

Onsdag den 27 november, 2024

## Trumps tullar – vad kan och vill han göra?

USA:s tillträdande president Donald Trump ser ut att förbereda en rivstart för nästa handelskrig redan innan han tagit plats i Vita Huset. Det är åtminstone intrycket från veckans hot om nya tullar mot grannländerna Mexiko och Kanada, samt Kina. Men hur mycket kan presidenten egentligen själv besluta om handelspolitiken och vad är syftet med de nya tullarna? Sid 3.

## FX Pilot: Tävling om att vara minst oattraktiv

I förra FX Pilot från september utgick vi implicit från att Harris skulle vinna: Måttligare tillväxt och inflation i USA, inga tullar och början på en ombalansering av den globala exponeringen mot USD. Det är uppenbart att färdplanen har ritats om helt och hållet med ett "make dollar great again"-tema trots Trumps avsikt att ha en svagare valuta. Sid 5

## FX Sales: Osäkert säsongsmonster – sälj EUR och köp SEK

Den rådande globala miljön kan motverka det sedvanliga säsongsmonstret med en starkare krona i december och i så fall skulle SEK försvagas. Denna rörelse och en flexibel säkringsstrategi kan vara fördelaktig för ett bolag som behöver köpa SEK mot slutet av året. Sid 6.

## Högre huspriser och mer lån med nya makrotillsynsregler

En utredning som tillsats av regeringen föreslår lägre amorteringskrav och högre gräns för storleken på bolån. De nya reglerna väntas öka bostadspriserna och hushållens skulder om de genomförs. Riksbanken har tydligt motsatt sig förändringen och varnar för risker mot den finansiella stabiliteten. Regeringen avser att lägga fram förslag under våren, men det är osäkert hur stora förändringarna blir om Riksbanken, och med stor sannolikhet även Finansinspektionen, motsätter sig förslagen. Sid 7.

## Investment Outlook: Ekonomier och marknader strävar på

En fördelaktig konjunkturprofil kombinerat med fortsatta räntesänkningar utgör en bra bas för börser och räntemarknader. Protektionism, förannonserade tullar och rådande geopolitisk situation är exempel på risker. Investerare är offensivt positionerade, vilket syns i värderingen av finansiella tillgångar. Sid 8.

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 4)

Reporänta: ▼ (2,50%)

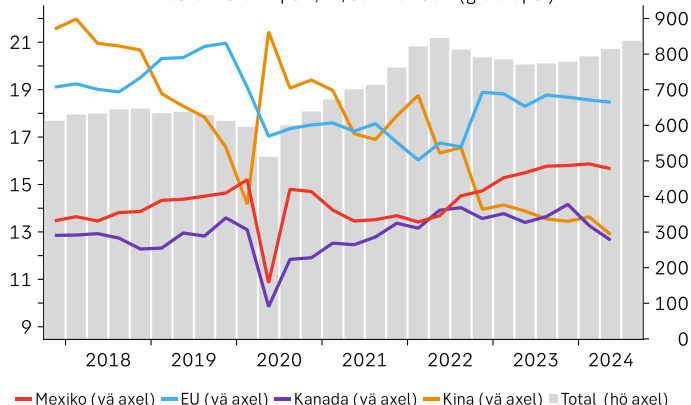
2-årsränta ▼ (1,70%)

EUR/SEK: ▼ (11,45)

USD/SEK: ▼ (10,70)

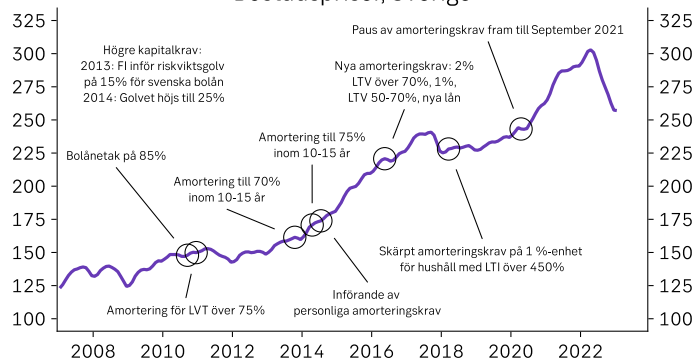
USA: Varuimport från de viktigaste länderna och regionerna

Andel av total import, %, och mdr USD (grå stapel)



Källa: U.S. Census Bureau, Macrobond, SEB

Bostadspriser, Sverige



Källa: Macrobond, SEB

### Valutaprognoser\*

Riktning kv.4	26-nov	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	
EUR/SEK	↘	11.52	11.35	11.35	11.50	11.40
USD/SEK	↘	10.96	10.71	10.91	11.06	10.86
GBP/SEK	↘	13.80	13.67	13.51	13.53	13.26
NOK/SEK	↗	0.99	0.99	0.99	1.00	0.99
JPY/SEK	↘	7.15	6.95	7.13	7.32	7.24
CAD/SEK	↘	7.77	7.70	7.80	7.90	7.81
AUD/SEK	↘	7.12	6.96	6.88	6.97	6.95
CHF/SEK	↘	12.37	12.07	11.95	12.11	11.88
PLN/SEK	↘	2.67	2.64	2.58	2.56	2.51
CNY/SEK	↘	1.51	1.48	1.49	1.50	1.47
DKK/SEK	↘	1.54	1.52	1.52	1.54	1.53
EUR/USD	↗	1.05	1.06	1.04	1.04	1.05

