



Innehåll

Maj 2026

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Energi – På lånad tid	12
Räntemarknaden	15
Tema: Inflation – Effekterna av stigande energipriser	16
Valutamarknaden	19
Aktiemarknaden	20
USA	21
Japan	24
Kina	25
Indien	27
Emerging markets	28
Euroområdet	30
Tema: EU:s nya vägval	33
Storbritannien	36
Norden	37
Sverige	38
Norge	42
Danmark	44
Finland	46
Baltikum	47
Litauen	48
Lettland	49
Estland	50
Nyckeltal	51
Kontaktuppgifter	56



Kamp mot klockan för världsekonomin

Det låg i korten att 2026 skulle bli ännu ett dramatiskt år i världsekonomin. Vi lever i oförutsägbara tider och när vi gick in i det här året flaggade vi för ett antal ekonomiska, politiska och geopolitiska risker. Nu vet vi vilken av dessa risker som åtminstone hittills haft störst betydelse för ekonomin: Kriget med Iran som slungade in världen i en energikris som är den värsta sedan åtminstone 70-talets oljekriser. Vi har som bekant haft många konflikter i Mellanöstern genom åren och i färskt minne har vi även Rysslands invasion av Ukraina. Dessa händelser skapar oro och stort lidande men eftersom oljan trots allt fortsatte att nå världsmarknaden, har stora och varaktiga prisuppgångar undvikits. Den här gången är dock annorlunda. När attackerna från USA och Israel inleddes den 28 februari valde Iran att stänga Hormuzsundet och därmed strypa en viktig blodåder i det globala energisystemet. Världsmarknaden förlorar nu dagligen ett antal miljoner fat olja och andra, för världsekonomin viktiga produkter, trots försök att milda bristen genom andra transportvägar och genom att göra uttag ur världens oljereserver. I skrivande stund råder eldupphör i kriget, men det är inte över. Vi vet inte hur länge konflikten kommer att pågå eller hur länge Hormuzsundet kommer att vara stängt.

Det vi vet är att de ekonomiska riskerna ökar ju längre tiden går och ju mer infrastruktur som förstörs innan freden kommer och sundet öppnar. I den här utgåvan av *Nordic Outlook* gör vi det optimistiska antagandet, vilket stöds av bl a terminspriser, att sundet gradvis öppnas innan sommaren, även om det i skrivande stund är svårt att avgöra hur förhandlingarna går och om antagandet är realistiskt.

De ekonomiska riskerna från krisen består huvudsakligen av två delar: inflationsrisker och tillväxtrisker. De höga oljepriserna kan komma att sprida sig i ekonomin och många undrar om vi är tillbaka till inflationskrisen 2022 och om centralbankerna måste

höja räntorna igen. Den här rapporten argumenterar att även om en sådan utveckling inte kan uteslutas, är den heller inte särskilt trolig. Förutsättningarna är helt enkelt väldigt annorlunda den här gången. Den andra delen, tillväxtrisker, är för närvarande mer påtaglig. Generellt justerar vi ner våra tillväxtförväntningar jämfört med i januari även om vi med vårt antagande om att kriget tar slut inom några veckor inte ser några stora nedgångar eller recessionsrisker.

Att kriget i Mellanöstern och krisen på energi-marknaden dominerar analysen just nu betyder inte att de är de enda viktiga faktorerna. AI-investeringar i USA, försvarssatsningar i Europa och hushållens konsumtion i Sverige kommer också att ha stor betydelse för hur tillväxten utvecklas. Världsmarknaden fortsätter också att påverkas av USA:s nya handelspolitik och av politiskt och strategiskt (snarare än ekonomiskt) motiverade handelsbeslut. I februari beslutade Högsta domstolen i USA att delar av Trumps tullar var olagliga. De underkända tullarna ersattes dock snabbt av nya och sannolikt kommer dessa ligga kvar på ungefär dagens nivåer länge. Läger man till konkurrens om resurser och strävan efter strategiskt oberoende, spänningar inom NATO, EU:s försök att öka sin konkurrenskraft, vaktombytet vid rodret för Federal Reserve, Kinas nedreviderade tillväxtprognoser och marknader som kastas mellan hopp och förtvivlan, är det upplagt för en spännande fortsättning på 2026.

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

- Energi – Världen lever på lånad tid tills Hormuzsundet öppnas igen
- Inflation och effekterna av stigande energipriser
- Handel - EU:s nya vägval och balansgången mellan frihandel och strategiskt oberoende

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 21

Trots krig och dyrare olja sänks tillväxtprognosen endast måttligt. Finanspolitiska stimulanser, AI-investeringar och produktivitetstillväxt stöttar ekonomin. Högre inflation pressar hushållen. Fed går försiktigt fram med räntesänkningar.

Kina | sid 25

Övergången till mer pragmatiska tillväxtmål ger gradvis lägre BNP. Finanspolitiken är neutral och investeringarna i tillverkningsindustrin återhämtar sig. Penningpolitiken förblir stabil i avvaktan på större klarhet kring energisäkerheten.

Euroområdet | sid 30

Kriget i Mellanöstern gör att tillväxten bromsar in i år, men effekterna varierar mellan olika ekonomier. Kombinationen låg tillväxt och hög inflation blir besvärlig för ECB, men vi tror att inflationsoron tar över och att ECB höjer räntan i juni.

Storbritannien | sid 36

Energipriserna har skjutit i höjden, och Bank of England tvingas fortsätta pausa räntesänkningarna. Hushållen pressas av högre energipriser och en svag arbetsmarknad. Vi justerar ned tillväxtprognosen något.

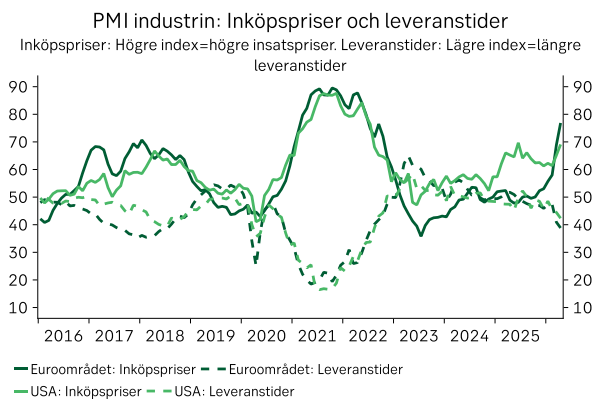


Internationell översikt

Ekonomins motståndskraft testas igen

Geopolitisk osäkerhet, främst kriget i Mellanöstern och stigande energipriser sänker tillväxtutsikterna. Nedåt-riskerna för världsekonomin ökar i takt med att energipriserna stiger och konflikten fortgår; Hormuzsundet behöver öppnas för att de negativa effekterna inte ska eskalera. Inflationen stiger men effekterna på kärninflation och tillväxt är osäkra. Ekonomin får stöd av stigande investeringar inom AI, försvar och energiomställning, liksom av stabila arbetsmarknader och god riskaptit. Begränsat finanspolitiskt utrymme innebär riktade och temporära energiprisstöd. Centralbanker avvaktar utbudshöjningen; Fed sänker räntan i december och ECB försiktighetshöjer i sommar.

Höga energipriser pressar tillväxten. Vårens utveckling visar på nytt att geopolitik är en återkommande osäkerhetsfaktor, med potentiellt stora effekter på tillväxt, inflation och marknader. Kriget i Mellanöstern läggs till den växande listan av politiskt drivna händelser, andra är t ex USA:s handelspolitik och kriget i Ukraina. Energipriserna höjer inflationen tydligt på kort sikt, med risk för mer bestående effekter. Den direkta impulsen via dyrare bränslen är redan tydlig och indikatorer som inköpschefsindex (PMI) visar både stigande prispåväntningar och ökade leveransproblem. Slutsatsen blir att tillväxten bromsar in från ett relativt starkt utgångsläge i början av 2026 – utan energikrisen skulle vi reviderat upp global tillväxt –till ett läge präglat av växande stagfationsrisker.



Motståndskraften testas igen – och står emot. Företag, hushåll och marknader har under åter-

kommande chocker, som fjolårets tullkaos, energikrisen 2022 samt pandemin, uppvisat en imponerande anpassningsförmåga – en kraft som vi i huvudscenariot tror består. Investeringar inom bl a AI, energiomställning, infrastruktur och säkerhetspolitik, tillsammans med en något mer förutsägbar amerikansk handelspolitik, bidrar till att stötta global tillväxt. Den pågående energikrisen är dock allvarlig och effekterna ligger kvar under lång tid även efter ett fredsavtal i Mellanöstern. Vi sänker tillväxtprognoserna men global BNP ökar trots allt med 3 procent i år.

”Allt” beror på när Hormuzsundet öppnar. När sundet stängdes den 28 februari tappade världen 20-30 procent av flera viktiga energikopplade råvaror. Ändrade transportvägar, ökade leveranser från andra delar av världen och användning av strategiska reserver kompenserar delvis utbudstappet. Hur länge sundet förblir stängt, hur mycket energiinfrastruktur som förstörts och hur globala värdekedjor skadats är centrala prognosfaktorer. Trots ett allvarligt läge har riskaptiten varit överraskande stark med nya börsrekord och sammanpressade kreditspreadar. I skrivande stund råder en bräcklig vapenvila i Mellanöstern. Vi antar i denna rapport att konflikterna minskar i styrka innan sommaren och att sundet successivt öppnas. Vägen dit förblir dock volatil och påverkar räntor, börser och valutor. Nedåtrisker dominerar och indikationerna på att konflikten kan bli mer utdragen än i vårt huvudscenario, gör att vi drar upp sannolikheten för en sämre global tillväxtutveckling. Den senaste veckans oljeprisuppgång oroar men det är även värt att komma ihåg att priser snabbt kan korrigeras nedåt om händelseförloppet svänger om i positiv riktning.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

Energi, inflation och handel. Det kommer att ta tid för bl a energiflöden att normaliseras vilket leder till högre kostnader och sämre tillväxtutsikter. Vissa regioner, som Asien och Europa, drabbas relativt sett mer än t ex USA. Effekterna är inte bara kortsiktigt konjunkturella; krisen ökar behovet av strategiskt oberoende och energisäkerhet och sätter fokus på hur beroendet av fossil energi kan minska, framför allt för importörer. Temaartiklar i denna rapport fokuserar på frågor kring dessa utmaningar; energisituationen, inflationseffekter och EU:s strategiska val i handelsfrågor.

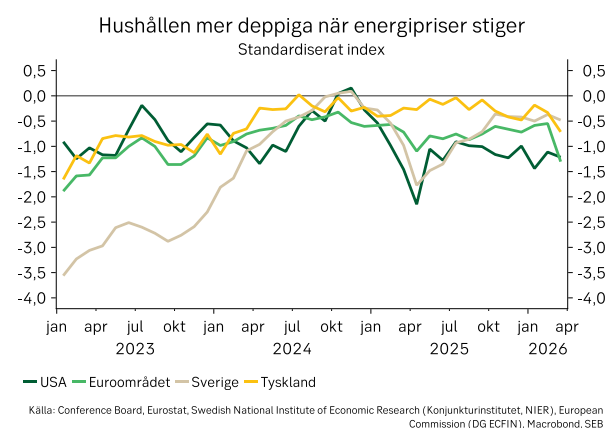
Vilka blir nettoeffekterna på sikt? En tillfällig inflationschock är smärtsam men om energipriserna inte stiger ytterligare, utan snarare börjar falla tillbaka inom rimlig tid, kan effekterna begränsas. En tydlig risk på sikt är om högre energipriser fortplantas från bränslepriser till andra delar av ekonomin och påverkar insatsvaror, transportkostnader, hyror och löner (se Tema Inflation – effekterna av stigande energipriser, sid 16). Vi ser redan tecken på vissa spridningseffekter, via t ex konstgödsel och transportkostnader men kan konstatera att det historiska sambandet mellan energipriser och kärninflation är svagt. Vi förväntar oss också att spridningseffekterna blir betydligt mer begränsade än 2021-2022, då det var långt mer än energi som steg i pris. Hittills uppvisar globala värdekedjor inte heller den stress vi såg under pandemin eller när kriget i Ukraina bröt ut. Dessa slutsatser är dock beroende av att Hormuzsundet öppnas i närtid. Det faktum att flera energiberoende asiatiska tillväxtekonomier redan tvingats till ransonering pekar mot risk för mer utmanande globala störningar.



Vaksamma centralbanker. Penningpolitiken befinner sig i en utmanande miljö med osäkra inflations- och tillväxteffekter. Om inflationseffekterna främst blir direkta, utan större spridningseffekter, kan centralbankerna avvakta och bortse från en period med tillfälligt hög inflation. Men inflationsoro och stagflationsscenarier gör sig påminda: Inflation-

chocken för ett par år sedan och risken att tillväxten ska bromsa in rejält, ger både beslutsmässiga och kommunikativa utmaningar.

Hushållen avgör. Många hushåll väntas reagera med återhållsam konsumtion. Försiktiga hushåll, med hög prisedvetenhet efter den senaste inflationschocken, lär försvåra för företag att höja priser. I den begränsade mängd makrodata vi har fått sedan energipriserna började stiga har förtroendebarmetrar för hushållen fallit i flera länder. Att arbetsmarknaden mattats av i USA och till viss del i euroområdet – från ett ganska starkt utgångsläge – är en ytterligare osäkerhetsfaktor. Arbetsmarknaden påverkas av konjunkturen men kanske också av AI.



Global tillväxt revideras ner ett par tiondelar till 3,0 procent 2026 och något mindre 2027. Revideringen sker till stor del p g a högre energipriser och sämre sentiment. Ekonomiska data sedan *Nordic Outlook* januari har på global nivå varit i stort sett i linje med vad vi förväntat oss.

USA:s tillväxt sänks ganska måttligt, delvis p g a att prognosen hade reviderats upp om inte energikrisen slagit till. AI-investeringar, avregleringar, produktivitet och finanspolitik stöttar utvecklingen. I **eurområdet**, med stort beroende av importerad energi och som knappt återhämtat sig från tidigare energi- och handelschocker, utmanas tillväxten på nytt, även om en stabil arbetsmarknad, goda löneökningar och investeringar i försvar och omställning ger stöd. **Kinas** omläggning till mer pragmatiska och trovärdiga tillväxtmål tillåter en kontrollerad inbromsning och ger beslutsfattarna manöverutrymme att strukturera om ekonomin; mindre finanspolitisk stimulans behövs för att hålla uppe tillväxtsiffrorna.

Överraskande finansiell riskaptit. Nya börsrekord har noterats under våren vilket gett tillväxtstöd men också skapat risker. Om kriget blir mer långvarigt än vi antar, med större effekter på inflation och tillväxt, kan sämre

riskaptit bidra till en större korrektion i tillgångspriser med negativa tillväxteffekter. På plussidan noterar vi samtidigt höga vinster och en investeringsdriven tillväxt kopplad till AI, försvar och energi. En viss stress har noterats i USA:s kreditsystem (framför allt privata kreditfonder) men hittills utan spridningseffekter. Då har oron varit betydligt större avseende den historiskt höga offentliga skuldsättningen i länder som Frankrike, Storbritannien, USA och Japan där marknadsmissstro tidvis bidragit till tydlig ränteuppgång.

Flera positiva motkrafter i rörelse. Hushållens stigande realinkomster, motståndskraftiga arbetsmarknader och stora investeringsbehov bidrog till tillväxtkraften. Investeringarna, privata och offentliga, drivs av allt från AI till säkerhetspolitik, strategiskt oberoende och energiomställning. Behovet av ökade satsningar har om något accentuerats av den senaste tidens utveckling. Även om oförutsägbarhet tenderar att dämpa investeringar gör återkommande kriser att stater och företag inte kan "vänta-och-se" alltför länge.

