förbättras, vilket gynnar regionens branschkomposition. I skymundan har finanssektorn seglat upp som en vinnare i både USA och Europa, liksom verkstadsindustrin. Teknologisektorn har däremot haft en något tuffare start på året.

Avkastningen lägre men bredare

Rapportsäsongen för sista kvartalet 2024 andas viss optimism bland de företag som har haft det trögt under de senaste åren, samtidigt som de företag som levererat starkt stigande resultat i stor utsträckning fortsätter göra det. Vi räknar med att vinsterna stiger under 2025 och att fler företag bidrar till denna uppgång. Sannolikheten för en jämnare fördelning av avkastningen mellan olika typer av företag och regioner har ökat. Detta skulle gynna och skapa stabilitet i den positiva börstrenden. Kvartal för kvartal

kommer investerare att syna resultaten för att se om detta är en förhoppning eller en realitet. Inledningen av året pekar mot att investerare underhåller en sådan förhoppning då tidigare eftersläntrare som den europeiska aktiemarknaden genererat hög avkastning. Långa statsobligationsräntor har under det senaste året pendlat fram och tillbaka och skapat en del oro. Tittar man på hela räntemarknaden har den dock varit solid med fallande korta räntor och lägre spreadar på företagsobligationer. Den amerikanska dollarn har gått från att dominera till att konsolidera mot andra valutor, det vill säga från att bli allt starkare till att försvara vunnen styrka.

Solid vinsttillväxt ger positiv syn på Norden

Vid SEB:s stora investerarseminarium i Köpenhamn i början av januari var bilden från de cirka 160 deltagande nordiska börsbolagen mycket tydlig. Efterfrågan är fortsatt svag, men nära två tredjedelar av de deltagande bolagen hoppas på ett konjunkturluft under 2025. Vi räknar fortsatt med att en positiv vändning för ledande indikatorer i västvärlden kommer att gynna den nordiska aktiemarknaden, och särskilt cykliska sektorer.

Vi bibehåller vår syn att många bolag med exponering mot svensk inhemsk konjunktur har relativt bra utsikter 2025. Det gäller i synnerhet företag inom bostad, bygg, konsument samt sällanköpsprodukter med stor andel intäkter i Sverige. Bolag som anpassat kostnadskostymen efter de magra åren vi har bakom oss bör kunna se ett ordentligt lönsamhetslyft under 2025 när efterfrågan återhämtas. Inledningen av rapportperioden har också gett bra stöd åt denna syn.

Bolag med en stor andel av vinstgenereringen i USA kan också komma att gynnas av ett bättre affärsklimat på andra sidan Atlanten. Det kräver dock att bolagen planerat väl inför tullhöjningarna och helst har en i huvudsak lokal affärsverksamhet i USA, snarare än en importbaserad affärsmodell. Trots att risken för höjda tullar från USA varit välkänd under en relativt lång tid råder det till synes stor skillnad mellan hur väl förbered nordisk tillverkningsindustri är på detta. Vid SEB:s investerarseminarium i Köpenhamn var vissa bolag glasklara med hur de skulle hantera kommande tullar, men långt ifrån alla. Flera företagsledare svarar undvikande på hur de ska hantera detta hot och tycktes fortfarande hoppas på det bästa snarare än ha konkreta planer för hur deras inköp och leveranskedjor ska anpassas.

Argentina och vatten – två intressanta teman

På temafrenten redogör vi för omdaning av den argentinska ekonomin och dess effekter under rubriken "Argentina – en ekonomi under förvandling". Vårt andra tema, "Vatten – den nya investeringscykeln är här" handlar om det vattenbehov som finns och de nödvändiga och enorma investeringar som behöver genomföras samt vilka finansiella investeringsmöjligheter som det ger upphov till.

Länk till hela rapporten: [Investment Outlook](#)

Cecilia Kohonen (sammanfattning)

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.