



Innehåll

Januari 2026

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Ukraina – ekonomiska konsekvenser när kriget tar slut	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	17
Aktiemarknaden och tema AI	18
USA	20
Japan	23
Kina	24
Tema: Svår handelsrelation EU-Kina	26
Indien	29
Emerging markets	30
Euroområdet	32
Tema: Spanien – Europas tillväxtmotor	35
Storbritannien	38
Norden	39
Sverige	40
Tema: Högre offentlig skuld	44
Norge	47
Danmark	49
Finland	51
Baltikum	52
Litauen	53
Lettland	54
Estland	55
Nyckeltal	56
Kontaktuppgifter	61



Höga insatser när världs-ekonomin går in i ett nytt år

Alla år har sina utmaningar. Förra året handlade mycket om tullar, geopolitiska spänningar och hur världen skulle hantera alla dramatiska utspel från Vita huset. Trots en hel del oro och stök längs vägen blev det ekonomiska slutresultatet dock ganska bra. Ett eskalerat handelskrig uteblev när Europa och många andra länder visade återhållsamhet och accepterade höjda tullar utan motåtgärder. Effekten på inflationen blev mindre än väntat och både tillväxt och marknader visade motståndskraft. När vi nu tagit steget in i 2026 trodde nog många av oss att det skulle bli ett något lugnare år, åtminstone när det gäller tullarna. Vi fick ett antal stora handelsavtal på plats under 2025 och inte kunde de väl redan börja rivas upp? Det nya året hade dock knappt börjat innan vi fick veta att USA med hjälp av polis och militär gripit Venezuelas president Maduro för att ställa honom inför rätta i en domstol i New York och att USA nu ska "styra" Venezuela på obestämmd framtid samt ha rätt till dess oljetillgångar. Kort därefter upprepade President Trump sina krav på ägarskap av Grönland, ett krav som han strax efteråt backade upp med nya tullhot mot länder som inte stöttar honom i dessa ambitioner. Inte ens militära medel uteslöts.

Sucken av lättnad ekade mellan alptopparna i schweiziska Davos när Trump på Världsekonomiskt Forum meddelade att det varken blir något militärt ingripande mot Danmark eller några extratullar mot de länder som skickat försvarspersonal till Grönland. Men de första veckorna av det här året har ändå skickat en tydlig signal: Handelsfrågorna är inte lösta. Tullar är fortfarande Trumps favoritverktyg för att påverka sin omgivning och det är knappast sista gången tullhotet tas fram. Inte heller lär de geopolitiska spänningarna eller de handelspolitiska obalanserna försvinna. Kina lyckades t ex förra året slå nytt rekord i handelsöverskott, trots handelskriget med USA.

"Året som avgör de närmaste tio åren." Det finns ett antal stora ekonomiska, juridiska, ekonomisk-politiska och geopolitiska frågor som ska avgöras under året och som kommer att ge avtryck lång tid framöver. USA:s högsta domstol ska meddela både om Trumps hittillsvarande användning av tullar och hans försök att avskeda enskilda Fed-ledamöter, är lagliga. Utfallen kommer att ha långtgående konsekvenser både för Feds oberoende och för den framtida amerikanska maktodelningsprincipen. Kan ett fredsavtal nås om Ukraina och kan NATO fortsätta fungera efter den dramatiska inledningen av året? Tillväxtmässigt blir det intressant att se om de tillväxtkrafter som dominerade 2025, dvs AI-investeringar i USA och försvars- och infrastrukturinvesteringar i Europa, orkar driva ekonomin även i år. Och kan 2026 bli året då Europa, under pressen av sämre relationer med USA och allt tuffare konkurrens från Kina, äntligen får fart på sin långsiktiga tillväxtagenda? Vår prognos är att USA:s ekonomi fortsätter att växa snabbare än EU:s men också med betydande skillnader mellan enskilda EU-länder. Tyskland växlar äntligen upp till strax över potentiell BNP-tillväxt och Norden utmärker sig positivt. Samtidigt bromsar andra länder in och det finns ett antal svårprognostiserade risker på både upp- och nedsidan.

Den här utgåvan av *Nordic Outlook* bjuder också på fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Ukraina – *Vilka blir de ekonomiska konsekvenserna när kriget tar slut?*
- Svår handelsrelation – *Ohållbara obalanser mellan EU och Kina*
- Spanien – *Europas tillväxtmotor*
- Sveriges statsskuld – *Ökad osäkerhet men långt ifrån en skuld kris*

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 20

Tillväxten förblir motståndskraftig även om konsumtion och AI-investeringar mattas. Svag arbetsmarknad är en nedåtrisk, liksom beslut kring tullar och Fed. BNP-prognosen revideras upp något för i år, men är oförändrad för 2027.

Kina | sid 24

Fokus ligger på industriell överkapacitet. Det politiska stödet säkerställer tillväxtmålet på 5 procent i år. En stabil export med snabb expansion i sektorer med högt mervärde hjälper till. Ytterligare konsumtionsstöd är troligt.

Euroområdet | sid 32

Ekonomins motståndskraft fortsätter. Tillväxten drivs av konsumtion, investeringar och tyska satsningar på försvar och infrastruktur. Utmaningar som demografi och svag produktivitetstillväxt begränsar uppgången. ECB har sänkt klart.

Storbritannien | sid 38

Tillväxtutsikterna är dämpade. Aktiviteten hämmas av höjda skatter, tvekande Bank of England och hushåll som sparar istället för att konsumera. En ökning av tillväxttakten lär dröja till det andra halvåret i år.



Internationell översikt

Tillväxt och marknader står emot utmaningar

Tillväxten 2025 visade överraskande motståndskraft mot tullar och politisk osäkerhet men utsikterna utmanas av ständigt nya utspel och hot från Vita huset. Vi tror att tillväxten står emot och att global BNP växer med drygt 3 procent 2026 och 2027 när bl a stigande hushållsinkomster och investeringar – inom försvar och AI – ger tillväxtstöd. Snabba strukturella skiften i ekonomin och politiska spänningar både inom och mellan länder skärper kraven på policymakare. Finanspolitiken stöttar trots höga skulder. Fed fortsätter med räntesänkningar medan flera centralbanker som ECB och Riksbanken ligger stilla.

Den säkerhetspolitiska oförutsägbarenheten har på nytt ökat påtagligt. Genom krav kopplade till Grönland – krav som svängt fram och tillbaka – har president Trump fortsatt att stegvis underminera dels en regelbaserad världsordning, dels säkerhetspolitiska samarbeten som Nato. Trumps förslag till ett nytt globalt s k "Fredsråd" – som kontrolleras av Trump – förefaller i dagsläget dock få otillräckligt internationellt stöd. De ekonomiska och finansiella utsikterna präglas fortfarande av mycket stor osäkerhet och ökande komplexitet i de globala relationerna.

Frågan är om fjolårets tillväxtmässiga och finansiella motståndskraft kan upprepas 2026–2027. Trots krig och konflikter, och Trumps politik och angrepp på Federal Reserve, blev BNP-utfallet 2025, både för USA och resten av världen, bättre än befarat. Det fanns flera tillväxtstöttande faktorer; en stark arbetsmarknad – om än tydligt inbromsande i USA – stigande hushållsinkomster, betydande investeringar i försvar, infrastruktur, säkerhet (Europa) och teknologi (USA) samt mer expansiv ekonomisk politik och lättare finansiella förhållanden. USA gynnades också av Vita husets avregleringspolitik. Vårt huvudscenario är att global BNP fortsätter att växa kring trend, drygt 3 procent per år, 2026–2027, trots alla underliggande problem.

Politiska frågor med potentiellt stora konsekvenser. Trumps agerande, och politiska beslut, ställer USA och världen inför avgörande vägsval. De närmaste månaderna ska USA:s konservativa Högsta domstol tydliggöra gränserna för Trumps presidentmakt när det

gäller bl a Feds politiska oberoende och tullpolitiken. Det hårdföra agerandet från immigrationspolisen och presidentens vilja att skicka nationalgardet till flera av USA:s största städer är andra åtgärder som utmanar tidigare normer. Trump tvingas inrikespolitiskt att navigera genom en utmanande terräng inför mellanårsvalet 3 november.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
USA	2,8	2,2	2,3	2,0
Japan	0,1	1,2	1,0	0,8
Tyskland	-0,5	0,2	1,0	1,3
Kina	5,0	5,0	5,0	4,7
Storbritannien	1,1	1,4	1,0	1,4
Euroområdet	0,9	1,4	1,2	1,4
Norden	1,6	1,5	2,0	2,1
Sverige	1,0	1,7	3,0	2,9
Baltikum	1,5	2,0	2,9	2,3
OECD	1,7	1,8	1,8	1,7
Emerging markets	4,4	4,3	4,2	4,2
Världen, PPP	3,3	3,2	3,1	3,2

Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity

Trump använder tullpolitiken som ett "multiverktyg".

Även om det nu verkar finnas ramar för en överenskommen om Grönland och Arktis så visar utvecklingen att Trump inte drar sig för att höja insatserna rejält, i ett redan bekymmersamt säkerhetspolitiskt läge med potentiellt mycket stora konsekvenser för lång tid framöver. Hur den nya, mindre regelbaserade, världsordningen ska utformas – och vilka effekterna blir – är i dagsläget mycket oklart.

Tullnivåer ligger i stort sett fast. Som huvudscenario för denna Nordic Outlook antar vi att USA:s genomsnittliga tullar i stort sett ligger kvar på dagens nivåer, dvs i genomsnitt ca 15 procent. Utvecklingen hittills under 2026 är samtidigt en viktig påminnelse om att förhandlade avtal inte är mycket värda när ena parten är Donald Trump.

EU mer beredd att agera vid nya hot. EU:s reaktion på Trumps hot kopplade till Grönland visar att huvudspåret är förhandlingar och att försöka undvika eskalering. Men det förefaller samtidigt som att gränser börjar nås och att mer kraftfulla verktyg finns redo att användas men då som en sista utväg.

Europa i kläm mellan USA och Kina. Många länder står nu inför svåra säkerhets- och handelspolitiska vägsval.

En möjlig vapenvila mellan Moskva och Kiev kan ge vissa positiva tillväxteffekter (se Tema: Ukraina, sid 12) men fredsstegen är små och oroande långsamma. Samtidigt medför USA:s politik att en redan obalanserad handelsrelation mellan Europa och Kina stressas än mer av Pekings fortsatt exportorienterade tillväxtmodell och strategiska inriktning mot ökad självförsörjning. Under vår prognosperiod väntas Kina fortsätta att utöva pris- och lönsamhetspress mot Europas företag. EU, å sin sida, brottas med strukturella problem inom industrin och uppvisar en oroande låg produktivitetstillväxt.

Men EU står heller inte utan ekonomisk kraft. Politiska beslut som stärker den inre marknaden kan minska regionens sårbarhet och öka tillväxten. Pressen från ett oberäkneligt USA skärper behovet av reformer samtidigt som sådana utmanas av splittrade inhemska politiska landskap. Frankrike, Italien, Polen och Spanien väntas hålla val senast under 2027.

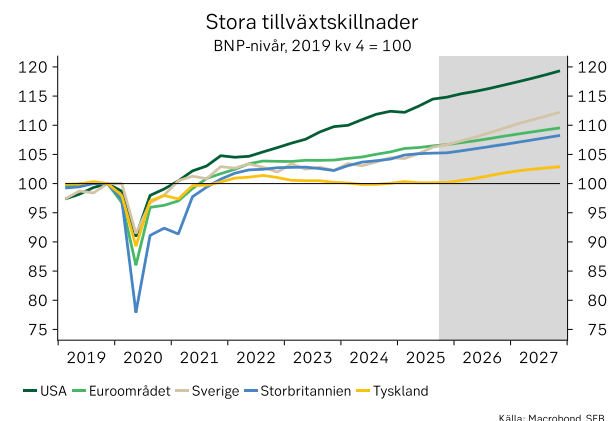
Stora strukturella krafter är nu i rörelse. Få av fjol-årets problem har lösts samtidigt som fler har tillkommit. Ofta sker förändringar gradvis, men de snabba skiften vi nu ser inom flera områden är stora och strukturella. Hur frågor ska hanteras gällande t ex säkerhetspolitik, handel samt AI-investeringar och deras implementering väntas spela stor roll för tillväxt och finansmarknader under många år framöver – både positivt och negativt.

Tillväxten utmanas men står emot. Globalt stabiliseras BNP-tillväxten kring eller strax över trend. Men drivkrafterna är varierande och återhämtningen har sedan pandemin varit ojämn. I flera länder får tillväxten stöd av ökade investeringar. Även om hushållen i många fall är fortsatt osäkra stiger åter reallönerna. Enligt Världsbanken har BNP per capita i 90 procent av världens utvecklade ekonomier nu stigit över nivån innan pandemin. För mindre utvecklade länder är motsvarande siffra 75 procent.

USA bromsade in mindre än väntat efter tullkaoset i fjol, mycket tack vare oväntat starka investeringar i teknologi men även på grund av motståndskraftiga hushåll och stigande aktiekurser. BNP-utvecklingen blir mer balanserad framöver efter stora kast i utrikeshandeln kring tullarnas införande. **Euroområdets** kvartalstillväxt växlar upp något 2026. Den tyska ekonomin, som föll 2023–2024, tycks ha stagnerat förra året. Men mer stimulanspolitik i form av investeringar och ökade försvarssatsningar ger en viss uppväxling 2026–2027 och tyska ekonomin växer över potentiell takt. Samtidigt fortsätter den spanska ekonomin att växa i god takt (se Tema Spanien – Europas tillväxtmotor, sid 35). Ökad oförutsägbarhet

gör att företag tvekar men framför allt är hushållen fortsatt osäkra och sparar trots högre realinkomster och lägre räntor. **Kinas** ekonomi växer med 5 procent i år med hjälp av finanspolitiskt stöd och ökad export. Peking bedriver en långsiktig strategisk industripolitik och eftersträvar självförsörjning, men inhemsk efterfrågan är otillräcklig (se Svår handelsrelation, sid 26).

Inflationsdynamiken är mestadels positiv. Löneökningarna har bromsat in i flera viktiga ekonomier, bl a USA och euroområdet. Kinas deflation fortsätter och flera råvaru- och livsmedelspriser faller. I länder där valutorna stärks mot dollarn adderas ytterligare en prisdämpande impuls. Förhoppningar finns också om en AI-driven produktivitetsskjuts. Innan vi räknar in en sådan utveckling vill vi dock se mer faktiska effekter. Inom AI och teknikområdet växer frågetecknen om vem som kommer att gynnas på sikt; företagen som bygger infrastrukturen eller företagen som utnyttjar tjänsterna där priset kan behöva falla för att potentialen ska förverkligas (se fördjupning om AI på sid 19).



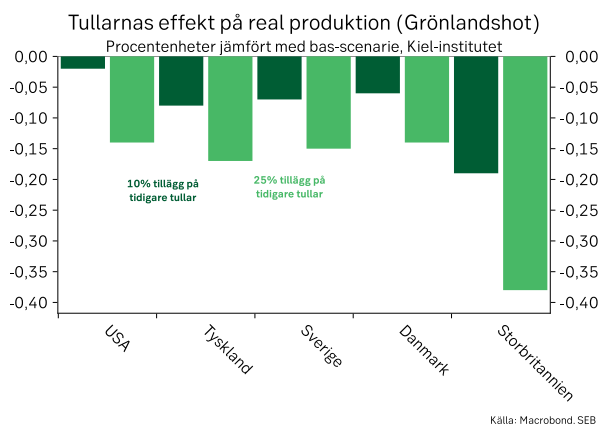
Fed fortsätter att sänka räntan i år. Vi tror att flera centralbanker nådde räntebotten 2025, bl a Europeiska centralbanken, Riksbanken, Schweiziska Nationalbanken och Bank of Canada. Fed står nu i fokus på flera olika sätt. Vi tror att Trumps påtryckningar mot Fed och försök att styra räntepolitiken misslyckas. Fed sänker ändå styrräntan succesivt under 2026 när inflationsimpulserna från tullar avtar, underliggande inflation växlar ned och utrymmet för att motverka svagheter på arbetsmarknaden växer. Styrräntan når en botten i höst på 3,00 procent; något lägre än vad marknaden prisar in men i linje med estimat för en neutral nivå. ECB, och Riksbanken, har nått botten medan Japan går mot strömmen och höjer räntan ytterligare en gång till 1,00 procent – den högsta nivån sedan 1995.

Hur länge kan centralbankerna ligga still? Konjunkturbilden talar för oförändrade räntor för bl a ECB och Fed under hela 2027, även om historien visar att centralbanker sällan avvaktar så länge innan räntan höjs igen.

Riskbilden kring räntenivåerna är i viss utsträckning tidsberoende; möjlighet till lägre ränta i närtid och risk för högre ränta i slutet av prognosperioden. Att Fed sänker bidrar till en fortsatt dollarpress, och euron och svenska kronan stärks därmed ytterligare.

Nedåtrisker dominerar

BNP-tillväxten överraskade positivt 2025 men nedåtriskerna kvarstår. Dessa risker är bl a kopplade till politiska beslut och dess effekter på tillväxt och finansmarknader. Även om USA:s tullkrig sänkte tillväxten mindre än befarat 2025 kan politiska beslut snabbt få accelererande negativa effekter. Trumps senaste utspel om Grönland, med tullhot som sen drogs tillbaka, har accentuerat dessa nedåtrisker. Tyska Kiel-institutets beräkningar visar att Trumps föreslagna tullpåslag, om de hade införts, skulle ha sänkt tillväxten med 1–2 tiondelar för många länder, än mer för vissa, beroende på handelskoppling till USA. Men förutom USA-tullarnas direkta effekter kan konflikterna även utlösa förstärkande földeffekter på t ex finansmarknader. Även flera länders ökade problem med kinesiska handelsöverskott har skapat spänningar. Samtidigt står Kina för en stor andel av utvinningen av t ex sällsynta jordartsmetaller, vilket försvårar balansgången ytterligare. Slutligen är hög offentlig skuldsättning i flera länder en källa till oro. Högre statsräntor kan samtidigt på vissa håll utmana ansträngda börsvärderingar relaterade till bl a AI.



Kan tillväxten bli högre än väntat p g a högre produktivitet och ökade stimulanser? Motståndskraften 2025 visade på underliggande BNP-styrka och stimulans-effekterna från räntesänkningar och satsningar på infrastruktur och försvar kan ha underskattats. I huvudscenariot ingår AI-effekter från främst investeringar; får vi en produktivitetsskjuts kan kraften bli starkare än väntat. Ett sådant scenario kan, tillsammans med lägre energi- och råvarupriser, ge centralbanker visst utrymme att sänka räntan ytterligare. Högre företagsvinster kan lyfta både tillväxt och tillgångspriser.

Scenarier för OECD-området

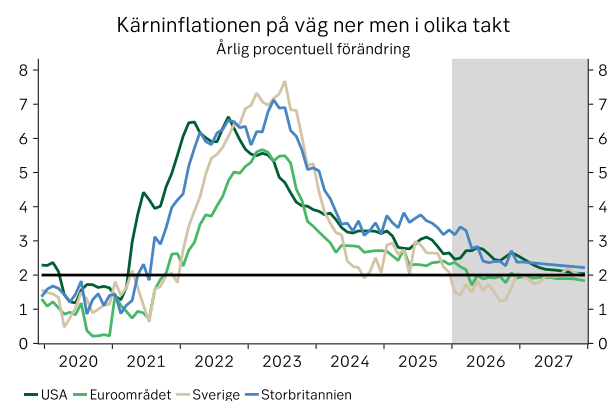
BNP-tillväxt, procent

	2024	2025	2026	2027
Huvudscenario	1,7	1,8	1,8	1,7
Negativt scenario			0,6	0,5
Positivt scenario			2,7	2,4

Källa: SEB

Inflationen nära målen – olika drivkrafter

Vi räknar med att inflationen stabiliseras 2026–2027 nära centralbankernas mål. I euroområdet och i Sverige ligger inflationen redan kring 2 procent; i USA och Storbritannien är den fortsatt för hög, men på väg ned. Kärninflationen är fortfarande något över målen i samtliga dessa länder/regioner, men bara marginellt högre i euroområdet och Sverige.

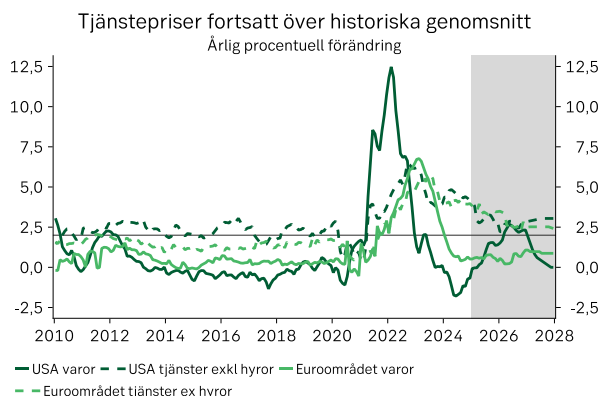


Drivkrafterna: Löner, hyror, tjänster, varor. Tjänstepriser fortsätter att stiga i en snabbare takt än normalt, även om de i USA närmar sig ett historiskt genomsnitt. I Europa hålls hög lönetillväxt uppe av en stram arbetsmarknad med den lägsta arbetslösheten på många år i flera ekonomier. Den strama arbetsmarknaden beror i flera fall på lägre utbud som följd av åldrande befolkning och stramare migration. Även om löneökningstakten mattas fortsätter tjänsteinflationen i euroområdet att vara hög i ett historiskt perspektiv. För USA:s del är hyror en viktig faktor som tidigare har drivit upp inflationen men som nu vänt ner och utgör en nedåtrisk när nya hyreskontrakt visar på en klart svagare ökningstakt.

Tydlig men lägre tulleffekt på USA:s varupriser. I

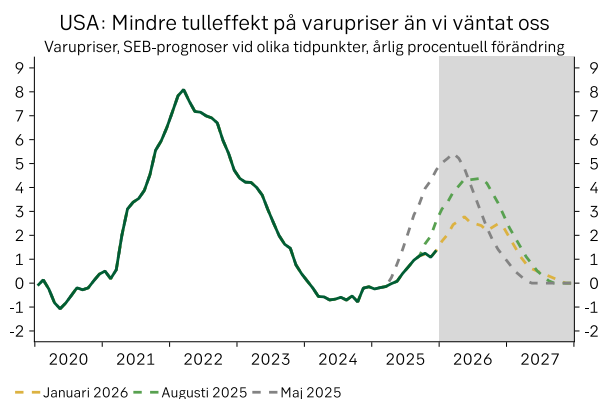
somras uppskattade vi att USA:s varuprisinflation skulle toppa på 5–6 procent i början av 2026 p g a högre importtullar, men de senaste utfallen har varit tydligt lägre. Anledningen är dels lägre tullsatsen än initialt befarat, dels att amerikanska importörer verkar ha tagit en större del av kostnadsökningen. Vi utesluter inte att

det fortfarande är fråga om en tidsfördröjning, men den förklaringen blir mindre sannolik för var månad som går.



Källa: Macrobond, SEB

I Europa pressas varupriserna. Den internationella prisutvecklingen är svag inom flera områden. Energipriser hålls tillbaka av svag tillväxt, investeringar i grön energi och ett stort utbud. Kinesiska exportpriser faller. Även livsmedelspriserna har tappat fart och bidrar därmed allt mindre till prisökningstakten; bilden spretar men flera viktiga delindex har under det senaste halvåret gått ned i allt snabbare takt.



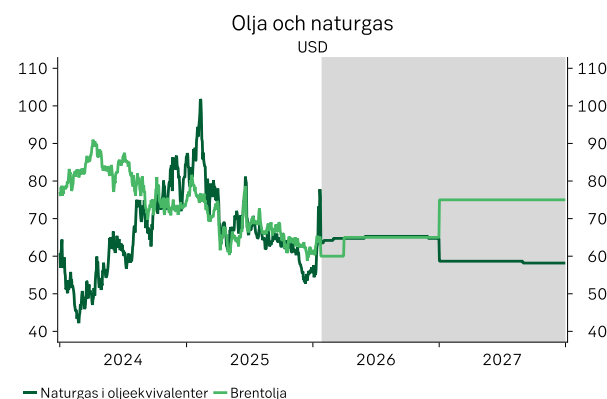
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Olje- och gaspriser kring dagens nivå

I fjol var energi det sämst presterande råvarusegmentet med prisnedgångar för olja och gas på 18 respektive 40 procent. Fossil produktionskapacitet ökar samtidigt som energiproduktion inom både sol- och vindkraft ökade med nära 80 procent 2025. Därtill har kostnaden för batterilagring fallit kraftigt. Vi väntar oss att Opec+ i år minskar produktionen för att stabilisera oljepriset (Brent) runt 65 dollar per fat; normal volatilitet under ett år är +/- 15 dollar. Naturgaspriset (LNG) pressas ned när exportkapaciteten ökar kommande år. Priserna just nu har gått i motsatt riktning p g a kallt väder och låga lagernivåer i Europa men det förändrar inte den långsiktiga bilden.

Fortsatt hög efterfrågan på ädelmetaller. Stigande priser på metaller som guld och silver drivs av både

misstro mellan stater och det internationella finansiella systemet, och efterfrågan från industrin där t ex 15–20 procent av efterfrågan på silver kommer från just solkraft. Vi väntar oss att drivkrafterna från 2025 kvarstår. Exportkontroller på råvaror, och effekter av tullar, påverkar också efterfrågan på industrimetaller. USA:s tullar – och oron för nya tullar – på olika metaller har påverkat den globala prisbilden när importörer har ökat sina lager. Tillgången och kontrollen av kritiska metaller har blivit en viktig del av det säkerhetspolitiska spelet. Konkurrensen om det strategiska globala ledarskapet mellan främst USA och Kina påverkar efterfrågan på sällsynta och kritiska jordartsmetaller.



Källa: Macrobond, SEB

Statsfinansiell balansgång

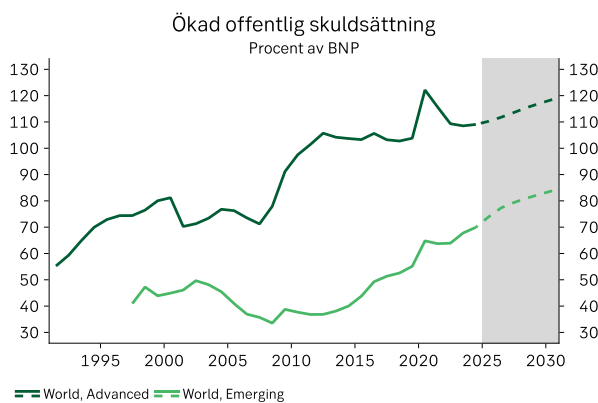
Finanspolitiken blir för många länder ett viktigt verktyg för att hantera de stora politiska och ekonomiska krafter som nu är i rörelse. I Europa ökar försvarsutgifterna av säkerhetspolitiska skäl. Utvecklingen inom bl a handel, teknologi och kritiska varor och råvaror gör att många länder ser behov av offentliga interventioner för att stötta produktionen inom olika branscher samt tillgången till strategiska råvaror. Därtill finns "gamla" strukturella problem som t ex en snabbt åldrande befolkning och låg produktivitet utveckling samt ett stort motstånd bland väljare att försämra offentliga välfärdssystem eller höja skatter. Situationen försvåras ytterligare av att populistiska partier utmanar det traditionella systemet.

Expansiv eller neutral finanspolitik för många.

Länder med bättre statsfinansiellt utgångsläge, bl a Tyskland och Norden, har ett klart större manöverutrymme när det gäller att stötta tillväxten. Men även vissa länder med svaga statsfinanser fortsätter att bedriva en expansiv finanspolitik. En fortfarande ganska ny japansk premiärminister står beredd att efter valet i februari stimulera ekonomin ytterligare. Hur den nya regeringen utformar stödpolitiken avgör risken för högre japanska långräntor. Även om vi inte räknar med nya stora

finanspolitiska paket från Trump-administrationen ger förra årets beslut en expansiv effekt i år.

Risk för negativa marknadsreaktioner. Marknaden har periodvis de senaste åren oroat sig för svaga statsfinanser. Mest utsatta är länder med stora underskott och hög skuld som t ex Storbritannien, Frankrike, Japan och USA. Vi bedömer risken för statsfinansiell oro som fortsatt låg men ökande. Vi räknar därför med att ett större statsfinansiellt fokus – vid olika tillfällen under prognosperioden – kommer att resultera i ökad volatilitet och tillfälligt högre räntor.



Marknaden bidrar till att hålla finanspolitiken i schack.

Det finns en större politisk medvetenhet om risken för högre statliga upplåningskostnader. Därför tror vi att finanspolitiken trots allt kommer att präglas av viss försiktighet i många länder. Å andra sidan "vet" politiker att centralbankerna finns där om räntor skulle stiga för mycket – och alltför snabbt. Finanspolitiken och höga skulder är något som centralbanker i allt större utsträckning därför måste förhålla sig till, och något som kan påverka räntepolitiken.

Fed sänker, ECB avvaktar

Centralbanksåren 2026 och 2027 ser sammantaget ut att kunna bli lugnare trots Feds utmaningar. Fed sänker styrräntan till 3,00 procent under 2026. Det är något lägre än vad marknaden förväntar sig just nu men i linje med en neutral nivå. USA-inflationen är över målet men på väg ner och tulleffekterna blir mindre än vi tidigare befarat. Riskbilden har förskjutits mot arbetsmarknaden som försvagas om än måttligt.

ECB "befinner sig i ett bra läge". Vi räknar med att ECB-räntan ligger kvar på dagens nivå 2,00 procent både 2026 och 2027. Andra centralbanker har också nått räntebotten, t ex Riksbanken. Inflationsläget är dock fördelaktigt för både Riksbanken och ECB; om något finns en viss öppning för ytterligare en räntesänkning även om starkare tillväxtbild håller emot. Japan går mot strömmen och höjer i sommar med

ytterligare 25 ränte-punkter till 1,00 procent. Även Danmarks Nationalbank höjer något för att minska pressen på valutapeggen.

Feds oberoende utmanas och ny Fed-chef ska utses.

Trump har sedan tillträdet till Vita huset för ett år sedan trappat upp försöken att ta kontroll över USA:s penningpolitik. Trump har försökt sparka Fed-ledamoten Lisa Cook. Han har också bidragit till att Feds ordförande Powell nu är föremål för en brottsutredning kopplad till renoveringskostnaderna av Feds lokaler (utreds av Justitiedepartementet). Vår bedömning är att USA:s Högsta domstol avfärdar dessa fall men risken är stor att Trump tillför osäkerhet även på det penningpolitiska området. Vi kan å andra sidan heller inte utesluta en utveckling där Fed-ledamöter vill markera sitt politiska oberoende. Det kan på marginalen bidra till att Fed avvaktar längre än annars med sina räntesänkningar.

Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	22 jan	2025	2026	2027
Fed	3,75	3,75	3,00	3,00
ECB	2,00	2,00	2,00	2,00
Bank of Japan	0,75	0,75	1,00	1,00
Bank of England	3,75	3,75	3,00	3,00
Norges Bank	4,00	4,00	3,50	3,50
Riksbanken	1,75	1,75	1,75	2,00

Källa: Bloomberg, SEB.

Skulle marknaden börja misstro Feds oberoende och politik kan effekterna på inflationsförväntningar och räntor blir stora. En ny Fed-ordförande får inledningsvis starkare band till Trump som tydligt förespråkar räntesänkningar. Feds räntebeslut är dock kollektiva men en politiskt påverkad ordförande, eller FOMC-styrelse, kan leda till trovärdighetstapp, försvåra kommunikationen och därmed marknadsens tolkning av majoritetens vilja.

