

Avvaktande valutamarknad söker klarhet i tullarnas effekter

- Tullarnas storlek faller på plats – men de ekonomiska effekterna är fortsatt oklara
- I väntan på klarhet har valutamarknaden handlat i sidled över sommaren
- Kronan väntas stärkas när den ekonomiska återhämtningen kommer igång
- Dollarn väntas försvagas i spåren av amerikansk stagflation framöver

Tommy von Brömsen, +46 722 218 316, tommy.von.bromsen@handelsbanken.se

Tullarnas effekter är fortfarande oklara – valutamarknaden avvaktar

Kronbladet är tillbaka efter ett kortare sommaruppehåll, och vi börjar naturligtvis med en liten tillbakablick. Vi inser då att kronans växelkurs mot såväl dollarn som euron är kvar på ungefär samma nivåer som vid senaste Kronbladet, i början av juli. Den här typen av sidledsrörelse ser vi för de flesta valutor och för valutamarknaden som helhet (se bild till höger nedan). Det har naturligtvis varit en del rörelser över sommaren, men inga nya tydliga trender. Vår tolkning av det här är att valutamarknaden återigen är lite avvaktande, och man inväntar klarhet i den stora nyckelfrågan:

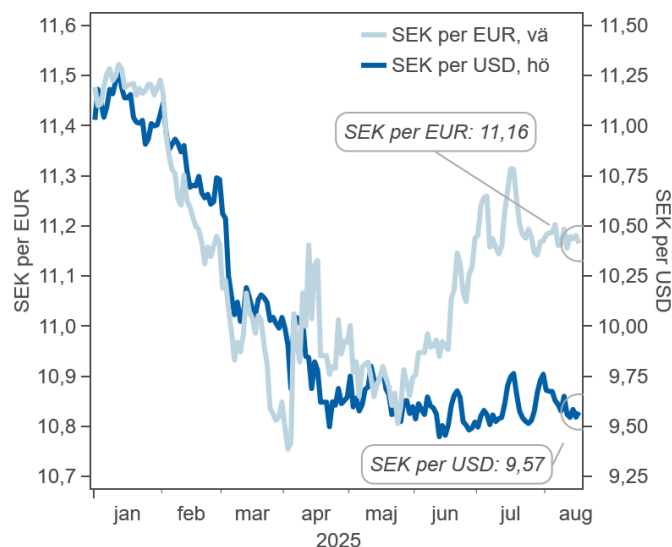
- Hur stora blir effekterna av tullarna?

Under sommaren har vi fått en del klarhet i tullarnas *storlek* – mest relevant för vår del är den amerikanska grundtullen mot EU på 15 procent. Men, det råder fortfarande stor osäkerhet kring *effekterna* av tullarna, på såväl inflationen som den ekonomiska aktiviteten, och det kommer dessutom att skilja sig från land till land, vilket också får konsekvenser för hur respektive centralbank behöver agera, och hur växelkurserna utvecklas.

Sidledes på
valutamarknaden över
sommaren

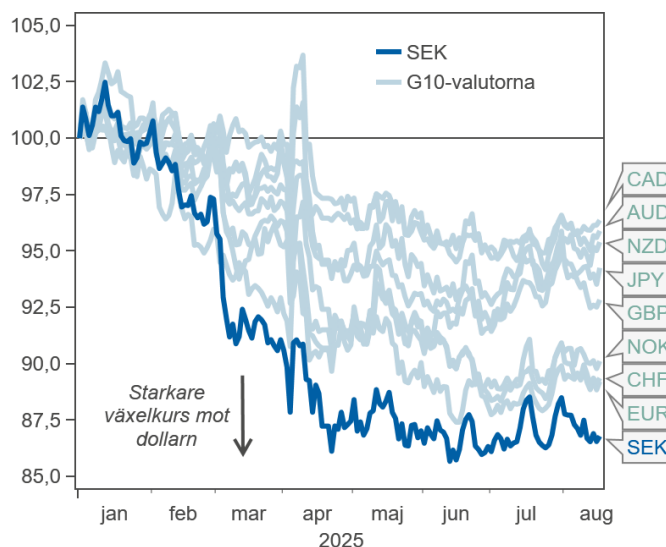
Klarhet i tullarnas
storlek - men inte dess
effekt på inflation och
konjunktur

Kronan på samma nivåer som i början av juli



Källa: Macrobond

Växelkurser mot dollarn – sidledes över sommaren



Källor: Handelsbanken och Macrobond

Anm.: Avser växelkurser mot dollarn, index 100 = 2025-01-01. Lägre värden innebär starkare valuta mot dollarn.