### Ränteprognoser, %\*

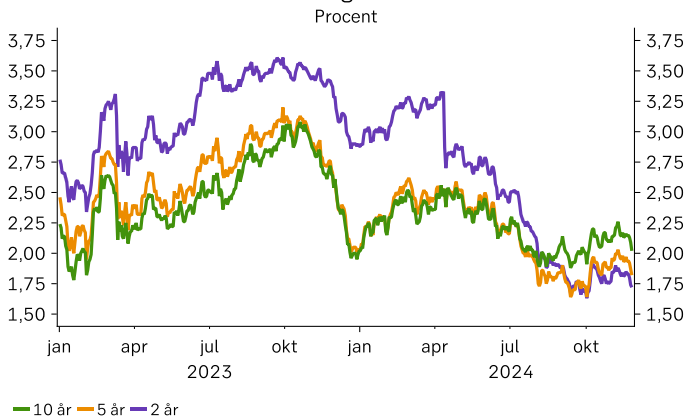
	26-nov	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
<b>Styrränta*</b>					
USA (övre intervall)	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
Euroområdet (depositränta)	3.25	3.00	2.25	1.75	1.50
Sverige	2.75	2.50	2.00	2.00	2.00
Norge	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
Storbritannien	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
<b>Statsobligationer***</b>					
2 år Sverige	1.71	1.70	1.75	1.80	1.85
5 år	1.81	1.86	1.89	1.95	2.02
10 år	2.01	2.12	2.15	2.25	2.35
<b>Utländska obligationsräntor***</b>					
2 år Tyskland	2.03	2.02	1.88	1.87	1.83
2 år USA	4.28	4.18	3.98	3.93	3.90
10 år Tyskland	2.21	2.30	2.30	2.35	2.40
10 år USA	4.30	4.40	4.50	4.55	4.60

### Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	18 dec	12 dec	19 dec	19 dec
Räntebesked	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Ny ränta, %	4.25-4.50	3.00**	4.50	2.50

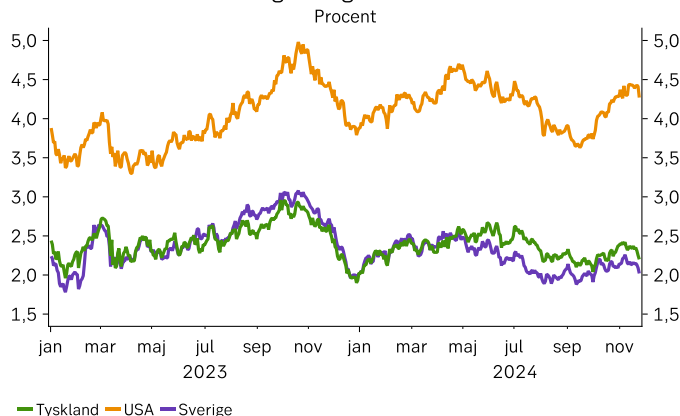
\* I dag, resp vid kvartalsslut, \*\* inlåningsränta, \*\*\* konstant löptid, ej faktiska obligationer

Svenska obligationsräntor



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

10-åriga obligationsräntor



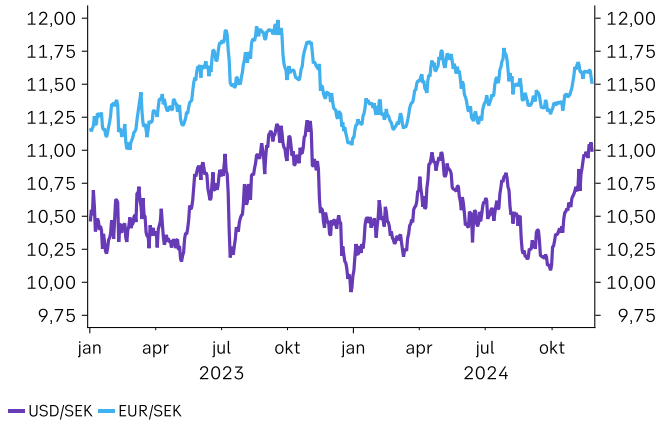
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Kronan



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

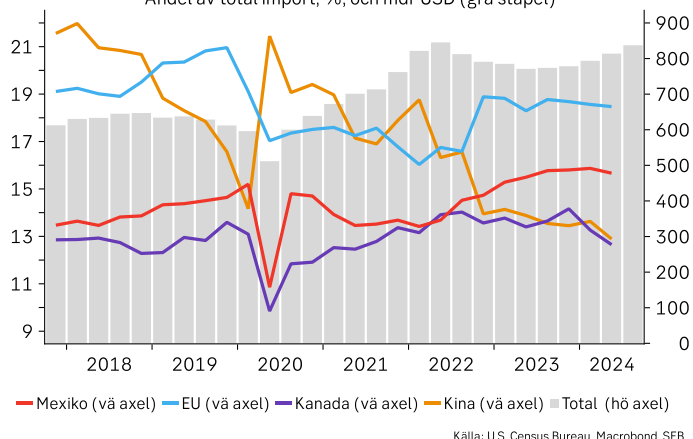
# Trumps tullar – vad kan och vill han göra?

USA:s tillträdande president Donald Trump ser ut att förbereda en rivstart för nästa handelskrig redan innan han tagit plats i Vita Huset. Det är åtminstone intrycket från veckans hot om nya tullar mot grannländerna Mexiko och Kanada, samt Kina. Men hur mycket kan presidenten egentligen själv besluta om handelspolitiken och vad är syftet med de nya tullarna?

I föregående nummer av Ögat gjorde vi en översiktlig beskrivning av våra förväntningar på blivande president Trumps ekonomiska politik. I detta nummer tar vi en närmare titt på Trumps handelspolitik.

Trump gick under valrörelsen fram med en radikal skärpning av USA:s handelspolitik, men mycket kring handelsagendan är fortfarande oklart. Kommer Trump verkligen att genomföra sina hot om tullhöjningar till 60 procent mot Kina (upp från cirka 20 procent idag) och 10-20 procent mot resten av världen (upp från cirka 2,5 procent idag)? Hur snabbt kommer de nya tullarna att rullas ut och vad är det egentligen Trump vill uppnå med sina tullar? Trumps första utspel häromdagen om 25-procentiga tullar mot Kanada och Mexiko "dag ett" och ytterligare 10 procent mot Kina (oklart när) ger en signal om att Trump menar allvar med sina tullhot men också att det inte bara handlar om utrikeshandeln.