Motstridiga krafter för långräntor

Precis som i fjol kommer flera motstridiga krafter att bidra till volatilitet: geopolitisk osäkerhet, skiftande riskaptit och frågor kring Feds oberoende. Vi ser inte svaga statsfinanser som något avgörande för långräntornas utveckling, men de kan i vissa länder bidra till ränteuppgång i samband med t ex val eller presentation av budgetar. Första halvåret 2026 tror vi att långa räntor kommer ligga kvar nära nuvarande nivåer i både USA och euroområdet. På sikt, när styrräntan i USA bottnat och europeiska marknader börjar förvänta sig högre styrräntor, stiger långräntorna. Avkastningskurvorna fortsätter därmed att bli brantare, d v s skillnaden mellan korta och långa räntor ökar.

Visst strukturellt tryck uppåt i euroområdet. Europas långa räntor pressas uppåt av växande obligationsutbud i kombination med att ECB:s balansräkning krymper. Samtidigt kan man inte utesluta en viss motverkande kraft om europeiska investerare och institutioner väljer att minska sin exponering mot amerikanska statsobligationer av politiska skäl. ECB väntas inte röra räntan men när marknadsfokus skiftar till förväntningar om en kommande räntehöjning – som ligger efter vår prognosperiod – ger det ett räntetryck uppåt. Svenska långräntor uppvisar samma mönster, men stiger redan under första halvåret i år. En tydlig tillväxtuppväxling och svagare statsfinanser har pressat upp svenska långräntor till samma nivå som de tyska. Denna utveckling väntas bestå och vi förväntar oss även att Riksbanken höjer räntan före ECB i slutet av 2027. Det bidrar till att svenska långräntor ligger något över de tyska från en bit in på 2026.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	22 jan	Jun -26	Dec -26	Dec -27
USA	4,26	4,15	4,25	4,50
Tyskland	2,84	2,85	3,00	3,40
Sverige	2,80	2,97	3,15	3,50
Norge	4,15	4,05	4,15	4,40

Källa: Centralbanker, SEB.

Valuta: Svagare dollar och starkare krona

De krafter som drev valutamarknaden i fjol består. Mindre och procykliska valutor bör stärkas och dollarn tappar i värde i en miljö med en mer normal tillväxtutveckling och räntesänkningar från Fed. Vi tror även att Trumps politik gör att investerare eftersträvar att minska sin USA-exponering och öka valutasäkringsgraden. Det som utmanar denna förväntansbild är en fortsatt stor risk för politiska utspel och beslut som kan förändra riskaptiten och på kort sikt dominera de underliggande och mer fundamentala drivkrafter som nämnts ovan. USA:s försteg inom ny teknologi och AI kan därtill fortsatt bidra till inflöden i amerikanska tillgångar.

Plus för procykliska valutor. Vi förväntar oss därmed en fortsatt förstärkning av den svenska och norska kronan. Även den australienska, kanadensiska och nyzeeländska dollarn bör stärkas. För eurons del är utsikterna mer blandade. Även om euron normalt inte uppvisar samma procykliska mönster ger minskad styrränteskillnad och mer bredbaserad tillväxt i euroområdet viss positiv kraft. De omfattande investeringsprogram som Europa nu genomför med försvar i fokus – och för tysk del även infrastruktur – kan förbättra flödesbilden för euron.

Valutakurser, i slutet av perioden

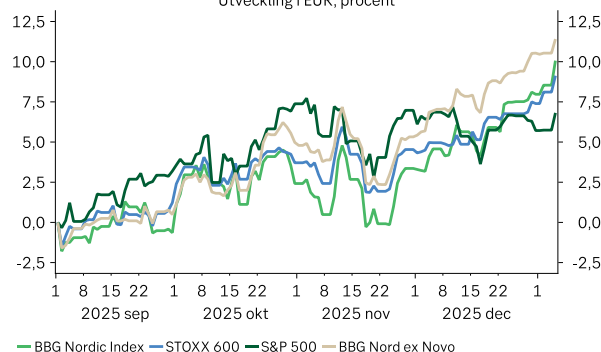
	22 jan	Jun -26	Dec -26	Dec -27
EUR/USD	1,17	1,20	1,19	1,18
USD/JPY	158	155	157	158
EUR/GBP	0,87	0,89	0,90	0,88
EUR/SEK	10,60	10,60	10,45	10,35
EUR/NOK	11,59	11,55	11,50	11,25

Källa: Bloomberg, SEB.

Aktier: Stöd för fortsatt uppgång på plats

En tillväxtbild som i stort inte avviker från i fjol, dvs räntesänkningar från en del centralbanker främst Fed, och i en del länder expansiv finanspolitik, ger en fortsatt positiv börsmiljö. Det är dessutom värt att notera att vi sällan går in i en s k "björnmarknad" utan en ekonomisk recession. Europeiska och nordiska aktier, framför allt cykliska, tillhörde de relativa vinnarna 2025. Vi förväntar oss att denna bild består. Bl a talar tillväxtbild, lägre värdering i utgångsläget samt valutaprognoserna för en sådan utveckling.

Stark utveckling i Norden för en EUR-baserad investerare
Utveckling i EUR, procent



Källa: Macrobond, SEB

AI – vem kommer att tjäna på det? Mag-7-bolagens marknadsvärde har fyrdubblats på bara tre år och ökat USA-börsens andel av det globala börsvärdet till 70 procent. Uppgången har gått hand i hand med ökade vinster vilket gör att det inte ser ut som en bubbla i traditionell mening. Utmaningen framöver är dels de stora investeringarna som tar alltmer av företagens kassa i anspråk, dels frågor om hur intjäningen kopplad till investeringarna ska öka. Användare kommer att vilja se prisfall för tjänster. De stora produktivetsvinsterna från AI handlar om att de företag som använder tjänsterna också måste lyckas implementera tekniken, för att därmed uppnå ökad effektivitet.

Tema:

Ukraina

Vilka blir de ekonomiska konsekvenserna när kriget tar slut?

Ingen vet när eller på vilka villkor kriget i Ukraina tar slut. I brist på konkreta indikationer att ett avtal är nära är det svårt att ha en snar fred, eller ens vapenvila, som huvudscenario, men det kan åtminstone betraktas som ett rimligt alternativscenario. Även om de humanitära konsekvenserna väger tyngst, är det hög tid att också fundera över de ekonomiska effekterna av att vapnen tystnar. Ökad ekonomisk aktivitet i Central- och Östeuropa, starkare risksentiment, något lägre energipriser och en starkare euro är några tänkbara konsekvenser av en sådan utveckling. Men de är inte självklara och effekterna beror till exempel på hanteringen av nuvarande sanktioner, om Europa åter skalar upp energiimporten från Ryssland och återuppbyggnaden av Ukraina.

Under 2025 togs ett antal initiativ för att föra kriget i Ukraina närmare ett slut. När Donald Trump installerades som president den 20 januari stod fred i Ukraina högt på hans utrikespolitiska agenda och flertalet initiativ har kommit från USA. Processen visade sig dock vara svårare än förväntat. Trots upprepade ansträngningar och en tidvis märkbar frustration från den amerikanska administrationen, är det fortfarande svårt att avgöra om en fred finns inom räckhåll. Från europeiskt håll har kritik riktats mot USA:s sätt att driva processen. Delvis för att Europa ofta utestängts från diskussionerna och att till och med Ukraina självt ofta har haft svårt att få en plats vid förhandlingsbordet. Men kritiken har också gällt USA:s sätt att se kriget som en konflikt mellan två parter med ungefär lika stor skuld, en avsevärd skillnad mot den europeiska linjen som tydligt identifierar Ryssland som angripare. Vid några tidpunkter under det gångna året, som vid den berömda utskällningen av Ukrainas president Zelenskyj i Vita huset i februari, eller vid toppmötet mellan Trump och Putin i Alaska i augusti, framstod Trumps mer Putinvänliga linje som helt väsensskild från den europeiska Putinkritiska, medan skillnaderna vid andra tidpunkter framstod som betydligt mindre. Det har dock under året även förekommit en del europeiska fredsinitiativ och stundtals har europeiska och amerikanska krafter kunnat verka tillsammans.



I första hand är kriget i Ukraina en humanitär katastrof med stort mänskligt lidande. Men kriget har även betydande ekonomiska konsekvenser lokalt, regionalt och globalt, särskilt inledningsvis. Till exempel importerade Europa vid krigsutbrottet 40 procent (2 000 av 5 000 TWh) av sin naturgas från Ryssland, mycket av den via pipelines dragna genom Ukraina och i Östersjön. När Ryssland invaderade Ukraina steg energipriserna kraftigt och förvärrade en inflation som redan blivit besvärande hög i efterspelet av covid-pandemin. Även livsmedelspriser hade stigit kraftigt innan kriget bröt ut men läget förvärrades ytterligare eftersom Ryssland och Ukraina är två av världens största producenter av bl a spannmål och konstgödsel.

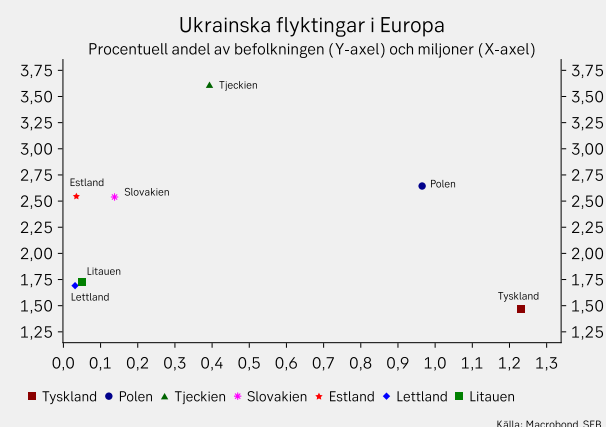
Många av de ekonomiska konsekvenserna har klingat av. Produktion och export från Ukraina har visat sig fungera bättre än befarat och goda skördar i andra delar av världen har motverkat bortfall från Ukraina. Lägre, men fortfarande för höga, energipriser hämmar alltså tillväxten i flera europeiska länder (inte minst Tyskland) men med hjälp av en omfattande import av flytande naturgas (LNG) från andra delar av världen har den akuta bristen undvikits. Noterbart är att EU inte helt slutat köpa rysk naturgas, i tredje kvartalet 2025 stod den fortfarande för drygt 10 procent av importen. EU har beslutat att bryta beroendet helt, senast under 2027. Den ryska oljan har under kriget fortsatt att nå världsmarknaden (via nya vägar) vilket hållit oljepriset på rimliga nivåer.

Rysslands krig i Ukraina är idag en ekonomisk faktor men det präglar inte världsekonomin. Ändå är det rimligt att tro att ett fredsavtal skulle ha en positiv påverkan på ett antal marknader och ekonomier. Det gäller i alla fall om avtalet sker på villkor som är "rimliga" ur Ukrainas och Europas perspektiv. Ett sådant avtal skulle innebära att Ukraina inte tvingas ge upp stora landarealer, åtminstone inte utöver de som redan är ockuperade. Det innebär också att det i planen ingår någon typ av trovärdiga säkerhetsgarantier mot fortsatt rysk aggression och en rimlig återuppbyggnadsplan.

Osäkra tillväxteffekter. Fred i Ukraina skulle innebära början på ett omfattande återuppbyggnadsarbete till betydande kostnader. Världsbanken uppskattade i februari 2025 summan till 506 miljarder EUR, ett belopp som förmodligen stigit sedan dess. Det motsvarar nästan 3 procent av EU:s BNP och tre gånger Ukrainas BNP. Pengarna skulle dock satsas över en tioårsperiod så det årliga beloppet blir avsevärt mindre. Beräkningen avser dessutom hela Ukraina men EU:s insatser kommer knappast att omfatta de idag ockuperade delarna av östra Ukraina. Sammantaget

uppgår kostnaderna därmed snarare till omkring 0,1–0,2 procent av EU:s BNP per år.

Återuppbyggnaden skulle också innebära stora ekonomiska möjligheter, särskilt inom infrastruktur, bygg, industri och jordbruk, samtidigt som global inflation och energipriser möjligen skulle sjunka något. Ukrainas industri är till viss del förstörd eller skadad efter kriget och utländska företag (till stor del europeiska) blir viktiga. Det handlar alltså både om ukrainsk varuimport och om upphandling av återuppbyggnadstjänster. Variationen i BNP-effekter mellan olika länder skulle vara stor, med störst effekt för Ukraina och därefter närliggande ekonomier som t ex Polen, Rumänien och de baltiska ekonomierna. Men även mellan och inom de närliggande ekonomierna varierar troligtvis effekterna, med störst effekter direkt kopplade till det stora ukrainska investeringsbehovet, exempelvis byggsektorn. Samtidigt ska grannländerna, och även t ex Tyskland, hantera ett betydande utflöde av arbetskraft (om ukrainska flyktingar flyttar tillbaka till Ukraina). Det kan sätta press uppåt på löner och priser i branscher som lider av arbetskraftsbrist.



Investeringar i Europas säkerhet lär prioriteras högt även efter en fredsuppgörelse, vilket fortsatt gynnar försvarsindustrin. Sammantaget är de direkta effekterna för Europa som helhet positiva men begränsade. Adderar man de indirekta effekterna, som är svårare att kvantifiera, exempelvis ökat konsument- och företagsförtroende, kan effekterna bli större eftersom det kan resultera i ökad konsumtions- och investeringsvilja. Även inflationen kan påverkas men vi tror att nettot av utbudseffekter (som håller ner inflationen, t ex energi- och jordbrukspriser) och efterfrågeeffekter (tillväxt och investeringar som ökar efterfrågan) blir begränsade.

Aktiemarknaden bör reagera positivt på en fred i Ukraina. Den geopolitiska riskpremien skulle minska och riskaptiten öka. Vidare skulle de faktorer som enligt ovanstående kan antas gynna europeisk tillväxt, i första

hand återuppbyggnadsplaner och eventuellt något lägre energipriser, också ge ett visst stöd åt aktiemarknaden i stort, även om en ökad efterfrågan på kapital kan ge en viss ränteuppgång. Tittar man på enskilda branscher skulle sannolikt just bygg-, infrastruktur- och teknikföretag bli vinnare, möjligen tillsammans med kapitalvaruföretag i bredare bemärkelse. Däremot är det tänkbart att till exempel energiaktier skulle gå sämre om energipriserna sjunker. Även guldpriset, vars uppgång delvis är drivet av geopolitisk osäkerhet, tappar en drivkraft.

Ett frågetecken är vad som skulle hända med försvarsaktier. Europeiska försvarsaktier har haft en stark utveckling sedan Ryssland invaderade Ukraina och sedan det militära stödet från USA inte längre känns lika självklart. Frågan är om viljan – och förmågan, givet många länders svaga offentliga finanser – hos de europeiska politikerna att satsa på den egna försvarskapaciteten, håller i sig i ett fredsscenario. Vår bild är att försvarsaktierna vid en fred skulle riskera en initial nedgång men att den inte skulle bli varaktig. Europa får antagligen en tydlig roll i både återuppbyggnaden av Ukraina och i framtida säkerhetsgarantier. Tillsammans med de senaste årens erfarenheter, inklusive de försämrade säkerhetsrelationerna med USA, bedömer vi att Europa vill stärka sin roll som en fristående aktör på den geopolitiska arenan, med ett odiskutabelt behov av att kunna försvara sitt eget territorium. Därmed tror vi också att europeisk försvarsindustri kan fortsätta att gå starkt.

Energipriser har redan sjunkit från toppnivåerna och en fred kan förstärka nedgången ytterligare.

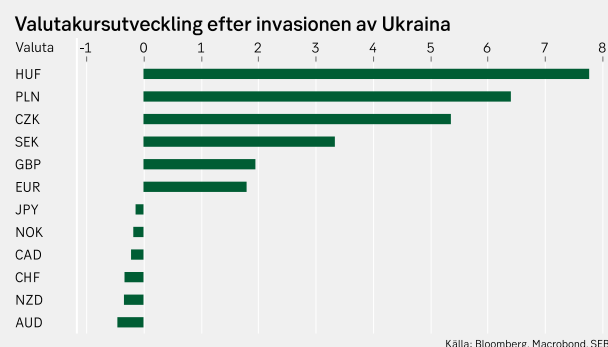
Eftersom energipriser i allmänhet, och naturgaspriser i synnerhet, steg kraftigt när kriget bröt ut, ligger det nära till hands att tro att ett fredsavtal skulle ge en kraftig prisnedgång. Det är dock inte säkert. Prognoserna för naturgas pekar redan i nuläget på ca 20 procent lägre priser i år och därefter ytterligare 8–10 procent per år 2027–2028. Drivkrafterna är dels en kraftigt utbyggd LNG-kapacitet med nya terminaler som tas i bruk de närmaste åren, dels efterfrågeminskande initiativ, t ex RePowerEU-planen som ska minska EU:s LNG-behov med 25 procent till 2030.

EU:s syn på Ryssland avgörande. Om ett fredsavtal leder till ytterligare prisfall beror på fredsvillkoren och på EU:s framtida syn på energiimport från Ryssland. Om EU skulle återstarta framför allt gasimporten via pipelines så kan priset sjunka. Den flytande naturgasen, LNG, når redan världsmarknaden och om EU köper den eller inte spelar mindre roll prismässigt. Vi tror inte att EU återigen vill bli beroende av rysk energi igen men en

viss ökning av importen kan bli aktuell och inställningen kan skilja sig åt mellan olika länder. Det är också tänkbart att EU fullföljer sitt beslut att helt avsluta gasimporten från Ryssland. Preiseffekten på gas är därmed sannolikt ganska liten. Detsamma gäller oljan. Den ryska oljan når redan världsmarknaden men ett fredsavtal och slopade sanktioner skulle ändå minska "friktionen" i systemet och det brukar minska kostnaderna. Sammantaget skulle ett fredsavtal antagligen ge något lägre energipriser i Europa men effekterna är små.

SEK, EUR och CE3 blir vinnarvalutor på en fred. Ett fredsavtal för Ukraina skulle förändra spelplanen för EUR/USD, minska krigsrelaterade premier, förbättra tillväxtutsikterna och öppna upp för kapitalinflöden till Europa. De största vinnarna på ett fredsavtal skulle vara riskkänsliga europeiska valutor som svenska kronan och CE3-länderna (Polen, Ungern och Tjeckien) men även euron skulle stärkas. Råvaruexportörer (kanadensiska, australiensiska och nyazeeländska dollar) skulle å andra sidan tappa mark. Vi bedömer att euron kan stärkas med 2–7 procent mot US-dollarn vid ett fredsavtal. Som tidigare betonats är det avgörande vilken typ av avtal som ingås och även valutaeffekterna är beroende av att avtalet inte öppnar för nya ryska aggressioner, eftersom de positiva effekterna kring riskpremier och kapitalinflöden då uteblir. Grafen nedan visar vinnare och förlorare en vecka efter invasionen av Ukraina. I princip kan man vid ett fredsavtal vänta sig omvända rörelser.

USD mot G10 och CE3 en vecka efter invasionen



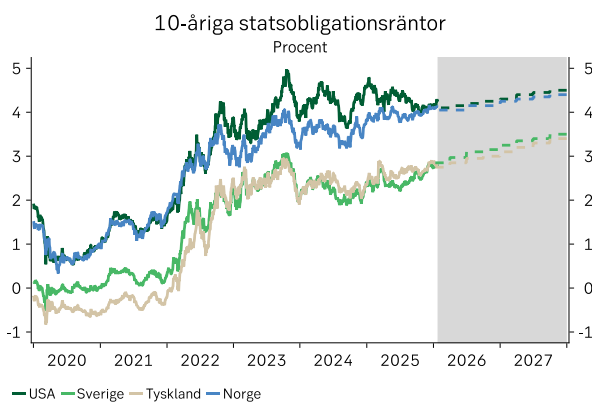
Sammanfattningsvis kan det konstateras att de ekonomiska konsekvenserna av en (rimlig) freds-uppgörelse i huvudsak är positiva. Något högre tillväxt i närliggande länder, lite lägre energipriser och ett visst uppsving i riskapitet och aktiekurser, är några av de troliga konsekvenserna. Men effekterna är antagligen inte särskilt stora. De stora vinsterna med en fred i Ukraina är och förblir de mänskliga, inte de ekonomiska.

Räntemarknaden

Motstridiga krafter

Motstridiga krafter talar för en volatil men riktninglös ränteutveckling i både USA och euroområdet under första halvåret i år. Därefter räknar vi med gradvis stigande räntor när Fed närmar sig slutet av sin räntesänkingscykel och europeiska marknader i ökande grad börjar prisa in högre framtida styrräntor. Högre statsupplåning bidrar samtidigt till ytterligare uppåtttryck på såväl tyska som svenska långräntor.

Det gångna året präglades av betydande svängningar, med tydligt divergerande utveckling mellan amerikanska och europeiska räntor från mitten av året. Även det kommande året ser ut att kännetecknas av hög volatilitet, driven av faktorer som geopolitisk osäkerhet, skiftande riskaptit och frågetecken kring Federal Reserves oberoende. Vårt huvudscenario är att avkastningskurvorna fortsätter att branta, där långa räntor stiger mer än korta.



Räntemarknaderna går in i en övergångsfas i år: Från en period av styrräntesänkningar till avvaktande centralbanker, följt av stigande långräntor när den ekonomiska återhämtningen fortsätter och marknaderna gradvis börjar diskontera framtida räntehöjningar, om än först mot slutet av vår prognos. I Europa har denna andra fas redan påbörjats, medan avmattningen på den amerikanska arbetsmarknaden innebär att ytterligare räntelättnader från Fed fortfarande ligger i korten. Fed och Norges Bank har fortsatt utrymme för fler räntesänkningar, men även för ECB och Riksbanken ligger riskerna på nedsidan, särskilt vid svagare inhemsk data eller nya negativa globala chocker.

USA: Kortvarig nedgång innan räntorna åter stiger.

Historiskt har långräntor ofta fallit under perioder då Fed sänker styrräntan. Detta indikerar att det fortfarande finns en viss nedåtrisk i närtid för långa räntor, särskilt om Fed genomför räntesänkningar i linje med vår prognos om totalt 75 räntepunkter under 2026 – mer än vad som i dagsläget är inprisat på marknaden. Samtidigt visar tidigare cykler att långräntor tenderar att stiga relativt snabbt när sänkingsfasen är avslutad, vilket talar för att en potentiell nedgång i närtid blir begränsad i både omfattning och varaktighet.

Även om den amerikanska finanspolitiken på sikt framstår som ohållbar bedömer vi att den inte blir en avgörande drivkraft för räntemarknaden under det närmaste året, såvida inte utvecklingen försämrats markant jämfört med nuvarande förväntningar. I stället kommer långräntorna i huvudsak att styras av hur långt Fed går i sin lättnadscykel, där mer omfattande sänkningar än väntat skulle kunna pressa ner räntorna ytterligare.

Fed:s oberoende i fokus. Utöver den penningpolitiska inriktningen spelar även centralbankens upplevda trovärdighet en central roll. Trump-administrationens återkommande angrepp mot Federal Reserves oberoende, inklusive en rättslig utredning av Fed-chefen Jerome Powell och ett försök att säga upp Fed-ledamoten Lisa Cook, kan få allvarliga konsekvenser för amerikanska räntor. En tydlig politisering av Fed skulle visserligen sannolikt pressa ned korta räntor, men samtidigt leda till oro för högre inflation och försämrad kreditvärdighet för USA som land, vilket i sin tur skulle reflekteras av högre långräntor.

Detta är inte vårt huvudscenario, men om osäkerheten kring centralbankens roll tilltar kan stigande riskpremier sätta ett mer varaktigt uppåtttryck på amerikanska räntepapper med längre löptid. Sammantaget räknar vi med att räntan på en amerikansk tioårig statsobligation rör sig kring 4,0 procent på kort sikt, för att därefter stiga mot omkring 4,5 procent i slutet av 2027.

10-åriga statslåneräntor

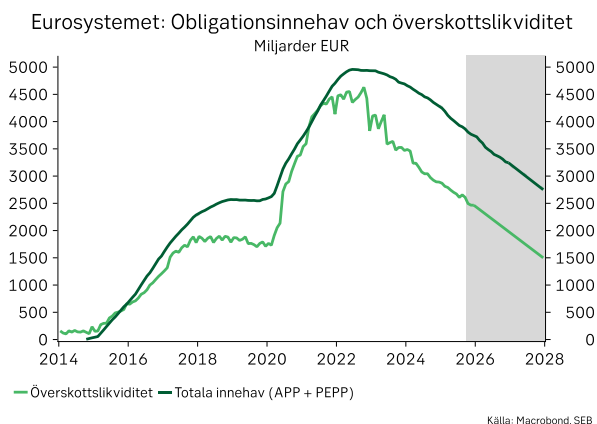
Procent

	22 Jan	Jun -26	Dec -26	Dec -27
USA	4,26	4,15	4,25	4,50
Tyskland	2,84	2,85	3,00	3,40
Sverige	2,80	2,97	3,15	3,50
Norge	4,15	4,05	4,15	4,40

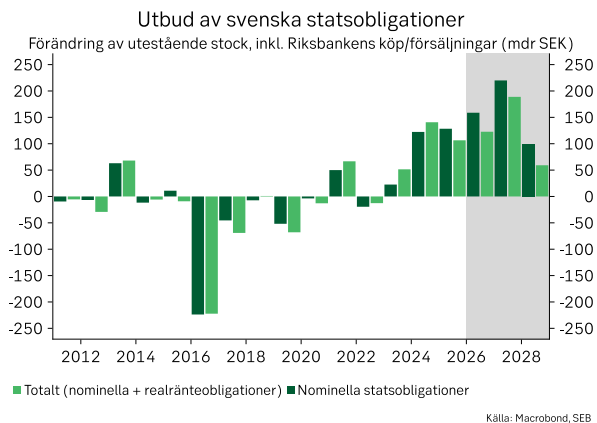
Källa: Centralbanker, SEB

Europa: Strukturellt uppåtttryck. Europeiska räntor påverkas fortsatt av ett tydligt strukturellt uppåtttryck,

drivet av ett ökande obligationsutbud i kombination med att eurosystemets balansräkning krymper. ECB befinner sig nu i en mer utdragen fas med oförändrad penningpolitik och tröskeln för ytterligare lättnader är fortsatt hög. Samtidigt innebär låg inflation och tillväxtoro att marknaden sannolikt behåller en viss förväntan om ytterligare räntesänkningar. När fokus däremot skiftar från möjligheten till fler sänkningar till tidpunkten för en första höjning, bedömer vi att detta främst kommer att driva upp räntor på längre löptider. På kort sikt begränsas dock uppgången av en potentiell nedgång i amerikanska räntor. Den tyska tioårsräntan väntas röra sig nära nuvarande nivåer innan den stiger mot 3,0 procent i slutet av 2026 och vidare till cirka 3,4 procent vid slutet av 2027.



Sverige: Starkare tillväxt och ökad upplåning driver räntor högre. Svenska långräntor har stigit mer än de tyska, särskilt under senare delen av 2025, mot bakgrund av tecken på en tydligare konjunktur-återhämtning och ett ökat utbud av statspapper. Denna utveckling väntas fortsätta i ljuset av stora svenska budgetunderskott, kopplade till expansiv finanspolitik, ökade försvarsutgifter och stöd till Ukraina. Det innebär ett växande obligationsutbud som främst påverkar den längre delen av kurvan, då mer än 65 procent av emissionerna väntas ske i löptider om tio år eller längre.



Riksbanken bedöms samtidigt hålla styrräntan oförändrad under en längre period och om något så ser vi en sänkning som mer sannolik än en höjning under 2026. De korta räntorna stiger därmed endast gradvis under 2026, men något snabbare under 2027 då Riksbanken höjer styrräntan i slutet av året. Det bidrar till en brantare avkastningskurva fram till i början av nästa år. Räntan på en svensk tioårig statsobligation, som i dagsläget handlas på ungefär samma nivå som den tyska, väntas överstiga dess tyska motsvarighet redan under första halvåret i år och ligga cirka 15 punkter högre fram till mitten av 2027. Starkare relativa tillväxtutsikter talar också för ett fortsatt uppåtttryck på svenska räntor, vilket även återspeglas i stigande swapräntor, särskilt med längre löptid.

Norge: Krympande ränteskillnader. Norska statsobligationsräntor väntas i stort följa den internationella ränteutvecklingen, men med visst stöd från inhemska faktorer. Ihållande hög inflation har inneburit att Norges Bank släpat efter ECB i lättadscykel, vilket hållit ränteskillnaden mot Tyskland på relativt höga nivåer. När räntesänkningarna gradvis genomförs i Norge samtidigt som ECB sannolikt avvaktar, bör de relativa ränteutsikterna successivt förbättras för norska obligationer.

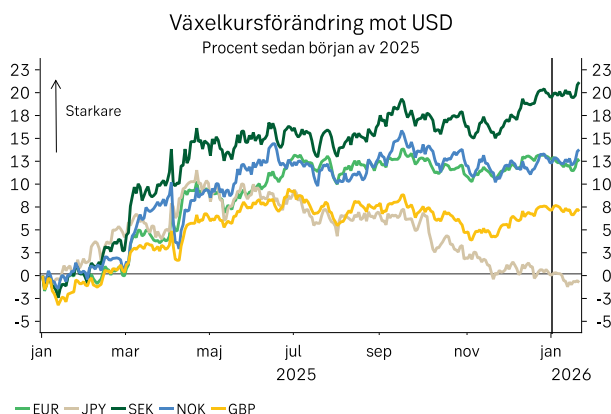
Utbudssituationen är fortsatt gynnsam. Ökade försvarsutgifter finansieras via Statens pensionsfond utland (norska oljefonden) snarare än genom högre upplåning, och statens lånebehov begränsas till refinansiering och utlåning till statliga enheter. Bruttoemissionerna väntas därför endast öka marginellt under 2026. Dessutom är norska statsobligationer relativt attraktivt värderade jämfört med liknande länder, vilket också borde kunna bidra till ett ökat intresse från utländska långsiktiga investerare. Sammantaget talar detta för att norska räntor stiger mindre än de tyska över tid, vilket leder till en gradvis minskning av ränteskillnaden mellan norska och tyska tioåriga statsräntor till omkring 100 punkter under 2027.

Valutamarknaden

Minfält av riskfyllda (geo)politiska händelser

Den globala ekonomin växer kring trend, men i många länder väntas en konjunkturuppväxling. Det väntas innebära att mindre, tillväxtekänsliga valutor stärks, däribland den svenska kronan. Ett minfält av (geo)politiska händelser riskerar dock att minska riskaptiten – något som de tillväxtekänsliga valutorna normalt är mer känsliga för. Dollarn fortsätter att försvagas medan kronan stärks ytterligare, om än mindre än under 2025.

Kronan starkast och dollarn svagast 2025. Kronans förstärkning sker från en väldigt svag nivå och kan därför ses mer som en normalisering än att kronan blivit påtagligt stark. Dollarn försvagades framför allt under våren då Trumps politik försvagade förtroendet för amerikanska tillgångar. Många minskade sin exponering och sålde därmed också amerikanska dollar. Euron och andra europeiska valutor fick dessutom stöd av en förväntad uppväxling av investeringar i infrastruktur och försvar. Hösten blev något lugnare och dollarsvagheten kom i huvudsak från förväntningar om dels fler räntesänkningar från Fed, dels ökad valutasäkring av dollarexponeringar. Statsfinanser utgjorde ytterligare en viktig faktor under 2025, där länder med höga offentliga skulder som USA och Japan såg sina valutor försvagas. Även i Europa stod svaga statsfinanser i fokus. Budget-debatten i Frankrike och Storbritannien fick tidvis stor negativ inverkan på euron respektive pundet, medan SEK gagnades av låg statsskuld och finanspolitiskt utrymme.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Positiv konjunktur för pro-cykliska valutor. Den globala ekonomin fortsätter att motstå den politiska osäkerheten

och växer kring trend. Samtidigt växlar konjunkturen upp i flera mindre ekonomier, vilket bör innebära att mindre och pro-cykliska valutor får förnyad fart under året. AUD, CAD och NZD väntas få stöd från en konjunktuell återhämtning, men allra tydligast är uppväxlingen i Sverige, vilket redan i början av året gett stöd till SEK. Den norska ekonomin växer i linje med trend men NOK får stöd av återhämtningen bland viktiga handelspartner.