Dollarförsvagning framöver – i spåren av amerikansk stagflation

Hittills har effekterna av tullarna varit relativt små, och tydligt mindre än vad marknaden, och de flesta prognosmakare, befarade i våras. Det har exempelvis funnits en oro att den amerikanska inflationen ska ta fart, samtidigt som ekonomin i USA bromsar in. Ett sådant scenario – med s.k. "stagflation" – skulle sätta den amerikanska centralbanken i en svår sits. Räntesänkningar skulle behövas för att gynna efterfrågan i ekonomin, men då riskerar man samtidigt att förvärra inflationsuppgången. Uteblivna räntesänkningar skulle istället förvärra det ekonomiska läget.

Stagflation är en svår
sits för en centralbank

Under sommaren har dock inflationen i USA kommit in relativt lågt och marknadens oro för en kraftigare inflationsuppgång har minskat. Den senaste statistiken tyder visserligen på att arbetsmarknaden svalnar snabbare än man tidigare trott, men överlag ser oron i marknaden ut att ha sjunkit. Detta speglas egentligen inte särskilt tydligt i valutamarknaden – som är mer avvaktande – men däremot i andra marknader. Börserna har till exempel stigit tydligt, volatiliteten har fallit till låga nivåer, och räntor på mer riskfyllda obligationer (som företagsobligationer) har fallit. Ni kan läsa mer om skillnaden i riskaptiten på valutamarknaden och aktiemarknaden i vår FX Comment [här](#) (på engelska).

Börserna har gynnats av
att den amerikanska
inflationen inte har
stigit...

I våra prognoser har vi dock en tydlig inflationsuppgång i USA, till följd av tullarna, och vi tror att man hamnar i ett besvärligt stagflations-scenario. Risken för policymisstag från Fed är i så fall stor, och när väl marknaden inser detta tror vi att dollarn kommer att försvagas.

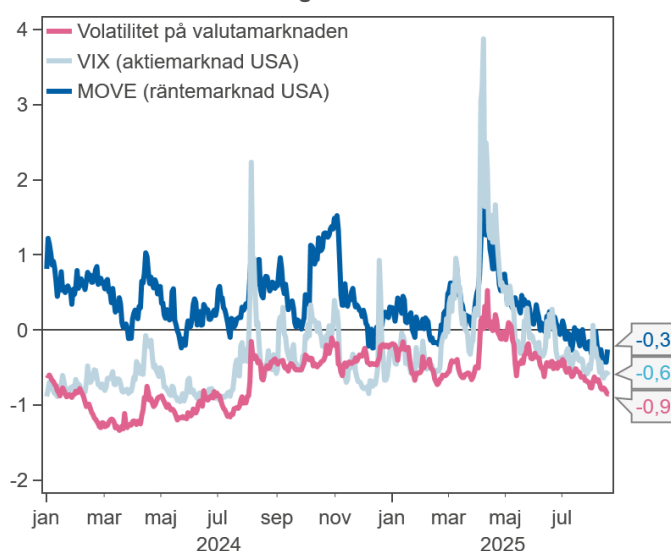
...men det kommer den
att göra framöver enligt
våra prognoser

Rekylen i börserna syns inte i dollarn



Källor: Bloomberg och Macrobond

Volatiliteten har fallit till låga nivåer



Källor: Bloomberg, J.P. Morgan, Handelsbanken och Macrobond

Anm.: Standardiserade serier. Volatiliteten på valutamarknaden avser J.P. Morgan Global FX Volatility Index

Den fördröjda ekonomiska återhämtningen i Sverige tynger kronan

För kronans del såg vi en försvagning i början av sommaren, särskilt i juni. Den försvagningen drevs i grunden av att svensk makrostatistik kom in överraskande svagt. Den mest betydelsefulla statistiken var kanske att BNP-tillväxten för andra kvartalet var betydligt lägre än väntat. Men vi ser även en arbetslöshet som är klart högre än normalt, och stämningsläget bland såväl hushåll som företag är på svaga nivåer enligt KI-barometern.

Svagare krona i juni i
spåren av svag
ekonomisk statistik...