USA: Varuimport från de viktigaste länderna och regionerna  
Andel av total import, %, och mdr USD (grå stapel)



## Vad vill Trump uppnå med nya tullar?

Trump har fört fram åtminstone fyra argument för tullar.

- 1) **Som förhandlingsvapen** för att förmå andra länder att gå med på inte bara bättre handelsvillkor (ur amerikansk synvinkel) men också som ett sätt att uppnå andra politiska mål. Syftet med de nu annonserade tullhöjningarna mot Kanada och Mexiko skulle vara att stoppa införseln av droger, särskilt fentanyl, och migranter över gränserna, och mot Kina att stoppa flödet av droger till USA. Trump gjorde ett liknande utspel mot Mexiko 2019, där han hotade med 5-procentiga generella tullar om inte Mexiko bromsade migrationen till USA. Dessa tullar resulterade i en överenskommelse mellan Mexiko och USA kring migrationen och genomfördes aldrig.
- 2) **Stötta amerikansk industriproduktion och amerikanska jobb** genom att minska konkurrensen från utländsk billig import eller genom att förmå utländska företag att flytta produktion till USA. Detta var en politik som med viss framgång användes av president Reagan på 1980-talet för att stärka inhemsk industri i konkurrensen med Japan. Ett resultat var att japanska biltillverkare investerade i bilfabriker i USA.

- 3) **Använda tullintäkter för att finansiera skattesänkningar i USA.** Trump har vid olika tillfällen lanserat tanken på att helt ersätta inkomstskatten med tullar. Det skulle vara en återgång till den modell som rådde för många länder på 1800-talet och in i början av 1900-talet, men är givet skillnaderna i storlek på skattebas knappast tänkbar. USA:s totala varuimport uppgick i fjol till cirka 3 100 mdr USD. Det kan jämföras med löner och andra inkomster på 23 400 mdr USD i fjol. Att Trump inte väntas använda tullintäkterna för att betala av på USA:s statsskuld utan i stället låta de gå tillbaka in i ekonomin genom skattesänkningar och/eller subventioner kommer dock att mildra de negativa effekterna av dyrare importvaror på efterfrågan i USA.

- 4) **Utradera USA:s handelsunderskott på ca 800 mdr USD i fjol.** Nationalekonomer brukar framhålla att utrikeshandelsnettot speglar balansen mellan sparande och inkomster i en ekonomi och således inte kan lösas med tullar. Sådana mer akademiskt grundade argument har sina begränsningar men sätter ändå fingret på hur Trumps olika politikförslag kan komma att påverka varandra, och är ytterligare ett argument för att motverka de expansiva effekterna från nya skattesänkningar med besparingar på andra områden.

## Hur snabbt kan tullarna höjas?

Tidsplanen för nya tullar är oklar men det är troligt att det kan gå snabbare än förra gången då det dröjde ett år innan handelskriget drog i gång. Skulle Trump använda samma lagrum som under förra mandatperioden kommer han behöva utredningar från olika delar av administrationen. Sådana utredningar innebar under Trumps första mandatperiod att det dröjde tills början av 2018 innan de första tullarna infördes. Utredningarna av solpaneler och tvättmaskiner inleddes i maj respektive juni 2017 och resulterade i tullar i januari 2018. Utredningarna av stål- och aluminium inleddes i april 2017 och trädde i kraft i mars 2018.

Trump's handelskrig mot Kina inleddes med en utredning i augusti 2017, som presenterades i mars 2018 och följdes av ett beslut om 25 procentiga tullar på ett urval kinesiska varor. Tullarna mot Kina trädde i kraft i juli och utvidgades gradvis fram tills december 2019, USA och Kina slöt det så kallade fas-ett-avtalet, där Kina gick med på att öka importen av olika amerikanska varor. Detta avtal uppfylldes aldrig till fullo. Även på andra områden nådde Trump överenskommelser som begränsade omfattningen av tullarna. Stål- och aluminiumtullarna ersattes t ex med kvoter mot Brasilien, Sydkorea och Argentina. De aviserade tullarna på importerade bilar från EU och Japan trädde heller inte i kraft.

Denna gång kommer Trump att vara bättre förberedd, vilket skulle kunna snabba på utredningarna, men erfarenheterna från 2017 talar ändå för att det kan dröja åtminstone tills nästa sommar eller in på hösten innan nya tullar införs. Detta förutsätter dock att Trump använder några av de traditionella regelverken för handels-sanktioner, paragraferna om nationell säkerhet (sektion 232), orättvisa handelsvillkor (sektion 301) eller risk för allvarlig skada för enskilda USA-industrier (sektion 201).

## Stora frihetsgrader för presidenten i handelspolitiken

Det är Kongressen som har det yttersta ansvaret för handelspolitiken i USA men Kongressen har historiskt delegerat relativt stora befogenheter till presidenten. Att presidenten skulle kunna införa generella importtullar motiverat av nationell säkerhet eller orättvisa handelsvillkor är tveksamt.

Det finns dock andra regelverk som ger presidenten större handelsfrihet. "The International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) från 1977 ger presidenten långtgående rättigheter till inskränkningar i relationerna med omvärlden under till exempel en krigssituation. Presidenten behöver deklarerat ett nationellt nödläge och rådgöra med Kongressen, men har i övrigt ganska fria händer.