Rejäl omvärdering av marknadens centralbankssyn. Sedan kriget i Mellanöstern bröt ut har marknadens förväntningar på de flesta centralbanker svängt från räntesänkningar till räntehöjningar. Samtidigt har dollarn stärkts. Båda dessa effekter är rimliga givet en asymmetrisk inflationsrisk. I viss mån innebär stramare finansiella förhållanden att marknaden gör en del av centralbankernas jobb åt dem. Vi bedömer dock att pris-sättningen, och dollarförstärkningen, är något överdriven. Vår prognos är att flertalet centralbanker avvaktar inkommande data och inte tar förhastade beslut. Fed väntar med att sänka räntan till december i år; ECB genomför en "säkerhetshöjning" i juni och ligger därefter still på 2,25 procent. Låg svensk inflation innebär att Riksbanken kan ligga still på 1,75 procent under hela 2026. Norsk inflationsproblematik innebär att Norges Bank höjer räntan två gånger i år men räntan sänks igen 2027.

Ökade nedåtrisker

Nedåtrisker dominerar prognosbilden tydligt och vi ser nu både större nedåtrisker och minskade uppåtrisker jämfört med *Nordic Outlook* i januari. Vi ser även större avvikelser från huvudscenariot på nedsidan än på uppsidan. Politiska beslut är en viktig faktor i båda scenarier. Mellanöstern är i fokus och den senaste oljeprisuppgången väcker en del tvivel kring hur länge konflikten kommer att pågå, men även andra händelser, likt fjolårets tullar, kan vara utlösande faktorer för ett negativt alternativscenariot.

Dödläge eller eskalering av kriget i Mellanöstern? Ju längre tid Hormuzsundet hålls stängt, desto större blir

de negativa effekterna på världsekonomin. Buffertar i energisystemet mildrar effekterna men varje vecka som världen tappar energiproduktion kommer lagren att minska, kostnaderna att öka och tiden det tar att återställa produktion och lager att öka. Ett mer utdraget förlopp ökar risken för att inflationen sprids från energi till andra priser och löner. Högre priser och brist på vissa råvaror, högre styrräntor och tillgångsprisfall, kan i samverkan ge en mer markant tillväxtinbromsning.

Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

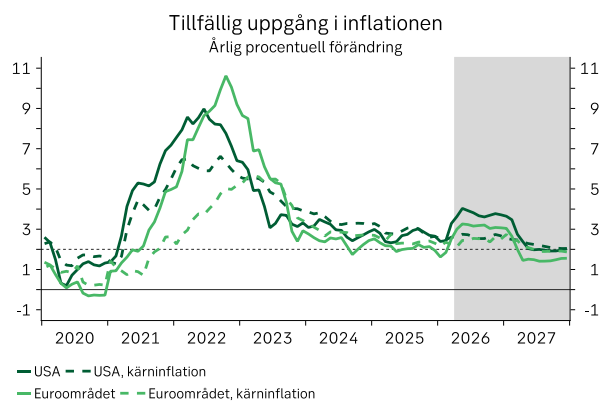
	2024	2025	2026	2027
Huvudscenariot (55%)	1,8	1,8	1,6	1,7
Negativt scenario (30%)			0,8	0,1
Positivt scenario (15%)			2,2	2,7

Källa: SEB

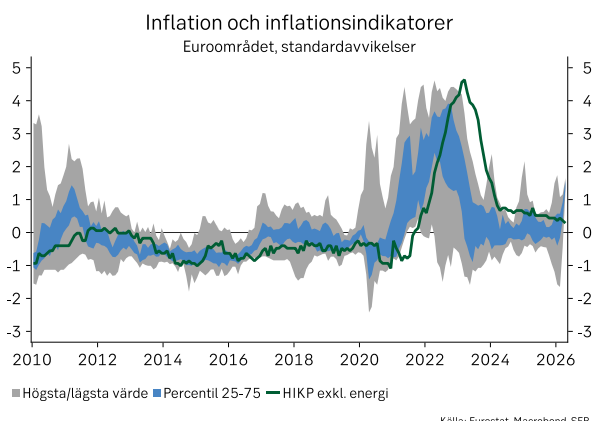
Begränsade uppåtrisker. En konfliktlösning i närtid kan förbättra sentimentet bland hushåll och företag. Det är också möjligt att vi underskattar de positiva effekterna av t ex infrastrukturinvesteringar och AI-drivna produktivitetsvinster. Givet redan låga nivåer på arbetslösheten och att energipriser även i ett positivt scenario ligger kvar på högre nivåer, när bl a lager ska byggas upp igen, är potentialen på uppsidan begränsad.

Från nedåtrisk till uppåtrisk för inflationen

Innan energipriserna började stiga i slutet av februari såg vi mestadels en positiv inflationsdynamik. Löner och tjänstepriser, som tidigare hållit inflationen uppe i både USA och euroområdet, var på väg att bromsa in. Varupriser steg i måttlig takt, USA:s tulleffekter blev lägre än vad vi förväntat oss och kinesiska exportpriser föll. Nu innebär högre energipriser att inflationskurvorna pekar uppåt igen. Nuvarande energiprisnivåer är hanterbara men det finns en uppåtrisk om energiprisinflationen sprider sig till andra delar av ekonomin.



2026 är inte 2021–2022. Historiska erfarenheter och samband kan ibland hjälpa prognosmakare. Den historiska korrelationen mellan energipriser och kärninflation är låg (se Tema Inflation, sid 16), även om olika kriser skiljer sig åt. Jämförelser med perioden 2021–2022 ligger nära tillhands. Vi tycker dock att jämförelsen i stora delar haltar. Energikrisen i dag är mer isolerat utbudsdriven (energi). För fyra år sedan var inflationsuppgången en perfekt storm, en kombination av utbudsdriven prisuppgång och efterfrågedrivna krafter från finanspolitiken. Innan energipriserna steg efter Rysslands anfall på Ukraina hade flera indikatorer för inflationstryck (blå och grå fält i diagrammet nedan) redan stigit rejält och inflationstakten hade växlat upp tydligt innan energiprisuppgången. Inom euroområdet var inflationen nästan 6 procent redan innan invasionen skedde. Då fanns även ett uppdämt behov hos många företag att höja priser efter en lång följd av år med mycket låga prisökningar. Idag är sentimentet ett annat och konsumenter har svårt att acceptera prishöjningar.



Hittills mest energikopplade prisökningar. Det vi ser i inflationsutfallen så här långt är framför allt stigande priser på energi och varor med hög energikoppling. Vi ser även en del uppgångar och risker för livsmedel (från dyrare konstgödsel och bränslen) som ofta har en stark historisk koppling till energipriser. En del fraktpriser har börjat stiga men är fortfarande inte på alarmerande nivåer. Inställda flyg kan räknas till störningar i distributionsnät, men har troligtvis än så länge mest påverkat rutten med låg lönsamhet.

Risk för bredare prisuppgång? Eftersom energi på ett eller annat sätt letar sig in i de flesta varor eller tjänster finns en risk för en bredare inflationsuppgång men vi bedömer att nuvarande energiprisnivåer har en begränsad effekt. Hamnar vi i ett läge med tydlig brist på energi eller andra råvaror blir situationen en annan och situationen kan variera mellan länder. Sådana risker ökar om mer energiinfrastruktur slås ut.

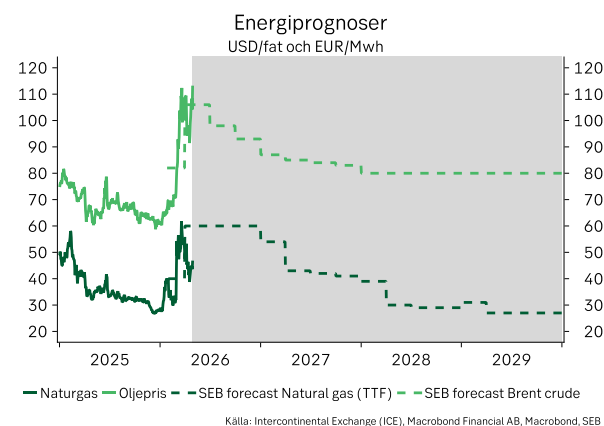
Gynnsamt utgångsläge. Om energipriserna håller sig kring nuvarande nivåer, och om leveranser genom Hormuzsundet kan växla upp innan sommaren, väntar vi oss visserligen en tydlig inflationsuppgång, men den bör då bli tillfällig med begränsade effekter på kärninflationsmått. Det ligger heller inte i korten att andra inflationskrafter, såsom de gjorde för 4–5 år sedan, ska ta fart. De bromsas bl a av hushållens återhållsamhet som försvårar för företaget att höja priser.

Energimarknaden lever på lånad tid

Oljepriset (Brent) har stigit rejält och låg i slutet av april på drygt 110 dollar per fat. Uppgången hålls tillbaka med hjälp av höga, om än krympande lagernivåer, viss möjlighet att leverera via andra vägar och att andra producenter delvis kompenserat för utbudsfall. Det är också rimligt att räkna med att efterfrågan dämpas av högre priser. Men nuvarande störningar kan inte fortgå för all framtid; vår prisprognos för t ex olja är kopplad till att sundet i alla fall delvis öppnar innan sommaren. (Läs mer i Tema Energi, sid 12).

Stora skillnader mellan produkter och marknader.

Oljelager är inte jämnt fördelade mellan olika regioner och olika produkter. Det splittrar bilden kring priser och brister. T ex har priset på ett antal destillat, framför allt flygbränsle, stigit rejält och mer än råoljan. Detsamma gäller diesel. Naturgaspriset i Europa är för tillfället inte extremt eftersom USA ökat sin export och varmare väder har minskat efterfrågan.



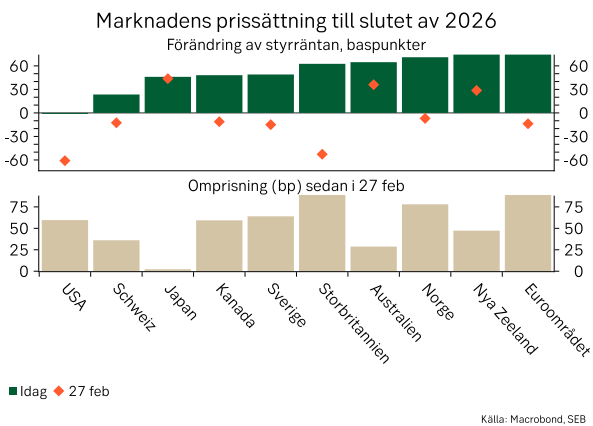
Bortom energikrisen. När och i vilken omfattning energileveranser normaliseras är oklart. Det kommer även att ta tid att starta upp produktion av bl a olja, gas, aluminium och konstgödsel. Att få ordning på oljelogistiken kan ta upp till sex månader. Till det kommer förstörd infrastruktur där t ex ca 17 procent av Qatars LNG-exportkapacitet slagits ut. Enligt vissa uppgifter kan det ta flera år att återställa produktionen. Resultatet blir därmed högre energipriser under hela prognosperioden. På sikt förväntas kriget Mellanöstern

leda till lägre efterfrågan i och med att energimportörer återigen påmint om att energikällor på hemmaplan (sol, vind, vatten, kärnkraft, batterier) kan vara både säkrare och billigare.

Avvaktande centralbanker

Balansgången är svår när högre inflation och lägre tillväxt ska vägas mot varandra. Marknadens förväntningar har under våren svängt rejält, från sänkta till höjda styrräntor. Vår tolkning av centralbankernas reaktionsfunktion är att de vill försöka "se igenom" en utbudsdriven prisuppgång så länge som mer långsiktiga inflationsförväntningar fortfarande är i linje med målen och tillväxteffekten är begränsad. Samtidigt är det tydligt att centralbanker är oroliga för att hamna på efterkälken efter tidigare inflationsmissar. Ser vi på lite sikt är inte risken bara på uppsidan för inflationen och räntor; om kriget avslutas snabbare än väntat, och tillväxten fortsätter att bromsa in, kan inflationen snabbt falla och behoven av räntesänkningar öka.

Marknaden gör en del av jobbet. Vi bedömer att marknadsprissättningen har varit överdriven, samtidigt som den är förståelig med tanke på en asymmetrisk inflationsoro – d v s att risken för högre inflation är tydligt högre än det omvända.



Fed ser bortom tullar och energi. Feds ränta är i utgångsläget på en neutral eller mildt åtstramande nivå. Det minskar pressen att agera direkt på högre inflation. Fed fortsätter så småningom att sänka räntan men vill först ha bekräftelse på att inflationen vänder ned. Nästa Fed-steg (sänkning) kommer i december i år, följt av ytterligare en räntesänkning 2027. Därtill står Fed under politiskt tryck att sänka när Kevin Warsh nu ska tillträda som ordförande efter Jerome Powell. Vi ser ändå inte detta skifte som den mest avgörande faktorn för USA:s penningpolitik.

ECB genomför säkerhetshöjning. Signalen från ECB har en tid varit att räntan ligger på "en bra nivå" men efter energiprisuppgången har retoriken blivit mer varnande.

Vår syn är dock att även ECB till viss del ser igenom inflationsuppgången, om energipriser och inflation utvecklas enligt vår prognos. ECB höjer trots det räntan med 25 räntepunkter i juni för att ta det säkra före det osäkra. Därefter ligger räntan still under resten av 2026 och 2027. Nivån 2,25 procent är i den övre delen av intervallet för neutral ränta. Ränthöjningen är inte huggen i sten och det kan mycket väl bli så att ECB låter bli att höja, framför allt om kriget tar slut i närtid och inflationsförväntningarna förblir förankrade nära målet.

Centralbanker

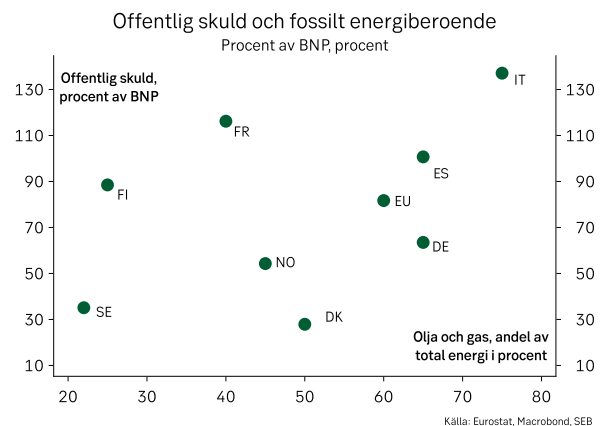
Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	30 apr	2026	2027
Fed	3,75	3,50	3,25
ECB	2,00	2,25	2,25
Bank of Japan	0,75	1,00	1,00
Bank of England	3,75	3,75	3,00
Norges Bank	4,00	4,50	4,00
Riksbanken	1,75	1,75	2,00

Källa: Bloomberg, SEB.

Riktat och begränsat finanspolitiskt stöd

Många ekonomier är i ett pressat offentligfinansiellt läge med historiskt höga skuldnivåer efter bl a finans-kris, eurokris och pandemi. Förutom ständiga konjunkturstimulanser är listan på strukturella utmaningar lång: åldrande befolkning, låg produktivitet, energiomställning och upprustning i ett försämrat geopolitiskt läge. Det sistnämnda handlar inte bara om försvar, utan även om att säkra handel och egen tillgång till och produktion av kritiska råvaror, energi och teknik inom t ex AI för att inte tappa mark gentemot konkurrenter.



Begränsat finanspolitiskt stöd. Den finanspolitiska reaktionen på energikrisen har hittills varit relativt begränsad, i linje med rekommendationer från t ex IMF att insatser ska vara tillfälliga och riktade. Det handlar om sänkta energiskatter och uppmuntran till mindre

energianvändning; något motsägelsefulla åtgärder. Vår bedömning är att denna strategi fortsätter. Noterbart är att flera länder med högt fossilt energiberoende är de med i utgångsläget högst offentliga skulder; de som kan drabbas mest av höga energipriser har minst utrymme att agera. Även samspelet med penningpolitiken talar för neutral finanspolitik. Stora stimulanser kan väcka marknadens misstro och pressa fram en stramare penningpolitik.