För att stötta ekonomin sänkte Riksbanken styrräntan i juni, och man öppnade också dörren för ytterligare någon sänkning under andra halvåret. Vid mötet nu i augusti lämnade man styrräntan oförändrad, vilket var helt enligt våra och marknadens förväntningar. Anledning till att man avvaktar är att inflationen har överraskat på uppsidan över sommaren. Mycket talar dock för att inflationsuppgången är temporär och vi tror att Riksbanken sänker ytterligare en gång, och att den sänkningen kommer vid deras nästa möte, i september. Framöver väntar vi oss att den svenska ekonomiska återhämtningen så småningom kommer igång, och i början av nästa år bör kronan kunna stärkas en del – särskilt mot dollarn, men även mot euron.

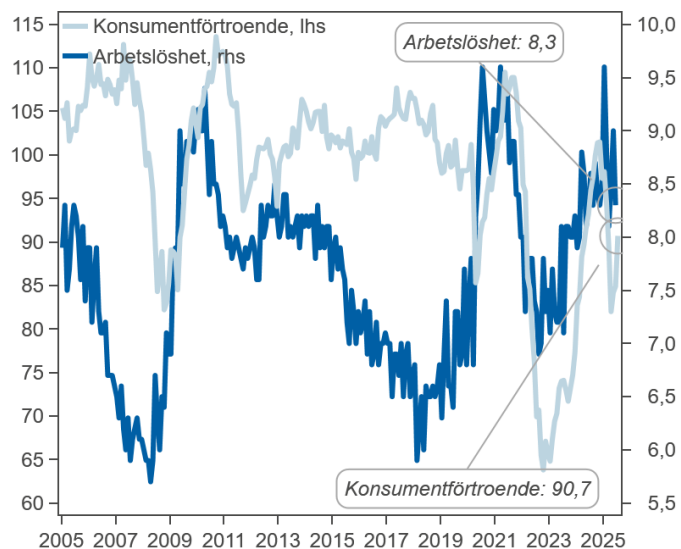
...men så småningom
vänder konjunkturen
uppåt och då bör
kronan stärkas