Trump använde sig av denna lag i hotet om tullar mot Mexiko 2019 och skulle antagligen göra det igen för att driva igenom sina nu aviserade tullhöjningar mot Kanada, Mexiko och Kina. De nya Mexiko- och Kanadatullarna skulle enligt Trump införas med ett presidentdekret redan vid tillträdet 20 januari, men det är en öppen fråga om dessa tullar ska ses som ett förhandlingsutspel snarare än något som faktiskt kommer att sättas i verket. Tullarna skulle också utgöra ett brott mot det nordamerikanska handelsavtal (United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA) som Trump förhandlade fram under sin första mandatperiod. Detta handelsavtal ska omförhandlas under 2026 och utspelet skulle därmed också kunna ses som ett led i denna process.

Föregångaren till IEEPA, "Trading with the Enemy Act (TWEA)", användes av USA:s president Nixon för att införa 10-procentiga tullar på all import år 1971. Det finns även andra regler om handelshinder, såsom sektion 338 i en handelslag från 1930, som ger rätt att införa tullar på upp till 50 procent mot länder som diskriminerar USA respektive sektion 122, där tullar på upp till 15 procent kan införas under högst 150 dagar mot länder med stora och allvarliga bytesbalansöverskott mot USA. Ingen av dessa två lagar har tidigare använts. Se illustration nedan för mer kring några av de olika handelsregler som presidenten kan utnyttja.

Ett annat, mer radikalt, vapen mot Kina skulle vara att helt enkelt upphäva Kinas rätt till likvärdig behandling med andra handelspartners. Kinas status som "Permanent Normal Trade Relation" innebär att USA inte kan tillämpa sämre villkor mot Kina än mot övriga handelspartners så länge det inte finns särskilda skäl till detta.

Kongressen har fortfarande möjligheten att köra över Trumps tullbeslut men då krävs det en kvalificerad majoritet på 2/3. Att stora delar av Republikanerna skulle gå samman med Demokraterna för att stoppa Trumps tullar är osannolikt. Enskilda företag har också möjlighet att stämma USA-administrationen. Hur den nuvarande konservativa Högsta domstolen (HD) skulle hantera sådana stämningar är osäkert. HD har i tidigare utslag begränsat myndigheters möjlighet att agera självständigt utan beslut i Kongressen, men HD har historiskt varit ovillig att begränsa

presidentens auktoritet i frågor som rör utrikes-, säkerhets- och handelspolitik.

## Kraftiga tullhöjningar på allt mot alla?

En fråga är hur omfattande nästa handelskrig faktiskt blir. Tullarna under Trumps första mandatperiod omfattade varor värda 380 mdr USD eller cirka 14 procent av den totala varuimportvolymen 2019 och uppgick till totalt cirka 80 mdr USD, varav merparten träffade importen från Kina. President Biden beslutade om nya tullar mot Kina i våras, men i en betydligt mer begränsad omfattning, motsvarande ytterligare 3,5 mdr USD i tullar. Under valrörelsen har Trump aviserat tullar på *alla* importerade varor, vilket givet de aviserade tullnivåerna på upp till 20 respektive 60 procent skulle innebära nya tullar på omkring 520 mdr USD eller motsvarande nära 2 procent av BNP. Eftersom särskilt importen från Kina sannolikt skulle minska vid tullsats på 60 procent skulle intäkterna dock sannolikt bli lägre än så. Genomslaget på konsumentpriserna beror på många faktorer: I vilken grad exportörer respektive importörer kan absorbera tullarna i sina marginaler, vilka led i värdekedjan som träffas, det vill säga om det handlar om insatsvaror eller varor för försäljning till konsument, konkurrensläge och styrkan i efterfrågan samt, inte minst, i vilken grad som höjda tullar kan motverkas av en starkare dollar. Men det är svårt att se att inte tullar i denna omfattning skulle få något genomslag på prisnivån. Nya tullar i denna storleksordning skulle också innebära betydligt större krav på anpassningar i värdekedjor, samt riskera att få stora konsekvenser för exporten från de mest utsatta länderna.

En annan fråga är hur väl inte minst Kina kan lyckas parera tullhot med vidareexport. Importen från Kina har visserligen fallit sedan Trump inledde sitt handelskrig men Kinas varor har i stället tagit nya vägar, vilket avspeglats i ökad import från Mexiko men även flera länder i Sydostasien som t ex Vietnam. Trump har hotat med att straffa till exempel Mexiko om man tillåter vidareexport eller öppnar för Kina att bygga nya fabriker där.

*Elisabet Kopelman*

Läs mer om effekterna på Kina i vår senaste EM Monitor här.

# Handelspolitiken – delegerad till presidenten

Trade Expansion Act of 1962

## Sektion 232(b): Nationell säkerhet

Utredning av handelsdepartementet. Användes för Trumps tullar på stål & aluminium (25% resp. 10%).

Trade Act of 1974

## Sektion 201: Allvarlig skada för enskilda USA-industrier

Utredning av USTR (handelskontoret). Användes av Trump för tullar på tvättmaskiner & solpaneler

## Sektion 301: Orättvisa handelsvillkor

Användes av Trump och Biden för tullar på kinesiska varor

National Emergencies Act of 1977

## International Emergency Economic Powers Act (IEEPA): Nationellt nödläge

Rätt att reglera importen under ett nationellt nödläge (måste utlysas i enlighet med reglerna i National Emergencies Act). Presidenten behöver rådgöra med Kongressen men har annars fria händer. Trump hotade använda denna lag mot Mexiko för att begränsa immigrationen.

## Trading with the Enemy Act (TWEA)

Användes av Nixon för 10%-iga tullar på all import år 1971

## Upphäva PNTR, Permanent Normal Trade Relations, för Kina?

Tariff Act of 1930

## Sektion 338: Diskriminering

Tullar på upp till 50% mot länder som diskriminerar USA. Har aldrig använts

Trade Act of 1974

## Sektion 122: Bytesbalanskris

Tullar på upp till 15% under högst 150 dagar mot länder med stora och allvarliga bytesbalansöverskott mot USA. Har aldrig använts.