Räntemarknaden begränsar manöverutrymmet.

Räntemarknaden utgör en disciplinerande faktor för finanspolitiken med stigande upplåningskostnader i länder med svaga statsfinanser i tider av politisk eller ekonomisk osäkerhet. Det begränsar det statsfinansiella manöverutrymmet, främst i högt skuldsatta länder som Frankrike, Storbritannien men även USA och Japan.

Långräntor: Korta änden i fokus

Inflationsoro och stigande styrränteförändringar i kölvattnet av kriget i Mellanöstern har fått globala långräntor att stiga. Vi ser marknadens centralbanksförväntningar som alltför åtstramande men långräntekorrekturen kopplad till kriget bedöms vara avklarad. Riktningen på kort sikt är sidledes, med hög volatilitet. Styrränteförändringar och ändrad marknadsprissättning är viktiga drivkrafter under prognosperioden, vid sidan av stora upplåningsbehov.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	30 apr	Dec -26	Dec -27
USA	4,40	4,20	4,45
Tyskland	3,03	3,00	3,30
Sverige	2,85	3,00	3,35
Norge	4,31	4,40	4,45

Källa: Centralbanker, SEB.

Stort obligationsutbud håller upp långräntor. I USA

faller långräntor i år, om än måttligt, när Fed sänker räntan mer än vad marknaden nu prisar in. Nedgången begränsas dock av hög inflation och stort budgetunderskott; drivkrafter som 2027 driver räntan högre.

Europas statslåneräntor stiger gradvis, drivet av ECB:s krympande balansräkning och stora budgetunderskott. Även i **Sverige** stiger statslåneräntan måttligt; obligationsutbudet har ökat rejält men det har även efterfrågan. Räntan stiger gradvis när starkare tillväxt på sikt leder till högre styrränta. I **Norge** fördröjer räntehöjningar i år långräntenedgången och obligationsräntor förblir höga jämfört med Tyskland under en längre tid.

Valuta: Fortsatt dollarförsvagning på sikt

Den förväntade konjunkturuppväxlingen för 2026, som skulle gynna tillväxtekänsliga valutor som kronan, kom av sig i och med kriget i Mellanöstern. Dollarn har inte primärt stärkts av klassiska safe-haven-flöden utan mer av att marknaden var positionerad för dollarsvagheter; när riskaptiten sjönk resulterade det i dollarköp. Att USA dessutom är mindre sårbart för en energikris bidrog också. Sedan vapenvilan inleddes har flera valutor återhämtat sig mot dollarn och vi tror att den rörelsen kan gå längre om konflikten trappas ned ytterligare.

Dollarförsvagning, men det tar lite tid.

I närtid riktas fokus mot centralbanker och skillnader i penningpolitik och räntenivåer. Centralbanker som Riksbanken, som redan har en låg styrränta och som avvaktar med att höja räntan, kan tyngas av sk "carry"-flöden (flöden som drivs av skillnader i räntenivåer), där valutor med låga styrräntor blir finansieringsvalutor för investeringar i mer högavkastande tillgångar. EUR/USD har sedan krigsutbrottet drivits av andra faktorer än ränteskillnader men med räntor som viktigare drivkraft framöver, går dollarn svagare och EUR/USD mot 1,21 vid årets slut. När tillväxtosäkerheten minskat gynnas åter mindre och mer cykliska valutor, som kronan, relativt större valutor som dollarn och euron.

Valutakurser, i slutet av perioden

	30 apr	Dec -26	Dec -27
EUR/USD	1,17	1,21	1,22
USD/JPY	157	157	153
EUR/GBP	0,86	0,89	0,90
EUR/SEK	10,85	10,65	10,30
EUR/NOK	10,91	10,80	10,80

Källa: Bloomberg, SEB.

Aktier: Tar sig genom chocken

Aktiemarknaderna började gynnas av en förbättrad ekonomi när kriget i Iran pausade den positiva trenden. Aktier har återhämtat sig sedan striderna upphörde, då investerare räknar med en snabb återgång till det makroklimat som rådde innan. Om vårt huvudscenario, om en gradvis normalisering av energiförsörjningen håller, kommer nordiska aktier sannolikt att stiga med cykliska bolag i täten när tillväxten tar fart igen. Dock lär risken förbli förhöjd tills trafiken i Hormuzundet återupptas.

Tema:

På lånad tid

Världen lever på lånad tid tills Hormuzsundet öppnas igen

Den 28 februari stängdes Hormuzsundet för första gången i historien. Det otänkbara hade inträffat. Sundet är egentligen "too big to fail", alltför viktigt för att kunna stängas, eftersom det står för 20–30 procent av flödena av en rad centrala råvaror. Ändå har världen ännu inte gått under. Aktiemarknaderna har tvärtom nått nya rekordnivåer. Stora globala oljelager har hittills skyddat världsekonomin från en akut energikris samtidigt som förväntningar om en nära förestående återöppning av sundet har dämpat risken för panik. Men världsekonomin lever på lånad tid. Den fundamentala situationen försämrar dag för dag. I maj lär alarmklockorna ringa högt och om Hormuzsundet fortfarande är stängt i juni eller juli är risken för en fullskalig kris betydande.

Flödena ut genom Hormuzsundet står för 20–30 procent av det sjöburna utbudet av LNG, petroleum, konstgödsel och helium samt nästan 10 procent av aluminium. Det handlar om varor och råvaror som antingen är energi eller energiintensiva. Den 28 februari hade världen gott om lager av råolja och oljeprodukter. Lagren är dock ojämnt fördelade globalt, vilket innebär att vissa länder och regioner redan börjat känna av stora problem med brist på en del produkter. Pakistan fick slut på propan bara två dagar efter att sundet stängdes. Marknaderna för flygbränsle är på de flesta håll mycket strama, med priser nära 200 dollar per fat, att jämföra med ett genomsnittspris på 93 dollar per fat i Europa under 2025. För helium, som bland annat används i halvledarproduktion, finns knappt några lager alls. Tillförsel av konstgödsel i rätt tid är dessutom avgörande för odlings säsongen. Fattas det riskerar livsmedel att bli en bristvara senare i år. Mycket står på spel om Hormuzsundet inte öppnas igen inom den närmaste månaden eller två.



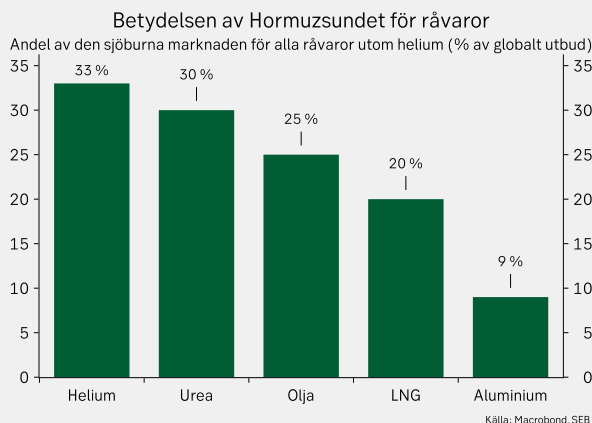
Massiv störning men hittills en begränsad kris.

Omkring 25 procent av allt petroleum som transporteras till sjöss flödar ut genom Hormuzsundet. Sundet stängdes av Iran den 28 februari, efter attacker från USA och Israel. Oljeproduktionen i Persiska viken fortsatte tills lagren var fulla. Omkring 300 miljoner fat (mb) petroleum var då på väg till globala kunder. I slutet av mars hade flödet i stort sett upphört, den sista lasten flygbränsle från viken nådde Europa i början av april.

Saudiarabien arbetade hårt med att styra om olja från Persiska viken till Yanbu vid Röda havet genom sin East-West pipeline. Exporten från Yanbu ökade från normala 1,5 mb/dag till omkring 5,5 mb/dag i slutet av mars vilket är en mycket värdefull säkerhetsventil.

Även andra faktorer har hindrat störningen från att bli en omedelbar global energikris. De globala oljelagren byggdes upp med 500 mb under 2025, varav en del var sanktionerad rysk och iransk olja till havs. Den kunde snabbt släppas ut på världsmarknaden när USA hävde sanktionerna i mars. IEA:s OECD-medlemmar enades också om att frigöra 400 mb olja från strategiska reserver. De dagliga flödena från lagren är dock betydligt lägre än de dagliga bortfallen från Mellanöstern.

Brentolja med omedelbar leverans steg från ett snittpris på 104 dollar per fat i mars till 124 dollar i april, med en topp på 144,5. Som jämförelse var Brentpriset 69 dollar under 2025. Det 20-åriga inflationsjusterade snittet är dock 103 dollar. Dagens priser ligger därmed nära normala nivåer historiskt.

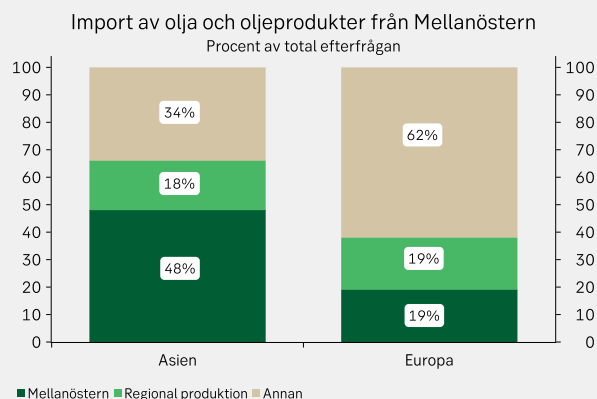


Vilka drabbas hårdast? Hormuzsundet hanterar omkring 25 procent av global sjöburen oljehandel, 20 procent av LNG och 30 procent av urea (konstgödsel). Qatar producerar omkring 33 procent av världens helium, kritisk för halvledartillverkning, medan smältverk i Förenade Arabemiraten, Bahrain, Qatar, Saudiarabien och Oman står för 9 procent av globalt primär-aluminium, cirka 23 procent av produktionen utanför Kina. Regionen levererar också omkring 20

procent av global ammoniak, en insatsvara för bland annat urea, samt fosfatgödsel. Dessutom har omkring 30 procent av sjöburen LPG (gasol) sitt ursprung i viken. En utdragen stängning av Hormuzsundet påverkar alltså inte bara oljemarknaden, utan även livsmedel, halvledare, metaller och mycket mer.

Asien importerar 18,7 mb råolja och oljeprodukter per dag från Mellanöstern, 48 procent av regionens efterfrågan.

Kina tar emot 37,7 procent av råoljaflödena genom Hormuzsundet, Indien 14,7 procent, Sydkorea 12 procent och Japan 10,9 procent. Japan hämtar 95 procent av sin råolja från viken, varav omkring 70 procent via Hormuz. Europa är mindre exponerat på råoljesidan, men importerar ändå 2,7 mb/dag, motsvarande 19 procent av sin efterfrågan och drabbas hårt på produktsidan: Diesel och flygbränsle från Mellanöstern utgör marginalfaten in i nordvästeuropeiska lager. Tillsammans absorberar Europa och Asien 87 procent av Mellanösterns export av råolja och oljeprodukter.



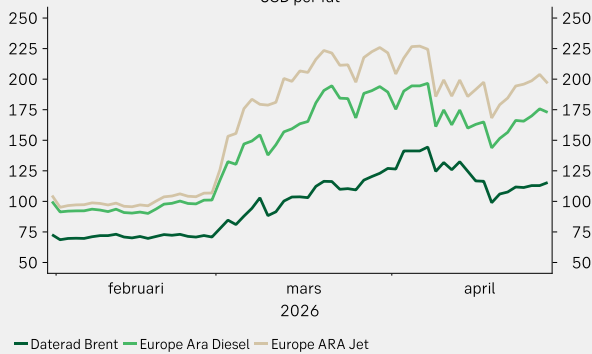
Transportavstånden påverkar chocken. De största tankfartygen behöver omkring 22 dagar från Ras Tanura till Tokyo, 12 dagar till Singapore och 35–40 dagar till Rotterdam via Godahoppssudden, eftersom fullastade supertankers inte kan passera genom Suezkanalen. Leveranskedjor ställs därmed om på veckor och månader, inte dagar. Buffertarna är små. Pakistan fick två LNG-leveranser i mars jämfört med tolv i januari. LNG-eldade kraftverk med cirka 6 GW kapacitet genererade bara 500 MW i mitten av april.

Även självförsörjande länder betalar världsmarknadspriset. USA tar bara emot 2,5 procent av råoljan från Hormuzsundet, men bensin- och ureapriser följer ändå de globala priserna. Urea i New Orleans har stigit med mer än 25 procent sedan slutet av februari. Flaskhalsen i sundet märks således globalt, inte lokalt.

Den kortsiktiga utvecklingen avgörs av två variabler: Hur länge störningarna i sundet består och om ytterligare infrastruktur i Persiska viken skadas. En

Brentprissättning för resten av året på 90 dollar per fat är förenlig med en återöppning i början av maj. Detta var huvudentagandet under större delen av april. Men antagandet har snabbt förskjutits till mitten av maj eller senare, och prissättningen för resten av året ligger nu på 96 dollar. Spotpriset på daterad Brent är 111 dollar, flygbränsle i Europa handlas kring 200 dollar och IEA beskriver utbudsbortfallet på 10,1 mb/dag i mars som det största i historien. För varje dag fördjupas problemet. Om Hormuzsundet förblir stängt kan den fysiska situationen snabbt försämrats, med betydligt högre priser längre fram.

Centrala spotpriser för petroleumprodukter
USD per fat



Källa: Macrobond, SEB

Vårt huvudscenario är att Hormuzsundet opererar på 20 procent av normal nivå fram till mitten av maj och därefter öppnas helt, utan ytterligare infrastruktur-skador. Det ger ett Brentpris på 100 dollar per fat för resten av året och ett snitt på 95 dollar 2026, 85 dollar 2027 och 80 dollar 2028. En stängning sex till åtta veckor efter mitten av maj skulle pressa Brent mot 150–200 dollar när ackumulerat utbudsbortfall passerar 1,5 miljarder fat. Skador på saudiska East-West pipeline, Abqaiq-komplexet eller ytterligare LNG-tåg vid Ras Laffan, skulle förlänga störningen.

Saudi arabien har aktiverat sin East-West-pipeline på 7 mb/dag, men realistisk export från Yanbu ligger sannolikt närmare 5,5 mb/dag. Förenade Arabemiratens Habshan-Fujairah tillför bara 0,4 mb/dag, medan Irak, Kuwait, Qatar och Bahrain saknar pipeline. Det finns därmed vissa alternativ för olja men inga för LNG. IEA har samordnat ett lagerläpp på 400 mb, det största någonsin, och strategiska lager antyder en teoretisk buffert på sex till åtta månader. Men flödeskapaciteten är den bindande begränsningen: USA:s SPR kan leverera 4,4 mb/d, medan IEA-samordnade frisättningar historiskt legat på 1-2 mb/d. Den effektiva bufferten komprimeras därför till mindre än ett kvartal.

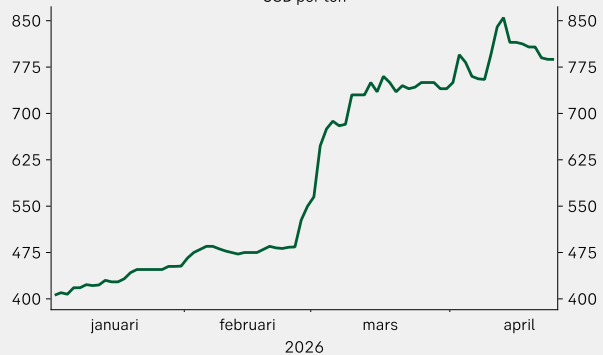
På tröskeln till en fullskalig global energikris.