Lite ljusare utsikter för euron. EUR bör kunna fortsätta att stärkas mot USD. Även om euroområdet tillväxt bara ligger något över trend växlar Tyskland upp efter flera års stagnation och ECB ser ut att ha sänkt färdigt. Fed väntas däremot fortsätta med ytterligare 3 sänkningar 2026. Framåt hösten, när Fed är klara med sina räntesänkningar, börjar amerikanska marknadsräntor stiga igen, vilket i sin tur bör ge USD mer stöd.

Minfält av (geo)politiska event. Läget är fortsatt osedvanligt osäkert, med många olika politiska faktorer som kan komma att ha stor påverkan – i olika riktningar – på EUR/USD och valutamarknaden i allmänhet. Vi sammanfattar några av dessa i tabellen nedan.

EUR/USD högre om	EUR/USD lägre om
Fed sänker tre gånger medan ECB ligger stilla	Fed sänkt klart pga högre inflation, alt. arbetsmarknad
EU tillväxt tilltar	EU tillväxt underpresterar
Politisering av Fed	Förvärrad finanspolitisk situation i Europa
Trump's politik ger försvagat förtroendet för USA tillgångar	Isolerat handelskrig mellan EU och USA
Tillförlitlig fred i Ukraina	Rejäl försämring mellan Ryssland och NATO

Sämr miljö för pund och yen. Vi tror att USD/JPY närmar sig toppen, men en återhämtning av yenen begränsas av oro för svagare statsfinanser. Även pundet hålls tillbaka av strukturella problem samt förväntningar om kommande sänkningar från Bank of England.

Valutakurser

	22 jan	Jun-26	Dec-26	Dec-27
EUR/USD	1,17	1,20	1,19	1,18
USD/JPY	158	155	157	158
EUR/GBP	0,87	0,89	0,90	0,88
EUR/SEK	10,60	10,60	10,45	10,35
EUR/NOK	11,59	11,55	11,50	11,25
USD/SEK	9,03	8,83	8,78	8,77
USD/NOK	9,87	9,63	9,66	9,53

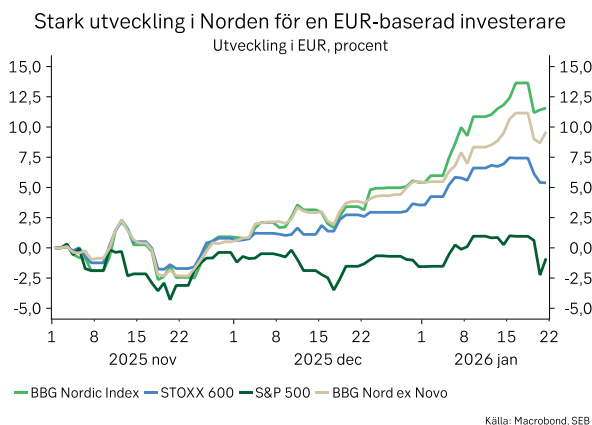
Källa: Macrobond, SEB

Aktiemarknaden

Spänn fast er inför take-off

Europeiska och nordiska aktier tillhörde de relativa vinnarna 2025, och vi förväntar oss att detta fortsätter. I USA kommer president Trumps ekonomiska politik att stödja tillväxten, medan Europa tvingas investera av geopolitiska skäl. USA:s federala skuld och okonventionella ekonomiska politik kommer så småningom att ge kapitalflöden till Europa, vilket minskar värderingsgapen. Vi tror att detta öppnar för en varaktig uppgång för nordiska aktier.

I november *Nordic Outlook* hade vi en positiv syn på aktier med mest potential för Europa och Norden och resultatet har blivit än bättre; S&P 500 har fallit i EUR-termer, men det nordiska indexet har stigit mer än 10 procent sedan början av november.



Stimulanser driver börsen högre

När vi går in i 2026 ligger globala tillväxtprognoser i linje med utfallet för fjolåret. Vinstprognoserna har slutat sjunka, men tillväxten är ännu inte tillräckligt stark för att motivera en cykel med vinsttillväxt. Samtidigt driver President Trump på hårt på den geopolitiska arenan. Det tyder på att årets första del kan bli skakig men vi förväntar oss inte att det kommer att vara särskilt länge. Den globala finanspolitiken håller på att bli mer expansiv, oljepriset har fallit och Federal Reserve har börjat expandera balansräkningen. Det kommer troligen att lyfta både tillväxtindikatorer och börser till våren. Längre fram kommer Fed-sänkningar och effekter från Trumps tidigare annonserade skattesänkningar att ge stimulanseffekt.

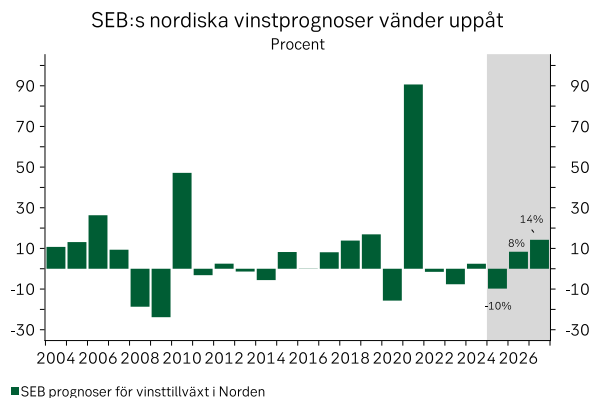
Att trycka pengar för att stärka ekonomin och betala skulder är dock inte en strategi som ekonomer generellt

sett gillar och det kommer att få effekter för USA på längre sikt om Trump får med sig Fed på det spåret. I Europa är det finanspolitiken som driver på tillväxten. Stora investeringar på strukturella områden som försvar, energi och råvaror behövs i det nya säkerhetspolitiska läget och här har tillväxten mer långsiktig karaktär. Samtidigt är värderingarna lägre än i USA.

Björnmarknader inträffar sällan om vi inte har recession och vi förväntar oss ingen recession 2026, vare sig i USA eller globalt. Men med europeisk tillväxt som drivs av en strukturell investeringsvåg förväntas rotationen av amerikanska tillgångar mot Europa accelerera, och det kommer att minska det ovanligt stora värderingsgapet mellan USA och omvärlden. Den nordiska marknaden är väl positionerad för detta.

Nordisk potential

Vi tror att den nordiska vinsttillväxten kommer att svänga över till den positiva sidan, med en tillväxt på 8 procent under 2026 och accelerera ytterligare till 14 procent 2027. Viktigare är att man nu har slutat att nedgradera sina nordiska estimat. I kombination med en värdering som fortfarande ligger nära det historiskt normala och långt under USA:s nivå, finns det potential för mycket höga avkastningar om tillväxt- och centralbanksprognoserna slår in.

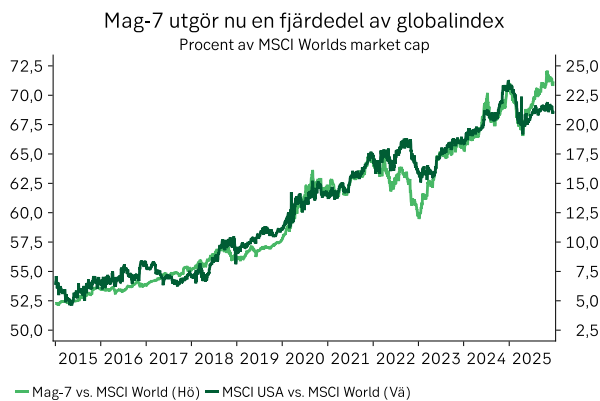


Detta talar för cykliska nordiska exponeringar. Att globala tillverkningsindikatorer sjönk under slutet av 2025, samtidigt som nordiska indikatorer steg, gör att vi misstänker att det kommer bättre tillfällen att öka exponeringen när centralbanker och regeringar har blåst liv i makrotillväxten. Industriaktierna har redan lyft, och under våren tror vi att investerare kommer att bredda sin cykliska exponering till att omfatta cykliska sektorer med mer måttliga värderingar som banker, råmaterial och sällanköpsvaror.

AI-aktier: Ingen bubbla, men ändå inte riskfritt

De första åren efter ChatGPT har vi sett en dramatisk ökning i värdet på amerikanska AI-'hyperskalare'. Detta är inte en bubbla i traditionell mening, men hyperskalarna har två problem: intäkterna tar längre tid att realisera än väntat och kostnaden för att använda AI-modeller kollapsar. Detta kommer sannolikt att minska lönsamheten och flytta de ekonomiska fördelarna till AI-användarna.

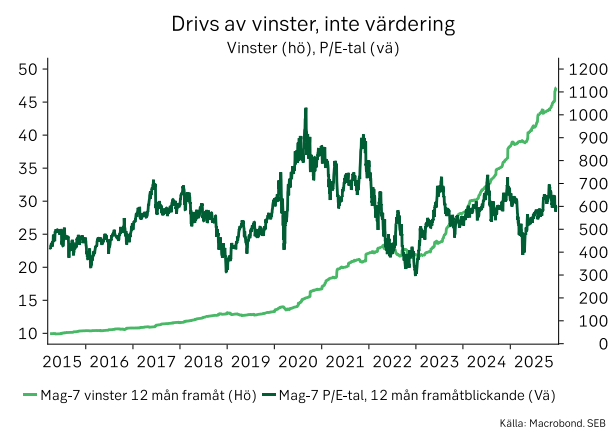
20-biljonerdollarfrågan. AI har haft en explosiv utveckling sedan lanseringen av ChatGPT i november 2022, Mag-7-bolagens marknadsvärde har fyrdubblats på bara tre år och deras sammanlagda börsvärde är nästan 20 biljoner dollar. Dessa vinster har ökat den amerikanska aktiemarknadens andel av MSCI World till nära 70 procent, där Mag-7 ensamma nu utgör en fjärdedel av det globala indexet. Är denna koncentration ett problem eller kan hyperskalarna fortsätta att växa?



Ingen bubbla men ändå problematiskt. Det är viktigt att notera att AI-boomen inte är en aktiemarknads-bubbla i ordets traditionella bemärkelse. Aktiepris-ökningarna sedan ChatGPT matchas nästan perfekt av tillväxten i deras vinster, så värderingarna har varit i stort sett stabila. De viktigaste aktörerna är inte nya, oprövade företag, utan företag med stark monopolmakt inom befintliga IT-vertikaler. Anledningen till den kraftiga ökningen av börsvärdet är en osedvanligt stark vinstökning och inte en ökning av värderingarna (per vinstdollar).

Amerikanska teknikaktier kan vara prissatta med alltför optimistiska vinstförväntningar men nedgångsriskerna begränsas av en stark bas för vinsterna och en mycket mindre extrem värdering än vad som präglade den sista fasen av IT-bubblan i slutet av 1990-talet.

Problemet med överinvestering. Problemet för amerikanska teknikföretag är den höga investerings-nivån i nya datacenter. Dessa investeringar har nu nått nästan 500 miljarder dollar årligen och förbrukar företagets fria kassaflöde. Hittills finns inga tecken på motsvarande intäktsökningar i eller utanför sektorn.



Hyperskalare kan behöva investera för att skydda sina befintliga verksamheter. Microsofts monopolliknande position på Office-applikationer eller Googles motsvarande position på sökområdet skulle kunna utmanas om de inte kan tillhandahålla AI-funktionalitet. Det kan förklara varför de investerar så aggressivt. Om investeringen däremot inte leder till ökade intäkter är vinstutsikterna alltför optimistiska, vilket är ett problem när aktierna handlas till 30 gånger vinst/aktie.

Två stora utmaningar för de amerikanska AI-företagen. Den första utmaningen är bristen på användbara applikationer som kan öka lönsamheten på företagsnivå. Som ett resultat verkar andelen företag som använder AI ha stagnerat. Det andra och allvarigare problemet är att AI blir en stapelvara tillhandahållen av kinesiska utvecklare. Precis som internet tidigare misstänker vi att detta innebär att vi rör oss mot en modell där priserna stagnerar. Även om användbara applikationer utvecklas är det oklart varför någon skulle betala för dem. Detta är en nyckelfaktor i teknikspridning. Kostnaden för den nya teknologin måste kollapsa för att användningen ska bli lönsam, och de tidiga vinnare som utvecklade teknologin måste då ta smällen. Långsiktiga investerare bör redan nu positionera sig för detta. Men innan investeringsboomen bland teknikföretagen avtar kan investerare mycket väl komma att nära ännu mer hoppfulla förväntningar.

USA

Hyfsad tillväxt, med risker från arbetsmarknaden

Tillväxten förblir motståndskraftig även om viktiga drivkrafter – konsumtion och AI-investeringar – mattas något. Svag arbetsmarknad är den främsta nedåtrisen men även risken för nya turer kring tullar och centralbanken Federal Reserve (Fed). Små inflationseffekter från tullarna gör att Fed kan fortsätta att sänka räntan till en mer neutral nivå. Fjölårets skattepaket ger stöd men fönstret för nya finanspolitiska reformer stängs sannolikt efter mellanårsvalet.

Ekonomi bromsade in 2025 och BNP väntas ha växt med drygt 2 procent, från nära 3 procent 2024. Nedstängningen av statsapparaten under oktober-november i fjol ger ett tillfälligt hack i BNP som delvis tas tillbaka under inledningen av 2026. Ett stort positivt överhäng från 2025 bidrar också till att BNP helåret 2026 ökar lite snabbare än i fjol, eller med 2,3 procent. 2027 växer BNP med 2 procent, i linje med bedömd trendtillväxt.

Nyckeltal

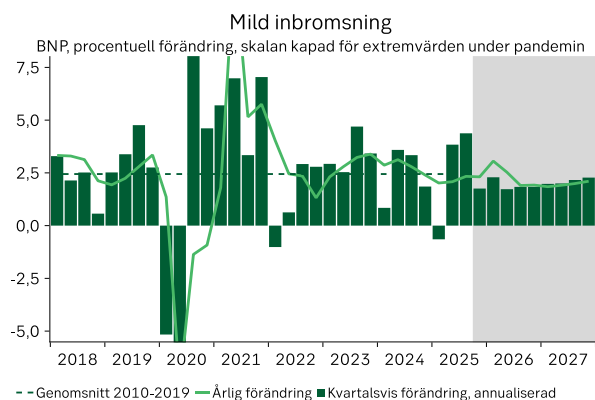
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	2,8	2,2	2,3	2,0
Arbetslöshet*	4,0	4,3	4,6	4,5
Löner	4,0	3,8	3,4	3,0
Kärn-PCE-inflation	2,9	2,8	2,7	2,1
Offentligt saldo**	-8,0	-7,5	-8,0	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	122	125	129	133
Fed funds rate, % ***	4,50	3,75	3,00	3,00

*% av arbetskraften, **% av BNP, ***övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB

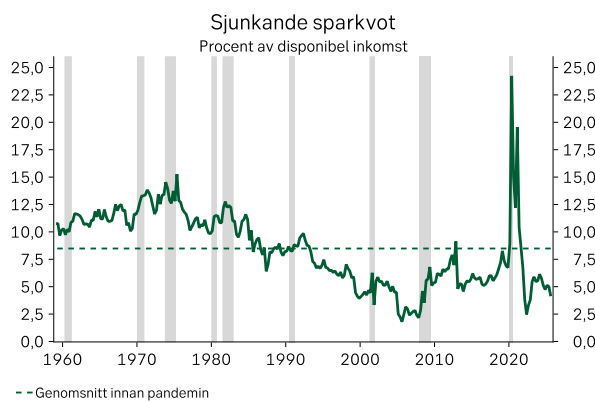
2025 präglades av stora kast i synen på USA:s ekonomi. Vi sänkte vår prognos för 2025 till drygt 1 procent efter tullbeskeden i april men skrev därefter gradvis upp den till 1,9 procent i vår uppdatering i november. BNP-prognosen revideras nu åter upp med tre till fyra tiondelar för 2025 och 2026, men är oförändrad för 2027. En måttligare uppgång i tullarna och det starka uppsvinget för AI-drivna investeringar

var två huvudskäl bakom den oväntade motståndskraften i fjol. Att hushållens konsumtion hölls uppe trots kraftiga fall i humörmätningar bidrog också. Vi räknar med en viss dämpning för både investeringar och konsumtion i år. Höstens mellanårsval väntas ge ett maktskifte i representanthuset, i enlighet med det historiska mönstret där presidentens parti tenderar att backa i nästa val. Det kommer att stänga fönstret för nya stora finanspolitiska paket.



Hushållens konsumtion kan inte fortsätta att stiga snabbare än inkomsterna.

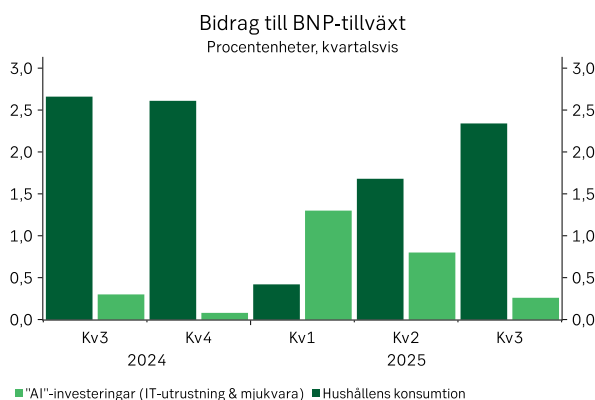
Efter fjölårets oväntade motståndskraft förväntar vi oss en lugnare tillväxttakt när den svaga aktiviteten på arbetsmarknaden pressar hushållens inkomstutveckling. Positiva förmögenhets-effekter från stigande aktiekurser stöttade konsumtionen i fjol och sparkvoten ligger nu på en låg nivå (3,5 procent) i en historisk jämförelse. Finanspolitiken ger dock ökat stöd i år när hushållen får nya tillskott från de skattesänkningar som beslutades av USA-kongressen i fjol, i form av bl a ökad skatteåterbäring och slopad skatt på dricks och övertid. På årsbasis bromsar konsumtionen in från nästan 3 procent i fjol till drygt 2 procent i år.



Vikande opinionssiffror inför mellanårsvalen har fått Trump att fokusera på att stärka hushållens köpkraft, t ex genom köp av bostadsobligationer för att pressa ned bolåneräntor, sätta ett tak för kreditkortsräntor och

skicka vidare tullintäkter till hushållen. Vi ser en låg sannolikhet för det senare. Kontantstöd till hushållen är en fråga för kongressen och skulle underminera planen på att låta tullarna delvis finansiera skattesänkningarna.

AI-investeringarna väntas ligga kvar på en hög nivå, men tillväxttakten gradvis minska, i linje med senaste kvartalsdata. Nya skatteincitament väntas ge visst generellt stöd för investeringarna. Höga bolåneräntor fortsätter dock att pressa bostadsmarknaden. Utrikes-handeln var ryckig i fjol, med tvära kast inför och efter tullarna. Utrikeshandeln väntas ge stora positiva tillväxtbidrag i år, med både fortsatt fallande import och högre export. Att USA:s motparter i de flesta fall avstått från mottullar och att dollarn försvagats, har begränsat skadeverkningarna på exporten.



Tulldebaclet har satt spår i delar av ekonomin.

Sentimentet inom industrin försämrades ytterligare under 2025 enligt ISM-indexet, som täcker större och mer utrikeshandelsberoende företag. Produktionen i tillverkningsindustrin ligger kvar under nivåerna innan pandemin och innan tullhöjningarna under president Trumps första mandatperiod.

Lägre tullsats men kvarstående osäkerhet

Bedömningen av den genomsnittliga effektiva tullsatsen på importerade varor (efter anpassningar av handelsflöden) har successivt justerats ned från nära 30 procent i april i fjol till runt 15 procent. Detta förklaras av både sänkt generell tullsats mot Kina, från 20 till 10 procent, och av att olika varor – bl a vissa livsmedel – undantagits eller klassificerats om. Höga tullsats ser ut att ha ökat incitamenten att registrera varor under det nordamerikanska handelsavtalet USMCA. 2024 omfattades 40 respektive 50 procent av importen från Kanada och Mexiko av USMCA; i dag bedöms detta gälla 80 procent av handeln. Detta har enligt OECD sänkt den totala genomsnittliga tullsatsen med ca 3 procentenheter. USMCA ska omförhandlas i år och ett beslut från USA att överge avtalet skulle åter trycka upp

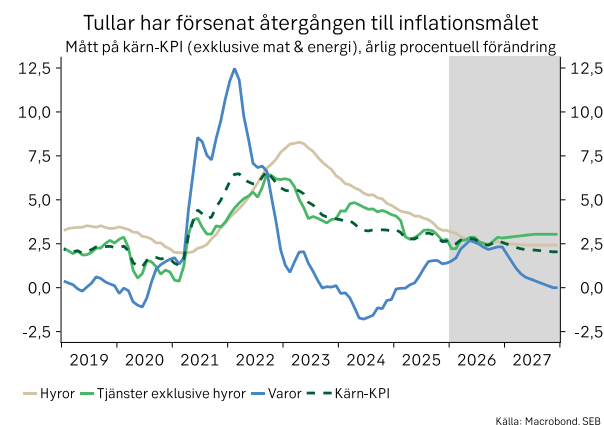
tullsatsen men också innebära nya störningar i USA:s värdekedjor för t ex bilindustrin. President Trump fortsätter att vifta med tullvapnet, senast kring frågan om Grönland, men huvudscenariot är att tullsatserna ligger kvar kring dagens nivåer. USA:s handelsfred med Kina löper ut igen i november.

Högsta domstolens beslut en osäkerhetsfaktor.

Trump's tullhöjningar för olika länder och regioner baseras på en lag om nationellt nödläge (International Emergency Economic Powers Act, IEEPA), som ger presidenten vidsträckt befogenheter att agera på "ovanliga och extrema hot". Denna lagtolkning ska prövas av Högsta domstolen (HD). Administrationen har en beredskap för ett negativt utslag och har flera alternativa vägar att ta ut tullarna. Ett nej från HD kommer därför inte nödvändigtvis att leda till en lägre genomsnittlig tullsats. Däremot skulle tullösäkerheten öka igen, åtminstone på kort sikt. Beslutet kan innebära att USA-administrationen tvingas betala tillbaka uppmot 150 mdr USD av fjolårets tullintäkter, vilket skulle skapa ett tillfälligt hål i budgeten innan nya tullar är på plats.

Begränsade effekter på inflationen

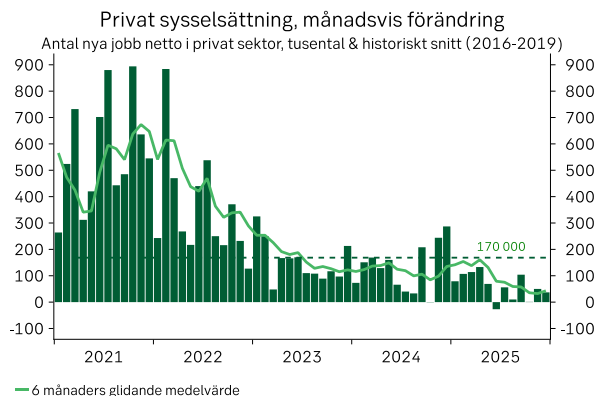
Varuinflationen har stigit, men ändå betydligt mindre än förväntat. Lägre hyresökningar, som står för cirka 40 procent av KPI-korgen och ungefär hälften så mycket av Feds favoritmått PCE, väntas samtidigt bidra till att gradvis dämpa av tjänsteinflationen. Svag efterfrågan på arbetskraft gör att löneökningstakten kan fortsätta att växla ned och vi ser inte arbetsmarknaden som en risk för inflationen. Kärninflationen (både KPI och PCE) väntas falla gradvis under 2026 och PCE inflationen vara nära 2-procentsmålet i slutet av 2027.



Riskerna förskjuts till arbetsmarknaden

Att företagen tvingats ta en större del av tullkostnaden i de egna marginalerna ökar kraven på besparingar och har troligen bidragit till försiktiga anställningar. Sysselsättningstillväxten bromsade in markant i fjol.

Under andra halvåret skapades det i genomsnitt drygt 40 000 nya jobb per månad i privat sektor, jämfört med i genomsnitt 170 000 åren innan pandemin.



Osäkra data försvårar bedömningen. Misstankar om att den officiella statistiken överdriver den faktiska utvecklingen – bl a på grund av problem med att justera för nyttillkommande företag – innebär att sysselsättningen t o m kan ha fallit nyligen. Enligt preliminär statistik överskattades sysselsättningen under 12-månadersperioden fram till och med mars i fjol med drygt 900 000 jobb eller 75 000 per månad. Enkätdata, som anställningsplaner bland småföretag, visar dock ett ökat intresse att anställa framöver. Vår prognos är att sysselsättningen förblir dämpad i början av året och sedan gradvis tar fart igen, när kostnadspressen från tullarna avtar. Skärpt immigration och ökade deportationer tillsammans med en åldrande befolkning innebär att sysselsättningen även i ett normalläge kan väntas växa långsammare. Det krävs därmed färre nya jobb för att hålla arbetslösheten stabil. Bedömningar av denna nya "break-even" ligger på 30 000 till 80 000 jobb per månad.

Arbetslösheten stiger ytterligare något. Arbetslösheten har ökat från 4,1 procent i januari i fjol till 4,4 procent i december och vi tror att den kan stiga ytterligare några tiondelar under våren och nå 4,6 procent i sommar. Veckodata för arbetslösa tyder inte på någon markant försvagning av arbetsmarknaden. Undersökningar bland hushållen fortsätter dock att peka mot ökade svårigheter att hitta jobb. Stigande ungdomsarbetslöshet, en ökad andel ofrivilligt deltidsanställda samt det faktum att de flesta jobben skapas inom hälso- och sjukvård, och speglar demografiska snarare än konjunkturella faktorer, är andra svaghetstecken. Enligt studier kan konkurrensen från AI ha gjort det svårare för nytutexaminerade att hitta arbete. Det är för tidigt att säga hur AI kommer att påverka arbetsmarknaden, om AI främst kommer att konkurrera ut jobb eller bana väg för nya och hur snabb

och kraftfull omställningen blir, men detta blir en viktig fråga på sikt.

Tillfällig paus på vägen mot neutral Fed-ränta.

Centralbanken Federal Reserve (Fed) sänkte i december sin styrränta för tredje mötet i rad, men signalerade långsammare neddragningar därefter och en paus i januari. Vi håller fast vid synen om att räntan bottnar på en neutral nivå i intervallet 2,75-3,00 procent i år (75 punkter under dagens nivå), givet att inflationen är på väg tillbaka till målet, fortsatta nedåtrisker för arbetsmarknaden och det faktum att penningpolitiken fortfarande är något restriktiv. Lägre än väntad arbetslöshet i december har minskat pressen för ytterligare lättnader i närtid, men arbetslösheten ligger nu i övre änden av Feds bedömning av långsiktig jämvikt (3,8-4,5 procent). Data avgör när nästa sänkning kommer; vi håller ännu fast vid mars. Marknadsprissättningen pekar på två ytterligare sänkningar (50 punkter) i år, med nästa steg i april eller juni. I december återupptog Fed tillfälligt sina tillgångsköp för att motverka en stram likviditet. Köpen sker i växlar och obligationer i med korta löptider och ska, enligt Fed, inte ses som en penningpolitisk lättnad.

Feds oberoende under attack. Trumps attacker mot Fed och dess ordförande Jerome Powell har trappats upp med först försöket att sparka Fed-ledamoten Lisa Cook för påstått bolånefusk och därefter nyheten om att justitiedepartement utreder Powells ansvar för en dyr fastighetsrenovering. Högsta domstolen väntas ge besked om Cook under våren. HD:s preliminära hearing med parterna tyder på att HD är skeptisk till att låta Trump sparka Cook utan att några fel bevisats. Powell markerade i ett uttalande starkt mot undersökningen av honom och har därefter fått stöd av bl a flera republikanska senatorer. Vi tror inte att undersökningen leder till någon förändring för Powell, som oavsett kommer att lämna som ordförande i maj (men kan sitta kvar i Feds beslutande kommitté till 2028).

Svår balansgång för nästa Fed-chef. Trump har ännu inte utsett en efterträdare till Powell. Vi väntar oss en person med närmare band till administrationen och som delar Trumps syn om fler och snabbare räntesänkningar. Feds räntebeslut är dock kollektiva och om nästa ordförande betraktas gå i Trumps ledband riskerar denne att tappa i trovärdighet och bli mindre effektiv i sin kommunikation med marknaden. På längre sikt kan oro över den allt högre offentliga skulden skapa problem att finansiera budgeten och öka pressen på Fed att bidra till att stabilisera obligationsmarknaden.

Japan

Bättre inflationsdynamik utmanar statsskulden

Tokyos ekonomiska politik navigerar i en komplicerad global terräng där säkerhetspolitik, tullar, yenen och demografiska faktorer spelar in. BNP-tillväxten väntas bli måttlig men stabil, med en inflation som närmar sig målet. Statsfinanserna balanserar mellan ny stimulans och skuldhantering. Bank of Japans (BoJ) ränta når en topp på 1,00 procent till sommaren, nära neutral nivå. Yenen stärks gradvis.

Japans ekonomiska utsikter 2026 och 2027 fortsätter att präglas av geopolitiska risker (konflikten med Kina), strukturella utmaningar (en åldrande befolkning), ökad finanspolitisk stimulans samt BoJ:s prövande steg mot en monetär normalisering (högre styrränta). BNP växer med 1,0 procent i år och 0,8 procent 2027. Tillväxten drivs främst av inhemsk efterfrågan (investeringar och hushållens konsumtion), medan handels- och säkerhetspolitiska spänningar hämmar exporten. Nedåtriskerna fortsätter att färga Japans tillväxtutsikter framöver.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

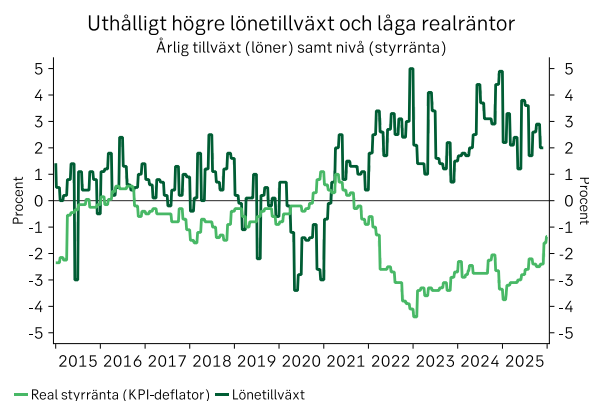
	2024	2025	2026	2027
BNP	0,1	1,2	1,0	0,8
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,5	2,5
KPI	2,7	3,2	2,3	2,1
Offentligt saldo**	-1,5	-1,3	-2,0	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	236	230	227	224
Styrränta, %***	0,25	0,75	1,00	1,00

*% av arbetskraften **% av BNP, ***vid årets slut. Källa: IMF, SEB

I politikens centrum står premiärminister Takaichis administration – vald hösten 2025 – som har fokus på stimulerande åtgärder för att hantera prisökningarnas negativa effekter på hushållens köpkraft samt främja investeringar i teknologi och försvar. Regeringens nya stimulanspaket, som i år omfattar 3,5 procent av BNP och innehåller höjd skattefri inkomstgräns samt incitament för investeringar, är ett försök att stärka efterfrågan utan att kraftigt försämra statsfinanserna. Politiken drivs dock av en balansgång mellan att upprätthålla en ekonomisk tillväxt och samtidigt kunna hantera Japans extremt höga offentliga skuld på i dag ca 225 procent av BNP. Uppgången i japanska

statsräntor under 2025, till nivåer som inte setts på 20–30 år, kommer gradvis att bidra till högre utgifter för att underhålla skulden. Detta är ett stressmoment för finansiella marknader.

Ökade försvarsutgifter – en del av det nya stödpaketet – belastar också statsfinanserna. Budgetunderskottet blir 2–2,5 procent av BNP 2026 och 2027. De statsfinansiella riskerna minskar dock med hjälp av ett högt inhemskt obligationsäggande (där ca hälften av den offentliga skulden ägs av BoJ) och ett stabilt banksystem. Regeringens reformer för att höja produktivitet och arbetskraftsdeltagande avgör hur allvarliga de finansiella riskerna blir.