# FX Pilot: Tävling om att vara minst oattraktiv

I förra FX Pilot från september utgick vi implicit från att Harris skulle vinna: Måttligare tillväxt och inflation i USA, inga tullar och början på en ombalansering av den globala exponeringen mot USD. Det är uppenbart att färdplanen har ritats om helt och hållet med ett "make dollar great again"-tema trots Trumps avsikt att ha en svagare valuta.

## Bakgrund

Nya utsikter där oro för amerikansk reflation<sup>1</sup> och universella tullar ligger i fokus för marknaden. Den amerikanska konsument- och penningmängdstillväxten är fortsatt robust jämfört med Europa och Kina, medan den amerikanska inflationen kan överraska på uppsidan om tullar leder till högre varuinflation.

Amerikanska **räntor** har mer uppsida eftersom det än så länge endast finns lite "Trump" och inflationspremie. Bryderier över emissioner/orosepisoder på obligationsmarknaden är möjliga men kommer sannolikt att dröja på grund av valet av finansminister och dödläget kring skuldtaket. Positionering i **aktier** är redan stor, men likviditetsimpulsen blir positiv under första kvartalet när det amerikanska finansdepartementet drar ned de medel som hålls hos Fed (på grund av förhandlingar om skuldtaket). Utbud/efterfrågan på **olja** är i balans och därmed känslig för en tillväxtkorrigering (mindre tillväxt = mindre efterfrågan), men hårdare sanktioner mot Iran kan bidra till att stötta oljepriserna medan det finns en begränsad uppsida med ett OPEC som gärna vill öka produktionen.

Den **geopolitiska spänningen** mellan Ukraina och Ryssland ökar inför Trumps tillträde, med snabbare neddragnings av gaslager i Europa och tvivel om förnyat naturgasavtal med Ryssland efter den 31 december. Uppdelning i G10-**valutarörelser** baserad på (a) lokala räntor (carry/korträntedifferenser) och (b) varuexport/tullexponering.

## Förväntade valutakonsekvenser

**EUR/USD** har mer nedåtpotential på högre amerikanska räntor och tullscenario, men vi förväntar oss först en korrigering högre i december.

**Yen** har mer upphämtningspotential men är främst intressant mot andra asiatiska valutor tex lägre KRW/JPY snarare än USD/JPY.

**AUD, GBP och NOK** överpresterar i G10 på carry, men räkna med att drivkraften ändras till "räntekonvergens" senare under 2025:

- Lång (sedan valet) position NOK/SEK (ladda om vid nedgång i december) med förfalldatum i februari
- Sök att sälja GBP fram tills kvartal 2
- AUD/NZD prisar inte tillräckligt in AUD-exponering mot potentiella Kina-tullar – lägre nivåer att vänta.

**Euro-scandies** kan frikopplas från EUR/USD-beta så länge som det negativa sentimentet mot euron och euroområdet kvarstår. Om spänningarna i Ukraina avtar och tullarna hamnar i centrum finns det potential för en rekyl uppåt i EUR/SEK senare.

Lång **GBP implicit volatilitet** som skydd mot recessionsscenario är fortfarande intressant.

## Slutsatser

Sammanfattningsvis fokuserar marknaden åter på dollarstyrkan i spåren av USA-reflation och universella tullar. Det som skiljer G10-valutornas utveckling åt bör vara lokala räntenivåer och exponering mot varuhandel. AUD, GBP och NOK kan därför kortsiktigt prestera bättre jämfört med EUR, JPY och SEK. Australien, Storbritannien och Norge har dock potential för snabbare räntekonvergens (fallande räntor då deras centralbanker senare än andra förväntas sänka styrräntorna) efter kvartal 1 2025, där riskerna för potentiellt drakoniska tullar som införs mot Kina är undervärderade i AUD (dvs den handlar för stark i nuläget). Vi fortsätter att se nedåtrisk i EUR/USD och uppsida i NOK/SEK, men efter säsongsmässiga mottrendskorrigeringar i december. Vi har en konstruktiv syn på yen som främst gäller intra-Asien medan CNY bör fortsätta att försvagas mot USD. Vi är beredda att rotera vyn om högre USD/CNY till EUR/CNH om handelskonfrontationen med Europa skulle vattnas ur/dra ut mer på tiden.

Läs gärna hela rapporten **här** (engelska).

*Karl Steiner (summering)*

<sup>1</sup> Reflation avser finans- eller penningpolitik som syftar till att öka produktionen, stimulera utgifterna och motverka deflation och innebär med andra ord oro för högre inflation.

# Osäkert säsongsmönster – sälj EUR och köp SEK

I förra numret av Ögat (13 nov) skrev vi om säsongsmönstret där svenska kronan tenderar att gå starkt mot slutet av året. Den rådande globala miljön kan dock motverka denna rörelse och en flexibel säkringsstrategi kan vara fördelaktig för ett bolag som behöver köpa SEK mot slutet av året.

## Blekare säsongseffekt – svagare SEK?

Samtidigt som den amerikanska ekonomin ser ut att gå ett starkt 2025 till mötes råder motvind i Europa där svaga tillväxtsiffror och en tillverkningsindustri som halkat efter tynger ekonomin. Under november har EUR utvecklats svagt mot både USD och SEK, vilket vi bedömer kommer av marknadens syn att euroområdet utsikter har försämrats. SEK har genom säsongseffekter stärkts 11 av de senaste 14 åren (sedan den globala finanskrisen, i år ser dock förutsättningarna annorlunda ut då fundamentala fakta går emot säsongsmönstret. Den amerikanska ekonomin har inte bromsat in som förväntat och vi ser högre räntor med en prognos om en fortsatt stark dollar. Globala omständigheter talar för att säsongsmönstret kan vara svagare i år.