Råvarupriser stiger ofta till 2, 3 eller 5 gånger normal nivå vid stora utbudsstörningar. De europeiska naturgaspriserna var 6,6 gånger högre än normalt

2022. Spotpriserna på olja har hittills i april legat nära 2 gånger normal nivå. Brentpriset för 2026 ser i nuläget ut att landa på 95 dollar per fat i snitt. Det är bara 1,4 gånger det "normala" priset på 70 dollar. Smärtsamt, men ännu ingen katastrofal situation

Världen skyddas just nu från en fullskalig energikris enbart tack vare goda lager. Men dessa minskar dag för dag. Allt avgörs av när sundet öppnas igen. Återöppning i början av maj: inga stora problem. Återöppning i början av juni: alarmklockorna ringer. Återöppning i juli: fullskalig kris.

Konstgödsel (Urea) från Mellanöstern
USD per ton



Källa: Macrobond, SEB

Bortom krisen. Hormuzsundet kommer till slut att öppnas igen, men normaliseringen tar tid och får långsiktiga konsekvenser. Försörjningstrygghet lär stå högt på agendan när kriget är över. Världen lär då snabbt börja återuppbygga kommersiella och strategiska petroleumreserver. Det adderar till efterfrågan de kommande två åren och lär hålla råoljepriserna kring 80–90 dollar.

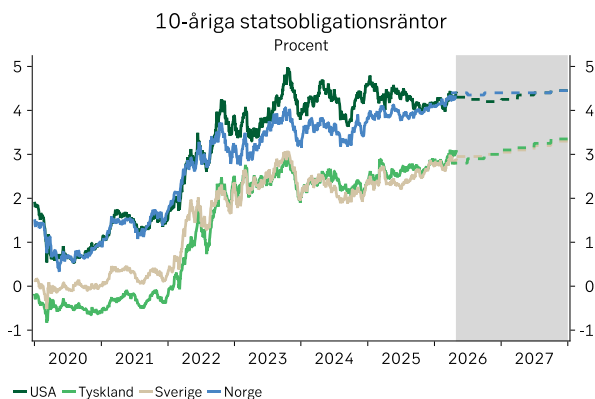
Alla oljekällor återhämtar sig inte till tidigare nivåer. Ytterligare borrning kan behövas för att återställa full kapacitet. Att starta om raffinaderier och petrokemiska anläggningar lär ta flera månader, aluminiumproduktionen upp emot ett år. Global oljelogistik kan behöva upp till 6 månader för att normaliseras. Omkring 17 procent av Qatars LNG-exportkapacitet har skadats och tar 2–4 år att reparera. Infrastrukturskadorna är dock hittills begränsade.

Kriget i Ukraina lärde världen att beroende av energi via pipelines är farligt. Hormuz har lärt oss att fartyg också är riskabla. Fokus på att "producera energi hemma" lär driva på en ännu snabbare utbyggnad av sol, vind och nätbatterier globalt. Elbilsförsäljningen lär också accelerera. Kina blir en stor vinnare som leverantör, medan Mellanösterns oljeexportörer blir långsiktiga strukturella förlorare när oljeefterfrågan växer svagare.

Räntemarknaden Centralbankerna åter i strålkastarskenet

Inflationsoro i kölvattnet av kriget i Mellanöstern har fått marknaden att vänta sig högre styrräntor med stigande långa räntor till följd. Vår bedömning är dock att anpassningen i långräntor i stort sett är klar, men att räntemarknaden förblir volatil framöver. Vi tror på en måttlig nedgång i amerikanska långräntor i år medan tyska och svenska räntor stiger gradvis. Räntehöjningar i närtid innebär att norska räntor förblir höga jämfört med Tyskland under en längre tid.

Kriget i Mellanöstern fick styrränteförväntningar och långräntor att stiga kraftigt i mars, och räntemarknaderna tycks ha varit mer fokuserade på inflationen än krigets konsekvenser för tillväxten. Vår bild är att anpassningen i långräntor nu i stort sett är klar och att räntemarknaderna framöver förblir volatila, utan någon tydlig riktning.



USA: Måttlig nedgång under 2026, högre räntor därefter. Styrränteförväntningarna fortsätter att vara den främsta drivkraften längs hela avkastningskurvan. Vi tror att Fed sänker styrräntan mer än vad marknaden för närvarande prisar in. En lösning på Irankriget, i kombination med tecken på en avmattning på arbetsmarknaden, väntas pressa ned räntor något när förväntningarna på räntesänkningar så småningom ökar. Det ger en något brantare avkastningskurva, dvs. en relativt större nedgång i korta statsräntor än i 10-årsräntan som bara sjunker måttligt till 4,20 procent vid slutet av 2026. Förhöjd inflation, strukturella budgetunderskott och utbudstryck bör begränsa nedgången och bidra till något högre långräntor 2027.

Europa: Stiger sakta. Statsräntorna stiger strukturellt till följd av eurosysteemets fortsatta balansräkningsminskning och ökad statsupplåning. Det motverkas delvis av att banker köper statsobligationer för att ersätta centralbanksreserver i sina likviditetskravsportföljer. Det var dock främst förväntningar om högre styrräntor från ECB som fick den tyska 10-årsräntan att redan i mars stiga till den nivå som var vår prognos för slutet av 2026. Vi tror att ompriseringen av korta räntor nu stabiliserats, vilket innebär att marknaden befinner sig i ett vänteläge där den tyska 10-årsräntan sannolikt handlas mestadels i intervallet 2,90-3,10 procent under resten av 2026. Inför 2027 beror utsikterna i hög grad på ECB:s nästa penningpolitiska fas efter årets räntehöjning. Vår huvudprognos är att långräntor stiger något.

10-åriga statslåneräntor

Procent

	30 Apr	Dec 26	Jun 27	Dec 27
USA	4,40	4,20	4,35	4,45
Tyskland	3,03	3,00	3,10	3,30
Sverige	2,85	3,00	3,15	3,35
Norge	4,33	4,40	4,40	4,45

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: Ökat utbud möter stark efterfrågan. Högre upplåning och en accelererande tillväxt ledde till att svenska 10-åriga statsräntor passerade de tyska under slutet av förra året. Ränteskillnaden har dock återigen blivit negativ när det ökade obligationsutbudet möttes av stark efterfrågan samtidigt som tillväxtutsikterna har dämpats och sjunkande inflation sänkt förväntningarna på Riksbanken. Vi tror att den 10-åriga räntan ligger kvar under den tyska på kort sikt, men förväntar oss gradvis högre räntor 2027 då en stabil tillväxt leder till stramare penningpolitik på medellång sikt.

Norge: Räntehöjningar fördröjer nedgång. Norska statslåneräntor har i stora drag följt den globala utvecklingen men utsikterna har blivit mer splittrade. Kärninflationen har visat sig vara mer ihållande än väntat och enligt vår prognos höjer Norges Bank styrräntan i maj och juni. Ränteskillnaden gentemot ECB ökar i och med det och även långa räntor förblir höga jämfört med Tyskland en längre tid. Samtidigt bör högre räntor stödja både inhemsk och utländsk efterfrågan på obligationer med längre löptid. Upplåningsbehovet är dessutom fortsatt begränsat och när inflationen visar tydligare tecken på att avta kommer räntesänkningarna sannolikt att återupptas 2027. Detta bör bidra till en gradvis minskning av ränteskillnaden på 10-åriga obligationer jämfört med Tyskland, ned mot cirka 115 baspunkter i slutet av 2027.

Tema:

Inflation

Hur stora blir effekterna av stigande energipriser?

Stigande oljepris leder snabbt till högre inflation via ökade drivmedelspriser men riskerar även att pressa upp kärninflationen via mer generellt stigande produktionskostnader. Men hittills är sammantagna prisuppgångar på energi dock tydligt lägre än när kriget i Ukraina inleddes. Om energipriserna faller tillbaka i linje med prissättningen på terminsmarknaden talar det mesta för begränsade effekter på kärninflationen. En historisk jämförelse visar dessutom att indirekta effekter från energi- och råvarupriser oftast blivit mindre än väntat. Vår slutsats är att bredare och större råvaruprisuppgångar i kombination med transport- och produktionsproblem krävs för en mer problematisk uppgång i kärninflationen.

Stigande energipriser har en tydlig och i de flesta fall nästan omedelbar effekt på energiprisdelen i KPI men även andra priser kan påverkas då nästan all produktion av varor och tjänster förbrukar energi. Indirekta effekter från stigande energipriser har historiskt sett varit små, åtminstone sedan början av 1990-talet. Trots att t ex oljepriset varierat mellan 25 och 150 dollar per fat så har kärninflationen under långa perioder påverkats endast marginellt (kärninflationen definieras ofta, och i denna artikel, som KPI exkl. energi och livsmedel). Inflationsuppgången i samband med kriget i Ukraina ser ut att vara ett undantag men samtidigt var pristrycket då mycket bredare än nu och kom inte bara från stigande energipriser. Tvärtom hade den största delen av inflationsuppgången redan skett när kriget bröt ut. Energiprisuppgången i samband med kriget i Mellanöstern ser just nu trots allt ut att bli måttlig och om energipriserna faller tillbaka i linje med terminsprissättningen räknar vi med att de indirekta effekterna blir förhållandevis små.

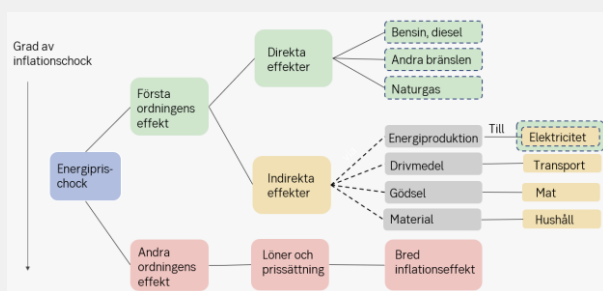
Även om energipriserna ligger kvar på nuvarande nivåer är effekterna små eller måttliga om man antar historisk övervältring. Än så länge är det främst priserna på olja och drivmedel som stigit medan priserna på el och naturgas ökat i mindre grad, framför allt jämfört med perioden 2021/22. Effekterna på livsmedelspriser kan potentiellt bli lite större och det kan noteras att energiprisuppgångarna både 2004-2008 och 2020-2023 sammanföll med kraftigt stigande livsmedelspriser, även om energi inte var den enda drivkraften.



Direkta, indirekta och andra ordningens effekter

Inflationseffekter benämns med några olika begrepp beroende på när och hur de slår igenom (se diagram nedan). Vi pratar ofta om direkta effekter, indirekta effekter och andra ordningens effekter som tidsmässigt brukar påverka inflationen i den ordningen. Direkta effekter är det ofta närmast omedelbara genomslag som t ex ett stigande oljepris har på bl a bensin och diesel. Indirekta effekter uppstår när högre energipriser ger ökade produktionskostnader som transport, gödsel och andra insatsvaror. Indirekta effekter påverkas också av andra faktorer, som hur stor prisförändringen är, konkurrenssituation och företagens möjligheter att faktiskt höja priser. Andra ordningens effekter uppstår t ex via ökade lönekrav (lönekompensation) eller att företags prissättningsbeteende förändras. Andra ordningens effekter riskerar att bli mer ihållande och kan släpa efter med flera år.

Olika inflationseffekter (energi som initial drivkraft)



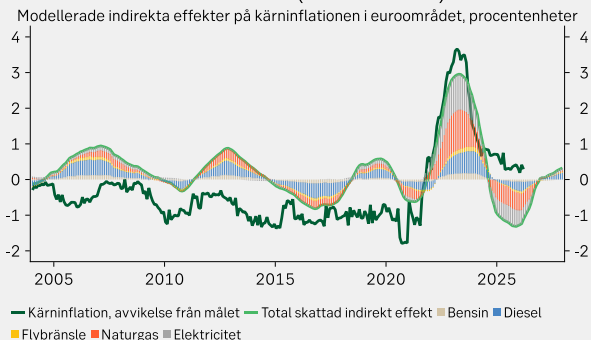
Varierande energipriser, stabil kärninflation

Uppskattningar av det totala genomslaget på KPI av högre energipriser varierar en hel del. Om alla kostnader vältras över på hushållen tyder modellskattningar på att de indirekta effekterna kan bli lika stora eller till och med upp till 50 procent större än de direkta effekterna.

Historiska sambanden är svaga. Historiska utfall tyder dock på att sambanden mellan energipriser (direkta effekter) och kärninflation (via indirekta effekter) inte är särskilt starkt. Diagrammen nedan visar skattningar på energiprisers bidrag till kärninflationen, baserat på att de indirekta effekterna på inflationen är ungefär lika stora som de direkta effekterna för ett urval av energiprodukter. Effekterna har fördelats jämnt över 24-månader. Samvariationen med faktisk kärninflation är svag i euroområdet men kanske lite starkare i USA, även om korrelationen även där är svag. Euroområdets snabba uppgång i kärninflation 2022 sammanfaller dock väl med den estimerade energipriseffekten. De då extremt stora prisökningarna på framför allt elektricitet och naturgas ser ut att bryta det historiska mönstret.

Dock hade producentpriser på i stort sett allt redan stigit kraftigt under 2021 så delar av prisuppgången 2022 kan härledas till fördröjda effekter från annat än energi.

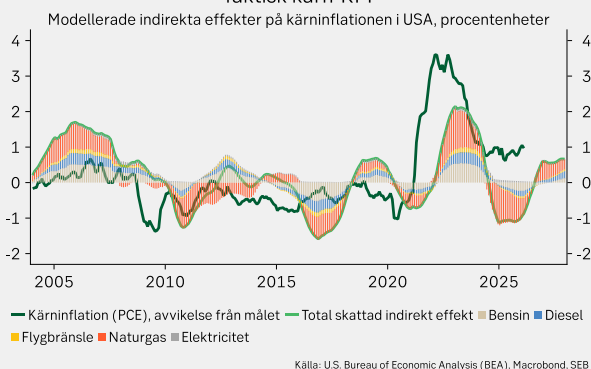
Euroområdet: Låg korrelation mellan indirekta effekter och faktisk kärn-KPI (förutom 2022)



Inflationsuppgången i USA 2021 inleddes innan energipriserna började stiga och våra beräknade indirekta energibidrag ser ut att vara som störst när kärninflationen redan vänt nedåt.

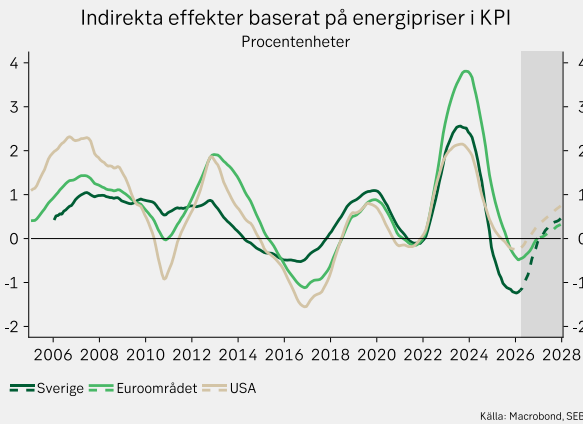
Inflationsuppgången i USA drevs snarare av en stor ökning av efterfrågan i kölvattnet av pandemin, kombinerat med breda internationella störningar i produktionsleden för både insatsvaror och bearbetade varor, med snabbare effekt på priser i USA än i Europa. Våra beräkningar tyder på att energipriserna var betydligt mindre viktiga för kärninflationen i USA än i Europa under den inledande fasen av Ukrainakriget. Intressant är också att energipriserna under 2025 och början av 2026 kan ha bidragit till lägre inflation och att nuvarande marknadspriser tyder på ett ur historiskt perspektiv svagt uppåttryck på kärninflationen under 2026 och 2027.