Källa: Japans MoF, BIS, SEB

KPI-inflationen väntas uppgå till drygt 2 procent 2026 och 2027. Japan har visat tecken på mer uthålligt högre inflation där regeringen och BoJ uppmuntrar företag att skapa en uthålligt högre lönetillväxt. Lägre energi- och livsmedelspriser bidrar dock till att ta inflationen tillbaka till målet 2 procent. Vi ser risken som liten för en inflation som varaktigt stannar över målet.

BoJ signalerar ökad tilltro till inflationsdynamiken när det gäller samspelet mellan löner och företagens pris-sättningsbeteende. Vi ser inga indikationer på en ändrad takt i den fortsatta åtstramningen. Realräntorna förblir, trots högre nominella räntor, historiskt låga under 2026 och 2027. BoJ eftersträvar att gradvis minska storleken på sin balansräkning. Vi räknar med att styrräntan höjs igen i juli till 1,00 procent vilket förväntas vara nivån som BoJ stannar på i denna höjningscykel.

Yenen är fortsatt undervärderad och känslig för räntedifferenser. Trots räntehöjningar från BoJ begränsar den stora skillnaden mot USA-räntorna potentialen för en kraftig förstärkning. I takt med att USA sänker sin ränta stärks dock yenen gradvis mot dollarn till 152 i slutet första kvartalet i år för att därefter försvagas i takt med att marknaden börjar förvänta sig en botten för Feds styrränta. I slutet av 2026 och 2027 handlas USD/JPY strax under 160.

Kina

Tillbaka till strukturreformer

Kinas externa tillväxtmiljö bör bli mindre utmanande i år, vilket gör det möjligt för Peking att fokusera på sin industriella överkapacitet. Den ekonomiska politiken anpassas till att säkerställa ett tillväxtmål på 5 procent för 2026, med hjälp av en stabil export som drivs av snabb expansion inom sektorer med högre förädlingsvärde. Ytterligare konsumtionsstöd är troligt, men förblir otillräckligt.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	5,0	5,0	5,0	4,7
Inflation	0,2	0,0	0,9	1,2
Offentligt saldo*	-7,3	-8,6	-7,5	-7,5
1-års loan prime rate, %**	3,1	3,0	2,9	3,0
7d reverse repo rate, %**	1,5	1,4	1,2	1,3
USD/CNY**	7,30	6,98	7,10	7,15

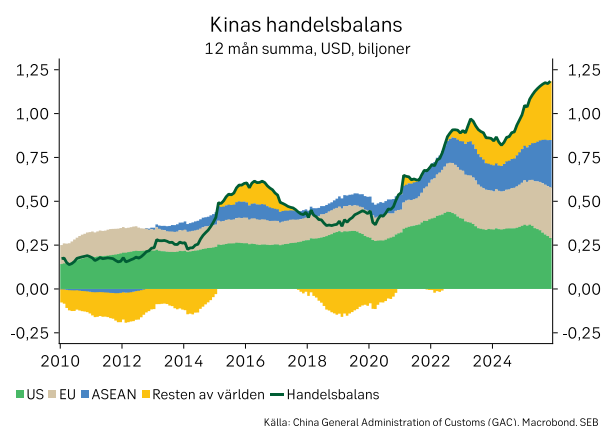
*% av BNP **Årets slut. Källa: IMF, SEB

Kinas tillväxtutsikter bör vara mindre utmanande 2026, och vi har höjt vår BNP-prognos till 5,0 procent, från 4,5 procent. Även om tillväxttakten avtog under andra halvåret 2025 är tillväxten fortfarande i stort sett i linje med beslutsfattarnas förväntningar. Tidigare utmaningar kvarstår, men Pekings dämpade reaktion på avmattningen under andra halvåret visar ändå på en tillförsikt om att en rimlig tillväxt kan uppnås 2026. Ett återupptaget fokus på strukturella frågor bör leda till en viss avmattning av tillväxten till 4,7 procent 2027.

Handelsvapenvilan mellan USA och Kina kommer sannolikt att bestå. President Trump planerar ett besök i Peking i april, vilket signalerar en vilja att upprätthålla stabila relationer med president Xi. De sänkta bilaterala tullarna och lättnaderna i exportkontrollerna från båda sidor har stärkt Pekings förtroende vad gäller utsikterna i ekonomin.

Det växande handelsöverskottet kommer att möta ett visst motstånd från andra handelspartner. När det bilaterala handelsöverskottet med USA minskade till under 290 miljarder dollar 2025, steg överskottet till EU över samma nivå. Framöver bör Kinas konkurrenskraftiga priser i kombination med förbättrad

exportkvalitet övervinna ytterligare handelsrestriktioner och hålla exporten stark. I linje med den strukturella förändringen i industrin kommer exporten av produkter med högre förädlingsvärde, såsom maskiner och fordon, att fortsätta gå bättre. Exporten av produkter med lågt förädlingsvärde, såsom textilier och skor, kommer sannolikt att fortsätta sin nedåtgående trend. EU-kommissionen har fastställt villkor för importen av kinesiska elfordon för att undvika tullar, vilket skulle innefatta minimipriser för varje modell, volymbegränsningar och planer på att investera i EU:s tillverkningskapacitet.



Kina behöver diversifiera importen av råvaror. Den geopolitiska utvecklingen i Venezuela och Iran medför viss risk för störningar i Kinas import av råolja. Även om varken Venezuela eller Iran är de största råoljekällorna för Kina, uppskattar branschexperter att transporter via spökskepp står för sammanlagt 10–12 procent av Kinas totala råoljebehov.

Mindre finanspolitisk stimulans 2026. I december 2025 visade den årliga Central Economic Work Conference (CEWC) att beslutsfattarna föredrar måttligare stimulansåtgärder. Peking förväntar sig att de åtgärder som vidtogs under 2025 fortfarande kommer att ha en inverkan på tillväxten. Beslutsfattarna kommer därför sannolikt att leverera mindre stimulansåtgärder i år. Samtidigt som en "proaktiv" finanspolitik ska upprätthållas signalerar regeringen en måttligare hållning kring budgetunderskottet. I december 2024 fanns det en tydlig uppmaning om att "öka budgetunderskottet". Den finanspolitiska impulsen ser därmed ut att bli betydligt mindre i år än i fjol.

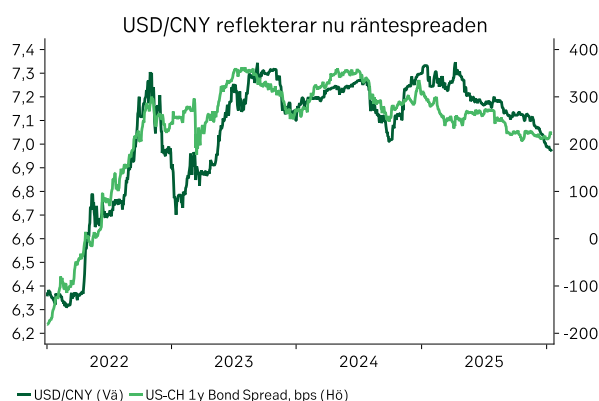
Peking kommer att dela ut mer finansiellt stöd till lokala myndigheter. I fjol vidtog lokala myndigheter åtstramningsåtgärder som i slutändan tyngde de offentliga utgifterna. Med svaga intäkter från markförsäljningar tvingades lokala myndigheter använda intäkterna från sina obligationsemissioner för

att återbetala förfallna lån. I år förväntas Peking öka både andelen obligationsemissioner från centralregeringen och transfereringarna. Trots detta kommer Pekings preferens för en försiktig finanspolitik att innebära att de lokala myndigheternas finansiella problem kommer att bestå.

Ökat stöd till infrastrukturinvesteringar. Den strukturella nedgången inom fastighetssektorn kommer att fortsätta. Efter fyra års nedgång utgör sektorn nu cirka 12–15 procent av BNP, jämfört med tidigare över 30 procent. Dess inverkan på tillväxten bör därför fortsätta att avta. Samtidigt bör det ökade stödet från centralregeringen leda till en ökning av infrastrukturinvesteringarna i år, efter en nedgång ifjol. Investeringarna i högteknologiska industrier bör förbli stabila. Trots Pekings kampanj mot överkapacitet förväntar vi oss att investeringarna i högteknologiska industrier kommer att fortsätta att stiga snabbare än i övriga tillverkningsindustrin.

Lägre konsumtionsstöd 2026. Regeringen har minskat antalet produktkategorier som omfattas av subventionerna i årets inbytesprogram. Peking har i en första omgång delat ut subventioner inom programmet till ett värde av 62,5 miljarder CNY för första kvartalet, vilket är mindre än under samma period i fjol. Konsumtionsstödet kommer att vara tillräckligt för att förhindra en kraftig nedgång i varukonsumtionen, men det kommer inte att räcka för att upprätthålla den tillväxttakt som sågs under första halvåret 2025.

Åtgärderna mot improduktiv konkurrens kommer att fortsätta att begränsa deflationstrycket i producentledet. Även om producentpriserna nu har minskat 39 månader i rad, har de månatliga prisförändringarna stabiliserats något. Regeringens politik mot aggressiv priskonkurrens och för att begränsa investerings-tillväxten till prioriterade branscher, kommer att leda till att PPI-inflationen bottnar ur. Detta bör stärka företagens lönsamhet och förbättra affärsklimatet framöver.

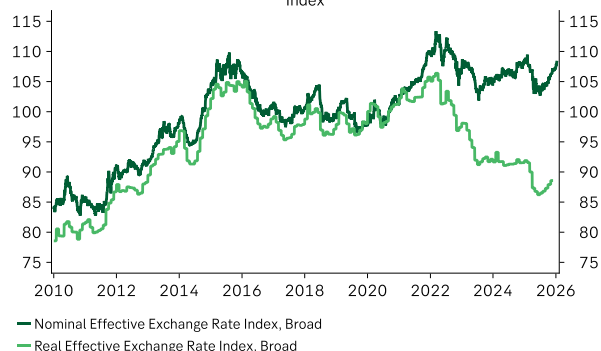


Källa: Macrobond, SEB

Penningpolitiken kommer att förbli "lämpligt

ackommoderande". Även om priserna stabiliseras kommer People's Bank of China (PBoC) att ha utrymme att fortsätta sänka sina styrräntor och kassakravet. En betydande ökning i efterfrågan på krediter är dock inte sannolik samtidigt som en strid ström av aktieemissioner från företag bidrar till den totala finansieringen. Den kommande 15:e femårsplanen kommer sannolikt att försöka styra ekonomin bort från en skulddriven investeringsmodell mot en innovationsdriven produktivitetstillväxt.

Den inflationsjusterade CNY-korgen är undervärderad
Index



Källa: BIS (The Bank for International Settlements), Macrobond, SEB

PBoC har tillåtit en gradvis appreciering av yuanen

mot dollarn. Sedan andra halvåret 2025 har USD/CNY sjunkit och avslutade året mer än 4 procent lägre på 6,98 och under vår tidigare prognos på 7,05. Yuanen har överträffat våra tidigare förväntningar, vilket återspeglar de positiva överraskningarna i ekonomin. Trots detta var det först i december 2025 som USD/CNY fullt ut återspeglade ränteskillnaden mellan USA och Kina. Vi förväntar oss att Federal Reserve kommer att genomföra tre räntesänkningar under 2026, men vi tror att marknaden kommer att ha prisat in dessa räntesänkningar fullt ut under första halvåret 2026, innan den sista räntesänkningen genomförs. Vi väntar oss därför att USD/CNY gradvis stiger till 7,10 i slutet av 2026 när ränteskillnaderna bottnat.

Trots yuanens förstärkning under andra halvåret

2025 är yuankorgen fortfarande lägre än före handelskrigets början i januari 2025. I nominella termer har valutakorgen stigit med mer än 3 procent sedan juli 2025. Den inflationsjusterade yuanen visar dock fortfarande en försvagning på mer än 15 procent mot en korg av valutor sedan början av 2022. En ytterligare nominell förstärkning av yuanen under första halvåret 2026 kommer därför inte att påverka Kinas konkurrenskraft negativt, utan den undervärderade valutakorgen kommer i stället att fortsätta att stödja Kinas export.

Tema:

Svår handelsrelation

Ohållbar obalans EU-Kina kräver förändrade EU-strategier

Trumps dramatiska och målinriktade politik har utlöst en omfattande rebalansering av det globala handels-systemet, i en allvarlig säkerhetspolitisk kontext. En ny spelplan har blottlagt en långvarig, växande och ohållbar obalans mellan EU och Kina. Den återspeglar både Kinas omfattande statsstödda industrisatsningar – med tydliga geostrategiska undertoner – och EU:s besvärande svaga produktivitetsutveckling. Peking tar sig an den nya världen med både logik och långsiktighet samt tydlig spelbok. Det finns i nuläget inget som talar för att Kina ska ändra sin strategiska industripolitik och satsningar på självförsörjning. EU är inte maktlöst men behöver samordning och politisk handlingskraft. Dessvärre ser många idag global handel – i bästa fall – som ett nollsummespel.

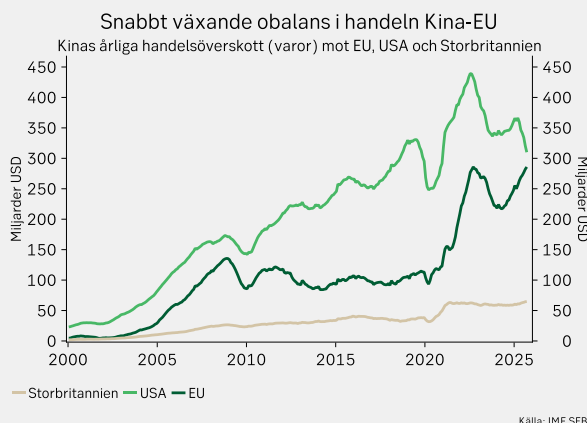
När USA drar sig tillbaka från rollen som global systembärare förändras spelplanen för EU och Kina. Handels-systemet omvandlas, inte genom institutionella reformer utan med tullar, industripolitik och säkerhetspolitiska överväganden. I viss mån kan Trumps olika beslut 2025 ses som katalysatorer för redan påbörjade systemförändringar, där i första hand USA och Kina konkurrerar om globalt strategiskt ledarskap inom transformerande teknologier, säkerhetspolitik och finansmarknader.

Relationen EU-Kina har gått in i en mer komplex fas. Kinas pågående strukturella inbromsning och vilja till självförsörjning har minskat de ekonomiska vinster som landet bidragit med till EU:s 27 medlemsländer de senaste decennierna. Redan 2019 la unionen fast en tredelad Kinastrategi; att se Kina som samarbetspartner, ekonomisk konkurrent och systemisk rival. De senaste åren har tyngdpunkten gradvis förskjutits mot de två senare. Detta synsätt har alltmer irriterat Peking. En fullskalig konfrontation är inte skriven i sten men risken för ökad fragmentering och blockbildning växer. Därför står EU och Kina vid ett strukturellt vägskäl. Europa måste acceptera att relationerna med Kina inte kommer att återgå till läget före pandemin.



Kinas överskott spränger historiska gränser

Kinas handelsöverskott (varor) mot resten av världen överstiger 1 100 miljarder dollar 2025; motsvarande överskott mot EU väntas bli nära 320 miljarder dollar. Det är mer än en fördubbling på bara tio år. EU:s försök att på olika toppmöten få till stånd en mer balanserad utveckling har misslyckats. Sannolikheten har därför ökat för framtida konflikter mellan EU och Kina.

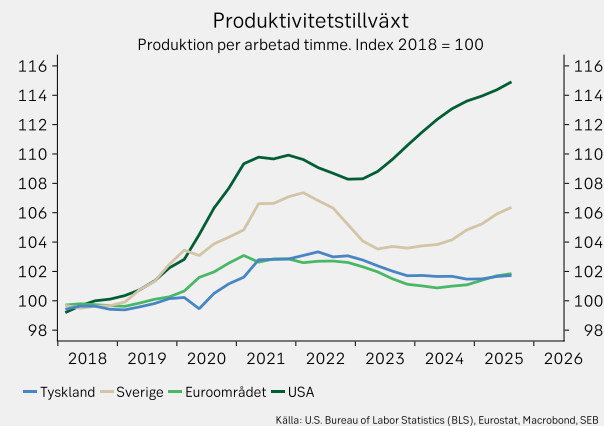


Skälen är flera. Kina och EU kommer 2026 att känna av fulla effekterna av Trumps politik. Samtidigt är det två parter som behöver hantera ekonomiska och säkerhetspolitiska utmaningar på hemmaplan. Möjliga konfliktområden är bl a inom bilindustrin, grön teknologi, kritiska råvaror, och digital och strategisk teknologi.

Kinas tillväxtmodell haltar. Pekings långsiktiga målsättning är att tillväxten behöver bli mer beroende av inhemsk efterfrågan och mindre driven av exporten. Trots detta riktar Peking omfattande stöd till industrin (och export). Tankesmedjan CEPR har uppskattat att den årliga direkta finanspolitiska kostnaden för Kinas industripolitik och statsstöd motsvarar hela 4 procent av BNP. Det bidrar till överproduktion som "exporteras" till omvärlden då efterfrågan på hemmaplan är otillräcklig. Samtidigt utgör Kinas tillgång på, och förädling av, strategiska jordartsmetaller ett kraftfullt verktyg och förhandlingsvapen i en avgörande global teknologisk kapplöpning och energiomställning.

EU och dess 27 medlemsländer har å sin sida sammantagit allvarliga strukturella utmaningar och ökad politisk fragmentering som försvårar beslutsfattande och bidrar till bl a en svag produktivitet utveckling i förhållande till Kina (och USA). Situationen har försämrats och blivit mer akut i o m dels en försvagad transatlantisk relation, dels Europas helt nya säkerhetspolitiska läge p g a Ryssland. EU:s dubbla ambitioner och strategiska dilemma ställs därför på sin spets: å ena sidan en fortsatt öppen global handel, å andra sidan minskat beroende d v s begränsa den strategiska sårbarheten (de-risking). Faktum kvarstår: Kina är och förblir en avgörande marknad för EU:s

företag när det gäller t ex kritiska leveranskedjor, sällsynta jordartsmetaller, produktion samt forskning och utveckling. Men samtidigt har faktorerna på plussidan minskat i takt med att Kina sprungit om europeiska företag på flera områden.



Havererad tysk modell kräver nytänkande

EU:s underskott mot Kina har blivit en alltmer politiskt laddad fråga. Tyskland illustrerar utvecklingen tydligt. Landets underskott mot Kina är på väg att slå rekord till följd av inte minst en hårdnande kinesisk, statsstödd, konkurrens, på den kinesiska marknaden och globalt.

Den tyska tillväxtmodellen handlade ursprungligen om utrikespolitik. Det kända uttrycket *Wandel durch Handel* (översatt *förändring genom handel*) syftade till att öka handeln med auktoritära regimer i syfte att få till en förändring. Denna politiska uppfattning har efter Rysslands invasion av Ukraina ersatts av "Zeitenwende", som sammanfattat innebär ökade satsningar på försvar, minskat energiberoende och en allt tydligare ledarroll för Tyskland i europeisk säkerhetspolitik.

Ökat inflöde av Kina-varor till EU gör att konkurrensen om konsumenterna ökar, pressar företags marginaler, ger disinflationistiska impulser och ökar risken för förlorade industrijobb. Läget ser inte ut att ändras i närtid. Hösten 2025 kunde t ex det första större kinesiska containerfartyget *Istanbul Bridge* segla direkt till Europa via Nordostpassagen. Resan tog 20 dagar – det motsvarar en halvering av transporttiden från Kina till Europa. Det positiva: mindre klimatpåverkan och en diversifiering av riskerna i globala leverantörskedjor. Det utmanande: Kina får en ny konkurrensfördel när man säljer varor till EU – både billigare och snabbare.

Kina följer rimlig logik och tydlig spelbok

Kina närmar sig nya frontlinjer med en konsekvent logik och en tydlig spelbok. Kina har visat en tydlig beredskap att använda subventioner och sin dominans i globala leveranskedjor som geopolitiskt verktyg. Exportkontroller, licenskrav och andra icke-tariffära

handelshinder är idag integrerade delar av Pekings strategiska verktygslåda för att skydda sin hemmamarknad. På lång sikt syftar Kinas politik till att minska beroendet av väst och bygga upp alternativa handels- och finansstrukturer som reducerar västs sanktionsmakt. Handelspolitik är nu synonymt med säkerhetspolitik. Frågor som rör t ex halvledare, kritiska råvaror, och grön teknologi hanteras inte längre enbart utifrån ekonomisk effektivitet, utan i termer av strategisk uthållighet och geopolitisk positionering.

Diversifierade leveranskedjor, lagerhållning och nya investeringar höjer produktionskostnader. På makronivå bidrar det till en sammantaget komplex inflationsbild. Kinas fortsatta överkapacitet dämpar å ena sidan global varuprisinflation. Å andra sidan väntas en strukturell uppåtpress på kostnader p g a handelshinder, industripolitik och försvars- och klimatinvesteringar. Ett pris eller försäkringspremie som Europa får vara beredd att betala för minskat beroende av andra länders politik.

Som världens näst största ekonomi – och EU:s näst viktigaste handelspartner – borde det vara ett centralt mål för Peking att främja ett ömsesidigt fördelaktigt samarbete med EU. I mars lägger Kina fram sin 15:e femårsplan för 2026–2030. Hur den utformas och vilka prioriteringar som görs blir kritiska för hur EU ska hantera både Kina och USA – samt Ryssland – i en helt ny ekonomisk och säkerhetspolitisk kontext.

Framåtblick – tre huvudscenarier

Sannolikheten för ökade handelsspänningar mellan EU och Kina bedöms öka framöver, i takt med att båda fullt ut känner av effekterna av USA:s systemförändrade globala roll och sina egna inhemska strukturella och politiska utmaningar. Vi ser tre möjliga huvudscenarier för hur handelsrelationen EU-Kina kan utvecklas:

1. Kontrollerade friktioner (30 procent sannolikhet)

Både EU och Kina fortsätter med selektiva tullar och regleringar som kombineras med diplomatiska försök att begränsa en eskalering. Den ekonomiska relationen består, men präglas av låg tillit och hög osäkerhet. EU:s politiker hamnar under press när industrin utmanas.

2. Selektiv eskalering (50 procent sannolikhet)

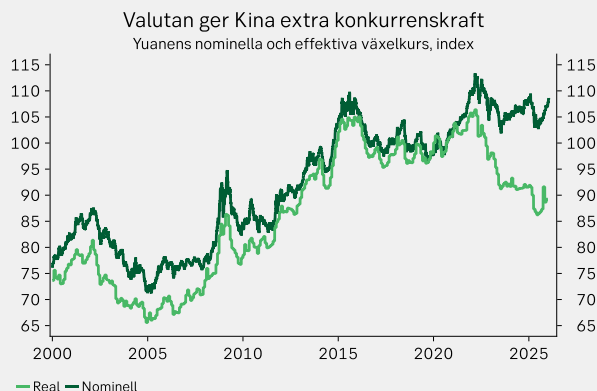
Kina fortsätter med aggressiv industripolitik som föranleder utökade tullar från EU på vissa varugrupper, särskilt inom fordonsindustrin, grön teknologi och digital teknik. Det är en strategi som är tillväxthämmande och samtidigt pressar upp inflationen. Sannolikheten för detta scenario bör öka i takt med att EU tappar marknadsandelar i Kina samtidigt som EU hittar andra källor för sällsynta jordartsmetaller.

3. Fullskalig handelskonflikt (20 procent sannolikhet)

En kraftig eskalering där ekonomisk effektivitet underordnas säkerhetspolitiska mål – av delvis rationella skäl. Betydande negativa effekter på tillväxt, inflation och finansiella marknader.

EU:s gränsjusteringsmekanism för koldioxid (CBAM)

– den definitiva fasen – trädde i kraft 1 januari 2026. Den ska säkerställa att importerade varor betalar ett koldioxidpris motsvarande EU:s utsläppshandel, för att motverka koldioxidläckage och snedvriden konkurrens. I viss mån kan CBAM ses som en slags tull som bromsar inflödet av kinesiska varor till EU men syftet är främst att ta bort en konkurrensfördel för producenter som inte omfattas av EU:s på miljöområdet striktare regelverk. Men en aggressiv tullpolitik från Bryssel är inte vägen framåt; verktyget försvagas dessutom av kinesiska yuanens försvagning. I reala termer har yuanen tappat över 20 procent i värde de senaste nära fyra åren.



Väckarklockan ringer...

Genom att förstärka EU:s inre marknad, som består av 450 miljoner människor, blir unionen en helhet – inte 27 delmarknader – och med en kraft som kan mäta sig med USA och delvis även Kina. Även om EU:s offentliga skuld är 82 procent av BNP råder ingen brist på privat kapital. EU har ett årligt finansiellt spar-överskott på 650 miljarder dollar som "exporteras" till utlandet; hälften av detta belopp kan förmås stanna inom EU med hjälp av incitament som avregleringar och skattepolitik.

EU:s storlek och ekonomiska styrka är en möjlighet –

men den måste ses som begränsad – för att kunna påverka Kinas långsiktiga strategi. För att omvandla EU:s Kina-politik krävs att medlemsstaterna fullt ut inser behovet av förnyat angreppssätt och accepterar de möjliga ekonomiska kostnader som kan bli följden av nya strategier. Att säkerställa att EU:s modell kan samexistera med Kinas kräver stark politisk enighet och en politik som kan lyfta EU:s tillväxtkraft. Det kan minska risken för en allvarlig handelskonflikt med Kina.

Indien

I väntan på USA-deal

Indiens ekonomiska utsikter kräver fortsatt politiskt stöd. Medan inhemsk efterfrågan stabiliseras utgör nedgången i nominell tillväxt en utmaning för både de offentliga utgifterna och företagens resultat. En försvagad betalningsbalans kommer att upprätthålla deprecieringstrycket på rupien, även om en tillfällig respit är sannolik om det negativa sentimentet gentemot dollarn når sin topp under de kommande månaderna.

Tillväxtprognosen för räkenskapsåret 2026 (det indiska räkenskapsåret som slutar i mars 2026) har höjts till 7,3 procent på grund av de senaste överraskande BNP-siffrorna, medan räkenskapsåret 2027 fortfarande väntas hamna på 6,5 procent. Dock är nedgången i nominell BNP-tillväxt till cirka 8,7 procent under det senaste kvartalet ett bekymmer, och sättet som BNP-deflatorn fångar upp tjänster kan leda till en överskattning av den totala tillväxttakten. I november förra året gav IMF Indien betyget "C" för sina nationalräkenskapsdata, och uppdateringar av statistiken väntas senare i år.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

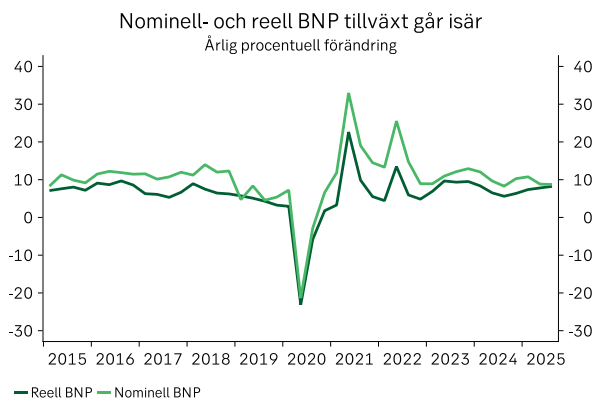
	2024	2025	2026	2027
BNP*	6,7	7,6	6,5	6,7
Inflation	4,9	2,2	4,2	4,0
Styrränta	6,50	5,25	5,25	6,00
Bytesbalans, % of BNP*	-0,8	-0,6	-1,0	-1,4
USD/INR	85,6	90,4	89,5	90,5

*Indiens räkenskapsår löper från 1 april till 31 mars följande kalenderår. Här avser 2025 räkenskapsåret som slutar i mars 2026.

Källa: IMF, SEB

Den inhemska efterfrågan stabiliseras i takt med att efterfrågan på banklån från stora industrier ökar. Kapitalinvesteringar lär fortsätta öka medan sänkta konsumtionsskatter stöder hushållens konsumtion. Den kumulativa sänkningen av räntorna ger dock viss lättnad. Nedgången i nominell BNP-tillväxt kan sätta press på de offentliga utgifterna på grund av ett troligt bortfall av skatteintäkter. Samtidigt innebär också svagare inflation att företagens vinter blir lägre.

Den internationella varuhandeln har försämrats. Även om Indiens beroende av export är relativt lågt kommer de höga amerikanska tullarna oundvikligen att påverka sektorer med låg förädlingsgrad. Den totala tillväxten lär förbli stabil, men de amerikanska tullarnas inverkan på inkomstfördelningen kommer att bli bestående.



Källa: Indian Ministry of Statistics & Programme Implementation (MoSPI), Macrobond, SEB

Inflationen förblir dämpad. Livsmedelspriser kommer att hålla den totala inflationen inom centralbankens målintervall på 2–6 procent. Även om baseeffekter driver upp inflationen över 4 procent i mitten av 2026 är prispressen från efterfrågan låg, vilket återspeglas i den svaga kärninflationen. Samtidigt påverkas inflation fortfarande av de senaste sänkningarna av skatten på varor och tjänster (GST).

Penningpolitiken förblir stöttande under 2026.

Centralbanken har sänkt räntorna med sammanlagt 125 punkter till 5,25 procent. Även om utrymmet för ytterligare sänkningar nu är begränsat är det osannolikt att centralbanken kommer att strama åt penningpolitiken under 2026. Indiens centralbank (RBI) kommer tvärtom att fortsätta att tillföra likviditet för att hålla finansieringsvillkoren ackommoderande.

Bytesbalansen fortsätter försämras. Medan handeln med tjänster förblir stabil kommer handelsbalansen för varor att försvagas. Handelsunderskottet för varor har ökat under hela 2025 men kan falla tillbaka om ett handelsavtal med USA leder till mer konkurrenskraftiga tullsatser. Samtidigt kommer portföljuttagen sannolikt att fortsätta under 2026.

RBI:s närvaro på marknaden är den viktigaste

drivkraften för INR. Rupien tilläts depreciera över nivån 88 mot dollarn när USA:s tullar trädde i kraft i september 2025. Med nedåtrisker för den externa balansen kommer valutan sannolikt att fortsätta att försvagas. Förutsatt att det negativa sentimentet för dollarn når sin topp på kort sikt så jab detta begränsa uppgången för USD/INR till 89,5 i slutet av 2026, innan den stiger till 90,5 i slutet av 2027.

Emerging markets

Stabil tillväxt, fortsatt inflationskonvergens

Tillväxtmarknadens inflation fortsätter konvergera mot de avancerade ekonomierna, samtidigt som den sammanlagda BNP-tillväxten är stabil. Exportens motståndskraft mot global oro döljer behovet av högre inhemsk efterfrågan i tillväxtmarknaderna i Asien. Utsikterna för CEEMEA-länderna går isär och Latinamerika bör uppleva en fortsatt obetydlig tillväxt. Det finns fortfarande utrymme för räntesänkningar på vissa håll, medan de geopolitiska riskerna förblir höga.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Kina	5,0	5,0	5,0	4,7
Indien*	6,5	7,3	6,5	6,7
Brasilien	3,4	2,2	1,7	1,9
Ryssland	4,3	0,8	1,1	1,3
Polen	3,0	3,4	3,5	3,1
Turkiet	3,2	3,7	3,5	3,8
SEB EM aggregate	4,4	4,3	4,2	4,2

*Indiens räkenskapsår löper från 1 april till 31 mars följande kalenderår. Här avser 2026 räkenskapsåret som slutar i mars 2026.