## Säkringsstrategi för säljare av EUR

Ett bolag som har intäkter i EUR som ska säljas till SEK funderar på hur de ska tänka kring sina växlingar i slutet av 2024.

Om säsongsmönstret är svagare eller uteblir skulle bolaget vilja ha kvar möjligheten att sälja EUR till en högre kurs, något de vill inkludera i sin säkringsstrategi. Företaget väljer därför att säkra med hjälp av en flexibel termin.

### Exempel:

Bolaget behöver sälja 1 000 000 EUR i slutet av december. Den vanliga terminen erbjuder en fast säljkurs på 11,51. Genom att säkra med en flexibel termin i stället, där de får en garanterad säljkurs på 11,45, erbjuds möjligheten att sälja på en högre nivå direkt i marknaden så länge EUR/SEK inte handlar på eller över 11,75 under säkringsens löptid. Om 11,75 handlas fastställs säljkursen till 11,45.

Nominellt belopp: 1 000 000 EUR

Strike: 11,45

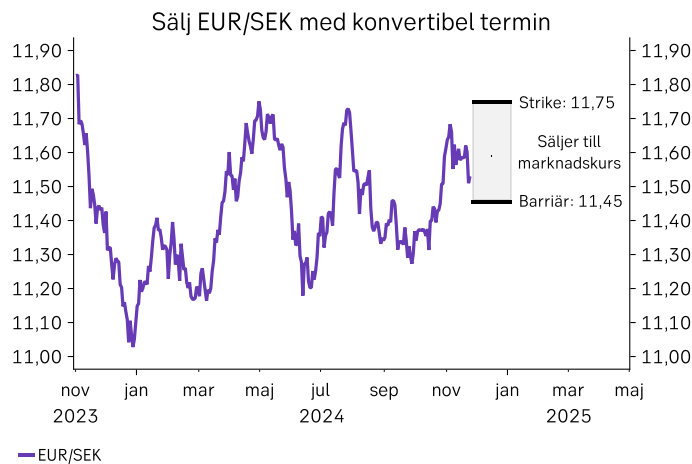
Barriär: 11,75 (amerikansk)

### Under säkringstiden fram till förfallodagen finns följande utfall:

- 1) Om EUR/SEK handlas under 11,45 på säkringsens förfallodag säljer bolaget 1 000 000 EUR till kurs 11,45.
- 2) Om 11,75 inte har handlat under säkringsperioden och EUR/SEK handlar inom intervallet 11,45–11,75 på säkringsens förfallodag säljer bolaget valfritt belopp till marknadskurs.
- 3) Om EUR/SEK någon gång under säkringsperioden handlas på/över barriären på 11,75 fastställs bolagets säljkurs för 1 000 000 EUR till 11,45.

## Resultat:

Genom den flexibla terminen får bolaget möjlighet att sälja EUR till en högre kurs om SEK skulle gå emot säsongsmönstret och försvagas under december månad (att EUR/SEK handlar högre i december). Att barriären är av amerikansk karaktär innebär att den är aktiv under hela säkringsperioden och inte bara vid förfallotillfället. Fördelen med att använda sig av en amerikansk barriär i stället för en europeisk är att den garanterade lägsta säkringskursen (striken) hamnar närmare den vanliga terminskursen vilket är mer fördelaktigt för företaget.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Anna Persson, FX Sales

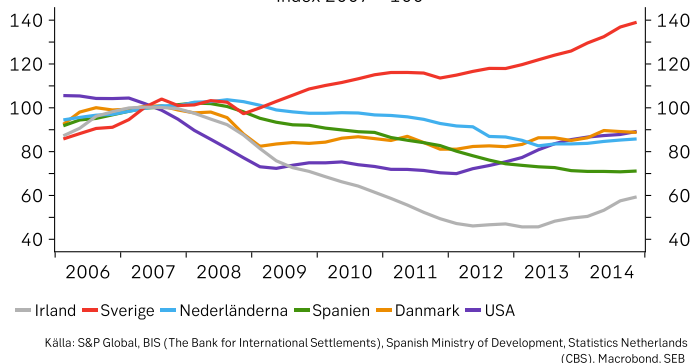
# Högre huspriser och mer lån med nya makrotillsynsregler

En av regeringen utsedd utredning har föreslagit en högre gräns för storleken på bolån och låtnader i amorteringskraven. De nya lättade reglerna väntas öka bostadspriserna och hushållens skulder. Förslagen ska nu ut på remiss men Riksbanken har varit tydlig med att man motsätter sig förändringen och varnar för risker för den finansiella stabiliteten. Regeringen avser att lägga fram förslag under våren, men det är osäkert hur stora förändringarna blir om Riksbanken, och mest troligt även Finansinspektionen, motsätter sig förslagen.

## Makrotillsynsregler infördes efter finanskrisen

Efter finanskrisen 2006-2010, som främst drevs av en kollaps på bostadsmarknaden i USA och ett antal andra länder, infördes på de flesta håll tillsynsregler för att motverka alltför kraftigt stigande bostadspriser och utlåning till hushållen, så kallad makrotillsyn.