USA: Lite högre korrelation mellan indirekta effekter och faktisk kärn-KPI

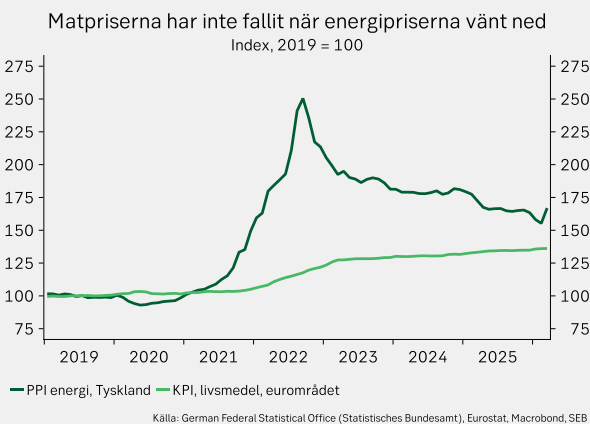


Oftast mindre indirekta effekter i svensk KPI. Skattar vi de indirekta effekterna av energipriser i KPI ser vi att det oftast är mindre svängningar i svenska inflationsmåt. Troligtvis beror det på att den svenska energimixen är mindre fossilberoende än Europas och USA:s, även om vi indirekt är sammankopplade via elnätet (vilket ökat Sveriges indirekta fossilberoende). Att

Sverige hade lägre energipriser under 2022 matchades dock inte av lägre kärninflation, vilket antagligen beror på att det finns en stark internationell priskomponent för inflationen i Sverige. Även svag krona och höga hyror, det senare till stor del en direkt följd av Riksbankens räntehöjningar, bidrog till den relativt höga kärninflationen i Sverige



Risk för högre livsmedelspriser. Sambandet mellan energi- och livsmedelspriser är starkare än det för energipriser och kärninflation och prisgenomslaget är snabbare. Livsmedelspriserna i KPI steg markant både 2008 och 2022, men energipriser är långt ifrån den enda drivkraften. Åren före både finanskrisen och Ukrainakriget präglades av högre internationella priser på livsmedel och allmänt höga priser på råvaror. Det står i tydlig kontrast till 2025 då internationella priser på livsmedel föll och t ex spannmålspriser ligger nu på ett femårslägst. Det går inte att utesluta att ökade transportkostnader riskerar att lyfta vissa livsmedel på kort sikt men riskerna för stigande livsmedelspriser är snarare en fråga för hösten eller nästkommande år. Däremot ser vi inte förutsättningar för samma stora prisuppgång som 2021/22.



Slutsatser för inflationsprognosen

Analysen visar att indirekta effekter från energi och andra råvaror är långt ifrån självklara. Den kraftiga inflationsuppgången i samband med Rysslands invasion av Ukraina drevs av en kombination av extremt höga energipriser i Europa, breda uppgångar under en längre tid för insats- och bearbetade varor globalt och en stark allmän efterfrågan efter pandemin, framför allt i USA. Nuvarande energiprisuppgångarna är än så länge mindre i ett historiskt perspektiv och mer begränsade till oljeprodukter. Om energipriserna faller i linje med rådande terminspriser så är risken för större indirekta effekter på kärninflationen måttlig. Effekterna är med stor sannolikhet även begränsade även om energipriserna skulle ligga kvar på nuvarande nivåer en längre tid. Vi har justerat upp våra kärninflationsprognoser under det närmaste året med 0,2-0,5 procentenheter, men håller fast vid att inflationen på lite längre sikt kommer vara i linje med eller lägre än centralbankernas mål.

Bättre läge för flera inflationsdrivkrafter. Jämfört med läget inför kärninflationsuppgången 2021 och 2022 är situationen nu annorlunda om vi ser bortom energikomponenten. Inflationstakten i producentledet är måttlig för både livsmedel och andra varor, löneökningstakten saktar in och kortsiktiga inflationsindikatorer pekar fortsatt på lågt pristryck. Vi bedömer också att förutsättningarna för en efterfrågedriven prisuppgång från hushållen är begränsad.

En del (höga) priser har inte reverserats – kan bidra till mindre uppgång nu. En avslutande observation avseende råvarupriser är att den indirekta effekten från prisnedgångarna sedan 2022 ser ut att ha uteblivit på en del håll. Ett exempel är att flygpriser i Europa låg kvar på en hög nivå när bränslepriserna föll år 2023 – 2025. Samma argument kan appliceras på livsmedelspriserna som stigit med mer än 30 procent i både Sverige och Europa sedan 2021, trots fallande producentpriser sedan mitten av 2022.

Vi bedömer att situationen ur ett inflationsperspektiv behöver förvärras betydligt, med mer bestående uppgångar i energipriser kombinerat med bredare störningar för produktion och handel, för att generera en mer markant uppgång för kärninflationen. Men osäkerheten som omgärdar kriget är dock betydande och en sådan utveckling kan självklart inte uteslutas.

Valutamarknaden

Utrymme för förnyad dollarförsvagning

De geopolitiska risker som kriget i Iran medfört återgav dollarn styrka mot övriga G10-valutor. Drivkrafterna framöver varierar. Sedan vapenvilan har rörelsen delvis korrigerats med utrymme för ytterligare dollarförsvagning i närtid. Därefter tar ränteskillnaderna åter över som drivkraft, vilket gör valutor med låg ränta – däribland SEK – mer utsatta. Mot slutet av 2026 och in i 2027 talar en bredare konjunkturåterhämtning för något svagare USD och starkare SEK.

Flera valutor återhämtar sig mot dollarn efter vapenvilan. Konjunkturuppväxlingen som väntades vid inledningen av 2026 har i kölvattnet av kriget i Iran kommit av sig. Den mest påtagliga valutaeffekten blev en starkare dollar, särskilt mot tillväxt- och riskkänsliga valutor som den svenska kronan. Detta drevs dock inte i första hand av klassiska "safe haven"-flöden, utan snarare av positionering: marknaden var tydligt inställd på en svagare USD, och när riskviljan sjönk utlöste det ökade dollarköp. Dessutom framstår USA som mindre sårbart i energikrisen än Europa och Asien, vilket ger ytterligare stöd till dollarn. Sedan vapenvilan har dock flera valutor återhämtat sig en del mot USD och vid en relativt snar lösning på konflikten finns fortsatt utrymme för en svagare dollar, men osäkerheten är stor.

Fokus riktas mot centralbankerna. Under sommaren och hösten väntar nu en mer utdragen och trög konjunkturfasa där fokus i större utsträckning riktas mot skillnader i penningpolitiken. Reserve Bank of Australia, Norges Bank och Europeiska Centralbanken väntas höja styrräntorna i år, och Reserve Bank och New Zealand höjer längre fram. Riksbanken kan däremot avvakta en längre tid, samtidigt som Federal Reserve (Fed) och Bank of England senarelägger respektive sänkingscykel. Denna divergens mellan centralbankerna får konsekvenser för valutamarknaden via räntedifferenser, inte minst i form av förändrade så kallade carry-flöden. Denna typ av investeringsstrategi kan förenklat beskrivas som att man lånar upp finansiering i en valuta med låg ränta och placerar i en valuta med högre ränta, vilket i praktiken innebär att man säljer finansieringsvalutan och köper placeringsvalutan.

Särskilt tydligt blir detta för SEK. Svenska kronan riskerar att bli en finansieringsvaluta i carry-strategier. Valutor med högre styrräntor som AUD och NOK bör fortsatt ha stöd, medan utsikterna för GBP är grumligare – svag konjunktur men höga räntor.

Euron har försvagats mot dollarn sedan kriget bröt ut, men väntas korrigera tillbaka mot 1,20 under sommaren med stöd av krympande ränteskillnad. Därefter bedöms valutaparet handlas i ett relativt snävt intervall runt denna nivå under hösten. Mot slutet av 2026 och in i 2027 förväntar vi oss att Fed åter sänker räntan medan ECB ligger still efter att ha höjt räntan i juni, vilket bör ge viss uppgång i EUR/USD. En gradvis förbättring i global tillväxt under 2027 förstärker denna bild, men rörelsen bedöms bli måttlig, med nivåer runt 1,22 snarare än någon kraftig förstärkning.

Trend mot svagare dollar. När kriget i Mellanöstern väl trappats ned kvarstår en underliggande tendens mot en svagare dollar. Flera faktorer kan bidra till att investera gradvis minskar sin USA-exponering, såsom politisk osäkerhet kring mellanårsvalet, frågetecken kring AI-investeringar samt möjliga framsteg i Ukrainakonflikten. Den globala konjunkturuppväxlingen återupptas så småningom och ger stöd åt tillväxtkänsliga valutor som den svenska kronan, som dessutom gynnas av stark inhemsk konjunktur.

Tre faser. Sammanfattningsvis ser vi tre faser: en kortsiktig korrektion med svagare USD i takt med att kriget i Mellanöstern klingar av, en period under hösten där räntedifferenser spelar en större roll för valuta-utvecklingen, samt en senare fas, från årsskiftet, där förbättrad tillväxt åter gynnar mindre och mer cykliska valutor som SEK relativt större valutor som dollar och euro.

Valutakurser

	30 Apr	Dec-26	Jun-27	Dec -27
EUR/USD	1,17	1,21	1,22	1,22
USD/JPY	157	157	155	153
EUR/GBP	0,86	0,89	0,90	0,90
EUR/SEK	10,85	10,65	10,45	10,30
EUR/NOK	10,91	10,80	10,70	10,80
USD/SEK	9,25	8,80	8,57	8,44
USD/NOK	9,30	8,93	8,77	8,85

Källa: Macrobond, SEB

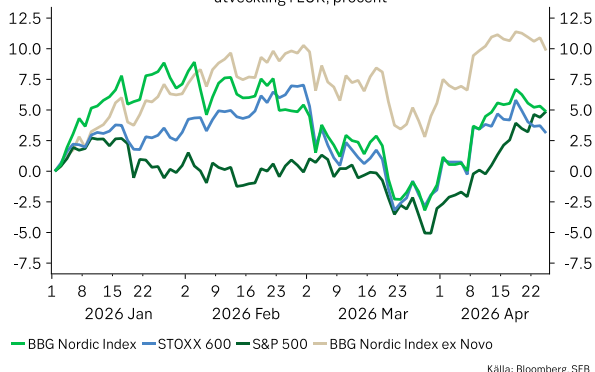
Aktiemarknaden Chocken klingar av

Aktiemarknaderna började gynnas av en förbättrad ekonomi när kriget i Iran pausade den positiva trenden. Aktier har återhämtat sig sedan striderna upphörde, då investerare räknar med en snabb återgång till det makroklimat som rådde innan. Om vårt huvudscenario, om en gradvis normalisering av energiförsörjningen håller, kommer nordiska aktier sannolikt att stiga med cykliska bolag i tåten när tillväxten tar fart igen. Dock lär risken förbli förhöjd tills trafiken i Hormuzsundet återupptas.

Fred är svårt, men aktiemarknaden går vidare. I

januari förväntade vi oss att börserna skulle stiga till följd av en ekonomisk återhämtning. Sedan dess har kriget i Mellanöstern och de medföljande störningarna i olje- och gasförsörjningen lett till stora svängningar på den globala aktiemarknaden. Först sjönk kurserna när oljepriserna steg i mars, sedan steg de när oljepriserna sjönk i hopp om en återöppning av Hormuzsundet i början av april. Just nu verkar positiva och negativa krafter vara balanserade eftersom återöppningen fortfarande inte har materialiserats. Trots energichocken är aktieavkastningen positiv för året, med uppgångar på 3–5 procent i amerikanska, europeiska och nordiska aktier för en eurobaserad investerare.

Norden i topp trots energichock
utveckling i EUR, procent



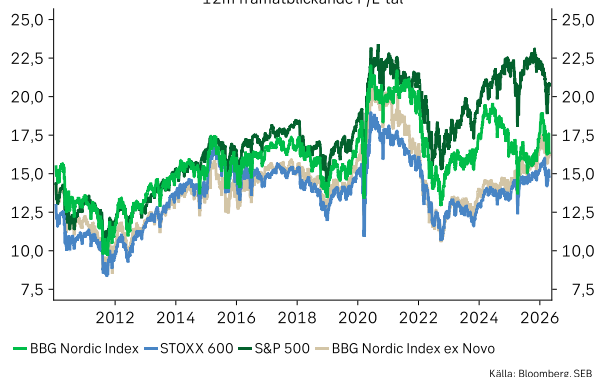
Uppgången i energipriserna kommer att få viss effekt på realekonomin och att återuppbygga lager kommer att ta tid. Om oljeförsörjningen inte återställs kan vi stå inför ett större bakslag. Om oljepriset toppade strax över 100 USD/fat, vilket vi tror, är det dock osannolikt att energichocken utlöser en recession. I så fall blir utsikterna för aktiemarknaden sannolikt en korrektion

inom en längre uppgångsfas, och diskussionen flyttas till hur lång tid det tar innan det underliggande positiva makroklimatet återvänder.

Om förhoppningarna om en återgång till mer normala leveranser från Persiska viken bekräftas, kommer inköpschefsindex (PMI) att sjunka i ytterligare ett par månader, men bör bottna över 50 och stiga igen under sommaren. Aktiemarknader vänder normalt uppåt innan de ledande indikatorerna når sin botten. Men så länge störningarna fortsätter kommer risken för en mer negativ ekonomisk utveckling att förbli betydande.

Risker balanseras av positiva faktorer. Även om geopolitiska risker fortfarande dominerar nyhetsflödet, fortsätter andra faktorer att stödja aktier. Kvartalsrapporter för första kvartalet har generellt varit bättre än väntat, och tillverkningsindikatorerna har hittills varit motståndskraftiga. USA har också vissa relativa fördelar i en oljechock, då landet är en exportör av petroleumprodukter, medan Europa är beroende av importerad energi. Europa behöver därför mer politiskt stöd men å andra sidan är värderingarna mer attraktiva för den långsiktiga investeraren i Europa. De nordiska ekonomierna är mindre exponerade för chocken än resten av Europa och de nordiska aktierna är billigare än de amerikanska, vilket bör ge en viss fördel för Norden.

P/E-konvergens fortsätter om kriget avslutas
12m framåtblickande P/E-tal



Ha respekt för osäkerheten

Den första delen av 2026 har varit mer volatil än vi trodde, både på börserna och i allmänhet. Störningarna i energiförsörjningen har definitivt potential att sänka den globala ekonomin på ett mer bestående sätt och även om vi inte ser det som troligt att det händer, är det viktigt att respektera att krig är oförutsägbara även för de inblandade parterna. Så länge inga betydande mängder olja fraktas genom Hormuzsundet finns det en reell risk att marknaderna har varit för optimistiska kring de realekonomiska effekterna. Vårt huvudscenario är dock att en återgång till krig vore alltför kostsamt för båda sidor.

USA

Motståndskraftig tillväxt i fortsatt utmanande miljö

Trots krig och dyrare olja sänks tillväxtprognosen endast måttligt. Finanspolitiska stimulanser, AI-investeringar och snabb produktivitetstillväxt fortsätter att stötta ekonomin. Handelspolitiken blir mer förutsägbar och USA gynnas delvis som energiexportör. Högre inflation pressar dock hushållen medan arbetsmarknaden är kvar i en bräcklig balans. Fed går försiktigt fram med räntesänkningar, trots att en ny och mera duvaktig ordförande är på väg in.