Sverige: förväntningar om en till sänkning innan årsskiftet



Källor: Bloomberg, Handelsbanken och Macrobond

Sverige: konsumentförtroende och arbetslöshet



Källor: Bloomberg, Handelsbanken och Macrobond

Vår vy på tre till sex månader

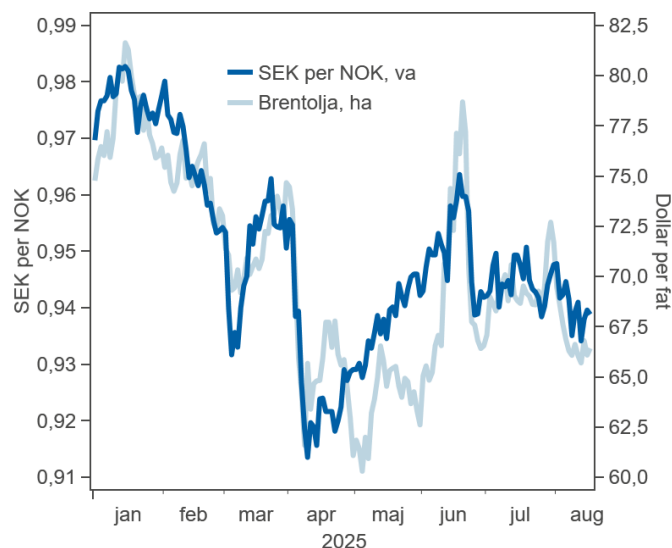
EURSEK		Kronan försvagades mot euron under juni, men sedan dess har växelkursen handlat inom ett relativt smalt intervall och ligger nu på ungefär samma nivå som i början av juli. Den här sidledsrörelsen syns i flera växelkurser, och vår tolkning är att valutamarknaden som helhet är något avvaktande – och man inväntar klarhet i effekterna av tullarna. Under sommaren har den svenska makrostatistiken stabiliserats samtidigt som inflationen har överraskat på uppsidan. Det har gjort att svenska marknadsräntor har stigit något, vilket i sin tur har bidragit till att stabilisera växelkursen. Vi tror att både ECB och Riksbanken sänker ytterligare en gång i den här cykeln, och att dessa sänkningar kommer vid deras respektive möten i september. I början av nästa år tror vi att den svenska återhämtningen kommer igång på ett tydligare sätt än återhämtningen i euroområdet, vilket i så fall bör leda till en starkare krona mot euron. Därför ser vi en viss nedgång i EURSEK.
USDSEK		Liksom de flesta valutor har även dollarn handlat relativt stabilt över sommaren. Att döma av börsuppgångarna och den låga volatiliteten kan man tycka att dollarn borde ha återhämtat sig något, efter försvagningen under första halvåret. Men valutamarknaden har som sagt varit mer avvaktande. Den amerikanska inflationen har varit stabil, och ligger visserligen något över målet, men den befarade inflationsuppgången i spåren av tullarna har hittills uteblivit. Samtidigt har arbetsmarknaden visat svaghetstecken och nu är marknaden inställd på räntesänkningar från Fed framöver (fyra 25-punkterssänkningar fram till juni nästa år). Vi tror att det bara blir en sänkning och att Fed snarare kommer att behöva tampas med ett besvärligt stagflationsscenario, och då ökar risken för policymisstag. Så trots att vi tror på något högre amerikanska räntor än marknaden tror vi samtidigt att oron kring stagflationen kommer att dominera och föra dollarn mot svagare nivåer – så en nedgång i USDSEK framöver.
NOKSEK		Den avvaktande stämningen på valutamarknaden har gjort att växelkursen mellan NOK och SEK till stor del har drivits av variationen i oljepriset under de senaste månaderna. Även där har vi sett relativt små förändringar sedan början av juli, och därför ligger även växelkursen på ungefär samma nivå. Inflationen i Norge är fortsatt förhöjd, vilket medför en risk att man hamnar i ett stagflationsscenario framöver. Den risken balanseras dock av att ränteläget i Norge är fortsatt högre än i Sverige. Norska BNP-siffror för andra kvartalet släpptes nyligen och överraskade på uppsidan, vilket talar för att ränteskillnaden mellan Norge och Sverige kan bestå ett tag framöver. Sammantaget ser vi därför en sidledes utveckling i NOKSEK.
GBPSEK		Växelkursen mellan det brittiska pundet och den svenska kronan har handlat i ett relativt smalt intervall sedan april. Det ekonomiska läget i Storbritannien skiljer sig dock en del från det svenska. Storbritannien har svaga statsfinanser och regeringen har visat en viss vilja, men verkar sakna förmågan, att föra en tillräckligt återhållsam finanspolitik för att marknaden ska känna sig lugn. En återhållsam finanspolitik kan ju dock innebära en dämpad konjunktur, vilket inte heller är gynnsamt för pundet. Samtidigt är inflationen fortsatt hög, och tillsammans ökar detta risken för stagflation, vilket kan sätta Bank of England i en svår sits. Att stagflationen skapar osäkerhet hos centralbanken har vi redan sett vissa tecken på, i form av en ovanligt stor oenighet inom direktionen. Dessa risker för pundet balanseras dock av att ränteläget i Storbritannien är tydligt högre än i Sverige, vilket sammantaget gör att utsikterna för GBPSEK pekar i sidled.
CNYSEK		Den kinesiska ekonomin är fortsatt skör och har stora utmaningar. Den inhemska efterfrågan är svag – inte minst drivet av problemen inom fastighetssektorn. Det råder fortsatt stor osäkerhet kring förutsättningarna för handeln med USA, men sedan april har stämningsläget mellan länderna lättat något. I augusti förlängde man exempelvis tullpausen med 90 dagar, till början av november. Den kinesiska centralbanken har skickat signaler om ett något minskat behov av penningpolitiska stimulanser framöver. Våra prognoser pekar mot små rörelser i USDCNY under resten av året, vilket innebär en svag nedgång i CNYSEK..