Källa: IMF, SEB

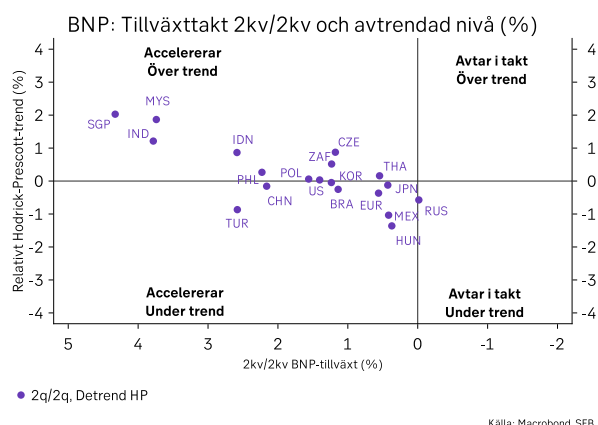
Motståndskraftig export i Asien

Trots att tillväxten i **Kina** avtog under andra halvåret 2025 ligger den fortfarande i stort sett i linje med beslutsfattarnas mål och Pekings återhållsamma reaktion på avmattningen visar på en tillförsikt om att nå en tillväxt på 5 procent även 2026. Handelsvapenvilan mellan USA och Kina kommer sannolikt att bestå, och ett återupptaget fokus på strukturella frågor bör leda till en viss avmattning av tillväxten till 4,7 procent 2027. Det politiska stödet kommer att kvarstå, men kalibreras för att säkerställa att tillväxtmålen uppnås. Exporten kommer att vara motståndskraftig, driven av snabb tillväxt i sektorer med högt mervärde. Konsumtionsstödet kommer att förlängas, men kommer att vara mindre än förväntat.

I **Indien** tyder de ambitioner på att kapitalinvesteringar blir starka framöver, och sänkt konsumtionsskatt bör stödja hushållens utgifter. En långsammare nominell BNP-tillväxt pressar de offentliga utgifterna på grund

av ett troligt bortfall av skatteintäkter. Samtidigt pressar en relativt svag prisutveckling företagens vinster, vilket kan komma att hämma privata investeringar under senare delen av vår prognosperiod.

I övriga **Asien** bidrog fallande livsmedels- och energipriser till förbättrad köpkraft, räntesänkningar lättade på de finansiella villkoren, finanspolitiken lades generellt sett på i en mer expansiv kurs och exporten var stark (särskilt halvledare från Sydkorea och Taiwan). Exportsuccén bör fortsätta under året, men på längre sikt kommer dessa ekonomier i allt högre grad att behöva luta sig mot inhemska tillväxtmotorer.



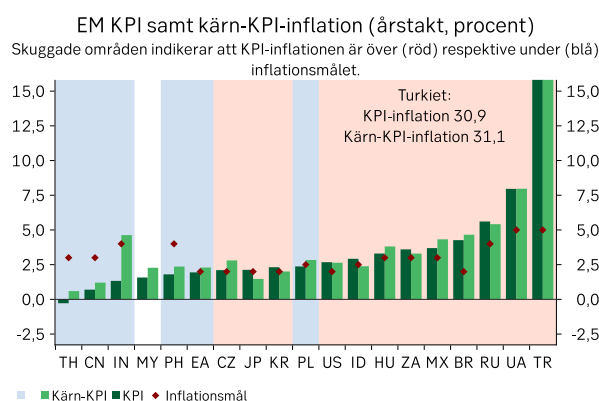
Ojämn tillväxtutsikter för CEEMEA

I Centraleuropa kommer tillväxttakten förbli ojämn, med starkare tillväxtutsikter för **Polen** och **Tjeckien** och svagare utsikter för **Ungern**. I **Ryssland** ser ekonomin ut att gå mot en långvarig stagnation då de finansiella förhållandena förblir strama, och en återhämtning i aktiviteten kommer sannolikt att dröja till andra halvåret i år eller nästa år. Vårt huvudscenari är att konflikten mellan Ryssland och Ukraina fortsätter in i 2027, vilket stämmer överens med vad marknaden bedömer som mest sannolikt. Det innebär att **Ukrainas** BNP-tillväxt förblir svag under hela prognosperioden. I **Turkiet** bör den fortsatt strama penningpolitiken bidra till lägre inflation, även om vi fortfarande tror att en varaktig disinflation kan kräva en större tillväxtförlust än vad beslutsfattarna är beredda på. Vi väntar oss en BNP-tillväxt på 3,5 procent i år, vilket är marginellt lägre än förra året.

Obetydlig tillväxt i Latinamerika

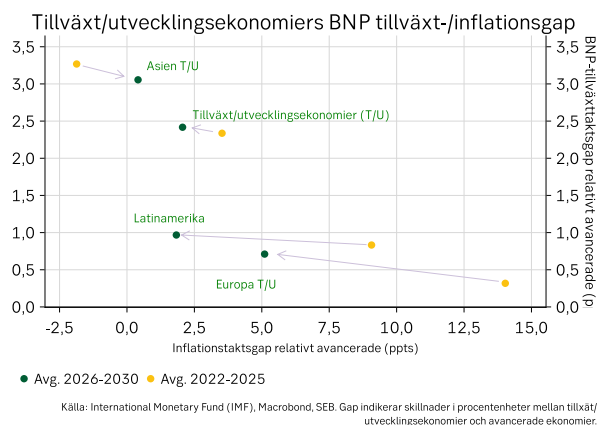
Brasilien väntas uppvisa en tillväxt på 1,8 procent i år, vilket är en nedgång från 2,3 procent förra året, på grund av strama inhemska finansiella förhållanden, hög skuldsättning hos hushållen och en kombination av stram arbetsmarknad och positiva produktionsgap inom flera verksamhetsområden. Tillväxten i **Mexiko** väntas öka från 0,3 procent förra året till cirka 1,3 procent

2026. Svagt företagsförtroende, osäkerhet inför den kommande USMCA-översynen och avtagande sysselsättningstillväxt utgör motvind, medan en lättare ekonomisk politik och en stabil lönetillväxt bör fungera som medvind för inhemsk efterfrågan. Ökade utländska investeringar som en del av omallokering av leveranskedjorna kan stimulera aktiviteten mot slutet av vår prognosperiod. På marginalen bör aktiviteten gynnas av de eftersläpande effekterna av mindre restriktiva monetära och finansiella förhållanden, gynnsamma handelsvillkor för andra varor än olja samt den avtagande effekten av tullar och osäkerheten kring USA:s handelspolitik.



Inflationskonvergens på gång

Inflationen ligger fortfarande över målen i många tillväxtländer, med undantag för Asien och Polen. Turkiets disinflation var långsammare än väntat under andra halvåret, och även om den bör fortsätta under första halvåret ser vi en högre bottennivå än många andra analytiker vid årets slut. Brasiliens kraftiga aktivitetsökning förra året drev upp inflationen, men tecken på avtagande aktivitet bör vända denna trend under året. I Central- och Östeuropa är inflationen fortsatt hög, även om den totala inflationen i Polen sjönk under målet i december förra året.



Högre tillväxtdivergens än tidigare visavi avancerade ekonomier utanför EM-Asien. Framöver väntar vi oss att de kommande åren utanför EM-Asien kommer att präglas av marginellt högre genomsnittliga tillväxttakter jämfört med avancerade ekonomier, jämfört med föregående period 2022–2025, men i kombination med en betydligt lägre relativ inflationsprofil. I EM-Asien går den marginella förändringen i motsatt riktning, men tillväxt-differenserna kommer ändå att förbli högre och inflationsdifferenserna lägre än i de andra stora EM-regionerna.

Förbättrade finansiella förhållanden och lägre råvarupriser.

Aktierna på tillväxtmarknaderna föll kraftigt efter att så kallade ömsesidiga tullar tillkännagavs, men har sedan dess återhämtat sig. Statsskuldskrisen har minskat något, och ett bredare index över CDS-spreadar för tillväxtmarknader har fallit från 230 baspunkter i mitten av april till så lågt som 130. Dollarns svaghet har också gjort det möjligt för valutakurserna att apprecieras i tillväxtmarknaderna. Även om de fallande råvarupriserna hittills i år minskar råvaruexportörernas intäkter, underlättar de också energideflationen bland energiimportörerna.

Det finns fortfarande utrymme för politiska lättnader i vissa delar av tillväxtmarknaderna.

Sammantaget fortsatte räntesänkingscykeln i tillväxtmarknaderna i oförändrad takt och framöver finns det fortfarande ett visst utrymme kvar, särskilt i Brasilien, Turkiet och Ukraina. Förutom Kina, där vi anser att det finns utrymme för finanspolitiska stimulanser, väntar vi oss någon form av finanspolitisk konsolidering i de flesta tillväxtmarknader. I exportberoende länder utan krav på valutastabilitet kan lägre räntor också leda till svagare valutor, vilket stöttar exporttillväxten.

Politiska risker och konflikter i fokus. Den oberäknliga och ofta godtyckliga karaktären hos Trump-administrationen utgör en fortsatt risk för tillväxtmarknaderna. Förutom tullarna tyder Trump-administrationens omtolkning av Monroedoktrinen på fortsatt inblandning i latinamerikansk politik. USA genomförde luftangrepp i sju länder under 2025, bland annat mot kärnanläggningar i Iran, och tillfångatog en sittande president i Venezuela. Trump har verbalt attackerat Sydafrika för dess jordbruksreformer, och intagit en vacklande hållning gentemot Ryssland i kriget i Ukraina. Förnyade konflikter mellan USA/Israel och Iran utgör latent risker för sjöfarten och oljemarknaderna. Konfliktriskerna i Asien, som redan omfattade Koreaströmmen och Taiwansundet, har nyligen utvidgats till att omfatta gränsstrider mellan Kambodja och Thailand.

Euroområdet

Uppväxling i strukturell motvind

Ekonomin fortsätter att vara motståndskraftig trots en svårnavigerad global riskmiljö. Tillväxten drivs av hushållens konsumtion, investeringar och tyska satsningar på försvar och infrastruktur. Men långsiktiga utmaningar som demografi och svag produktivitetsutveckling begränsar BNP-uppgången. ECB har sänkt klart. Osäkerheten är hög med tillväxt- och inflationsrisker på såväl upp- som nedsidan.

Efter ett starkt första halvår 2025, ser tillväxten ut att ha mattats av mot slutet av året. Exporten, särskilt den irländska, ökade kraftigt i inledningen av 2025, före Liberation Day i april, men även investeringarna har ökat snabbare än väntat. Tillsammans med överhängeffekter från 2024 blir tillväxten därför högre 2025 jämfört med 2024. Arbetsmarknaden har visat god motståndskraft och även om skillnader finns mellan länder, ligger arbetslösheten på historiskt låga nivåer. Det, tillsammans med höga löneökningar, har hållit uppe köpkraft och konsumtion. Samtidigt har risker kopplade till geopolitiken och inrikespolitisk turbulens resulterat i ett fortsatt dämpat förtroende bland hushåll och företag, vilket lär hålla tillbaka tillväxten i närtid.

Nyckeltal

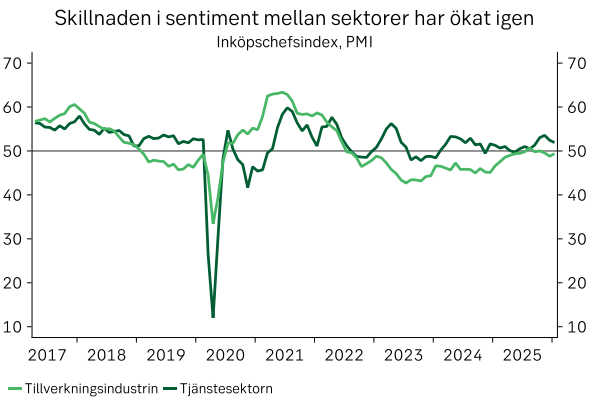
Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	0,9	1,4	1,2	1,4
Arbetslöshet*	6,4	6,4	6,2	6,1
Löner	4,5	3,9	3,0	2,7
HIKP	2,4	2,1	1,6	1,7
Offentligt saldo**	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
Offentlig bruttoskuld**	87,1	88,1	89,0	89,8
Inlåningsränta, %***	3,00	2,00	2,00	2,00

*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

Tillväxten växlar upp under loppet av 2026 men den kvartalsvisa tillväxttakten stannar strax över trend. Olika indikatorer, som inköpschefsindex, ligger på nivåer som talar för måttlig ekonomisk aktivitet. Tillväxtmixen fortsätter att vara obalanserad. I indikatorer som PMI har skillnaden ökat mellan tjänstesektorn och tillverkningsindustrin, som i princip visar på stagnation. Framför allt kämpar den tyska industrin med såväl

strukturella som konjunkturella utmaningar och företagen utmanas av alltmer internationell konkurrens, inte minst från Kina. Även den franska industrin har utmaningar och industriproduktionen har i stort sett rört sig sidledes sedan återhämtningen efter pandemin. Euroområdets tidigare tillväxtmodell, med ett stort bidrag från exporten, kommer i allt högre utsträckning att ersättas av hushållens konsumtion och investeringar. Ökade försvarsutgifter och infrastrukturinvesteringar, inte minst i Tyskland, har en tillfällig positiv inverkan på den tyska ekonomin, som genom viktiga handelskanaler även bidrar till hela euroområdets tillväxt. Ansträngda offentliga finanser och behov av ökad konsolidering i Frankrike, Italien och Spanien, begränsar det finanspolitiska utrymmet i dessa ekonomier. Sammantaget väntas finanspolitiken i euroområdet vara i princip neutral kommande år.

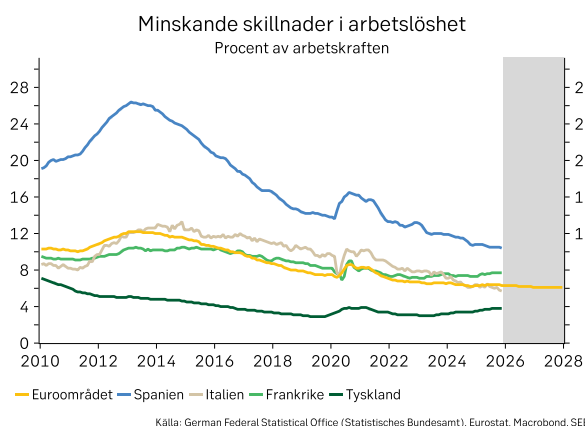


Under prognosåren ser euroområdets BNP ut att öka ungefär i takt med potentiell tillväxt. Anledningen till att tillväxten stannar på strax under 1,5 procent 2025–2027 är de strukturella utmaningar som fortfarande håller tillbaka ekonomin, exempelvis en högre andel äldre i befolkningen och låg produktivitetstillväxt. BNP-tillväxten kan dock bli högre, framför allt på lite längre sikt, om EU går snabbare fram med de åtgärder som Mario Draghi föreslog i sin rapport om att stärka EU:s konkurrenskraft, såsom exempelvis kraftigt ökade investeringar, en fördjupning av den inre marknaden och regelförenklingar. Just regelförenklingar har legat högt på EU:s agenda det senaste året och exempelvis har kraven på hållbarhetsrapportering minskat. Slutligen kan även ett ökat AI-fokus lyfta tillväxten. Problem-insikten har visserligen ökat i Europa, men avståndet gentemot USA är fortfarande stort och det gäller nu för EU att se över vilka delar av AI-kapplöpningen där man kan bli en utmanare.

Arbetsmarknaden robust, men med skillnader.

Arbetslösheten ligger totalt sett på en historiskt låg nivå. Det finns ganska stora skillnader mellan länderna

men de har minskat de senaste åren. Spanien har den högsta arbetslösheten, men hög tillväxt och reformer på arbetsmarknaden har tryckt ner antalet arbetslösa (se temat "Spanien – Europas tillväxtmotor"). I Tyskland ligger arbetslösheten fortfarande på låga nivåer, men i spåren av den svaga industrikonjunkturen har den ökat något. Den låga arbetslösheten i euroområdet som helhet beror framför allt på att företagen valt att behålla personal för att inte stå utan när tillväxten växlar upp och på strukturella faktorer, som en allt högre andel äldre i befolkningen och brist på kvalificerad arbetskraft i vissa sektorer. Samma strukturella faktorer bidrar – tillsammans med ett förbättrat konjunkturläge – till att arbetslösheten minskar framöver.



BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Tyskland	-0,5	0,2	1,0	1,3
Frankrike	1,2	0,8	1,0	1,2
Italien	0,7	0,6	0,8	0,8
Spanien	3,5	2,8	2,1	1,9
Euroområdet	0,9	1,4	1,2	1,4

Källa: Eurostat, SEB

Deppigt i Tyskland, men muntrare i Spanien. De stora ekonomierna har sedan några år tillbaka vuxit i takt. Tysk ekonomi krympte 2023–2024 och ser ut att i princip ha stagnerat i år. Spanien har däremot uppvisat höga tillväxttal de senaste åren (se temat "Spanien – Europas tillväxtmotor"). Den franska ekonomin utmanas av inrikespolitisk osäkerhet som begränsar tillväxten framför allt i närtid. Den optimism kring den tyska ekonomin som följde av förra vårens regeringsbeslut att öka utgifterna för försvar- och infrastrukturinvesteringar har till viss del mattats av. Vi har, till följd av minskade effekter av de finanspolitiska stimulanserna och mer strukturella utmaningar än vad som tidigare antagits, reviderat ner prognosen för tysk

BNP. Beaktar man att potentiell tillväxt i Tyskland ligger runt 0,5 procent så innebär dock prognosen fortfarande en tillväxtuppväxling över det normala. Prognosen för den tyska ekonomin är känslig för antagande kring storlek och effekter av de finanspolitiska satsningarna på försvar och infrastruktur; tillväxteffekten kan bli både högre och lägre.

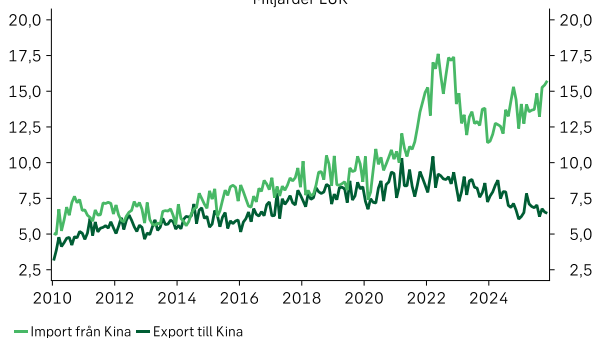
Inrikes- och utrikespolitisk oro. De senaste åren har den politiska utvecklingen varit händelserik, med val i såväl Frankrike som i Tyskland. Även prognosåren kommer vara politiskt händelserika, med flera tyska delstatsval i år och nästa års presidentval i Frankrike och parlamentsval i Italien. Även Spanien går till val senast 2027. De tyska delstatsvalen får för det mesta inte så stor uppmärksamhet utanför Tyskland, men blir viktiga att följa, inte minst för det ökade stödet för ytterhögerpartiet Alternative für Deutschland, AfD. Förbundskansler Merz (CDU) har tydligt signalerat regeringens motstånd till att samarbeta med AfD, men framgångar i delstatsvalen kan skaka den s k "brandväggen" (det tydliga avståndstagandet från AfD). I Frankrike lyckades inte premiärminister Lecornu få igenom en budget för 2026 före jul. Budgeten för 2025 "rullas" nu över till 2026, i hopp om att förhandlingarna kan lyckas nu efter årsskiftet. Men minoritetsregeringen är skör och kompromisser på både höger- och vänsterkanten riskerar att leda till en otillräcklig offentligfinansiell konsolidering (i följd av låg budgetunderskott och skuld på drygt 5 respektive 115 procent av BNP). Att de politiska partiernas fokus nu i stället skiftas mot nästa års presidentval talar för att Lecornus minoritetsregering får sitta kvar. Men om regeringen faller eller om budgetkompromisser leder till ökat folkligt missnöje, riskerar de senaste årens ökade stöd för ytterhögerpartiet Nationell Samling att få ytterligare medvind. Skulle en kandidat från Nationell Samling vinna presidentvalet 2027 kommer det få stora effekter, inte bara för Frankrike utan även för hela EU. Franska presidenter har historiskt varit centrala i EU:s beslutsfattande och kännetecknats som stora EU-förespråkare, till skillnad från det mer EU-skeptiska Nationell Samling.

Handels- och geopolitik i fortsatt fokus. Osäkerheten i tillväxtprognosen är hög och den ekonomiska utvecklingen kan bli såväl starkare som svagare. Geopolitiken är fortfarande den främsta källan till risk. Ett avtal om fred i Ukraina kan, beroende på avtalets utformning, få positiva BNP-effekter, främst för Ukraina och därefter för närliggande ekonomier. För Europa som helhet är tillväxteffekterna troligtvis mer begränsade även om de är svåra att kvantifiera. Effekterna lär mest komma från en förbättring i sentimentet, insatser kring

Ukrainas återuppbyggnad samt en fortsatt upprustning av försvaret (se temat "Ukraina – Vilka blir de ekonomiska konsekvenserna när kriget tar slut?"). Även om nuvarande tullar inte är lika höga som de Donald Trump presenterade vid "Liberation Day" är de fortfarande historiskt höga och effekterna på tillväxt och inflation är fortfarande osäkra. Senaste tidens utspel från USA med hot om ökade tullar på 10 procent från 1 februari – som visserligen Trump tagit tillbaka – visar hur snabbt förutsättningarna kan ändras. EU försöker samtidigt hitta nya handelsvägar, ett försök är det senaste avtalet mellan EU och Mercosur (Argentina, Brasilien, Uruguay och Paraguay), även om det stött på visst motstånd den senaste tiden, samt ett förestående handelsavtal med Indien.

Relationen mellan Kina och EU har blivit mer ansträngd och det talas alltmer om riskerna för ett handelskrig. EU har ett omfattande handelsunderskott gentemot Kina, och regionen är beroende av import av sällsynta jordartsmetaller från Kina (se temat "Systemkonflikt – Ohållbar EU-Kina relation kräver förändrade EU-strategier"). Ca 70 procent av EU:s totala import av sällsynta jordartsmetaller kommer från Kina. Att hantera det stora handelsunderskottet mot Kina, samtidigt som beroendet av jordartsmetaller är stort har onekligen försatt EU i ett knepigt läge.

Ökat tyskt handelsunderskott mot Kina
Miljarder EUR



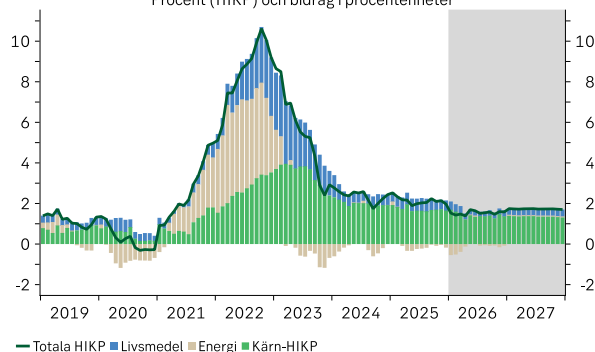
Källa: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), Central Bank of Germany (Deutsche Bundesbank), Macrobond, SEB

Inflation under målet. Inflationen har kommit ner från toppen 2022 och ligger nu nära inflationsmålet på 2 procent. Vår prognos är att inflationen ligger under målet hela prognosperioden, främst drivet av energipriser. Nedgången i kärninflationen (inflationen exklusive energi, alkohol, livsmedel och tobak) är långsammare, men den ligger ändå nära målet. Att nedgången i kärninflationen tar längre tid förklaras till stor del av att tjänstepriserna fortfarande ökar relativt snabbt, en konsekvens av lägre men fortfarande för höga löneökningar (som en effekt av en stram arbetsmarknad). Sammantaget minskar inflationen från 2,1 procent 2025 till 1,7 procent 2027. Motsvarande

siffror för kärninflationen är 2,4, 2,0 och 1,9 procent för 2025, 2026 och 2027.

Inflationsrisker på upp- och nedsidan. Sammantaget är inflationsriskerna balanserade men tidpunkten för de olika riskerna skiljer sig åt. På kort sikt överväger nedåtrisker kopplade till måttliga tillväxtutsikter. Stora mängder billigare import från Kina kan dämpa pristrycket på varor och därmed motverka de inhemska inflationistiska krafterna. På längre sikt finns däremot en risk för högre inflation till följd av ökad protektionism, den strama arbetsmarknaden, samt högre lönetryck, framför allt i kombination med låg produktivitet.

Inflationen under målet
Procent (HIKP) och bidrag i procentenheter



Källa: Macrobond, SEB

ECB håller räntan oförändrad. Det senaste halvåret har ECB lämnat den viktigaste styrräntan, inlåningsräntan, oförändrad på 2 procent. ECB har signalerat att räntan, som ligger nära den neutrala nivån, är väl anpassad till den ekonomiska utvecklingen. Samtidigt gör en spretande ekonomisk utveckling att det finns argument för både en högre och en lägre ränta. Riskerna för såväl tillväxt som inflation är på sikt balanserade och vår bedömning är därför att ECB behåller styrräntan på 2 procent under de kommande två åren. Vi bedömer att tröskeln är relativt hög för att ECB ska sänka, eller höja, räntan kommande två år, även om vi noterar att det vore en ovanligt lång period med oförändrad ränta. Inflationsavvikelser jämfört med ECB:s prognoser är i detta perspektiv mer i fokus än tillväxten.

Tema:

Spanien

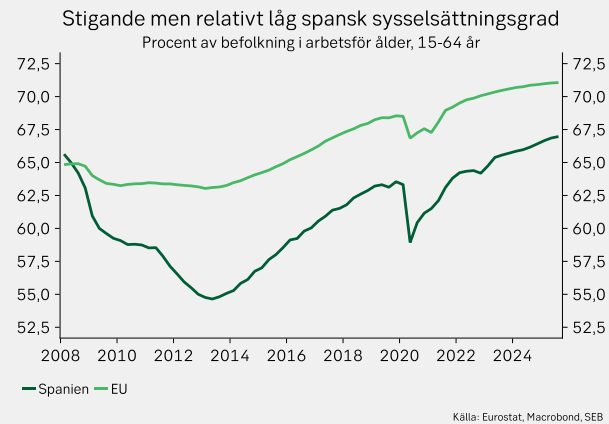
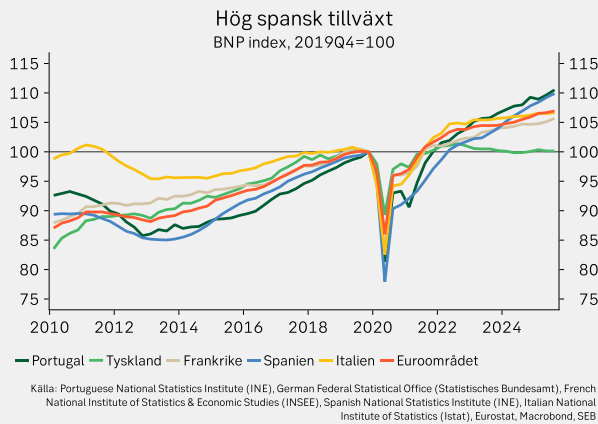
Europas tillväxtmotor

Spansk ekonomi har visat imponerande tillväxtkraft de senaste åren jämfört med de större länderna i euroområdet. En växande arbetskraft till följd av hög migration, stor tjänsteexport, investeringar från EU:s återhämtningsfond och ökad offentlig konsumtion är några förklaringar. Finanspolitisk konsolidering och rekapitalisering av banker efter skuldkrisen har också varit viktiga. Under siffrorna döljer sig dock strukturella utmaningar som är viktiga att hantera för att tillväxten ska vara långsiktigt hållbar. Några av dessa utmaningar är en snabbt åldrande befolkning som pressar offentliga finanser, låg sysselsättnings-grad, svag produktivitetstillväxt och fortsatt klimatarbete. Reformbehovet är stort för att Spanien ska kunna vara kvar på sin tillväxtbana.

De senaste åren har spansk ekonomi haft hög tillväxt.

Sedan 2022, d v s efter pandemin, har BNP i genomsnitt ökat med drygt 4 procent per år. Det är bra mycket mer än tillväxten i andra stora ekonomier, såsom Frankrike, Italien och ett stagnerande Tyskland. År 2024 stod Spanien för 40 procent av tillväxten i euroområdet. Även arbetslösheten har fortsatt att falla, vilket tillsammans med låg inflation och ökade realinkomster har stöttat konsumtionen. Investeringarna har återhämtat sig till nivåerna före pandemin, även om utvecklingen skiljer sig åt. Särskilt snabb har utvecklingen av investeringar i immateriella rättigheter varit, om än från låga nivåer. AI-investeringarna ökar, och ligger nu över EU-genomsnittet.





Kraftig återhämtning i tjänstesektorn. Spanien har en stor tjänstesektor, nästan 70 procent av BNP. Viktiga sektorer är turism, hotell och restaurang samt transporter. Efter pandemin när ekonomin öppnade upp har dessa sektorer vuxit kraftigt. Det har bidragit mycket till BNP, sysselsättning (där efterfrågan på arbetskraft lätt har kunnat fyllas på med migranter från framför allt Sydamerika) och ökade skatteintäkter.

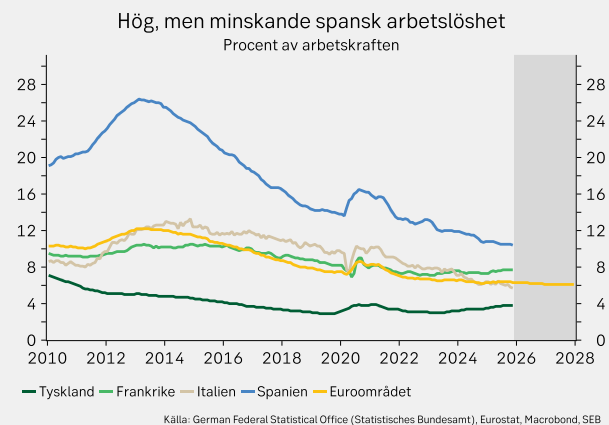
EU-stödet har varit viktigt. Spanien har varit en av de största mottagarna av EU:s återhämtningsfond, bestående av både lån och bidrag (163 miljarder EUR totalt, eller motsvarande 13 procent av BNP 2019). Dessa medel, som inte använts fullt ut, har gått till satsningar på digitalisering, energi och infrastruktur.

Gynnsam energimix. Till skillnad från exempelvis Tyskland så påverkades inte Spanien lika negativt av energikrisen 2022–2023. Spanien var betydligt mindre beroende av rysk gas och har satsat mer på sol- och vindkraft, samtidigt som importen av naturgas från Algeriet ökat. Den stora utmaningen framöver är den fortsatta utfasningen av kol och olja, då framför allt olja fortfarande har en stor vikt i energikonsumtionen.

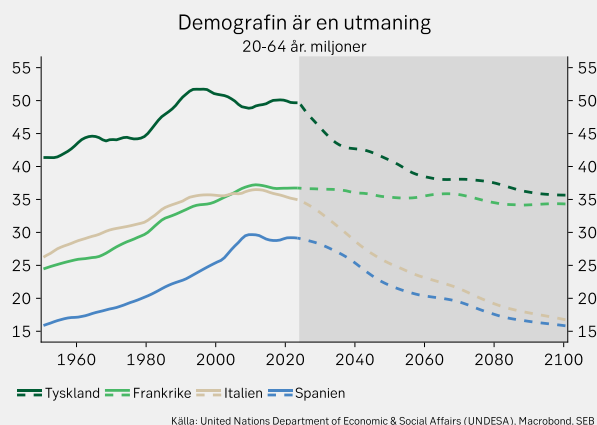
Stöttande finanspolitik. För att dämpa de stora fallen i realinkomsterna under energikrisen introducerade regeringen tillfälliga subventioner och skattelättnader. I takt med att energipriserna kommit ner har åtgärderna gradvis fasats ut.

Arbetsmarknaden robust, men med strukturella utmaningar. Arbetslösheten är högre jämfört med andra europeiska länder, men har minskat från drygt 25 procent år 2013 till dagens nivå på nästan 10,5 procent. Ungdomsarbetslösheten är fortfarande på höga 25 procent. Och även om sysselsättningsgraden har ökat är den lägre än EU-genomsnittet. Nedgången i arbetslöshet beror framför allt på hög ekonomisk tillväxt och reformer på arbetsmarknaden. Det har gynnat det höga antalet migranter som kommit till Spanien.