Tillväxten avtog till 2,1 procent i fjol från nära 3 procent per år de två föregående åren. Lägre än befarade tullar, positiva förmogenhetseffekter för hushållen, en stark boom i IT-sektorn drivet av satsningar på AI och hög produktivitetstillväxt har gett motståndskraft i en stökig politisk miljö. Tillväxten bromsade in under fjärde kvartalet i fjol på grund av den tillfälliga nedstängningen av offentlig sektor, men det tappet kommer att tas tillbaka under kommande kvartal. 2026 startade i en optimistisk anda med ökat stöd från finanspolitiken, avregleringar och avtagande negativa effekter från tullarna. Kriget i Mellanöstern skapar nya nedåtrisker för både hushåll och företag som dock delvis uppvägs av en ökad aktivitet i energisektorn. Vår prognos är att BNP växer med 2,1 procent i år, en liten nedrevidering från 2,3 procent i Nordic Outlook januari. Hade det inte varit för kriget hade prognosen snarare reviderats upp. Prognosen för 2027 ligger fast på 2,0 procent.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	2,8	2,1	2,1	2,0
Arbetslöshet*	4,0	4,3	4,5	4,5
Löner	4,0	4,0	3,5	3,1
Kärn-PCE-inflation	2,9	2,8	3,2	2,2
Offentligt saldo**	-7,9	-6,8	-7,5	-7,5
Offentlig bruttoskuld**	122	124	126	130
Fed funds rate, % ***	4,50	3,75	3,50	3,25

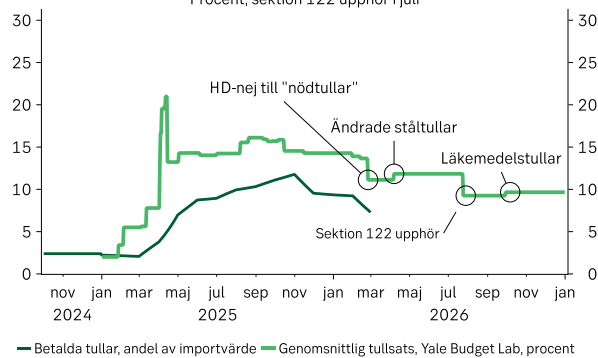
*% av arbetskraften, **% av BNP, ***övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB

Bräcklig balansgång för prognosen. Minskad efterfrågan på arbetskraft eller fallande börser och stramare finansiella förhållanden utlöst av ökad osäkerhet från Mellanöstern kan få ekonomin att bromsa in kraftigare. Den fortsatta takten i AI-investeringarna – och deras potentiella effekter på produktivitetstillväxten – är svårbedömd. Ökad lånefinansiering i kombination med svaghetstecken på den privata kreditmarknaden eller besvikelser vad gäller avkastningen på AI-satsningarna skulle kunna få investeringarna att falla. På den positiva sidan höjer snabb produktivitetstillväxt gränsen för hur snabbt ekonomin kan växa trots begränsningar för arbetsutbudet, medan AI skapar möjligheter till ytterligare produktivitetslyft.

Handelspolitiken blir mer förutsägbar

Högsta domstolen förklarade merparten av fjolårets tullar olagliga. Detta följdes av nya tullar med stöd av en lag om underskott i handels- och bytesbalansen (sektion 122), som löper ut i juli. Vita huset har startat utredningar baserade på tidigare använd handelslagstiftning kring nationell säkerhet (sektion 232) och orättvisa handelsvillkor (sektion 301). Avsikten är att tullarna i sommar ska återställas till nivåerna innan HD:s dom på ca 13,5 procent. Vi räknar dock med att faktiskt betalade tullar förblir något lägre till följd av bl a undantag och omdirigerad handel. Ståltullarna har modifierats och tullarna på icke-generiska läkemedel ska höjas i höst. Därtill utreder administrationen möjligheter att höja tullar mot olika länder baserat på t ex arbetsvillkor och överkapacitet. Möjligheten för president Trump att använda tullar som ett godtyckligt geopolitiskt påtryckningsmedel har dock begränsats. Handelsavtalet med Mexiko och Kanada ska omförhandlas i juli. Vi antar att det inte blir några betydande förändringar, vilket innebär att stora delar av USA:s handel med dessa länder förblir undantagen från tullar.

Tullar med nuvarande politik
Procent, sektion 122 upphör i juli



Källa: Budget Lab at Yale, Macrobond, SEB

Fjolårets handelskrig ledde till nya handelsavtal.

Stora handelspartners som EU, Japan och Sydkorea har

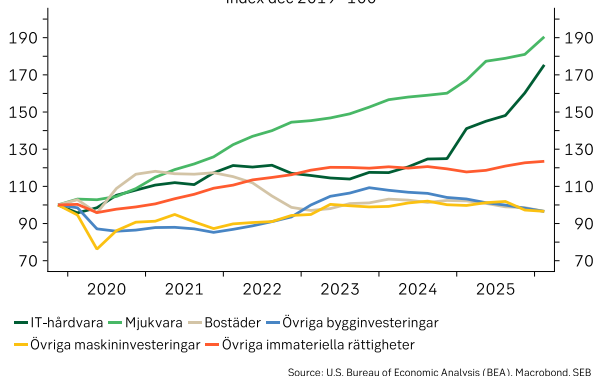
gått med på att förbättra villkoren för amerikansk export samtidigt som den egna exporten till USA möter högre tullar än tidigare. Det är positivt för delar av USA:s näringsliv men utgör en dold skatt på konsumtionen. Försörjningskedjorna för amerikanskt näringsliv har blivit mer komplicerade.

Finanspolitiken blir mer expansiv i år

Fjolårets skattereform innehöll investeringsstimulanser, en förlängning av inkomstskattesänkningarna från Trumps första mandatperiod och nya på bl a övertid och dricks. Att sänkningarna är retroaktiva leder till extra stora skatteåterbärningar i år. HD:s dom innebär att delar av fjolårets tullintäkter måste betalas tillbaka i år samtidigt som kriget i Iran kräver ökade tillskott till militären. Vi räknar med en total stimulans på drygt 0,5 procent av BNP för 2026. Därefter tror vi att underskotten planar ut kring 7,5 procent av BNP. Stigande räntekostnader för den redan höga skulden förvärrar underskotten. USA:s svaga statsfinansiella läge fortsätter att vara en risk för tillväxt och finansmarknader.

Aktiviteten i industrin har stöttats av IT-sektorn och investeringar i AI, vilket uppvägt trög utveckling i andra sektorer. Ordergång och orderomdömen i företagsenkäter i början av året signalerar en ökad investeringsvilja, men enligt nationalräkenskaperna för första kvartalet var dessa fortsatt koncentrerade till IT-sektorn. Aktiviteten i energisektorn lär få stöd av högre oljepriser, medan byggandet förblir under press från fortsatt höga räntor. Handelsavtalen med EU, Japan och Sydkorea innehöll åtaganden om stora direktinvesteringar i USA, men vi räknar inte med att detta ska få någon större påverkan på investeringarna under prognosperioden. För EU ligger åtagandena i linje med tidigare trend och beslutet fattas av privata företag, inte EU-kommissionen. Sammantaget räknar vi med en fortsatt måttlig investeringstillväxt, inklusive en viss dämpning för de offentliga investeringarna.

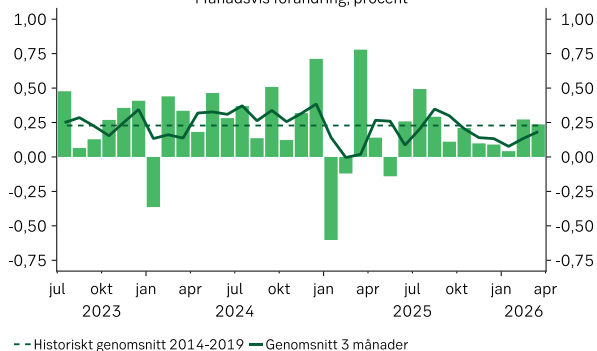
USA: IT och mjukvara håller uppe investeringarna
Index dec 2019=100



Hushållen drabbas värst av dyrare olja

Konsumtionen ökar sedan förra sommaren i en allt långsammare takt. Svaga realinkomster motverkades i fjol delvis av en sjunkande sparkvot. Skattesänkningar väntades lyfta konsumtionen i början av detta år. Högre bensinpriser begränsar nu utrymmet för annan konsumtion, särskilt som sparandet redan är lågt. Konsumentförtroendet har vänt ner igen i spåren av stigande bensinpriser och signalerar ökad försiktighet. Vissa hushållsundersökningar tecknade dock en överdrivet pessimistisk bild av konsumtionen i fjol. Om konflikten de-eskalerar och energipriserna faller tillbaka tror vi att konsumtionen återhämtar sig under andra halvåret i år. Konsumtionen väntas växa med 1,9 procent i år, mot 2,2 i vår januariprognos. Svag sysselsättning dämpar tillväxten i inkomster och konsumtion. Äldrande befolkning gör dock att andra inkomstkällor, som transfereringar och kapitalinkomster, blivit viktigare än tidigare, vilket delvis motverkar effekterna av den tröga arbetsmarknaden.

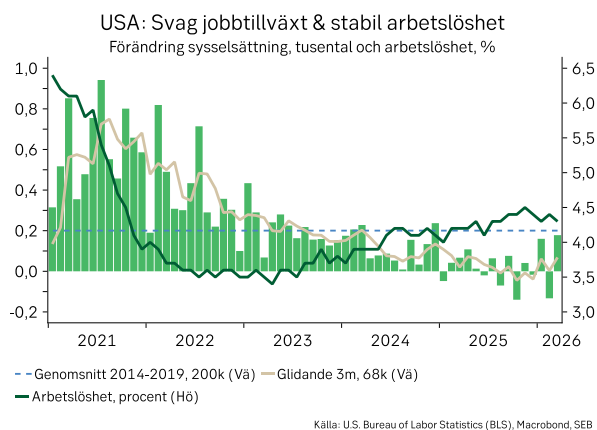
USA: Privat konsumtion har bromsat in
Månadsvis förändring, procent



Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden har stagnerat

Både uppsägningar och nyanställningar är få. Arbetsutbudet har stannat av på grund av en åldrande befolkning och stopp för immigration, vilket innebär att det inte krävs så många nya jobb för en stabil arbetsmarknad. Sysselsättningsdata har varit volatila och påverkade av väder och strejker. Därtill fortsätter troligen statistiken att överskatta den verkliga trenden. Genomsnittet för antalet nya jobb de senaste 3 månaderna ligger på ca 70 000, vilket, korrigerat för överskattningar, kan vara i linje med bedömningar av den nya break-even på 30 000 nya jobb per månad. Den slutsatsen får stöd av att arbetslösheten ser ut att ha stabiliserats på en nivå i linje med eller strax över Feds bedömning av jämvikt på 4,0–4,3 procent. Vi ser en risk för att efterfrågan på arbetskraft mattas ytterligare i spåren av kriget. Arbetslösheten väntas stiga något till 4,6 procent under andra halvåret.



Kriget försenar normalisering av inflationen

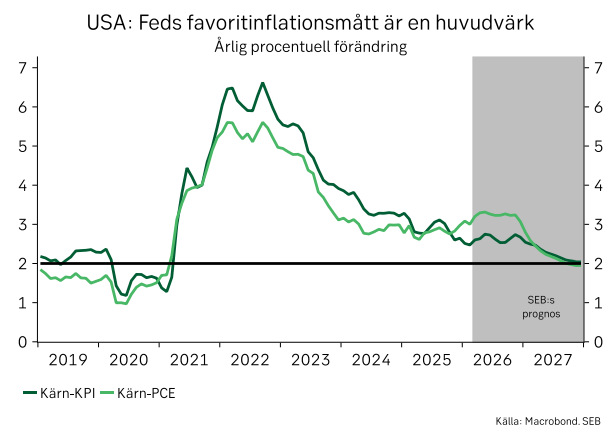
Tullarna har haft ett mindre genomslag på inflationen än befarat och vi har sänkt prognosen för varuinflationen i flera steg. Tjänsteinflationen har saktat in gradvis, främst drivet av långsammare hyresökningar. Nya kontrakt tyder på att den nedåtgående trenden fortsätter. Kraftigt stigande priser på bensen har fått den totala inflationen att stiga; vi tror att den toppar kring 4,0 procent under våren. Dyrare insatsvaror och transporter kommer sätta viss press upp på andra priser med en fördröjning. Vi räknar med att genomslaget på kärninflationen, exklusive mat och energi, blir begränsat. Fjölårets utveckling tyder på att företagen har svårt att skicka vidare prishöjningar till slutkonsument, medan svag arbetsmarknad gör att risken för lönekomensation är låg. Återgången till målet försenas dock och kärn-KPI väntas vara tillbaka på 2 procent först mot slutet av 2027.

Inflationen har legat över 2-procentmålet under de fem senaste åren. Flera av de poster som nu bidrar till att pressa ned kärn-KPI, som hyror och bilförsäkringar, har lägre vikt i Feds favoritinflations-mått kärn-PCE. Det är ett dilemma för Fed. Kärn-PCE ligger nu ca 0,5 procentenheter över kärn-KPI. Normalt brukar PCE-inflationen vara lägre än KPI och vi tror att de två måtten konvergerar under nästa år.

Fed kan se bortom tullar och energi

Att Fed ser styrräntan som neutral eller mildt åtstramande minskar pressen på att agera mot stigande energipriser. Kommunikationen visar att Fed även ser ökade nedåtrisker för tillväxten. Feds huvudscenari är att även denna chock är övergående, vilket stöds av måttliga inflationsförväntningar på lite längre sikt. Den senaste prognosrundan i mars indikerade att Fed-ledamöterna ser utrymme för ytterligare två räntesänkningar. Efter en lång period med inflation över målet och upprepade chocker behöver Fed dock få en tydlig bekräftelse på att kärninflationen har toppat och

är på väg tillbaka ner mot målet. Vi prognostiserar att styrräntan sänks i december i år och därefter i mars 2027. I slutet av 2027 väntas räntan därmed ligga i ett intervall på 3,00-3,25 procent, i linje med Fed-ledamöternas medianbedömning av jämvikt.



Fed förblir under press från Vita huset. Trumps kandidat till ny Fed-ordförande, Kevin Warsh, får gå en svår balansgång mellan Trumps förväntningar på sänkningar och nya stagfationsrisker samt svalt stöd för snara lättnader från nästan alla andra Fed-ledamöter. Warsh ser ut att bli godkänd i tid till nästa möte i juni. Han kommer att ta över likaledes duvaktiga Mirans plats eftersom Jerome Powell ännu inte valt att helt lämna Fed; Powells mandat som ordinarie ledamot löper ut i början av 2028. Fed har återupptagit tillgångsköpen för att stödja likviditeten, men endast i kortare löptider. Storleken på köpen har som planerat minskats efter april, som präglas av stora flöden kopplade till skatter. Warsh har sagt att han vill att Fed ska sätta mindre avtryck på marknaden, vilket tyder på nya diskussioner om balansräkningen vid någon tidpunkt. Samtidigt kan lättade kapitalkrav för banker öka intresset för att inneha statsobligationer.

Maktskifte i hela eller delar av kongressen

Kriget i Mellanöstern och högre bensenpriser har sänkt opinionsstödet för Trump. Utsikterna för demokraterna att ta tillbaka makten över representanthuset har stärkts ytterligare och enligt bettingmarknader har demokraterna även en chans till majoritet i senaten. En delad kongress kommer att blockera Trumps möjlighet att få igenom nya skattesänkningar, försvåra förhandlingar om budgeten och kring en höjning av skuldtaket när detta åter nås någon gång nästa år samt öppna för nya riksriktprocesser. Att demokraterna kan väntas hålla emot ytterligare utgiftsnedskärningar gör att underskotten förblir stora även efter mellanårsvalet. Skulle även senaten få demokratisk majoritet får Trump svårt att få igenom nya utnämningar.