Våra prognoser

Valuta	Senaste (2025-08-20)	Q3-25	Q4-25	Q1-26	Q2-26
EURSEK	11,18	11,15	11,10	11,00	10,90
USDSEK	9,55	9,45	9,25	9,02	8,93
GBPSEK	12,90	12,97	12,91	12,94	12,82
NOKSEK	0,94	0,94	0,96	0,96	0,96
EURUSD	1,17	1,18	1,20	1,22	1,22
EURGBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,85
Styrräntor	Senaste	Q3-25	Q4-25	Q1-26	Q2-26
Sverige	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75
USA (midpoint)	4,38	4,13	4,13	3,88	3,63
Euroområdet	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75
Norge	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75
Storbritannien	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50

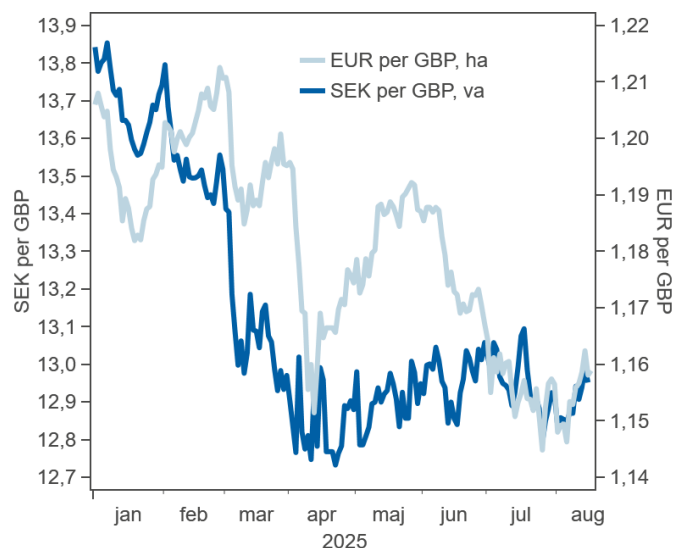
Appendix

Hög samvariation mellan norska kronan och oljepriset



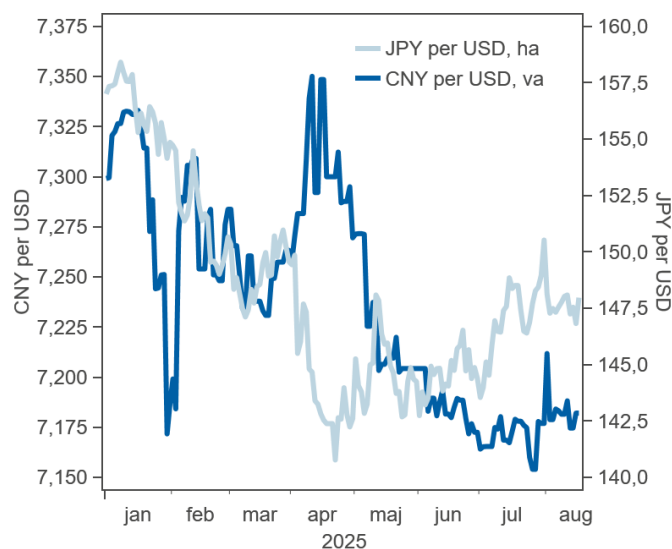
Källa: Macrobond

Någorlunda små rörelser i kronans växelkurs mot pundet



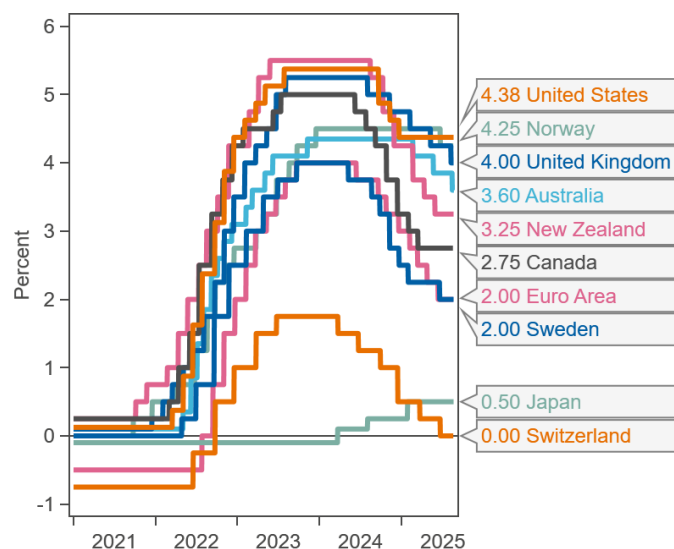
Källa: Macrobond

Något svagare yen under sommaren



Källa: Macrobond

Centralbankernas styrräntor



Källa: Macrobond

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Svenska Handelsbanken AB (publ)(i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iakttä, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredje part som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsarssystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.