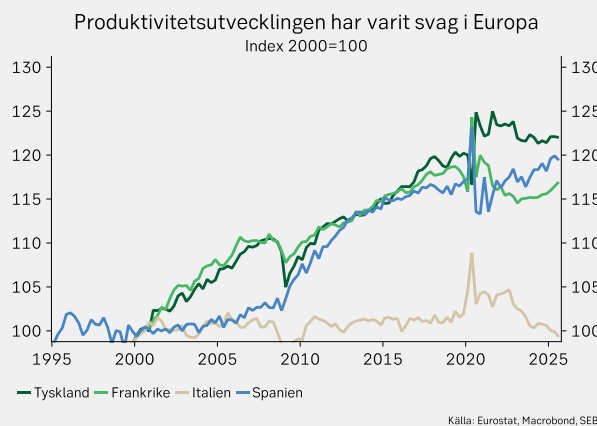
Enligt OECD har migrationen stått för 45 procent av sysselsättningsökningen de senaste åren. Migranterna är dock ofta undersysselsatta, överkvalificerade och möter hinder för att ta kliv till mer kvalificerade jobb. Med tanke på de demografiska utmaningarna skulle en mer lyckad matchning av migranter på arbetsmarknaden kunna motverka det stora fallet i den arbetsföra befolkningen. Men det räcker troligtvis inte. Incitamenten för äldre att jobba längre och att minska deras tid i arbetslöshet är ytterligare förutsättningar. Långtidsarbetslösheten bland äldre är förhållandevis hög, vilket till viss del kan förklaras av arbetslöshetsunderstödet för äldre som innebär generösa ersättningar på obestämd tid.



Åldrande befolkning. I likhet med andra stora ekonomier, som Tyskland och Italien, har Spanien en stor nedgång i den arbetsföra befolkningen redan under kommande decennium. Ökad migration kan mildra, men inte kompensera för fallet vilket kommer att sätta press på offentliga finanser. OECD uppskattar att utgifter relaterade till åldrande förväntas öka med 5,2 procentenheter av BNP fram till 2050, främst drivet av högre pensioner, följt av hälso- och sjukvårdskostnader, särskilt under 2030- och 2040-talen.



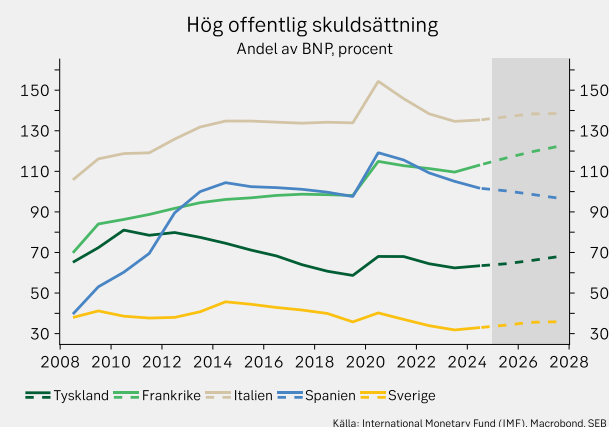
Låg produktivitetstillväxt. I likhet med andra europeiska ekonomier har den spanska produktivitetstillväxten varit låg. Särskild låg är produktiviteten bland småföretag. Det ökade inflödet av arbetskraft har framför allt hamnat i den mindre produktiva tjänstesektorn. Högre produktivitet är nödvändig för att inkomsterna (som fortfarande ligger under EU-snittet) ska stiga och tillväxten blir högre. Förslag som lyfts fram är att förbättra tillgången till finansiering, minska regleringarna, öka digitaliseringen och satsningar på innovation och utbildning. Åtgärderna liknar de som presenterades av Mario Draghi hösten 2024 i syfte att höja hela EU:s konkurrenskraft.



Hantera klimatförändringar. Spanien är ett av de länder i Europa som drabbats mest av klimatförändringar i form av torka, skogsbränder, värmebölja och översvämningar. Med tanke på både humanitära förluster och stora ekonomiska kostnader finns goda skäl att fortsätta arbetet med att minska klimatrelaterade risker och minska utsläppen. Spanien ligger i framkant när det gäller förnybar elproduktion som sol- och vindkraft. Enligt OECD bör prioriteringarna fortsatt ligga på ökade elnätsinvesteringar, mer effektiv vattenanvändning och ytterligare minskade koldioxidutsläpp inom transportsektorn. Det är också viktigt att det finanspolitiska utrymmet ökar framöver

för att hantera ökade ekonomiska kostnader som extremväder kan medföra.

Behov av finanspolitisk konsolidering. Spanien har en hög offentlig skuldsättning, ca 100 procent av BNP och budgetunderskottet ligger på 3 procent av BNP. Tack vare högre skatteintäkter och högre tillväxt har dock skuldsättningsgraden minskat. Framöver är finanspolitisk konsolidering och strukturreformer nödvändiga för att upprätthålla tillväxten och för att skuldkvoten ska fortsätta att minska. Utmaningen består i att hantera ökade pensionsutgifter och öka skatteintäkterna (genom en förbättrad arbetsmarknad).



Knepigt politiskt läge. Spanien är ett politiskt splittrat land. Landet styrs av en minoritetsregering med det socialistiska partiet PSOE och Vänsterpartiet Sumar och nästa val äger rum senast 2027. Regeringen, med premiärminister Pedro Sánchez, är beroende av stöd från regionala och separatistiska partier, vilket ger viss stabilitet på kort sikt men samtidigt ökar den politiska osäkerheten. Ett splittrat politiskt landskap kan försvåra arbetet med finanspolitisk konsolidering och implementeringen av strukturella reformer. Det kan i sin tur resultera i högre räntor och därmed ökade upplåningskostnader.

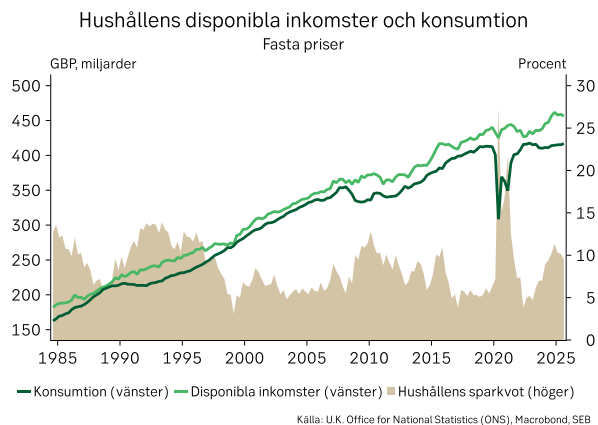
Strukturella reformer nödvändiga. Spanien har varit en viktig drivkraft för euroområdet tillväxt de senaste åren, särskilt när andra stora ekonomier som Tyskland mer eller mindre stagnerat. För att tillväxten ska vara långsiktigt hållbar krävs dock strukturella reformer. Framför allt behövs åtgärder på arbetsmarknaden som ökar sysselsättningsgraden och minskar arbetslösheten, men även bostadsmarknaden är strukturellt svag med ett utbud som inte matchar efterfrågan och med stora regionala skillnader. Hyresmarknaden är stram med höga hyresökningar, särskilt i städer med stor turism. Slutligen måste produktiviteten öka, speciellt med tanke på befolkningssammansättningen. Om åtgärderna genomförs finns förutsättningar för Spanien att fortsätta vara Europas tillväxtlokomotiv!

Storbritannien

Inbromsning

Ekonomi bromsade in mot slutet av förra året och tillväxtutsikterna är alltfjämt dämpade. Regeringen höjer skatterna, Bank of England (BoE) tvekar kring fortsatta räntesänkningar och hushållen sparar istället för att konsumera. Konsumtionen måste öka för att tillväxttakten ska växla upp – men det lär dröja till det andra halvåret i år.

2026 ser ut att inledas med svagt momentum, efter att ekonomin tappade fart mot slutet av förra året. Hushållens konsumtion, som utgör 60 procent av BNP, har inte ökat sedan slutet av 2018. Under samma tid har sparkvoten fördubblats från 5 till 10 procent som andel av inkomsterna. Med andra ord finns det förutsättningar för konsumtionen att öka, vilket är avgörande för att BNP-tillväxten ska ta fart. En sådan utveckling väntas dock dröja till senare i år, när försvagningen på arbetsmarknaden väntas upphöra, inflationen bromsar in och konsumentförtroendet återhämtar sig.



Svag arbetsmarknad. Arbetslösheten har stigit sedan 2024 och nådde den högsta nivån sedan 2015 i fjol (bortsett från pandemin). Sysselsättningen i det privata näringslivet har fallit 19 av de 24 senaste månaderna. En del av försvagningen kan hänföras till politiska reformer, vars effekter väntas långsamt klinga av. Dessutom har investeringstakten i näringslivet växlat upp, vilket ger förutsättningar för en återhämtning, om än långsam, på arbetsmarknaden senare i år.

Uppitinande relation till EU. Den ekonomiska motvinden efter Brexit fortsätter hämma tillväxten. En uppmärksam forskningsartikel från NBER uppskattar att ekonomin är 6–8 procent mindre än den

hade varit utan Brexit. Regeringen försöker därför minska friktionen med EU och förbereder en ny lag som ska förenkla harmoniseringen av brittisk lagstiftning till EU:s inom utvalda områden, som en del av ambitionen att normalisera relationen till EU – "Brexit Reset".

Rekordhøgt skattetryck. De offentliga finanserna är under press och regeringens nya skattehöjningar väntas föra skattetrycket till den högsta nivån sedan andra världskriget. Med en utökad finanspolitisk buffert hoppas regeringen skapa förutsättningar för mindre dramatik på finansmarknaden framöver. Däremot finns det en överhängande risk att premiärminister Starmer tvingas avgå i år till följd av svaga opinionssiffror. Om ersättaren visar sig vara villig att prioritera politisk vinning till priset av svagare offentliga finanser väntar ny ränteoro och tumult på finansmarknaden.

Splittrad penningpolitik. BoE har sänkt styrräntan med 1,5 procentenheter men penningpolitiken är trots det fortsatt restriktiv med en styrränta på 3,75 procent. I december sänkte BoE förvisso räntan men signalerade samtidigt "mindre utrymme" för fortsatta sänkningar. BoE-direktionen är splittrad om vägen framåt, främst på grund av olika riskbedömningar av inflationen. Hälften av ledamöterna menar att inflationen riskerar att bita sig fast om centralbanken sänker styrräntan för snabbt, medan den andra delen menar att det krävs snabba räntesänkningar för att stödja den svaga konjunkturen.

Inflationen är nyckeln. Vi räknar med att inflationen faller tillbaka till strax över målet på 2 procent i mitten av året, vilket är snabbare än BoE:s prognos. När inflationen normaliseras talar det också för att inflationsförväntningarna faller tillbaka. Det, tillsammans med försvagningen på arbetsmarknaden banar väg för en fortsatt inbromsande löneökningstakt. Utvecklingen inom dessa områden öppnar för BoE att sänka styrräntan tre gånger till i år till 3,0 procent vilket i sin tur ger lägre marknadsräntor och ett svagare pund.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,1	1,4	1,0	1,4
Arbetslöshet*	4,3	4,8	5,3	5,1
Löner	5,3	4,9	3,8	2,8
KPI	2,5	3,4	2,3	2,0
Offentligt saldo**	-5,8	-4,5	-3,8	-3,2
Offentlig bruttoskuld**	99,7	103,0	105,0	106,0
Styrränta, %***	4,75	3,75	3,00	3,00

*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: IMF, ONS, SEB

Norden

Sverige | sid 40

Tillväxten har tydligt accelererat redan innan de finanspolitiska stimulanserna i år har börjat verka. Låg inflation och hög arbetslöshet gör att Riksbanken väntar med att höja styrräntan. Stark krona är en nedåtrisk för inflationen 2026.

Danmark | sid 49

BNP revideras upp och konsumtionen är främsta drivkraften. Pressen på danska kronan fortsätter på grund av utflöden efter geopolitiska bekymmer. Vi räknar med en isolerad styrräntehöjning under 2026, mest troligt i juni.

Norge | sid 47

Tillväxten avtar när finanspolitiska och petroleumrelaterade impulser avtar och hamnar nära trenden 2026–2027. Köpkraften har förbättrats men högre sparande dämpar konsumtionstillväxten. Norges Bank sänker två gånger i år.

Finland | sid 51

Strukturella utmaningar, hög arbetslöshet och en svag bostadsmarknad tynger utsikterna, trots en viss återhämtning för detaljhandeln och exporten. BNP-tillväxten blir måttliga 0,8 procent i år och växlar upp till 1,5 procent 2027.



Sverige

Hög tillväxt och låg inflation

Allt fler pusselbitar faller på plats och tillväxten har tydligt accelererat redan innan de finanspolitiska stimulanserna i år har börjat verka. Kombinationen av låg inflation och hög arbetslöshet i utgångsläget gör att Riksbanken väntar med att höja styrräntan.

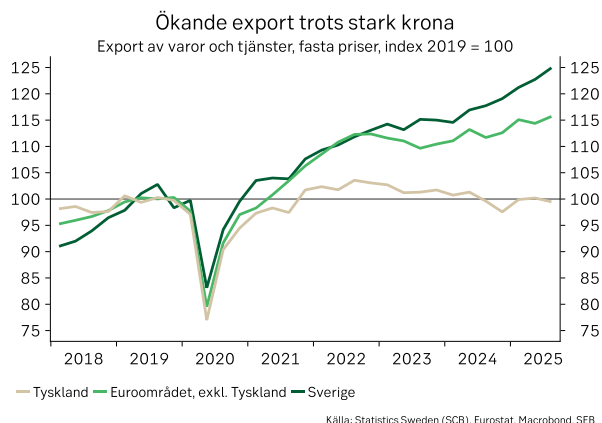
Ett starkt tredje kvartal, och uppreviderat första halvår, gav starkare än väntad tillväxt 2025; prognosen har justerats upp till 1,7 procent, knappt en halv procent högre än i *Nordic Outlook* i november. Vi antar att tillväxten saktade ned under fjärde kvartalet men månatliga data till och med november tyder på fortsatt relativt god utveckling. Både PMI och Konjunktur-institutets (KI) barometer stödjer att tillväxten är på väg att öka. BNP-prognosen för 2026 har justerats upp med 0,2 procentenheter till 3,0 procent. Starkare arbetsmarknad och fortsatt ökande reallöner talar för god tillväxt även 2027 och vi håller fast vid vår optimistiska prognos att BNP växer med 2,9 procent, även om kvartalstakten gradvis saktar in. Inflationen hamnar betydligt under målet under 2026, även justerat för matmomssänkningen, och vi håller fast vid att sannolikheten för att Riksbanken sänker räntan under 2026 är större än för en höjning. Styrräntan ligger dock troligen stilla på 1,75 procent och höjs först i slutet av 2027, i linje med vår prognos från november.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

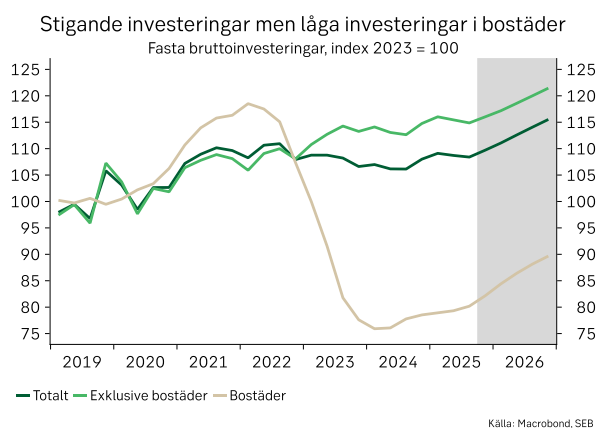
	2024	2025	2026	2027
BNP	1,0	1,7	3,0	2,9
Arbetslöshet*	8,4	8,9	8,8	8,3
Löner	4,1	3,7	3,4	3,2
KPIF	1,9	2,6	1,2	1,4
Offentligt saldo**	-1,6	-1,0	-2,4	-2,2
Offentlig bruttoskuld**	34,0	34,5	36,2	37,2
Styrränta, %***	2,50	1,75	1,75	2,00

*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: SCB, SEB



Motståndskraftig industrikonjunktur trots starkare

krona. Ända sedan 2022 har industrin stått emot svag tillväxt i Tyskland, högre tullar och svag global industrikonjunktur, och trots en tydligt starkare krona under 2025 har exporten accelererat. Lite starkare tillväxt i Tyskland och EU talar för en relativt god exportökning även i år vilket stöds av stigande industriförtroende enligt både PMI och KI-barometern. Under 2024 ökade framför allt tjänsteexporten men under 2025 har varuexporten varit väl så stark. Jämfört med EU och Tyskland är utsikterna för svensk industri goda. Den internationella konjunkturen kan dock inte sägas vara stark och exporten bedöms fortsätta i ungefär samma takt som under 2025 under prognosåren, dvs ungefär fem procent per år.



Fortsatt investeringsuppgång för industrin. Industrins investeringar har stigit i god takt men uppgången kom av sig i fjol, bl a beroende på minskade investeringar i batteritillverkning och grönt stål. Högre investeringar inom försvarsindustrin och kraftöverföring talar dock för att de vänder uppåt igen i år. De senaste åren har investeringar exklusive bostäder ökat i en ganska jämn takt och starkare tillväxt talar för fortsatt uppgång.

Bostadsinvesteringarna bottnar ut. Minskat bostadsbyggande gjorde att de totala investeringarna föll med 1–1,5 procent per år under 2022 och 2023, men byggandet stabiliserades under 2024 och vi räknar med

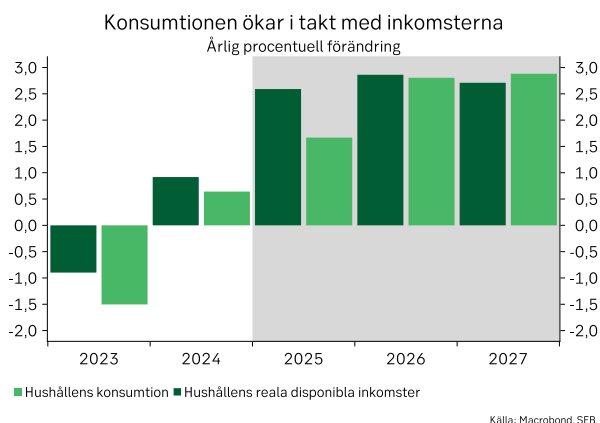
svagt stigande bostadsinvesteringar under 2026 och 2027. Totalt räknar vi med att investeringar ökar med fyra procent både 2026 och 2027. Om bostäder exkluderas är investeringarna som andel av BNP på den högsta nivån sedan mitten av 1980-talet och den höga nivån är i sig en nedåtrisk för prognosen. Allmänt starkare tillväxt leder dock nästan alltid till stigande investeringar och en starkare uppgång är också möjlig.



Svagt stigande bostadspriser. Trots fallande bostadsräntor var bostadspriserna oförändrade under 2025. Mot slutet av året kunde en liten vändning uppåt skönjas samtidigt som vår boprisindikator återhämtade större delen av vårens nedgång. I april tas det särskilda amorteringskravet för hushåll med hög belåning relativt inkomsterna bort, samtidigt som bolånetaket höjs till 90 från 85 procent. Vi håller fast vid bedömningen att bostadspriserna ökar med fem procent i år och tre procent 2027. Jämfört med toppen i början av 2022 var bostadspriserna i slutet av fjolåret 7–8 procent lägre, men samtidigt ungefär 20 procent högre än 2019. I reala termer har priserna dock fallit till ungefär samma nivå som 2015 och nedgången jämfört med toppnivån är mer än 20 procent.

Uppgången står och faller med hushållen

Om industrin och investeringarna varit starkare än väntat under fjolåret så var hushållens konsumtion länge en besvikelse. Hushållen ökade sitt sparande till rekordhöga nivåer i fjol och att hushållsförtroendet fortsätter ligga på låga nivåer utgör en stor osäkerhetsfaktor för tillväxten. Den tidigare höga inflationen och det medföljande realinkomstfallet satte tydligare spår i hushållens konsumtionsvilja än nästan alla räknade med. Tydligt stigande reallöner under nästan två år har inte varit tillräckligt för att återställa förtroendet. Trots oron har dock konsumtionen stigit under 2025 och uppgången accelererade i slutet av året.



Pusselbitar på plats för konsumtionsuppgång.

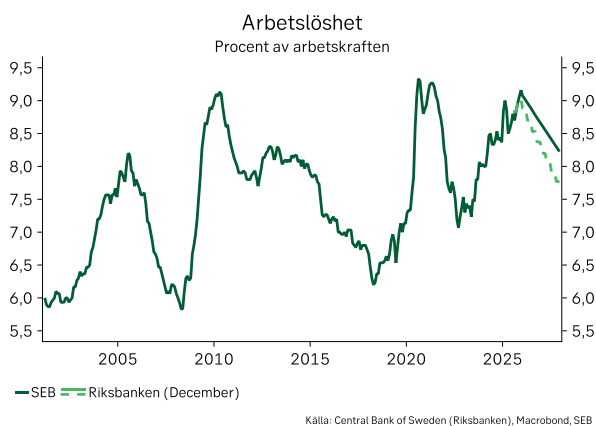
Mycket talar för att konsumtionen kommer att återhämta sig, med stöd av låg inflation och skattesänkningar. Prognosen att hushållens reala inkomster växer med i snitt 2,7 procent per år 2025–2027 ligger fast. Trots deppiga hushåll ser konsumtionen ut att ha ökat med 2,5–3,0 procent under loppet av 2025, vilket ökar hoppet. Det tydligaste lyftet för reallönerna väntas under 2026, delvis drivet av sänkt livsmedelsmoms i april, men redan i januari sänks inkomstskatten. Den sista viktiga pusselbiten för en stark konsumtionsuppgång är arbetsmarknaden. Att konsumtionen stiger redan innan skattesänkningarna genomförts stöder vår prognos. Högre elpriser till följd av kallt väder är en risk på nedsidan i början av 2026. Termpriserna indikerar att priserna faller tillbaka under våren, men osäkerheten om konsumtionen under början av 2026 har ökat under de senaste veckorna.



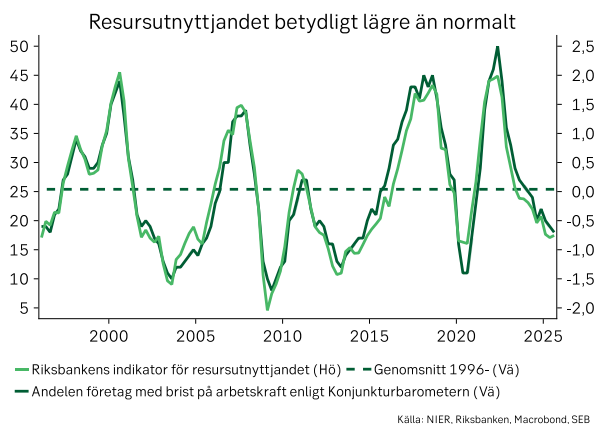
Ett tag kvar tills arbetslösheten toppar

Arbetslösheten enligt arbetskraftsundersökningen (AKU) fortsatte att stiga till nio procent under 2025. Ett högre arbetskraftsdeltagande förklarar uppgången, men mätproblem och hög volatilitet gör att utvecklingen är osäker. Arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingen har istället vänt ned under de senaste månaderna. Det kan dock vara en effekt av ändrade regler för arbetslöshetsunderstöd som minskat viljan att registrera sig

som arbetslös. Statistiken för sysselsättningen är mer samstämmig och tyder på att den svagt nedåtgående trenden från 2023 har planat ut och möjligtvis vänts till en liten uppgång. Indikatorer för sysselsättningen visar tecken på att vända, med svagt fallande varsel samtidigt som företagens anställningsplaner och antalet lediga jobb vänt uppåt. Riksbanken konstaterade i sin senaste penningpolitiska rapport att resursutnyttjandet är lågt och att det kommer att dröja innan det normaliseras. Vi håller med om slutsatsen och tror dessutom att den snabba nedgång för arbetslösheten som Riksbanken prognostiserar är alltför optimistisk.



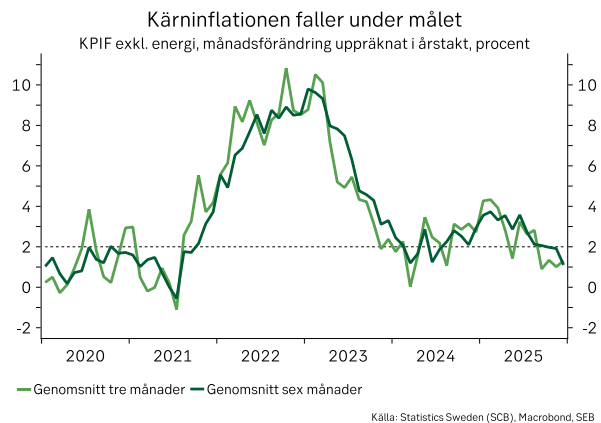
Löneökningstakten bromsar in. Timlönerna steg långsammare under 2025 och mycket talar för att inbromsningen fortsätter när det andra löneavtalsåret träder i kraft under våren och sommaren. Löneavtalen för industrin löper ut i april 2027 och låg inflation talar för att takten då saktar in ytterligare, även om en starkare arbetsmarknad verkar i motsatt riktning. Vi räknar med att timlönerna ökar med 3,4 respektive 3,2 procent 2026 och 2027, vilket är oförändrat jämfört med bedömningen i november.



Låg inflation redan före momssänkning

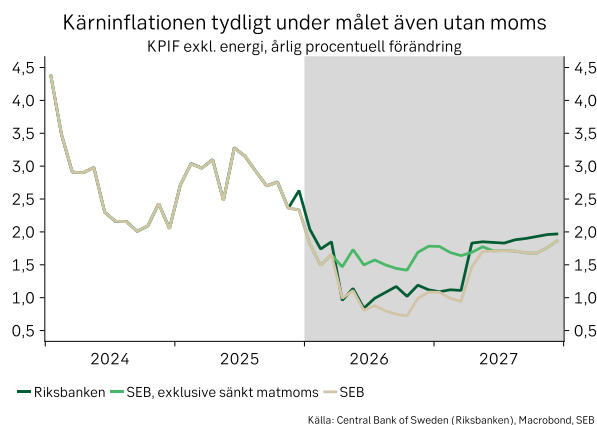
Ett för inflationen svängigt år avslutades med två tydliga överraskningar på nedsidan och KPIF exklusive energi slutade året på 2,3 procent, tre tiondelar under

Riksbankens prognos. Kärninflationen är visserligen fortfarande över målet men trenden är tydligt nedåtgående och genomsnittet av månadsförändringarna i uppräknad årstakt under andra halvåret 2025 var endast 1,1 procent. Månadsförändringarna är svängiga, även som 6-månaderssnitt, men den låga inflations-trenden stöds av många indikatorer.



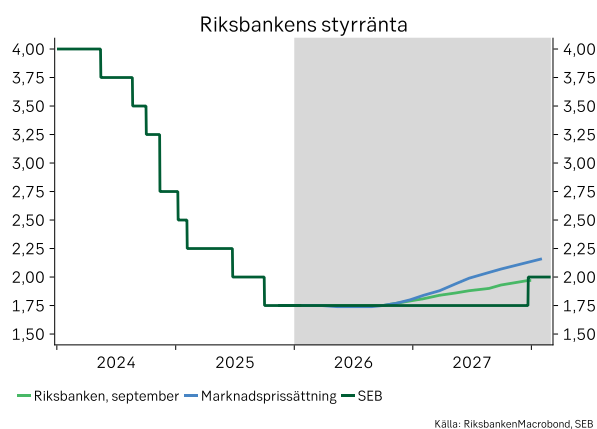
Inflationen tydligt under målet. Internationella livsmedelspriser var en viktig drivkraft för inflationsuppgången i början av 2025, men livsmedelspriserna faller nu tillbaka. Det finns tecken på avmattning även för internationella priser på andra konsumtionsvaror och svenska priser pressas dessutom av en starkare krona. Nedåttcket kulminerar i mitten av 2026 men kommer enligt våra beräkningar att bidra till att hålla ned inflationen till slutet av 2027. Lägre löneökningstakt och hyreshöjningar bidrar också till lägre inflationstryck 2026 och 2027. De låga inflationsutfallen i slutet av 2025 och fortsatt kronförstärkning gör att prognosen för KPIF exklusive energi 2026 har justerats ned till 1,1 procent, och kärninflationen hamnar tydligt under målet även korrigerat för den sänkta matmomsen. Inflationen i januari kommer att bli avgörande för hur lågt inflationen faller. Baseeffekterna från förra årets ovanligt höga korgeffekt, som lyfte inflationen under 2025, skulle kunna innebära ett större fall än vår prognos. Samtidigt finns en osäkerhet kring om tidigare säsongsmönster skiftat, vilket gör att de månadsvisa inflationstalen måste tolkas försiktigt.

Lägre oljepris men högre elpris. Fallande oljepris och sänkt elskatt gör att totala KPIF hamnar ungefär i linje med KPIF exklusive energi i år trots sänkt elskatt genom att nätavgifterna fortsätter att öka i en hög takt. Elpriserna under första kvartalet ser också ut att bli höga på grund av det kalla vintervädret.



Oförändrad ränta med nedåtrisker

Som väntat höll direktionen styrräntan oförändrad i december samtidigt som räntebanan 2027–2028 justerades upp med 1–4 punkter. Enligt Riksbanken har osäkerheten om återhämtningen minskat samtidigt som inflationsutsikterna i stort sett är oförändrade. Styrräntan väntas vara oförändrad i närtid; för de tre första kvartalen 2026, som Riksbanken betecknar som policyhorisonten, är prognosen att räntan ligger kvar på 1,75 procent. Från fjärde kvartalet 2026 stiger räntan, enligt Riksbankens räntebana, med ungefär fyra punkter per kvartal till knappt 2,15 procent i slutet av 2028.

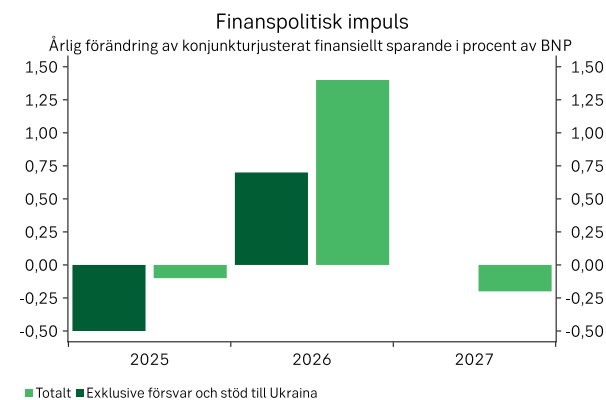


Hög ribba både för att sänka och höja i en splittrad direktion. Prognosen antyder att direktionen kommer tillåta att inflationen hamnar under målet under en period, även utöver effekten från den sänkta matmomsen. I en temaartikel i den senaste rapporten konstaterar Riksbanken å andra sidan att det finns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden och att det heller inte finns någon brådska att höja räntan. Direktionen är något splittrad: I protokollet antyder Riksbankschefen Erik Thedéen och Aino Bunge att ribban är hög både för att höja och för att sänka räntan i år, medan Per Jansson öppnade för att räntan kunde sänkas ytterligare om nedåtrisker för inflationen bekräftades under 2026. Anna Seim uttryckte i stället oro för uppåtrisker för inflationen och varnade för att

räntan kan behöva höjas. Processen att utse en ny direktionsledamot drar ut på tiden och tills dess har Erik Thedéen den avgörande rösten vid oenighet. Frågan är hur direktionsledamöterna reagerar om inflationen faller under målet i början av 2026, i linje med våra förväntningar. Vi tror att åtminstone Per Jansson kan rösta för en sänkning om inflationen fortsätter att överraska på nedsidan. Men oförändrad styrränta är det troligaste scenariot. Vår bedömning är att sannolikheten för en räntesänkning i år är större än för en höjning. Vi håller också fast vid prognosen från november att en räntehöjning kommer först i slutet av 2027.