Japan

Globala risker och oljepris utmanar Takaichis agenda

Regeringen Takaichis starka parlamentariska ställning och expansiva finanspolitik 2026 möter motvind från betydande globala risker. BNP växer med knappt 1 procent per år och nedåtriskerna kvarstår. Samspelet mellan finans- och penningpolitik, liksom utvecklingen för yenen, blir avgörande för tillväxtutsikterna i en ekonomi som fortsatt hämmas av demografin.

Japans ekonomiska utsikter 2026–2027 präglas av att inhemsk efterfrågan gradvis tar över som tillväxtmotor från exporten. Reallöneökningar och en mer uthållig konsumtion ger stöd, medan satsningar på digitalisering och försvarsrelaterad industri bidrar positivt till tillväxt och produktionskapacitet. Men energisårbarheten är betydande; Japans energimix utgörs till ca två tredjedelar av olja och gas. Enligt regeringen täcker landets råoljereserv 250 dagars förbrukning. En global konjunkturavmattning och en fortsatt volatil yen, som höjer importkostnader och pressar företagens marginaler, dämpar tillväxten.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

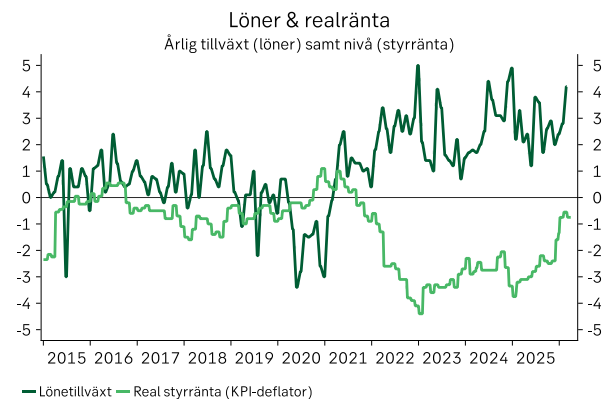
	2024	2025	2026	2027
BNP	0,1	1,2	0,8	0,7
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,5	2,5
KPI	2,7	3,2	2,1	2,4
Offentligt saldo**	-1,7	-1,1	-2,0	-2,4
Offentlig bruttoskuld**	214	206	204	200
Styrränta, %***	0,25	0,75	1,00	1,00

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

Finanspolitiken är expansiv 2026 med fokus på riktade stöd till hushåll och strategiska sektorer men handlingsutrymmet begränsas av en redan mycket hög statskuld. Samtidigt stiger statslåneräntorna från låga nivåer. Det ökar räntekostnaderna och sätter långsiktig statsfinansiell stabilitet i fokus. Balansen mellan stimulans och skuldkonsolidering blir allt viktigare och mer utmanande i takt med att statslåneräntorna stiger.

Hushållens beteende och beslut präglas av en försiktig normalisering efter år av deflationstänkande. Löne-

ökningar – delvis strukturellt drivna av arbetskraftsbrist – stödjer konsumtionen men höga importpriser och fortsatt osäkerhet dämpar optimismen. Företagen visar samtidigt ökad investeringsvilja trots omvärldsrisker, särskilt inom automatisering och produktivitetshöjande åtgärder. Detta speglar de demografiska utmaningarna. En högre produktivitetstillväxt är avgörande för att på sikt kunna bära den mycket höga offentliga skulden.



Fack och företag har tecknat löneavtal för 2026 som för tredje året i rad överstiger 5 procent. Japans mått på kärninflation (som inkluderar energipriser) väntas därför stiga igen efter en nedgång under de senaste månaderna. Nya löneavtal och en svag yen stärker förutsättningarna för att varaktigt nå inflationsmålet på 2 procent. Inflationen drivs i hög grad av kostnadsfaktorer snarare än en stark efterfrågan, vilket skapar en komplex avvägning för penningpolitiken: behovet av normalisering måste vägas mot risken att dämpa en fortfarande bräcklig inhemsk efterfrågan.

Bank of Japan (BoJ) fortsätter sin gradvisa exit från ultraexpansiv politik men behåller flexibilitet för att hantera marknadsrörelser. BoJ står samtidigt under tryck från regeringen att upprätthålla en expansiv räntepolitik, vilket innebär en risk för en destabiliserande utveckling av den höga offentliga skulden.

Yenen är fortsatt volatil och undervärderad, där ränteskillnader mot omvärlden spelar en central roll. Trots räntehöjningar från BoJ begränsar det stora räntegapet mot USA potentialen för en kraftig valutaförstärkning. Myndigheterna väntas fortsatt motverka att USD/JPY stiger över 160, och Japan tros ha intervenerat i månadsskiftet april/maj för att stödja valutatan. Vår prognos är att USD/JPY handlas kring 157 i slutet av 2026 och 153 i slutet av 2027.

Kina

Stabilitet prioriteras

Övergången till ett mer pragmatiskt tillväxtmål öppnar för gradvis lägre BNP-tillväxt. Finanspolitiken är neutral trots budgetförstärkning från statsägda företags utdelningar. Investeringsåterhämtningen i tillverkningsindustrin fortsätter. Kriget i Mellanöstern bekräftar värdet av strategin att lagerhålla viktiga råvaror. Uppgången i energipriser har brutit den deflationistiska cykeln men med begränsad effekt på företagets lönsamhet. Penningpolitiken förblir stabil i avvaktan på större klarhet kring energiutsikterna.

Mer pragmatiskt tillväxtmål. I början av mars tillkännagav Nationella folkkongressen (NFK) landets lägsta tillväxtmål sedan 1990-talet, på 4,5–5,0 procent för 2026. Skiftet mot mer pragmatiska ekonomiska mål bidrar till att BNP-tillväxten går ner mot 4,5 procent 2027. Ett lägre mål är både mer trovärdigt och minskar risken för onödiga utgifter i syfte att stödja en avtagande potentiell tillväxttakt. Beslutsfattarna ges därmed utrymme att fortsätta hantera strukturella problem kopplade till överkapacitet. Om BNP-tillväxten i genomsnitt landar på runt 4,2–4,5 procent under kommande tio år, skulle Kina nå sitt mål för BNP per capita; att bli ett "medelutvecklat land" till 2035.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	5,0	5,0	4,7	4,5
Inflation	0,2	0,2	0,3	1,2
Offentligt saldo*	-7,3	-8,0	-7,9	-7,5
1-års loan prime rate, %**	3,1	3,0	3,0	3,0
7d reverse repo rate, %**	1,5	1,4	1,3	1,3
USD/CNY**	7,30	6,98	6,85	6,95

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

Neutral finanspolitik. Kinas finanspolitiska hållning förblir återhållsam vilket speglar Pekings tilltro till sin förmåga att uppnå rimlig tillväxt. Finanspolitiken har i stort sett varit stabil, med en bibehållen inriktning mot en "aktiv" men avvägd stimulans. Underskottsmålet för offentlig sektor behövs på 4 procent av BNP för 2026. Räknat med oförändrade kvoter för särskilda statsobligationer och lokala obligationer med särskild status,

innebär det ett underskott på nästan 8 procent av BNP 2026 – marginellt lägre än 2025.

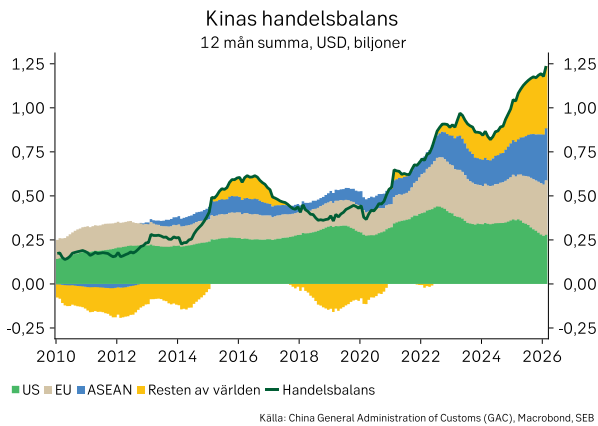
Utdelningar från statsägda företag stärker statsfinanserna. Officiella budgetdokument visar att centralregeringen nu på allvar börjar ta ut mer vinster från de statsägda företagen (SOE). I årtionden har företagen lyckats minimera vinstöverföringarna till staten. Merparten av de inbetalda medlen gick till att strukturera om sektorn, trots att de icke-finansiella statsföretagens samlade vinster uppskattats till omkring 3 procent av BNP per år sedan tidigt 2000-tal. I fjol meddelade finansdepartementet att de inbetalda vinsterna ökat med 78 procent till 375 miljarder yuan. De faktiska inbetalningarna överstiger nu tydligt de budgeterade beloppen och mer än 60 procent av medlen behålls av staten. 2026 års budget bekräftar att utdelningskvoten för statsägda företag höjts generellt, vilket för Kinas SOE-utdelningspolitik närmare de nivåer som är vanliga i mer utvecklade ekonomier.

Stark industri driver cyklisk investeringsuppgång. I

takt med att produktionen inom maskintillverkning, järnväg och elmaskiner tagit fart, har fasta investeringar i samma sektorer ökat. Därtill fortsätter investeringstakten i högteknologiska industrier att överträffa den totala tillverkningsindustrin, vilket ger ett högt innovationstempo. Investeringarna inom fastighetssektorn förblir däremot svaga. Beslutsfattarna verkar ha blivit mer bekväma med utsikterna och regeringens mål handlar nu om att "stabilisera fastighetsmarknaden" – en mjukare ambition jämfört med förra årets löfte om att "stoppa nedgången" i sektorn. Den svaga fastighetsmarknaden består sannolikt åtminstone hela 2026.

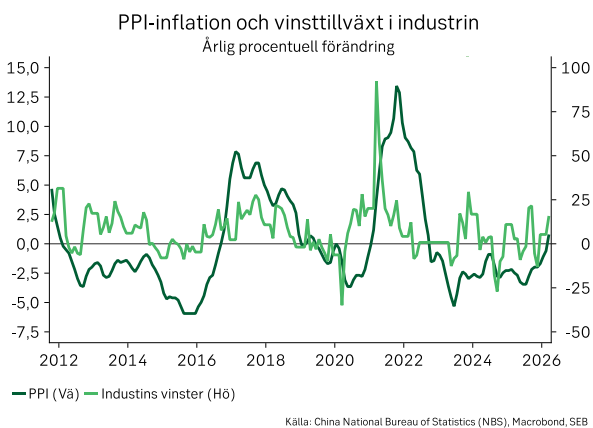
Exportberoende tillväxtmodell består, fortsatt

förskjutning mot globala syd. Handelsöverskottet fortsätter att öka, särskilt gentemot de sydostasiatiska länderna (ASEAN) men även mot resten av världen. Kinesisk export fortsätter att öka, inte bara tack vare global efterfrågetillväxt utan också genom att man tar marknadsandelar från utvecklade ekonomier. Strategin ger visserligen tillväxt på kort sikt, men skapar också risker på medellång sikt: Kinas ekonomi blir alltmer beroende av efterfrågan från regioner med historiskt sett mer volatil tillväxt. Höga och stigande handelsöverskott spär dessutom på konflikterna med olika handelspartners. Tills vidare fortsätter Peking att intensifiera satsningarna på innovation och uppgradering mot sektorer med högre förädlingsvärde, vilket i förlängningen innebär ett fortsatt stort exportberoende för att absorbera överkapaciteten.



President Trumps besök i Peking sköts upp till maj.

Den ursprungliga planen var att hålla toppmötet vid månadsskiftet mars–april. Konflikten i Iran fick dock Vita huset att senarelägga besöket. Både Kina och USA signalerar alltjämt en vilja att värna om stabila handelsrelationer. Risken för missförstånd ökar dock ju längre ett officiellt avtal dröjer.



Fortsatt lagerupbyggnad.

Att säkra energiförsörjningen är en långsiktig prioritet för Peking och de senaste störningarna har styrkt strategin att lagerhålla viktiga råvaror. Även om Kina diversifierar sin energibas svarar råolja fortfarande för nästan 20 procent av landets energikonsumtion. Uppbyggnaden av oljereserverna under de senaste åren ger ytterligare en säkerhetsbuffert som möjliggör för regeringen att stabilisera den inhemska marknaden i åtskilliga månader. Men olja är inte den enda råvara som Kina lagerhåller. Det alltmer spända geopolitiska klimatet tyder på att Kina kommer att fortsätta hålla reserver av viktiga råvaror, vilket bidrar till att hålla energipriserna högre än förkrigsprognoserna även på medellång sikt.

Energiprischocken, abrupt slut på deflationscykeln.

För första gången på mer än tre år noterade producentprisindex (PPI) en positiv årstakt på 0,5 procent i mars. Det drevs framför allt av en prisökning på 15,8 procent inom olje- och gassektorn. Trots att

politiken bromsar genomslaget av prisförändringar på konsumenter, har kostnaden för drivmedel stigit med 10 procent.

Kostnadsdrivna prisökningar lyfter inte lönsamheten.

Historiskt har PPI-inflation tenderat att stärka företagets lönsamhet. Men den här gången är det snarare troligt att industrivinster inte gynnas i samma utsträckning av den kostnadsdrivna inflationen. Den ihållande svagheten i inhemsk efterfrågan begränsar helt enkelt producenternas möjligheter att övervältra stigande kostnader. Det finns därför en risk att vinstmarginalerna pressas ytterligare. Hushållen får samtidigt svagare realinkomstökningar vilket ytterligare dämpar konsumtionen.

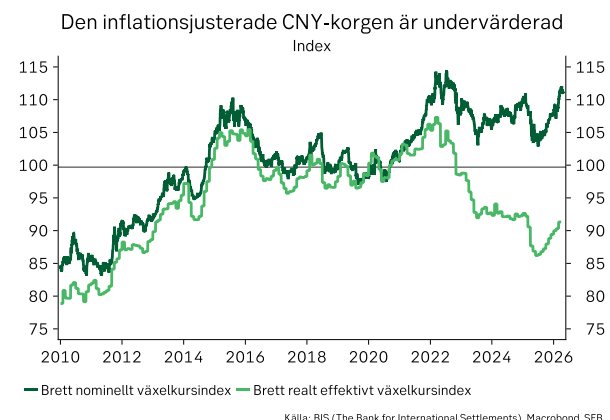
Kriget i Mellanöstern förseñar penningpolitisk lättnad

– Peking väljer stabilitet.

Mot bakgrund av stigande kostnader och fortsatt svag efterfrågan väntas Kinas centralbank (PBoC) senarelägga justeringen av politiken fram till andra halvåret 2026. PBoC väntas inte höja räntorna oavsett hur högt oljepriserna stiger. Det har resulterat i betydligt lägre volatilitet i obligationsräntor jämfört med andra obligationsmarknader sedan kriget bröt ut.

Yuanpolitiken fortsätter stötta exporten.

Pekings preferens för stabilitet har lett till att yuansen har stärkts mot en handelsvägd valutakorg. Sedan krigets inledning i februari har yuansen varit den starkast presterande valutan i tillväxtasien, även under perioder av dollarstyrka. PBoC har dagligen styrt yuansen i starkare riktning, vilket medfört att exportörerna tagit hem en högre andel till lokal valuta, vilket stärkt valutan ytterligare. De stabila relationerna med USA har också bidragit till yuansens motståndskraft. Men även om uppgången i den valutakorgen har tilltagit sedan krigsutbrottet ligger den inflationsjusterade yuankorgen fortfarande runt 14 procent under toppnivån från 2022. Så länge valutakorgen förblir undervärderad fortsätter yuanpolitiken att stödja exporten – något som förblir en stöttesten för Kinas handelspartners.



Indien

Tyngd av energiosäkerhet

Höga oljepriser tynger inhemsk efterfrågan. Finanspolitiken var redan ansträngd och regeringen förväntas prioritera stöd till hushållen framför investeringar. Svaga kapitalinflöden mot bakgrund av ett växande handelsunderskott leder till ett fortsatt försvagning av rupien.