Stort internationellt boprisfall under finanskrisen  
Index 2007 = 100

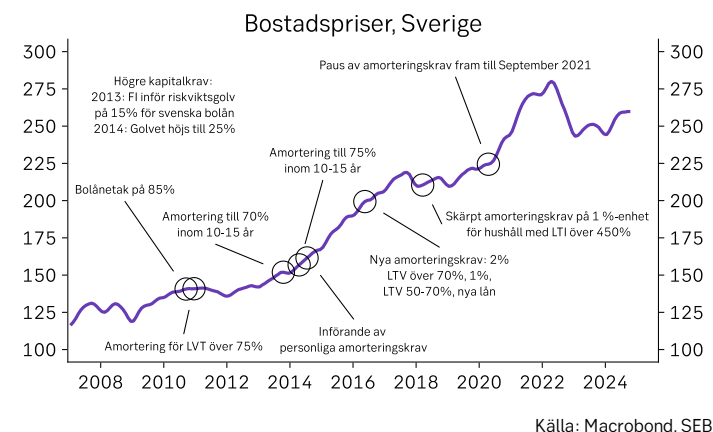


Processen med införandet av tillsynsregler i Sverige var utdragen, och började med att Finansinspektionen (FI) införde ett bolånetak (LTV) på 85 procent av bostadens värde som bankerna fick ge ett hushåll. Samtidigt gav FI en rad rekommendationer som innebar att bankerna skulle kräva att hushållen amorterade mer. Under 2014 fick FI huvudansvaret för makrotillsynen och föreslog en mer strikt reglering i form av ett krav på att hushåll med bolån större än 70 procent av bostadsvärdet årligen måste amortera 2 procent av det ursprungliga lånet och att hushåll med lån på 50-70 procent av värdet måste amortera 1 procent. För bostäder med lägre belåning krävde regelverket ingen amortering. Regeringen godkände förslagen och amorteringskravet infördes i mitten av 2016. I början av 2018 skärptes reglerna genom att hushåll med lån som var större än 450 procent av inkomsterna (LTI) måste amortera ytterligare en procentenhet per år utöver kravet som infördes 2016. Regelverket var flexibelt genom att tillfälliga undantag från amorteringsregler fick göras om hushållens ekonomiska situation förändrades, till exempel på grund av arbetslöshet. Under pandemin infördes ett tillfälligt allmänt undantag från amorteringsreglerna, mellan april 2020 och augusti 2021, vilket innebar att alla hushåll som önskade tillfälligt fick sluta att amortera. Den allmänna uppfattningen var att tillsynsreglerna uppfyllde sitt syfte och bidrog till att dämpa huspriser och lån under perioden med negativ styrränta. För att undvika att reglerna skulle minska bostadsbyggandet gjordes ett undantag från amorteringar för nybyggda bostäder under fem år.

## Utredning: Negativa sidoeffekter viktigare än riskerna

Den kritik som riktats mot reglerna har framhållit att amorteringskraven tvingade hushåll till ett tvångssparande i sin

bostad och att rationella hushåll kunde föredra att ha buffertar i form av ett eget finansiellt sparande. Regleringarna försvårade också för framför allt unga hushåll att komma in på bostadsmarknaden. Unga hushåll tenderar dessutom att ha lägre inkomster och högre utgifter, och många unga hushåll skulle antagligen föredra att vänta med att amortera tills inkomsterna ökat.



Utredningen har tagit fasta på de negativa sidoeffekterna och föreslår att ett allmänt amorteringskrav på 1 procent av lånet för fastigheter med belåning över 50 procent införs. Dessutom föreslås att bolånetaket höjs från 85 till 90 procent av bostadens värde. För att dämpa effekten föreslår utredningen att ett bolånetak på 5,5 gånger hushållens inkomster införs, men att regeln ska vara flexibel genom att 10 procent av en banks lån får överskrida den gränsen.

Enligt utredningen bedöms huspriserna bli ungefär 5 procent högre jämfört med under oförändrade regler, drivet av en kombination av lägre amorteringar, det högre skuldtaket och den nya begränsningen av hushållens skulder relativt inkomster. De nya låntagarna beräknas öka sina skulder med 5,5-13,6 procent, främst genom högre skulder för förstagångsköpare, som är en grupp som i utgångsläget är betydligt mer skuldsatt än genomsnittet. En sådan uppgång skulle innebära att andelen av de nya låntagarna som har skulder högre än 4,5 gånger årsinkomsten växer från dagens 9,8 till 12-20 procent, vilket skulle motsvara en reversering av större delen av de senaste årens nedgång i andel hushåll med hög skuldkvot.

## Riksbankens kritik väger tungt

Vi räknar med att bolånetaket höjs och att det skärpta amorteringskravet på 3 procent tas bort. Om det tvåprocentiga amorteringskravet lättas är högst osäkert och vi tror att en sådan förändring i så fall ligger längre fram i tiden. Riksbanken har tydligt motsatt sig förändringarna och framhållit de positiva effekter åtgärderna haft på de, i ett internationellt perspektiv, höga svenska hushållsskulderna. Finansmarknadsministern har dock sagt att regeringen vill genomföra vissa förändringar under våren och att utvecklingen av huspriser och hushållens lån antagligen blir de faktorer som bestämmer hur stora ändringarna blir. I nuläget är det Finansinspektionen som har huvudansvaret för makrotillsynen och som föreslår ändringar som regeringen beslutar om. Finansmarknadsministern har antytt att en förändring är möjlig och att Finansinspektionen kan fräntas huvudansvaret. Sannolikt återförs ansvaret då direkt till regeringen. Att Riksbanken skulle överta huvudansvaret är mindre sannolikt då banken är oberoende och dessutom antagligen inte skulle föreslå några ändrade regler i nuläget. Vår prognos att bostadspriserna ökar med 6 procent i år och med 5 procent per år under 2025 och 2026 är gjord utan hänsyn tagen till nya regler. Vår bedömning är att förändringarna blir mindre än vad utredningen föreslår, men ändrad makrotillsyn är en uppåtrisk för bostadspriserna.

Olle Holmgren & Malte Meuller

## Investment Outlook

# Ekonomier och marknader strävar på

En fördelaktig konjunkturprofil kombinerat med fortsatta sänkningar av styrräntor utgör en bra bas för börser och räntemarknader. Protektionism, förannonserade tullar och geopolitik utgör risker. Investerare är offensivt positionerade, vilket syns i värderingen av finansiella tillgångar. Vi gör bedömningen att nettobalansen av möjligheter kontra risker är fortsatt positiv. Så summeras bilden i SEB:s nya Investment Outlook.