Rejält expansiv finanspolitik

I budgetpropositionen för 2026 presenterades reformer, främst i form av lägre skatter, på totalt 80 miljarder. Om stöd till Ukraina och ökade försvarsutgifter inkluderas så är den expansiva effekten under 2026 hela 130 miljarder kronor. Konjunkturinstitutet och regeringen uppskattar att den expansiva effekten, mätt som förändringen av offentliga sektorns konjunkturjusterade finansiella sparandet, blir 1,5–1,8 procent av BNP i år. Riksdagen har bestämt att stöd till Ukraina och ungefär 300 miljarder i ökade försvarsutgifter ska undantas från budgetreglerna och lånefinansieras. Den offentliga sektorns skuld bedöms öka till 37 procent av BNP 2027 från 34 procent 2024. Uppgången är stor men givet att avvikelser från budgetreglerna är tillfällig kommer statsskuden stanna på måttliga nivåer i en internationell jämförelse (se Tema: Högre offentlig skuld sid 44). De stora satsningarna de senaste åren gör att utrymmet för expansiv politik från och med 2027 är begränsat, i alla fall om budgetreglerna ska hållas. Vi tror ändå att den regering som tar makten efter valet i höst kommer att genomföra ett antal ofinansierade reformer och har som beräkningsantagande lagt in 30 miljarder där det mesta går till hushållen.



Tema:

Högre offentlig skuld

Ökad osäkerhet men långt ifrån en skuldkris

Regeringen har de senaste åren beslutet om avsteg från de budgetpolitiska målen samtidigt som man kommit överens med oppositionen om att ersätta överskottsmålet för offentlig sektor på 0,3 procent av BNP med ett balansmål. En kombination av ändrat budgetmål, svag konjunktur och framför allt beslut om att undanta stöd till Ukraina och ökade försvarsutgifter från saldomålet, gör att den offentliga skulden ser ut att öka till nästan 40 procent av BNP under de närmaste fem åren. Uppgången är inte dramatisk men utgör ändå ett tydligt trendbrott och reformutrymmet kommer att vara begränsat framöver om saldomålet ska nås. Givet skuldankaret är saldomålet lågt, det offentliga underskottet kan vara knappt 1,5 procent av BNP utan att skulden som andel av BNP växer.

Den svenska offentliga sektorns skuld har fallit betydligt under de senaste 30 åren, i alla fall om man tittar på skulden som andel av BNP. Från mitten av 1990-talet till 2024 föll den offentliga skulden från ungefär 70 procent av BNP till 33 procent. Uppdelat på delsektorer har statens skuld minskat från nästan 75 procent av BNP till 17 procent av BNP under samma tidsperiod, samtidigt som kommunsektorns skulder har ökat med 15 procent av BNP. Nedgången i skuldkvoten förklaras av att BNP i löpande priser ökat betydligt snabbare än skulden. Uppgången i nominell skuld hänförs helt och hållet till kommunal sektor; i mitten av 1990-talet var den kommunala skulden mycket liten, sedan dess har den statliga minskat något samtidigt som den kommunala ökat betydligt.



Starka finanser trots svag måluppfyllnad. Den gynnsamma skuldutvecklingen har uppnåtts trots att det offentliga sparandet i genomsnitt varit ungefär 0,7 procentenheter per år svagare (mellan 1997 och 2018 var överskottsmålet en procent av BNP) än målet. Eftersom genomsnittet ändå varit ett överskott i offentlig sektor, och bl a med hjälp av vissa försäljningar av statliga företag, har statens skuld minskat både som andel av BNP och i nominella termer.

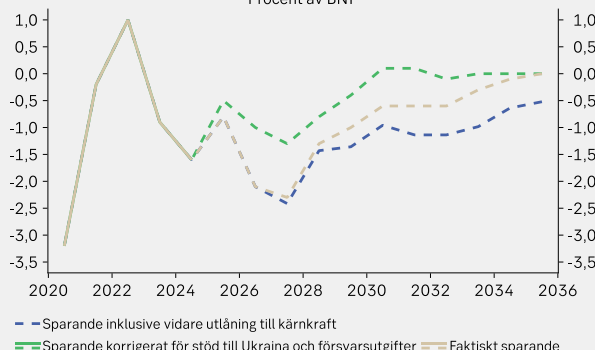
Offentlig skuld har minskat snabbt trots sparande under målet
Saldo i offentlig sektor, procent av BNP



Källa: Swedish National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet, NIER), Macrobond, SEB

Saldomålet för offentlig sektor gäller över en konjunkturcykel och för att bedöma sparandets underliggande utveckling beräknar bland annat Konjunkturinstitutet (KI) det strukturella sparandet, vilket är en uppskattning av hur stort sparandet skulle vara om BNP och arbetsmarknad var i balans (linje med den långsiktiga trenden). Enligt KI:s prognos (och långsiktiga scenario) kommer den offentliga sektorn att visa underskott ända till 2035. Ett svagt konjunkturläge och expansiv finanspolitik är de viktigaste förklaringarna till underskotten 2025 och 2026, därefter blir utgifter för försvar och stöd till Ukraina en allt viktigare drivkraft.

Offentlig saldo - faktiskt och korrigerat
Procent av BNP



Källa: Swedish National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet, NIER), Macrobond, SEB

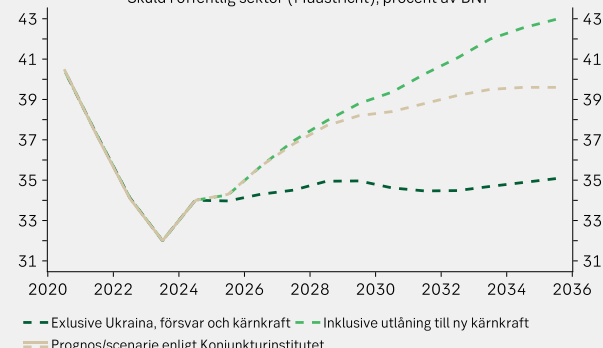
Stora utgiftsposter utanför regelverket. Regeringen har presenterat militärt stöd till Ukraina på totalt 170 miljarder kronor och dessutom kommer ökningen av försvarsutgifterna från 2,5 till 3,5 procent av BNP att inledningsvis finansieras med lån där ett tak har satts till

totalt 300 miljarder kronor. Tidsprofilen är osäker för både Ukrainastödet och försvarsutgifterna och i scenariot antas upplåningen spridas ut över en tioårsperiod, med den största delen av utgifterna under de närmaste fem åren.

Enligt KI:s prognos kommer den offentliga skulden att stiga till knappt 40 procent av BNP och statens skuld till 25 procent av BNP. En sådan skulduppgång är inte särskilt dramatisk och både den offentliga skulden och statens skuld kommer att fortsätta vara låg eller till och med mycket låg i en internationell jämförelse.

Osäkerheten om hur mycket den offentliga skulden kommer att växa har dock ökat och risker finns både på upp- och nedsidan.

Undantag från budgetmål lyfter den offentliga skulden
Skuld i offentlig sektor (Maastricht), procent av BNP



Källa: Swedish National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet, NIER), Macrobond, SEB

Hur mycket ska undantas från ramverket? En tydlig upptrisk är att flera utgifter i budgeten undantas från regelverket och fler kan tillkomma. Statlig finansiering av ny kärnkraft är ytterligare en kandidat som beräknas kunna öka statskulden med ungefär 300 miljarder kronor i 2023 års priser, motsvarande knappt 5 procent av BNP. Upplåningen är planerad att ske under en 10–15-årsperiod och därefter ska lånen betalas tillbaka. Med stor sannolikhet kommer vidareutlåningen generera ränteintäkter för staten, även om de exakta villkoren ska förhandlas.

Begränsat reformutrymme kommande år. Det finns också en osäkerhet om den underliggande styrkan i statsfinanserna. Normalt växer ett reformutrymme fram genom att en del utgifter är nominellt oförändrade, genom produktivt antagande i myndighetsanslag eller genom att vissa utgifter indexeras med KPI samtidigt som den ekonomiska tillväxten gör att skattebaser ökar i snabbare takt. De senaste årens expansiva finanspolitik gör att reformutrymmet begränsas av att saldot helt enkelt är tydligt negativt i utgångsläget. Detta gäller särskilt om den sänkta matmomsen inte reverseras 2028 i linje med nuvarande regelverk. En annan anledning är att den uppväxling av

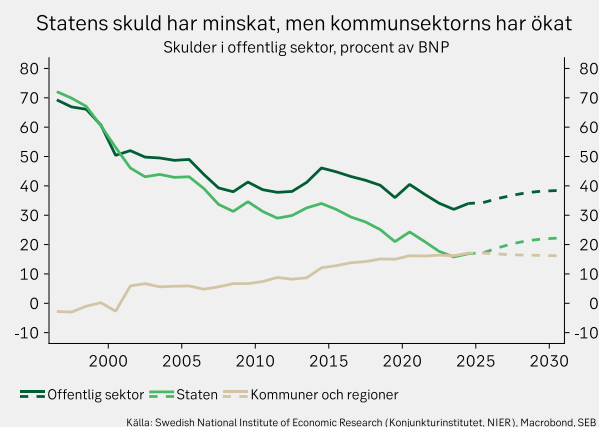
försvarsutgifterna som nu lånefinansieras succesivt ska in under saldomålet.

Svårare att uppnå målet framöver? Risken är att det blir svårare för politiker att följa det finanspolitiska ramverket när det än tydligare begränsar genomförandet av ny skofinansierad politik (dvs reformer som inte finansieras av skatthöjningar eller andra utgiftsminskningar). Att regelverket innehåller ett skuldankare på 35 procent av BNP för den offentliga skulden, med ett toleransintervall på +/- 5 procent, kommer också att öka trycket på politikerna att vidta åtgärder om skulden stiger över 40 procent av BNP.

Det finns också risker på nedsidan för den offentliga skulden. Historiskt har de positiva effekterna på statsfinanserna från starkare tillväxt ofta blivit större, eller till och med betydligt större, än de flesta räknat med. Underskotten för både stat och offentlig sektor ser ut att bli ungefär 1 procent av BNP kommande år, trots svag konjunktur och stora utgifter för både försvar och Ukrainastöd.

Målen inte helt i synk. Det är också viktigt att notera att den offentliga sektorn, enligt vår bedömning, kan ha ett visst underskott utan att problem uppstår. Med ett saldomål, som faktiskt nås i genomsnitt, kommer skuldkvoten att falla under skuldankaret med t ex KI:s tillväxtprognoser. Givet en nominell tillväxt på fyra procent kommer skulden som andel av BNP att stabiliseras nära 35 procent av BNP, om den nominella skulden ökar med 1,5 procent av BNP per år (notera att det offentliga underskottet inte fullt ut är samma sak som ett lånebehov eller skuldökning, det finns definitionsskillnader och offentlig sektor kan t ex sälja av tillgångar för att minska skulden). Eftersom pensionssystemet väntas visa ett överskott som närmar sig en procent av BNP och kommunsektorn ett underskott på 0,3 procent, skulle statens underskott kunna vara högst 0,7 procent för att offentliga sektorns sparande ska vara i balans med ett saldomål. Ett underskott på 0,7 procent skulle göra att statens skuld stabiliseras på ungefär 20 procent av BNP. Räknar vi istället med ett underskott på 0,8 procent av BNP för offentlig sektor, dvs ett underskott för staten på 1,5 procent av BNP, och tillväxt på fyra procent så kommer statens skuld att stiga ungefär till 35 procent av BNP, vilket skulle leda till en offentlig skuld över skuldankaret, men ändå mycket låg i en internationell jämförelse. Regelverket gör att statens sparande blir en residual av sparandet i kommunerna och i pensionsystemet.

Att kommunsektorns skulder vuxit till 15–16 procent av BNP gör att statsskulden måste hållas på mycket låga nivåer för att skuldankaret på 35 procent ska uppnås. Det är tveksamt om det är optimalt i längden.



Ytterligare en styrka för svenska statsfinanser är att pensionssystemet i nuläget visar ett bokföringsmässigt överskott på mer än 15 procent. Om avkastningen på börser och sparandet fortsätter att utvecklas väl kan den gas som planeras att införas i pensionssystemet nästa år, komma att utlösas redan första året. Om gasen införs i enlighet med det förslag som nu presenterats, innebär det att pensionerna ökar snabbare när överskottet i systemet överstiger 15 procent. Förutom det höga sparande pågår en gradvis uppskrivning av riktåldern för pension som i år höjdes till 67 år. Riktåldern sätter gränser för vid vilken ålder inkomst- och premiepension kan tas ut och är också en gräns för när garantipension och bostadstillägg kan utbetalas.

Norge

En gradvis normalisering

Fastlandstillväxten ökade under 2025 men avtar i takt med att de finanspolitiska och oljerelaterade impulserna avtar, med en tillväxt nära trend under 2026–2027. Hushållens köpkraft har förbättrats, men avvaktande konsumentförtroende och högre sparande kommer att dämpa konsumtionstillväxten. Inflationen väntas åter falla och kärninflationen återgår till målet 2027. Norges Bank har övergått till en avvaktande hållning, men vi förväntar oss ytterligare två räntesänkningar i år.

BNP-tillväxten på fastlandet ökade under 2025, driven av en stark utveckling under första halvåret. En omfattande revidering av nationalräkenskaperna har höjt nivån på fastlands-BNP, främst till följd av en förändring i beräkningen av bostadsrelaterade tjänster. Detta förändrar inte de övergripande utsikterna, där tillväxtmotorerna förändras i takt med att de finanspolitiska och oljerelaterade efterfrågeimpulserna avtar. Stora svängningar i konjunktur känsliga sektorer och en tillfällig uppgång i bilköp gör kvartalstillväxten volatil. Med detta i åtanke tror vi att tillväxten avtar i början av 2026, i linje med svaga sentimentindikatorer. Vi har sänkt vår prognos för fastlands-BNP 2025, men förväntar oss fortfarande en tillväxt nära trend under 2026–2027. Total BNP-tillväxt dämpas av en cyklisk nedgång i olje- och gasinvesteringarna.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,5	1,2	0,9	0,6
Fastlands-BNP	0,5	1,7	1,5	1,6
AKU-arbetslöshet*	4,0	4,5	4,3	4,1
Löner	5,6	4,8	4,0	3,6
KPI-JAE inflation	3,7	3,1	2,7	2,2
Styrränta, %	4,50	4,00	3,50	3,50

*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Avtagande finanspolitiskt stöd

De senaste årens stora ökning i användandet av oljeintäkter möter växande kritik. Det finns ett brett stöd för bistånd till Ukraina och högre försvarsutgifter,

men övriga utgifter bör hållas tillbaka när räntorna och inflationen gradvis normaliseras. Finanspolitiken blir mindre expansiv, även om efterfrågeimpulserna förblir positiva. Regeringen har tillsatt en skattekommitté med brett parlamentariskt stöd för att se över viktiga delar av skattesystemet. Vi förväntar oss inte att kommitténs arbete kommer att leda till någon större omläggning av skattesystemet på kort sikt.

Investeringscykeln vänder

Olje- och gasinvesteringarna har varit rekordhög efter skattepaketet under pandemin. De flesta projekt är nu dock snart färdigställda och få nya projekt är under planering. Vi har ändå höjt vår prognos något efter positiva signaler från Statistikbyråns oljeinvesteringsenkät. Dessutom kommer ytterligare fältutbyggnader och anslutningar kopplade till nya resursfyndigheter att stödja ytterligare investeringsaktivitet i år. Vi förväntar oss att investeringscykeln vänder och blir negativ från 2026, med en större nedgång på 8,0 procent 2027.

Efterfrågeimpulserna vänder från positivt till negativt.

Detta återspeglas i konjunkturbarometrar som pekar på ökande pessimism bland oljeleverantörerna. Samtidigt har stämningen bland traditionella tillverkare förbättrats, eftersom orderingången har ökat bland tillverkare av insatsvaror. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin har sjunkit till historiskt låga nivåer, vilket talar för återhållsam investeringsvilja. Trots detta förväntas företagets investeringar öka från 1,8 till 3,1 procent 2026, drivna av energisektorn, innan de därefter avtar igen. Efter en stark tillväxt i exporten av traditionella varor 2025 kommer takten att avta. Nettohandeln med traditionella varor förväntas dock bidra positivt till fastlands-BNP 2026–2027.

Återhämtningen i bostadsbyggandet dröjer

Bostadsinvesteringarna har reviderats upp betydligt men visar fortfarande en kumulativ nedgång på cirka 27 procent från toppnoteringen 2022. Efter den cykliska bottennoteringen under fjärde kvartalet 2024 har återhämtningen varit svag. Bostadsbyggandet har ökat, men försäljningen av nya bostäder ligger kvar på mycket låga nivåer och återhämtningen i byggbolagens förtroende har avstannat. Fortsatt höga räntor och byggkostnader kommer att fortsätta att vara en motvind under första halvåret 2026. Bostadsinvesteringarna utgör nu en historiskt låg andel av fastlands-BNP, vilket pekar på en betydande potential att stiga på medellång sikt, men vi förväntar oss att huvuddelen av återhämtningen skjuts upp till 2027. Det begränsade utbudet av nya bostäder fortsätter att stödja priserna på befintliga bostäder, som stiger med 5,0 respektive 5,4 procent under 2026 och 2027.

Avvaktande hushåll trots högre inkomster

Även om höga räntor och inflation fortfarande delvis urholkar inkomstökningen har hushållen upplevt en stark ökning av sin reala disponibelinkomst. Real-disponibelinkomsten ökade med i snitt 1,9 procent per kvartal under första halvåret 2025, tack vare högre löner, kapitalinkomster och offentliga transfereringar. Starka reallöneökningar har lyft hushållens konsumtion märkbart under 2025, särskilt konsumtionen av varor. En gradvis avveckling av momsbefrielsen för elfordon med start 2026 utlöste en kraftig ökning av nyregistreringarna av privatbilar i slutet av förra året. Detta ger ett tillfällig lyft åt konsumtionen under fjärde kvartalet, följt av en nedgång i början av detta år. Bortom dessa svängningar talar underliggande faktorer för en fortsatt sund tillväxt. Det svaga konsumentförtroendet tyder dock på att hushållen förblir försiktiga på kort sikt och fortsätter att öka sparandet från nuvarande 9,4 procent, innan det gradvis återgår till trenden före pandemin 2027. Vi förväntar oss att tillväxten i hushållens konsumtion avtar från 2,8 till 2,5 procent 2026 och till 2,3 procent 2027.

Stabil arbetsmarknad. Arbetslösheten enligt arbetskraftsundersökningen (AKU) steg kraftigt under första halvåret 2025, vilket till stor del återspeglar en snabb ökning av ungdomsarbetskraften. Förändringar i datainsamlingsmetoderna och ökad deltagande av studenter på arbetsmarknaden har sannolikt förstärkt ökningen. Sedan dess har arbetslösheten enligt LFS sjunkit något och förväntas minska gradvis till 4,1 procent i slutet av 2027. Däremot har den registrerade arbetslösheten legat kring 2,1 procent under 2025. Stabila sysselsättningsindikatorer, ett stabilt inflöde av nya lediga platser och normaliserade rekryteringssvårigheter tyder på en i stort sett stabil registrerad arbetslöshet under de kommande åren.

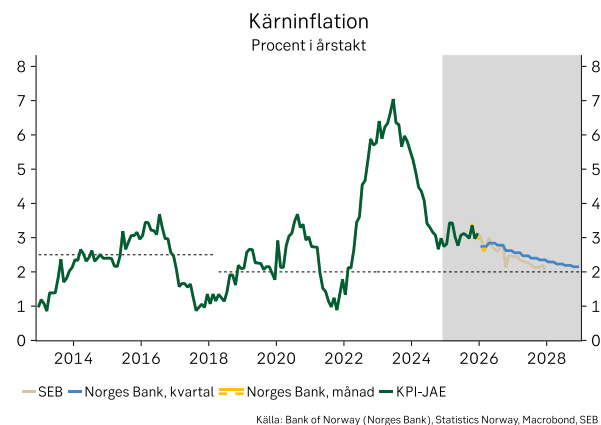
Avtagande reallönetillväxt. Den nominella lönetillväxten har fått stöd av låg arbetslöshet, hög inflation, förbättrad konkurrenskraft bland exportörerna efter kronans depreciering och en relativt låg löneandel inom tillverkningsindustrin. Detta har resulterat i betydande reallöneökningar under de senaste åren, vilket har understött både hushållens konsumtion och inflationen. Kvartalsvisa lönedata pekar på uppåtrisker för den avtalsenliga lönesatsen på 4,4 procent för 2025. Årets löneförhandlingar kommer sannolikt att bli tuffa, då fackföreningarna förväntas kräva ytterligare reallöneökningar. Vi spår en nominell lönetillväxt på 4,0 procent 2026 och 3,6 procent 2027.

Inflationen fortsätter avta

Den nedåtgående trenden i inflationen stannade av

2025, då KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) steg med några tiondelar i början av året innan den stabiliserades kring 3 procent. Förnyat uppåtryck från matpriser var en viktig drivkraft, samtidigt som tjänsteinflationen också ökade något. Detta motverkades delvis av lägre inflation på varor och hyror. Vi fortsätter att förvänta oss lägre inflation, men prognosen har reviderats något högre jämfört med Nordic Outlook i november. Livsmedelsinflationen nådde 5,6 procent i slutet av förra året, och vi förväntar oss fortsatt en gradvis avmattning, stödd av lägre internationella jordbrukspriser och en måttlig tillväxt i producentpriserna.

Inflationen återgår till målet under 2027. Utsikterna för andra delar av inflationen är mer osäkra, men en avtagande hyresinflation och en nedåtgående trend för tjänstepriserna bör ändå föra kärninflationen närmare 2 procent mot slutet av 2027. Hyrornas betydelse – som redan är betydligt högre i Norge än i de flesta andra länder – kommer att öka ytterligare enligt nya uppskattningar för bostadsrelaterade tjänster. Förutsatt att hyrorna avtar i linje med vår prognos blir effekten på KPI-ATE marginell 2026, men hyrorna kommer att bli en ännu viktigare drivkraft för inflationen i Norge över tid.



Fler räntesänkningar väntar

Norges Bank har genomfört två räntesänkningar under 2025, vilket har lett till att styrräntan nu ligger på 4,00 procent. Banken har nu intagit en avvaktande hållning och betonar behovet av tydligare bevis på att inflationen är på väg tillbaka till målet innan ytterligare lättnader kan genomföras. Vi förväntar oss att inflationsnedgången kommer att gå något snabbare än i Norges Banks senaste prognos. Detta bör öppna dörren för ytterligare räntesänkningar när det finns tydligare bekräftelse på att löneökningarna avtar. Vi prognostiserar två sänkningar, i juni och december, och att styrräntan kommer att ligga kvar på 3,50 procent under hela 2027.

Danmark

Återhämtningen får ny styrka

BNP revideras upp tack vare ett ovanligt starkt tredje kvartalet. Konsumtionen fortsätter vara den främsta drivkraften, trots fortsatt pessimism, och lyfts av lättare kreditvillkor och förmögenhetseffekt från stigande bostadspriser. Pressen på danska kronan fortsätter, på senare tid driven av utflöden på grund av geopolitiska bekymmer. Vi väntar oss fortfarande en isolerad räntehöjning från Nationalbanken under 2026, mest troligt i juni.

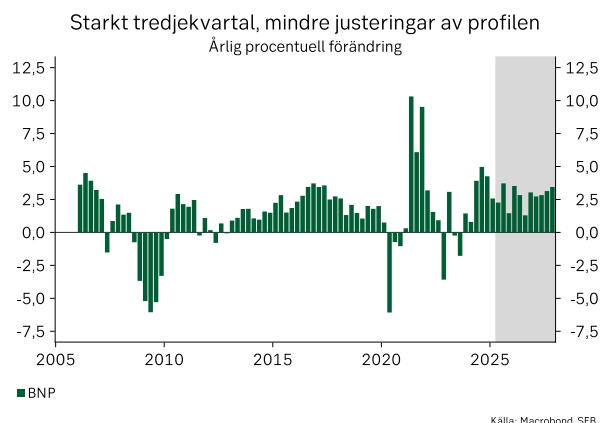
Upprevidering av 2025. BNP-tillväxten under tredje kvartalet var betydligt starkare än väntat, med en ökning på 2,2 procent från andra kvartalet, en tillväxt som bara inträffat i samband med återöppnandet efter pandemin. Jämfört med för ett år sedan steg BNP med hela 4,0 procent. Dock återspeglar det tillfälliga faktorer och följs troligen av ett svagare fjärde kvartal. Samtidigt verkar tillväxten i ekonomin som helhet gradvis ta ny fart. Vi höjer därför vår prognos för BNP-tillväxten 2025 från 1,9 procent till 2,5 procent men gör måttliga justeringar uppåt av prognoserna för 2026 och 2027.

Nyckeltal

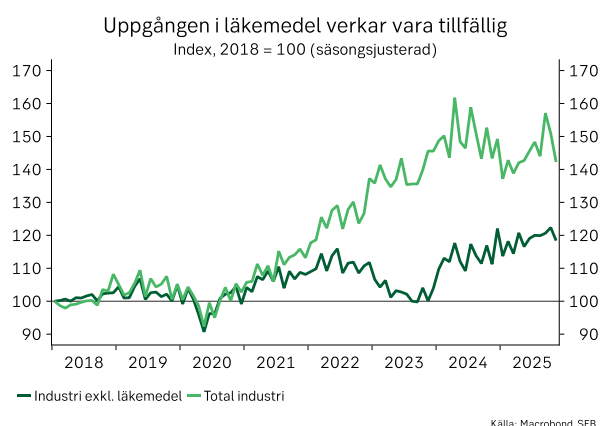
Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	3,5	2,5	2,7	3,0
KPI	1,4	1,9	1,9	1,9
Löner	4,0	2,9	3,5	4,5
Offentligt saldo*	3,5	3,0	2,0	1,5
Offentlig skuld*	30,5	28,1	27,5	25,5
Bytesbalans*	12,5	11,0	9,0	8,0
Styrränta (CD rate), %	2,60	1,60	1,75	1,75

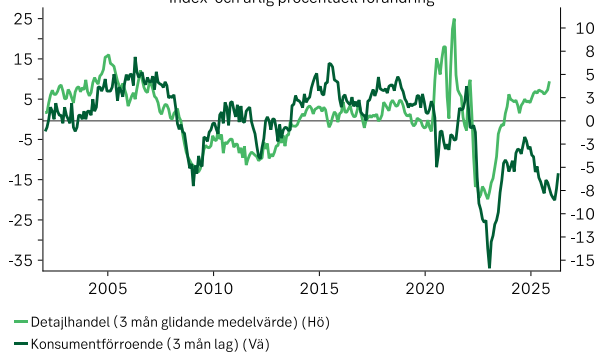
*% av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB



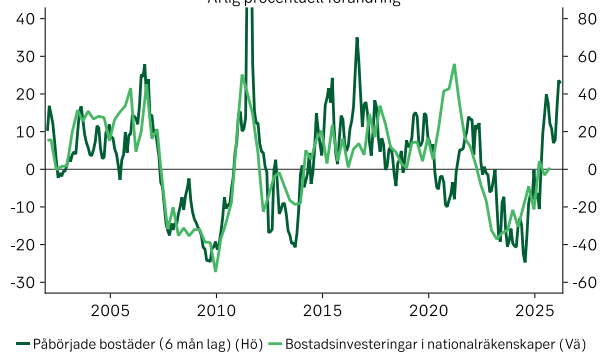
En tillfällig uppgång i BNP-tillväxten. Det tredje kvartalets starka tillväxt förklaras av ett hopp upp för förädlingsvärdet inom läkemedelssektorn (och exporten) och verkar ha varit en engångsföreteelse, vilket bland annat syns i månadsstatistiken för industriproduktionen. Vi hittar också få tecken på något större trendbrott för sektorn i annan statistik. Vi räknar därför med att uppgången reverseras under det fjärde kvartalet.



Konsumtionen frikopplad från förtroendet. Om man ser bortom kvartalsstatistikens brus verkar den främsta tillväxt drivkraften fortfarande vara hushållens konsumtion som bedöms ha vuxit med 2,5 procent under 2025, upp från 1,1 procent 2024. Uppväxlingen sker trots en tydlig försämring av konsumentförtroendet till pessimistisk nivå som vi tidigare bara sett under inflationschocken 2022–2023. Hushållens oro gäller dock främst ekonomin som helhet, medan de är relativt mer optimistiska om sin egen ekonomi. Samtidigt fortsätter andra drivkrafter att stödja konsumtionen.

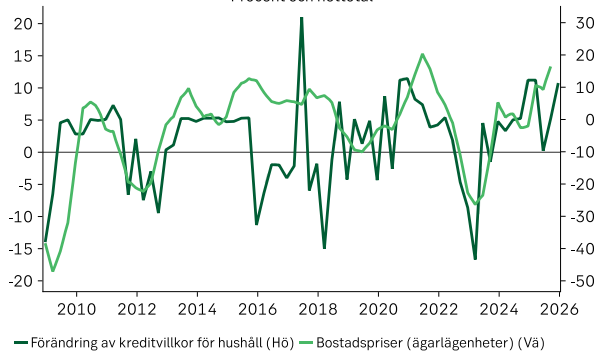
Stigande detaljhandel trots försvagat konsumentförtroende
Index och årlig procentuell förändring

Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

Uppstuds i bostadsbyggande
Årlig procentuell förändring

Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

Snabbt stigande bostadspriser. Viktigaste konsumtionsdrivkraften är fortfarande att både sysselsättning och reallöner fortsätter att stiga. I år lyfter även disponibel inkomst med 1–2 procent på grund av skattesänkningar och andra stimulansåtgärder. Konsumenterna gynnas också av lättade kreditvillkor samt förmögenhetseffekten från stigande bostadspriser. Det breda prisindexet för både småhus och lägenheter steg med 8,3 procent i september, med det sistnämnda i täten. Även bostadspriserna stöds av en lättad i utlåningsvillkoren, något som historiskt haft stark korrelation med fastighetspriser.

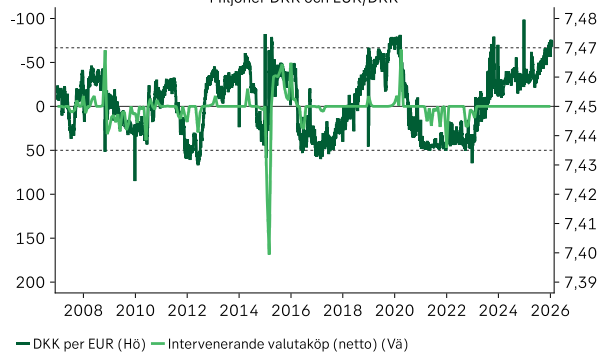
Lättare kreditvillkor lyfter bostadspriser
Procent och netttotal

Källa: Central Bank of Denmark (Danmarks Nationalbank), Finans Danmark, Macrobond, SEB

Byggandet lyfter tillväxten. Bankernas kreditkrav lättas också för företag, vilket bör stötta investeringar, inte minst inom bygg. Antal påbörjade bostäder steg med 40 procent under 2025, och det historiska sambandet tyder på att bostadsinvesteringarna i BNP-beräkningarna därför kommer att öka från noll under tredje kvartalet 2025 till omkring 20 procent under andra halvan av 2026. Investeringarna i maskiner och utrustning tappade fart efter att kapacitetsutnyttjandet minskat under sommaren, men vi räknar med att detta bakslag blir tillfälligt, eftersom en förbättrad global industricykel sannolikt lyfter både investeringar och export under 2026.

Grönland i rampljuset. De senaste veckorna har retoriken kring tullar och Grönland först eskalerat och sedan minskat. Frågan handlar om politik och autonomi. Ser vi strikt ekonomiskt på Grönland är det dock en mycket liten del av den danska ekonomin (0,1 procent BNP) och är främst beroende av inkomstöverföringar från Köpenhamn.