– Ännu en gång har investerare gått från att vara mycket negativa till risk till att tydligt övervikta risktillgångar. Den här gången tog det två år, och vändningen påbörjades ungefär samtidigt som inflationen toppade globalt. Idag är riskviljan betydligt högre, och det märks också på värderingarna, säger SEB:s Chief Investment Officer, **Fredrik Öberg**.

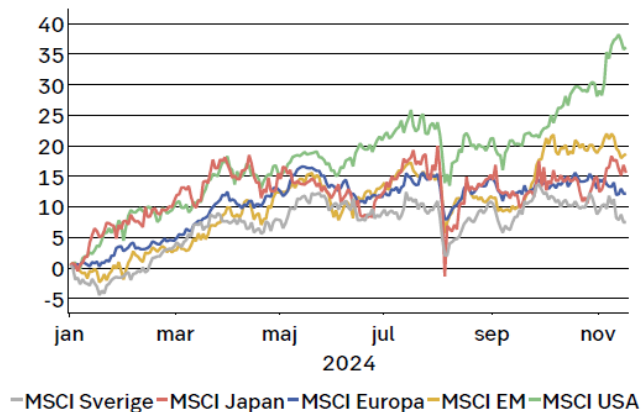


I septemberutgåvan av Investment Outlook förmedlade vi ett huvudscenario med en mjuklandning för den globala tillväxten och en sänkning av styrräntor i storleksordningen 1,5-2,0 procentenheter till utgången av 2025. Företagsvinster väntades stiga med cirka 7-10 procent under det kommande året och slutsatsen blev "vi överviktar risktillgångar." En snabb utvärdering av ovanstående visar att det var korrekt att fortsätta räkna med en mjuklandning och att detta skulle resultera i att investerare succesivt skulle addera ytterligare risktillgångar till sina portföljer. Det som också borde ingått i prognosen var att fokus skulle fortsätta att vara på den amerikanska marknaden. Utfallet med klar fördel för amerikanska tillgångar har ett antal förklaringsfaktorer men för att nämna några vill vi lyfta fram följande:

- Den amerikanska ekonomin har visat överraskande styrka i absoluta termer och relativt övriga regioner i världen.
- Detta har bland annat manifesterats i en robust tillväxttakt, en stark arbetsmarknad och en företagssektor vars vinstgenereringsförmåga fortsatt att överraska.
- Ett valresultat med enbart republikanska förtecken kommer ge Donald Trump och partiet stora möjligheter att genomföra sin planerade expansiva och protektionistiska politik.

Resultatet av dessa krafter blev att den amerikanska börsen var en av de starkaste under perioden, den amerikanska dollarn stärktes, vilket också gällde för amerikanska räntor. Det innebär att investerare signalerade att de fortsatt ser USA som draglok för den globala ekonomin. Det är ingen ny situation, men frågan är om den kommer att vara bestående.

USA utökar börsförsprånget efter presidentvalet  
Utveckling i procent



Källa: Bloomberg

## Stor branschskillnad och fördel Sverige

Många stora bolag i Norden har en betydande verksamhet i USA. När utsikterna för amerikanska bolag har förbättrats bör detsamma gälla för USA-baserad verksamhet i nordiska börsbolag, åtminstone i den mån de inte är beroende av importerade varor eller komponenter. Det råder stor skillnad mellan olika branscher. Banker, IT-bolag, flygbolag och företag med verksamhet relaterad till utvinning av olja, gas och kol tillhör de mest optimistiska vad gäller regulatoriska förändringar, medan många investerare befarar att läkemedelsbolag och i synnerhet vaccintillverkare kommer att påverkas negativt. Vissa delar av den gröna omställningen kommer sannolikt också avbrytas eller pausas. För nordiska börsbolag är det framför allt den nya amerikanska regeringens negativa inställning till havsbaserad vindkraft som kommer att få stor effekt, bolag som Ørsted och Vestas med underleverantörer är uppenbara förlorare.

Företag som exporterar produkter till USA eller har monteringsverksamhet i USA baserad på importerade komponenter är förlorare på höjda amerikanska tullar. Bolag med en stor lokal affär som inte baseras på importerade produkter som exempelvis Skanska och Securitas bör gynnas av starkare dollar, lägre skatt och minskade regleringar samt potentiellt en ännu starkare efterfrågan. På den negativa sidan finns risken för högre kostnadsinflation.

## Övervikt mot risktillgångar

Det bränsle som vi räknar med kommer att gynna risktillgångar framöver är bland annat konjunkturprofilen med en stabil och sund konjunktur som successivt bör innehålla mer cyklisk kraft. Detta bör ske när styrräntorna fortsätter att sänkas och investeringarna ökar. En del starka strukturella krafter fortsätter också att verka såsom AI och generell digitalisering, elektrifiering och automatisering. Stabiliseras och breddas konjunkturen via flera parallella drivkrafter, trots hot om tullar, kan vi även få se en mer jämnt fördelad avkastning från aktiemarknaden. Innan vi ser tecken på att detta börjar materialiseras behåller vi vår övervikt mot globala aktier kontra svenska. Inom globala aktier överviktar vi USA relativt resten av världen. Vi rekommenderar aktier framför räntebärande placeringar, även om övervikten endast är måttlig. Inom räntebärande placeringar har vi en något längre duration än våra jämförelseindex, samt att vi har en viss undervikt mot high yield-obligationer på grund av tigha kreditspreadar. I de portföljer som inkluderar likvida alternativa investeringar, såsom hedgefonder, underviktar vi dessa i förhållande till räntebärande placeringar.

Hela rapporten, samt webbfilm, finns tillgänglig på [www.seb.se/investmentoutlook](http://www.seb.se/investmentoutlook).

Cecilia Kohonen (summering)



# 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](http://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.