Håll koll på danska kronan. I november pekade vi på möjligheten till en isolerad räntehöjning för att skydda kronans kopplingen till euron och därefter har trycket på den danska kronan ökat ytterligare. Initialt såg vi utvecklingen som att det främst speglade förändringar i flödesmönstren hos danska företag som verkar återföra en mindre del av utländska valutavinster tillbaka till DKK. Under de senaste veckorna har trycket förvärrats av vad som också verkar vara utflöden på grund av riskaversion och oro för att USA ska sätta press på den danska ekonomin i samband med Grönlandsfrågan. Försvagningen beror med andra ord inte på något fundamentalt problem. Vi räknar med att centralbanken till sommaren höjer styrräntan med 15 punkter för att stötta kronan. Styrränteskillnaden mot ECB minskar då från -40 till -25 räntepunkter.

Fortsatt press på danska kronan
Miljoner DKK och EUR/DKK

Källa: Macrobond Financial AB, Central Bank of Denmark (Danmarks Nationalbank), Macrobond, SEB

Finland

Svag tillväxt med strukturella utmaningar

Finland står inför ytterligare ett år med låg tillväxt. Strukturella utmaningar, hög arbetslöshet och en svag bostadsmarknad tynger utsikterna. Trots en viss återhämtning för detaljhandeln och exporten kastar ett försämrat orderläge tvivel över återhämtningen. BNP-tillväxten blir måttliga 0,8 procent i år och växlar upp till 1,5 procent 2027.

Ytterligare ett förlorat tillväxtår. Den ekonomiska motvinden fortsätter. Utmaningarna verkar alltmer strukturella, exempelvis en åldrande befolkning och urholkad konkurrenskraft, och liknar läget i Tyskland. Den fördröjda effekten av tidigare räntehöjningar har ytterligare förvärrat läget. Även om ekonomin växer snabbare under 2026 blir återhämtningen långsam och tillväxten måttlig. Om den globala ekonomin fortsätter att växa stadigt, bör Finlands tillväxt öka till ca 1,5 procent år 2027.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

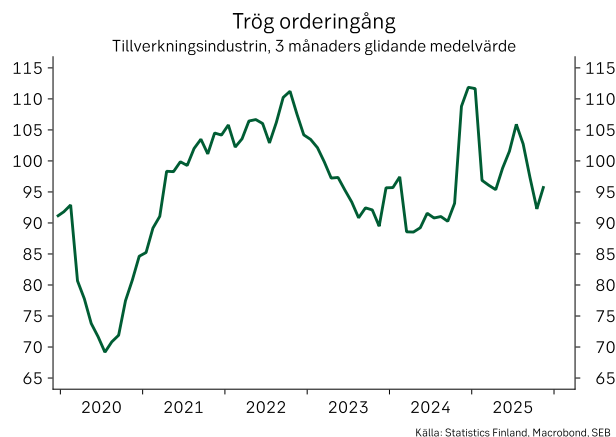
	2024	2025	2026	2027
BNP	0,4	0,1	0,8	1,5
Konsumtion	-0,3	-0,5	0,5	1,4
Export	1,8	2,7	2,5	3,0
Arbetslöshet*	8,4	9,7	10,2	9,5
Löner	3,1	2,9	3,2	2,8
HIKP	1,8	1,8	1,9	1,7
Offentligt saldo**	-4,5	-4,0	-3,5	-3,0

* % av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Rekordhög arbetslöshet. Arbetsmarknaden har försvagats mer än väntat. I slutet av förra året uppgick arbetslösheten till nästan 11 procent, den högsta i EU. Med tanke på att arbetsmarknaden är trög kommer det ta tid innan en högre tillväxt resulterar i lägre arbetslöshet. Läget kommer snarare sannolikt att förvärras innan det blir bättre och ytterligare jobbförluster förväntas under första halvåret 2026.

Konsumtionen ökar mot alla odds. Trots den svaga ekonomin återhämtade sig detaljhandeln oväntat i slutet av 2025, med en försäljningsökning på 2,6 procent i

november. Huruvida detta markerar början på en mer varaktig trend är dock oklart. Även om konsumentförtroendet förbättras något från nuvarande låga nivå gör en svag arbetsmarknad att konsumtionen växlar upp, men i måttlig takt.



Orderingången väcker tvivel om exportutsikterna.

Trots den svaga ekonomin har exporten hittills hållits uppe relativt väl och under tredje kvartalet 2025 ökade den med nästan 3,5 procent i årstakt. Exporten har visserligen dämpats av den svaga tyska ekonomin och ökad konkurrens från Asien, men har ändå varit ekonomins draglok. Ekonomer och företagsledare har uttryckt försiktig optimism för 2026, särskilt med tanke på BNP-uppväxlingen i Tyskland. Men än så länge syns det inte i framåtblickande indikatorer som målar upp en dystrare bild. Orderingången sjönk igen i slutet av förra året, vilket väckte tvivel om optimismens varaktighet.

Kraftigt försvagad bostadsmarknad. Aktiviteten på bostadsmarknaden är i stort sett obefintlig. Antalet bostadstransaktioner under tredje kvartalet var bland de lägsta som uppmätts, och priserna visar inga tecken på återhämtning. Som en följd av detta står bostadsbyggandet nästan helt still. Några större förbättringar är inte att vänta förrän de ekonomiska utsikterna mer tydligt ljusnar och arbetslösheten minskar (vilket förväntas först 2027). Däremot har näringslivets investeringar, trots senaste årens svaga tillväxt, ökat, vilket har bidragit till att de totala investeringarna fortsätter att växa trots den svaga bostadsmarknaden.

Svåra uppgifter för regeringen. Utmaningen är att försöka tygla budgetunderskottet utan större nerdragningar inom offentlig sektor. Det går inte att utesluta ytterligare åtstramningar eller skattehöjningar och finanspolitiken blir totalt sett åtstramande. Allmänhetens reaktion har hittills varit mild och stödet för regeringskoalitionen har bara minskat marginellt.

Baltikum

Litauen | sid 53

Den konsumtionsdrivna tillväxten blir stark även i år. Ökade försvarsutgifter och återhämtning i bostadsbyggandet gör att investeringarna stiger kraftigt. Tillverkningsindustrin stagnerar, men tjänsteexporten fortsätter förbättras.

Lettland | sid 54

Den ekonomiska återhämtningen tar fart andra halvåret. Investeringarna ökar när riskaptiten förbättras. Exporttillväxten blir måttlig och hushållens konsumtion återhämtar sig stadigt medan inflationen fortsätter att avta.

Estland | sid 55

Försiktig optimism har präglat inledningen av 2026 och flera indikatorer pekar mot hyfsade tillväxttal. Återhämtningen drivs av inhemsk efterfrågan medan exporten är ett frågetecken.



Litauen

Höga försvarsutgifter redan ett faktum

En stark och bredbaserad tillväxt i fjol följs av ett ännu starkare 2026 drivet av en tillfällig konsumtionsuppgång. Investeringarna stiger också kraftigt i år som ett resultat av ökade utgifter för försvarsinfrastruktur men även återhämtning i bostadsbyggandet. Tillverkningsindustrin stagnerar däremot, men exporten av tjänster fortsätter att förbättras kraftigt. Inflationen väntas bara vara marginellt lägre de kommande två åren.

Starkare BNP-tillväxt 2026. Konsumtionen ökar tillfälligt i år på grund av uttag från pensionsfonder, men gör också att konsumtionen blir betydligt svagare nästa år. Däremot kommer investeringar att förbli en betydande drivkraft för tillväxten under året.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	3,0	2,6	3,2	2,1
Hushållens konsumtion	3,1	2,2	5,2	0,5
Export	2,6	2,9	3,3	3,1
Arbetslöshet*	7,1	6,9	6,8	6,7
Löner	10,4	8,4	7,7	7,0
HIKP	0,9	3,4	3,3	3,0
Offentlig sektors saldo**	-1,3	-2,3	-2,8	-3,0

*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Den första utgiftsvågen börjar i april. Vi har antagit att 35 procent av tillgångarna kommer att tas ut från pensionsfonderna och att 60 procent av uttagen användas till konsumtion av varor och tjänster. Konsumentförtroendet är fortfarande på en historiskt hög nivå, men vi ser en stor risk att det försämras under andra halvan av året, när hypen kring pensionsreformen är över.

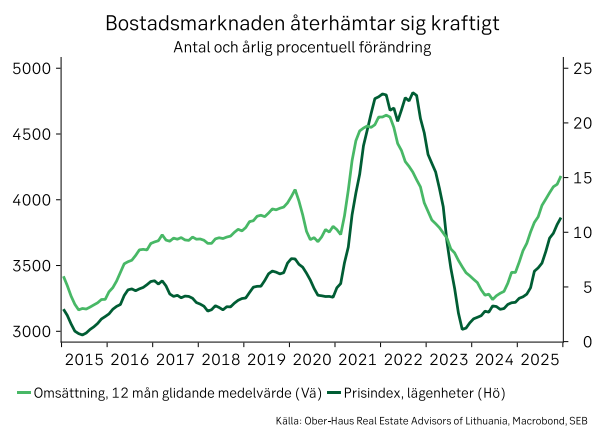
Arbetslösheten minskar långsamt. Tillväxten i antalet sysselsatta mattades 2025 på grund av ett svagare inflöde av utländska arbetare. Sysselsättningsgraden ligger dock kvar nära rekordhöga nivåer. Reallöneökningen avtar under 2026 och 2027 och minimilönen har i år ökat med 11 procent.

Något lägre inflation. Under första kvartalet sjunker inflationstakten under 3 procent, men stiger därefter något på grund av konsumtionsuppgången. Tjänsteprisinflationen minskar marginellt från 5,9 till 5,5 procent under 2026, medan prisuppgången på livsmedel minskar avsevärt i år. Energipriserna stiger något mer på grund av högre moms på värmeenergi och högre punktskatter på bränslen.

Exporttillväxten förbättras något under 2026.

Industriförtroendet var oförändrat under förra året, men produktionen var ganska svag under andra halvan av 2025 på grund av starkare konkurrens från Kina och svagare export till USA. Förbättrad ekonomisk aktivitet i Sverige och andra grannländer bör ha en positiv inverkan på exportefterfrågan 2026-2027. Exporten av tjänster fortsätter att öka i tvåsiffrig takt, drivet av affärsverksamheten inom IT- och finanssektorerna. 2025 var även ganska svagt vad gäller nya utländska direktinvesteringar. Banklån till företag återhämtade sig starkt under 2025 i ljuset av en ökade investeringar

Mer aktivitet på bostadsmarknaden. Lägre räntor, pensionsreformen och ändrade utlåningsregler fortsätter stärka bostadsmarknaden och bostadspriserna stiger åter snabbare än hushållens inkomster. Betalningsförmågan försämras därmed men vi räknar med att marknaden kyls ner först under 2027.



Den finanspolitiska inriktningen fortsatt expansiv.

Parlamentet godkände den konsoliderade statsbudgeten för 2026 med ett underskott på 2,8 procent av BNP. Om vi inkluderar förskottsbetalning för militär utrustning landar underskottet på 5 procent av BNP. Totalt sett beräknas försvarsutgifterna uppgå till 5,4 procent av BNP år 2026. Budgetarbetet inför 2027 blir troligtvis utmanande med större politiska meningsskiljaktigheter om storleken på underskottet.

Lettland

Uppgången samlar styrka

Efter ett svagt första halvår tar den ekonomiska återhämtningen fart och tillväxten 2026 och 2027 som överträffar fjolårets. Investeringar ökar i takt med att riskaptiten förbättras samtidigt ser vi en måttlig exporttillväxt som ett ganska fördelaktigt scenario. Hushållens konsumtion återhämtar sig stadigt medan inflationen fortsätter att avta.

Under tredje kvartalet i fjol växte BNP med 2,5 procent årstakt, vilket bekräftar ett förbättrat momentum och stärker förväntansbilden för 2026 och 2027. EU-medel fortsätter att flöda in i ekonomin, och utlåningsvolymerna ökar kraftigt, vilket signalerar stigande riskaptit. Tillväxten drivs i allt högre grad av en allt snabbare uppgång i investeringar där högre byggaktivitet sprider sig till andra sektorer. Exporttillväxten bidrar också, främst av tjänster, medan varuexporten växer mer måttligt. Ytterligare stöd väntas från offentliga utgifter. Det ekonomiska stämningsläget är i Lettland nu på den högsta nivån på tre år.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	0,0	1,9	2,3	2,4
Hushållens konsumtion	0,1	0,7	1,6	1,9
Export	0,1	1,3	2,5	2,7
Arbetslöshet*	6,9	6,9	6,5	6,2
Löner	9,7	8,0	7,4	6,9
HIKP	1,3	3,7	2,4	2,3
Offentligt saldo**	-1,8	-3,1	-3,2	-3,2

*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

Konsumtionen visar tydliga tecken på förbättring.

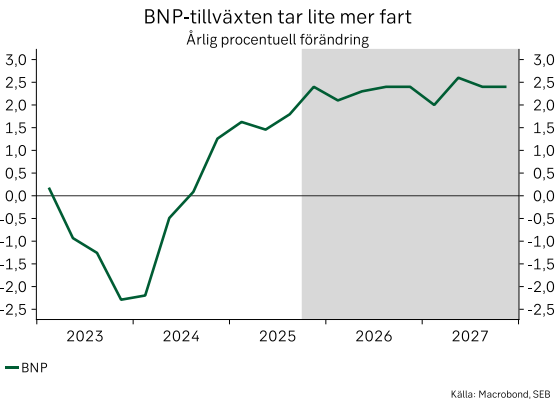
Detaljhandeln växte med 3,3 procent i årstakt i november. När köpkraften förbättras och konsumentförtroendet stärks bidrar det till att BNP-tillväxten växlar upp de kommande två åren, även om takten förblir känslig för förändringar i hushållens tillförsikt. Med tanke på det positiva stämningsläget reviderar vi upp tillväxtprognoser till 2,3 procent i år och 2,4 procent för 2027. Externa ekonomiska och geopolitiska händelser är fortfarande viktiga tillväxtrisker – på upp och nedsidan.

Tillverkningsindustrin visar på stabil återhämtning.

I november steg produktionen i tillverkningsindustrin med 8,9 procent jämfört med föregående år, stödd av de tre största sektorerna (livsmedel, trä- och metallproduktion). Trots risker förknippade med snabbt förändrade globala handelsförhållanden väntar vi oss en fortsatt måttlig och varaktig återhämtning både inom tillverkningsindustrin och varuexport framöver.

Globala disinflationistiska krafter ger lägre inflation.

I november sjönk den årliga inflationstakten till 3,8 procent och nära 2/3 drevs av de mest betydande hushållsutgifterna – mat och bostäder. Den totala inflationstakten väntas minska i takt med att matpriserna stabiliseras, även om tjänstepriserna sannolikt fortsätter att stiga snabbare än övriga delar i KPI. Inflationen förväntas ligga på 2,4 procent 2026 och 2,3 procent 2027.



Arbetsmarknaden stärks, drivet av tillverknings- och byggsektorerna, men sysselsättningen ökar även inom tjänstenäringarna. Arbetsmarknaden präglas annars av stora utmaningar med mismatching mellan efterfrågan och utbud på arbetskraften, en obalans som rör frågor som kvalifikationer, lokalisering och lönenivåer. Under tredje kvartalet steg arbetslösheten till 6,9 procent, samtidigt som även sysselsättningen ökade, vilket visar att fler tidigare ekonomiskt inaktiva personer valde att gå in på arbetsmarknaden.

Löneökningstakten förväntas avta långsamt, men arbetskostnader stiger fortfarande så pass mycket att trycket på konkurrenskraft och företagsvinster fortsätter. Men lönebegränsningar inom offentlig sektor kommer att hjälpa till att dämpa total lönetillväxt. Trots det, kommer reallöneökningen att förbli stark och köpkraften för det genomsnittliga hushållet fortsätter därför att förbättras.

Estland

Inhemsk efterfrågan växlar upp

Försiktig optimism har präglat inledningen av 2026. De flesta indikatorer pekar på en förbättring och det finns nu hopp om hyfsade tillväxttal. Vi behåller prognosen för BNP-tillväxten på 2,7 procent i år. Återhämtningen drivs av inhemsk efterfrågan medan frågetecknen kommer från exporten. Med stöd från lite bättre tillväxt i både Finland och euroområdet kan tillväxten nå upp till knappa 3 procent i slutet av prognosperioden.

Andrum för hushållen. Hushållen har under flera år pressats av hög inflation och skattehöjningar vilket i kombination med en orolig omvärld gjort hushållen försiktiga. Nu finns det dock tecken på en vändning. Ett inkomstberoende grundavdrag ersätts med ett generellt grundavdrag på 700 euro i månaden. För en genomsnittlig inkomst eller mer ökar nettoinkomsten med ca 150 euro i månaden. Även om hushåll med högre inkomster tenderar att konsumera en mindre del av sina inkomstökningar antar vi att merparten kommer gå till ökad konsumtion. Eftersom hushållen påverkas olika mycket av skattesänkningarna kommer vissa sektorer att gynnas mer än andra. Branscher som hotell- och restaurang, bilförsäljning och bostadsmarknaden kommer alla att gynnas av hushållens ökade konsumtionsutrymme.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	-0,1	0,6	2,7	2,8
Konsumtion	0,1	0,2	2,8	2,5
Export	-1,5	4,5	3,8	4,5
Arbetslöshet*	7,6	7,6	6,7	6,1
Löner	8,1	5,9	6,0	6,0
HIKP	3,7	4,8	3,0	2,6
Offentligt saldo**	-1,7	-1,5	-2,8	-3,0

* % av arbetskraften ** % av BNP. Källa: Eurostat, SEB

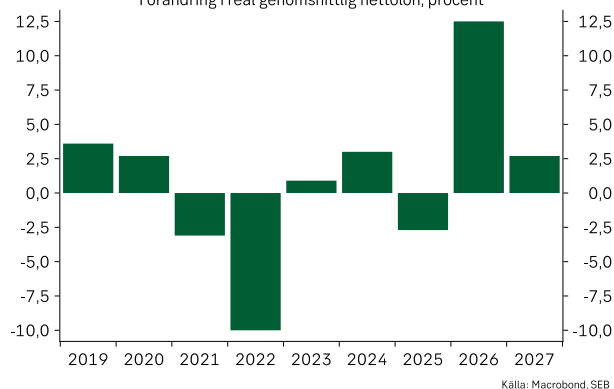
Inflationen på väg mot normala nivåer. Högre livsmedelspriser, införandet av en fordonsskatt och en höjning av momsens drev upp inflationen till 4,8 procent i

fjol. Även om vissa punktskatter höjs igen i år kommer prisseffekten från skatter och avgifter att vara den lägsta på flera år. Tillsammans med fallande livsmedelspriser kommer detta att minska inflationen till ca 3 procent, vilket är den lägsta ökningstakten sedan 2020.

Exporten avhängig viktiga handelspartners.

Produktionen inom tillverkningsindustrin ökade med 2,5 procent 2025, en förbättring även om nivån fortfarande är dämpad. Utsikterna för 2026 är betydligt ljusare. Orderingången har ökat till sin högsta nivå sedan 2022, vilket signalerar en starkare efterfrågan framöver. En gradvis återhämtning av den nordiska byggsektorn bidrar också till tillväxten i år. Riskerna utifrån kommer från Finland och Tyskland, som länge kämpat med låg tillväxt men där en väntad tillväxtförbättring kan ge positiva efterfrågeövertäckningar.

Skatteförändringar leder till höga ökningar i realinkomsterna
Förändring i real genomsnittlig nettolön, procent



Kraftig ökning av realinkomsterna. Arbetsmarknaden är fortsatt robust, med en sysselsättningsgrad nära 70 procent med sysselsatta nära sin historiska topp. Arbetslösheten fortsätter att minska och hamnar på drygt 6 procent 2027. Nedgången i löneökningstakten ser ut att ha bottnat och ligger på 6 procent kommande år. Reallöneökningarna kommer att vara bland de högsta under de senaste åren. Låg inflation och lägre inkomstskatter lyfter hushållens köpkraft rejält 2026.

Valfeber. Parlamentsvalet är planerat till mars 2027 men valkampanjen har redan börjat. Enligt opinionsmätningar är stödet lågt för nuvarande liberala regering medan konservativa oppositionspartier går starkt fram. Håller trenden i sig kan regeringen se helt annorlunda ut efter 2027. Även om oppositionens ekonomiska politik inte skulle innebära en fullständig brytning med dagens, är det troligt med nya inslag, exempelvis ytterligare en pensionsreform. En utmaning är hur det växande budgetunderskottet ska hanteras. Beslutsfattarna kommer att stå inför obekväma val: skattehöjningar eller utgiftsnedskärningar, vilka båda är politiskt obekväma inför val.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP OECD	1,7	1,8	1,8	1,7
BNP världen (PPP)	3,3	3,2	3,1	3,2
KPI OECD	5,3	4,1	3,3	2,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	80	68	64	75

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr USD	2024	2025	2026	2027
BNP	29 298	2,8	2,2	2,3	2,0
Hushållens konsumtionsutgifter	19 896	2,9	2,7	2,2	1,9
Offentlig konsumtion	3 992	3,3	0,5	0,5	0,8
Bruttoinvesteringar	6 255	3,4	3,0	2,1	3,1
Lagerbidrag i % av BNP	54	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Export	3 215	3,6	1,9	2,4	2,0
Import	4 114	5,8	2,6	-2,0	2,3
Arbetslöshet (%)		4,0	4,3	4,6	4,5
KPI		2,9	2,7	2,4	2,4
Kärn-KPI		3,4	2,9	2,6	2,2
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-8,0	-7,5	-8,0	-8,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		122	125	129	133

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	15 231	0,9	1,4	1,2	1,4
Hushållens konsumtionsutgifter	8 030	1,3	1,3	1,3	1,3
Offentlig konsumtion	3 260	2,2	1,7	1,5	1,2
Bruttoinvesteringar	3 210	-2,0	2,7	2,1	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		-0,2	0,4	0,1	0,0
Export	7 489	0,6	2,2	1,4	2,3
Import	6 822	-0,1	3,6	2,2	2,5
Arbetslöshet (%)		6,4	6,4	6,2	6,1
HIKP		2,4	2,1	1,6	1,7
Kärn-HIKP		2,8	2,4	2,0	1,9
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		87,1	88,1	89,0	89,8

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

		2024	2025	2026	2027
Storbritannien	BNP	1,1	1,4	1,0	1,4
	Arbetslöshet (%)	4,3	4,8	5,3	5,1
	Inflation	2,5	3,4	2,3	2,0
Japan	BNP	0,1	1,2	1,0	0,8
	Arbetslöshet (%)	2,6	2,5	2,5	2,5
	Inflation	2,7	3,2	2,3	2,1
Tyskland	BNP	-0,5	0,2	1,0	1,3
	Arbetslöshet (%)	3,4	3,8	3,7	3,6
	Inflation	2,5	2,3	1,5	2,0
Frankrike	BNP	1,2	0,8	1,0	1,2
	Arbetslöshet (%)	7,4	7,6	7,6	7,6
	Inflation	2,3	0,9	0,9	1,5

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

		2024	2025	2026	2027
Kina	BNP	5,0	5,0	5,0	4,7
	Inflation	0,2	0,0	0,9	1,2
Indien	BNP	6,5	7,3	6,5	6,7
	Inflation	4,9	2,2	4,2	4,0
Brasilien	BNP	3,4	2,2	1,7	1,9
	Inflation	4,4	5,0	4,6	4,0
Ryssland	BNP	4,3	0,8	1,1	1,3
	Inflation	8,5	8,8	6,0	5,0
Polen	BNP	3,0	3,4	3,5	3,1
	Inflation	3,8	3,7	2,9	2,5

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USA	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00
Japan	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
Euroområdet, inlåningsränta	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Storbritannien	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00

Oblighationsräntor, 10 år	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USA	4,26	4,15	4,25	4,40	4,50
Japan	2,27	2,25	2,45	2,60	2,70
Tyskland	2,84	2,85	3,00	3,20	3,40
Storbritannien	4,55	4,20	4,10	4,20	4,30

Växelkurser	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USD/JPY	158	155	157	157	158
EUR/USD	1,17	1,20	1,19	1,19	1,18
EUR/JPY	186	186	187	187	186
EUR/GBP	0,87	0,89	0,90	0,89	0,88
GBP/USD	1,35	1,35	1,32	1,34	1,34

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr SEK	2024	2025	2026	2027
BNP	6 387	1,0	1,7	3,0	2,9
BNP, dagkorrigerat		1,0	1,9	2,8	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	2 893	0,3	1,7	3,0	2,9
Offentlig konsumtion	1 695	1,2	0,5	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 604	-1,1	1,5	4,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	14	0,3	0,1	0,2	0,2
Export	3 476	2,3	5,5	5,0	4,7
Import	3 294	1,7	5,3	4,9	4,8
Arbetslöshet (%)		8,4	8,9	8,8	8,3
Sysselsättning		-0,6	0,4	0,6	1,0
KPI		2,8	0,7	0,6	1,7
KPIF		1,9	2,6	1,2	1,4
KPIF exkl. energi		2,6	2,8	1,1	1,5
Timplöneökningar		4,1	3,7	3,4	3,2
Hushållens sparkvot, %		16,0	15,1	14,9	14,7
Real disponibel inkomst		0,9	2,6	2,9	2,7
Bytesbalansen, % av BNP		6,5	6,2	5,5	5,0
Budgetsaldo, mdr SEK		-104	-102	-239	-244
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,6	-1,0	-2,4	-2,2
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		34,0	34,5	36,2	37,2

Finansiella prognoser	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	1,99	1,95	1,95	1,90	2,35
10-års ränta	2,80	2,97	3,15	3,35	3,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	-4	12	15	15	10
USD/SEK	9,03	8,83	8,78	8,74	8,77
EUR/SEK	10,60	10,60	10,45	10,40	10,35
KIX	113,5	114,2	112,7	112,2	111,9

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	276	0,4	0,1	0,8	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	141	-0,3	-0,5	0,5	1,4
Offentlig konsumtion	72	3,6	-1,7	-0,5	-0,3
Bruttoinvesteringar	62	-5,1	0,4	2,5	4,1
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,1	-0,1	0,0
Export	116	1,8	2,7	2,5	3,0
Import	115	-0,8	1,0	1,5	3,0
Arbetslöshet (%)		8,4	9,7	10,2	9,5
HIKP		1,8	1,8	1,9	1,7
Timplöneökning		3,1	2,9	3,2	2,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,4	0,5	0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-4,5	-4,0	-3,5	-3,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		82,5	87,5	90,0	92,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr NOK	2024	2025	2026	2027
BNP	5 367	1,5	1,2	0,9	0,6
BNP (fastland)	4 187	0,5	1,7	1,5	1,6
Hushållens konsumtionsutgifter	2 211	1,3	2,8	2,5	2,3
Offentlig konsumtion	1 188	1,8	1,7	2,5	2,2
Bruttoinvesteringar	1 236	-1,4	0,2	0,1	0,8
Lagerbidrag i % av BNP	36	-0,3	0,2	-0,2	0,0
Export	2 475	6,0	0,1	0,5	-0,9
Import	1 026	5,0	1,8	2,1	1,9
Arbetslöshet (%)		4,0	4,5	4,3	4,1
KPI		3,1	3,1	2,8	2,4
KPI-JAE		3,7	3,1	2,7	2,2
Årslöneökningar		5,6	4,8	4,0	3,6

Finansiella prognoser	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Folioräntan	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
10-års ränta	4,15	4,05	4,15	4,30	4,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	129	120	115	110	100
USD/NOK	9,87	9,63	9,66	9,54	9,53
EUR/NOK	11,59	11,55	11,50	11,35	11,25

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr DKK	2024	2025	2026	2027
BNP	2 927	3,5	2,5	2,7	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	1 276	1,1	2,5	3,5	4,1
Offentlig konsumtion	672	1,0	-0,7	2,3	2,0
Bruttoinvesteringar	683	3,4	-1,6	6,9	8,1
Lagerbidrag i % av BNP	-4	-0,5	-0,7	0,2	0,0
Export	2 078	7,1	2,5	3,4	5,1
Import	1 778	4,2	0,0	5,7	6,9
Arbetslöshet (%)		6,7	6,3	5,5	4,7
HIKP		1,4	1,9	1,9	1,9
Timplöneökning		4,0	2,9	3,5	4,5
Bytesbalans, % av BNP		12,5	11,0	9,0	8,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		3,5	3,0	2,0	1,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		30,5	28,1	27,5	25,5

Finansiella prognoser	22-jan	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	1,60	1,75	1,75	1,75	1,75
10-års ränta	2,76	2,65	2,80	3,00	3,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	-8	-20	-20	-20	-20
USD/DKK	6,36	6,22	6,27	6,27	6,32
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	79	3,0	2,6	3,2	2,1
Hushållens konsumtionsutgifter	43	3,1	2,2	5,2	0,5
Offentlig konsumtion	15	1,6	1,5	0,3	0,1
Bruttoinvesteringar	18	-1,7	6,8	7,5	3,5
Export	58	2,6	2,9	3,3	3,1
Import	54	2,4	8,2	4,0	1,0
Arbetslöshet (%)		7,1	6,9	6,8	6,7
HIKP		0,9	3,4	3,3	3,0
Löner		10,4	8,4	7,7	7,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,3	-2,3	-2,8	-3,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		38,0	39,4	45,0	48,7

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	40	0,0	1,9	2,3	2,4
Hushållens konsumtionsutgifter	24	0,1	0,7	1,6	1,9
Offentlig konsumtion	9	-0,4	3,3	2,5	2,0
Bruttoinvesteringar	9	-7,0	10,1	6,6	4,7
Export	26	0,1	1,3	2,5	2,7
Import	27	-1,8	5,5	3,6	3,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,9	6,5	6,2
HIKP		1,3	3,7	2,4	2,3
Löner		9,7	8,0	7,4	6,9
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,8	-3,1	-3,2	-3,2
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		46,6	49,1	50,8	54,4

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	40	-0,1	0,6	2,7	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	21	0,1	0,2	2,8	2,5
Offentlig konsumtion	8	1,8	2,6	2,0	1,0
Bruttoinvesteringar	10	-6,5	3,0	5,0	4,0
Export	30	-1,5	4,5	3,8	4,5
Import	30	0,4	2,8	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		7,6	7,6	6,7	6,1
HIKP		3,7	4,8	3,0	2,6
Löner		8,1	5,9	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,7	-1,5	-2,8	-3,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		23,5	23,5	26,0	29,0

Jens Magnusson Chefsekonom + 46 70 210 22 67	Daniel Bergvall Prognoschef +46 73 523 52 87	Karl Steiner Analyschef +46 70 332 31 04
Robert Bergqvist Japan Tema: Svår handelsrelation EU-Kina +46 70 445 14 04	Erica Dalstø Norge +47 70 739 32 66	Pia Fromlet Euroområdet Tema: Spanien +46 70 739 32 66
Dainis Gaspuitis SEB Riga Lettland +371 67779994	Gustav Helgesson Storbritannien +46 8 506 231 67	Jussi Hiljanen Räntemarknaden +46 8 506 231 67
Olle Holmgren Sverige Tema: Högre offentlig skuld +46 70 763 80 79	Cecilia Kohonen Kommunikatör +46 70 763 79 95	Elisabet Kopelman USA +46 70 655 30 17
Elizabeth Mathiesen SEB Köpenhamn Danmark +45 285 517 47	Erik Meyersson Emerging markets +46 70 739 16 83	Mihkel Nestor SEB Tallinn Finland, Estland +372 6 655 172
Tadas Povilauskas SEB Vilnius Litauen +370 686 464 76	Bjarne Schieldrop Råvaruprogner +44 207 246 46 42	Amanda Sundström Räntemarknaden +46 70 462 20 17
Thomas Thygesen SEB Köpenhamn Aktier, Danmark +45 214 796 56	Eugenia Victorino Kina, Indien +65 650 50 583	Marcus Widén Makroprogner +46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 27 januari 2026.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 22 januari 2026.

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande.

Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i fler än 20 kontor världen över med cirka 19 000 medarbetare. Den 30 september 2025 uppgick koncernens balansomslutning till 4 033 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 820 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Strategy & Economic Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt. En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgroup.com/nordicoutlook