Som världens tredje största oljekonsument får en utdragen störning på energimarknaden betydande återverkningar på Indiens ekonomiska utsikter. Vi räknar därför med att tillväxten dämpas till följd av kriget i Mellanöstern.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP (kalenderår)	7,2	7,5	6,4	6,7
BNP (räkenskapsår)*	7,1	7,5	6,4	6,6
Inflation	5,0	2,2	4,4	4,3
Styrränta	6,50	5,25	5,25	6,00
USD/INR	85,6	90,4	89,5	90,5

*Indiens räkenskapsår löper från 1 april till 31 mars följande kalenderår. Här avser 2026 räkenskapsåret som slutar i mars 2027.
Källa: IMF, SEB

Betydande BNP-revideringar påverkar prognosen. De senaste kvartalens tillväxt har reviderats upp till följd av en statistikomläggning. I avsaknad av den pågående oljeprischocken hade det inneburit en upprevidering av vår tidigare prognos, tack vare förändrade andelar för tjänster och hushållens konsumtion. Den nya BNP-serien är mindre volatil och visar att ekonomin har vuxit med mer än 7 procent de tre senaste räkenskapsåren – i linje med potentiell tillväxt enligt den nya metodiken. Före Mellanösternkonflikten räknade regeringen med en tillväxt på omkring 7,0–7,4 procent för innevarande år.

Inhemsk efterfrågan är en huvudsaklig drivkraft bakom de senaste årens tillväxt, bl.a. genom offentliga och privata investeringar samt hushållskonsumtion. Högfrekventa indikatorer tyder på att momentum hade tagit fart innan oljeprischocken slog till i början av mars. Leveransstörningar har lett till bristsituationer, särskilt på flytande petroleumgas (LPG) och flytande naturgas (LNG). Tack vare massiva LPG-subventioner använder

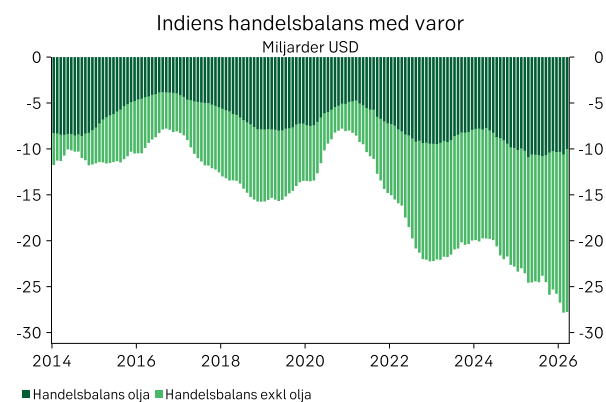
nästan 90 procent av hushållen LPG för matlagning. Det innebär att staten tar på sig en del av bördan av högre energipriser och därigenom skyddar hushållen.

Redan ansträngt finanspolitiskt läge möter nya utmaningar.

Regeringen har genomfört en rad skatteförändringar på oljerelaterade produkter för att lätta på hushållens börda. En avgift på export av diesel och flygbränsle har införts och skatten på inhemskt försäljning av bensin och diesel har sänkts. De lägre skatteintäkterna leder dock till nedskärningar i de offentliga investeringarna. De reviderade BNP-uppgifterna sänkte även nominell BNP, vilket försvårar uppfyllandet av de finanspolitiska målen ytterligare.

Inflationen stiger kraftigt under 2026. Även om inflationen sannolikt toppar under fjärde kvartalet 2026 bryter den antagligen inte igenom centralbankens övre gräns på 6 procent. Det ger Reserve Bank of India (RBI) möjlighet att hålla styrräntan oförändrad i år, innan en åtstramning inleds i mitten av 2027.

Svaga kapitalinflöden tynger rupien. Underskottet i utrikeshandeln vidgades redan innan kriget bröt ut. Handelsavtalet med USA jämnar till viss del ut spelplanen gentemot asiatiska grannländer. Det uppväger dock inte effekten av ett försämrat bytesförhållande till följd av de höga oljepriserna. Samtidigt tar det tid innan de ekonomiska vinsterna av frihandelsavtalet med EU materialiseras. Utländska kapitalutflöden har dessutom accelererat sedan kriget bröt ut. En del av deprecieringstrycket kan avta om energistörningarna lättar, men det dröjer antagligen innan utländska investerare väljer att övervikta indiska aktier framför AI-relaterade bolag i nordostasien.



Emerging markets Hanterbara chocker om störningarna begränsas

Högre energipriser och störningar på globala energimarknader gör att tillväxtutsikterna försämras och inflationen blir högre inflation än i vår tidigare prognos, med störst effekter för energiimportörer. Centralbankerna har hittills valt att hålla räntorna oförändrade, men det finns fortfarande utrymme för låttnader under året. Finansiella förhållanden är gynnsamma och marknadsprissättningen indikerar förväntningar om att kriget närmar sig sitt slut.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

*Indiens räkenskapsår löper från 1 april till 31 mars följande kalenderår. Här avser 2026 räkenskapsåret som slutar i mars 2027.
Källa: IMF, SEB

Energistörningen slår hårt i Asien

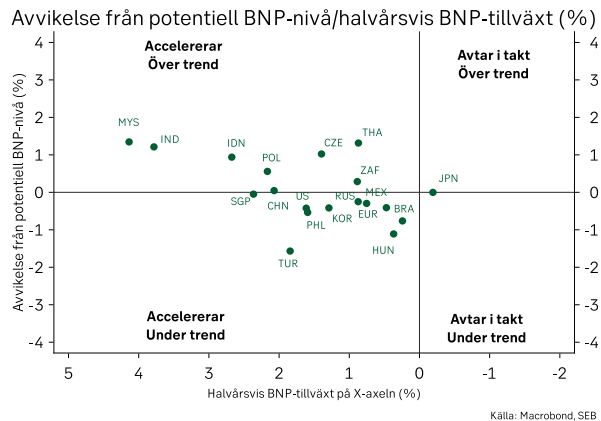
Som vi konstaterar i avsnittet om **Kina** bidrar Pekings skifte till mer pragmatiska mål att BNP-tillväxten bromsar in. Finanspolitiken är återhållsam, även om den är understödd av höjda utdelningar från statsägda företag. Kriget i Mellanöstern understryker vikten av att bygga upp lager av viktiga råvaror.

Energiprisuppgången har brutit den deflationistiska trenden, men med begränsad inverkan på företagets lönsamhet. Penningpolitiken förblir avvaktande tills det råder större klarhet kring energiprisutvecklingen.

I **Indien** tynger höga energipriser inhemsk efterfrågan. Finanspolitikens utrymme var redan begränsat, och regeringen förväntas prioritera hushållsstöd framför investeringar. Svaga kapitalinflöden mot bakgrund av ett redan stort handelsunderskott kommer att hålla deprecieringstrycket på rupien uppe.

Östasiatiska tillväxtmarknaders beroende av importerad energi gör dem särskilt utsatta för en utdragen period av höga energipriser, om än med

utrymme för variation länderna emellan. **Filippinerna** kan drabbas särskilt hårt mot bakgrund av sin bränsleimport samt begränsat finanspolitiskt handlingsutrymme, medan **Sydkorea** och **Thailand** är har större möjligheter att absorbera chocker via finanspolitiken. **Indonesien** och **Malaysia** lär däremot klara sig förhållandevis väl, givet nettoexporten av olja och gas.



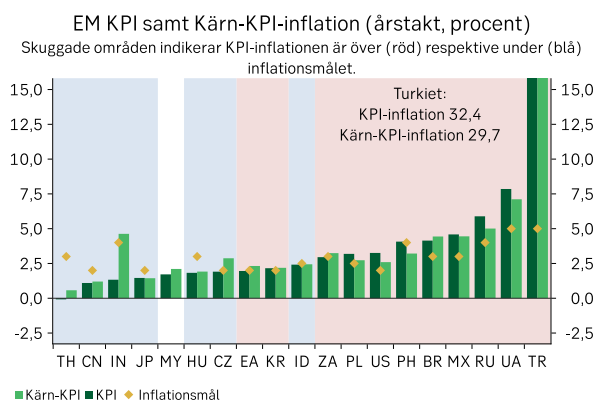
Varierande effekter i Central- & Östeuropa

I Centraleuropa sänker den energiprisdrivna kostnadschocken tillväxtutsikterna. Detta gäller i synnerhet **Ungern**, även om aprilts regeringsskifte förbättrar den utländska investerarsentimenten. **Ryssland** gynnas av högre energipriser och tillfälliga sanktionslättnader, men det är inte tillräckligt för att avvärja ekonomisk stagnation när kriget mot **Ukraina** tar mer och mer resurser i anspråk. Vårt basscenario innebär att Ryssland–Ukraina-konflikten fortsätter in i 2027, i linje med marknadens sannolikhetsbedömningar. BNP-prognosen för Ukraina förblir därför fortsatt dämpad. För att få ner inflationen behöver **Turkiet** en mer hökaktig hållning från centralbanken än vad den är beredd att leverera.

Energivinster sparas i Latinamerika

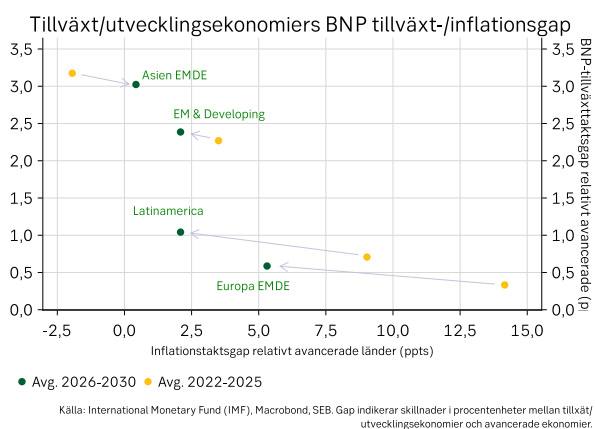
Brasilien, som är nettoexportör av olja, gynnas av högre energipriser och både exportintäkter och skatteintäkter ökar. Redan ansträngda statsfinanser pressar regeringen att spara snarare än spendera, vilket begränsar tillväxteffekten. Det finns dock en möjlighet att Brasiliens kommande allmänna val i oktober – som ser ut att bli jämnt – kan leda till en mer expansiv finanspolitisk. **Mexiko** har lägre energiexport än Brasilien men saknar också dess valrelaterade risker. Här blir fokus i stället omförhandlingarna av frihandelsavtalet USMCA (med USA och Kanada), där diskussionerna kommer att omfatta begränsning av import från Kina (direkt och indirekt), skärpta ursprungsregler för produkter som berättigar till

förmåner under avtalet, samt förstärkning av Nordamerikas försörjningskedjor.



EM-konvergens försenas men i sikte

Inflationen låg i mars fortfarande över målen i många tillväxtekonomier, även om vissa länder i Asien samt **Tjeckien** och **Ungern** utgör undantag. Under kommande månader bör energidriven kostnadspress leda till att inflationstakten stiger och våra prognoser för de flesta tillväxtekonomier har därför reviderats upp. Det gäller i synnerhet energiimportörer som **Polen** och **Turkiet**, med mindre effekter i oljeproducerande länder som **Brasilien** och **Mexiko**.



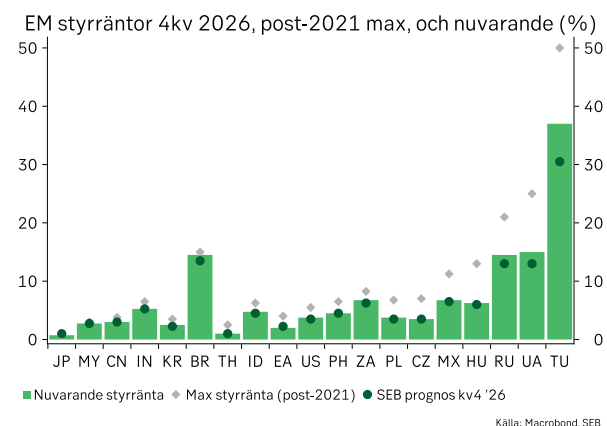
På medellång sikt sjunker tillväxtekonomiernas inflation. Än så länge ser vi ingen stor risk för att den krigsdrivna energistörningen underminerar vår tes om fortsatt konvergens mellan tillväxtmarknader och avancerade ekonomier vad gäller inflation på medellång sikt. Som vi noterade i vår januaripublikation förväntar vi oss, utanför EM-Asien, marginellt högre genomsnittliga tillväxttakter relativt avancerade ekonomier under de kommande åren, jämfört med perioden 2022–2025. Detta kombinerat med en väsentligt lägre relativ inflationsutveckling.

Finansiella förhållandena förblir motståndskraftiga.

Tillväxtländernas aktiemarknader föll kraftigt efter att kriget i Mellanöstern bröt ut men förväntningar om att

ett slut på kriget är i sikte har drivit på en återhämtning. Statliga CDS-spreadar vidgades också kortvarigt men har nu dämpats och ett bredare EM-index ligger bara 20 punkter högre än innan kriget bröt ut. En starkare dollar har förstärkt svagheten i asiatiska EM-valutor, men hos andra EM-länder har växelkurserna återhämtat sig i linje med andra tillgångsprisrörelser. Med det sagt är gruppen sårbar för en ogynnsam omprisning om förväntningarna skiftar till ett mindre gynnsamt utfall av konflikten.

Centralbankerna har valt att tills vidare hålla räntorna oförändrade, vilket har lett till en abrupt minskning av antalet räntesänkningar sedan kriget i Mellanöstern startade. Bortsett från Turkiet, där vi förväntar oss löpande räntesänkningar under hela året, och i viss mån även **Brasilien** och **Sydafrika**, verkar de flesta centralbanker i tillväxtmarknaderna nå sin räntebotten under de kommande månaderna.



Politiska- och konfliktrelaterade risker i fokus

Handelsrelaterade risker har hamnat i skymundan när fokus vänts mot konflikten i Mellanöstern. Betydande osäkerhet kvarstår kring konflikten varaktighet och genomslag i priser och tillväxt. Diplomatiske kontakter mellan USA och Iran har varit volatila och blandade med militära aktioner som skapar frågetecken kring möjligheten till en fredlig lösning. Marknadsutvecklingen verkar prisa in att kriget inte kommer att vara långvarigt och om det ändå blir en utdragen konflikt kommer det att leda till större ekonomiska skador för tillväxtekonomierna. Med det sagt, förutsatt att inget mer negativt scenario blir verklighet, bör effekterna på inflation och ekonomisk tillväxt kunna sammanfattas som betydande men hanterbara.

Euroområdet

Tillväxten utmanas på nytt

Ekonomin visade god motståndskraft 2025. BNP har dock knappt återhämtat sig från tidigare chocker och en ny energikris är därför det sista som behövs. Kriget i Mellanöstern gör att tillväxten bromsar in i år, men kraften varierar mellan olika ekonomier.

Kombinationen låg tillväxt och hög inflation blir besvärlig för Europeiska centralbanken (ECB), men vi tror att inflationsoron tar över och att ECB höjer räntan i juni.

Efter ett starkt första halvår växlade tillväxten ned något i slutet av 2025 och helåret landade på 1,4 procent. Tillväxttakten i fjol påverkades till viss del av hög irländsk aktivitet, särskilt i början av året (tack vare stark export). Arbetsmarknaden har fortsatt visa god motståndskraft och arbetslösheten ligger på historiskt låg nivå i flera länder. Det, tillsammans med höga löneökningar, har hållit uppe köpkraft och konsumtion. Konsumentförtroendet är dock dämpat och har den senaste tiden åter fallit till följd av kriget i Mellanöstern, vilket dämpar tillväxten kommande kvartal.

Nyckeltal

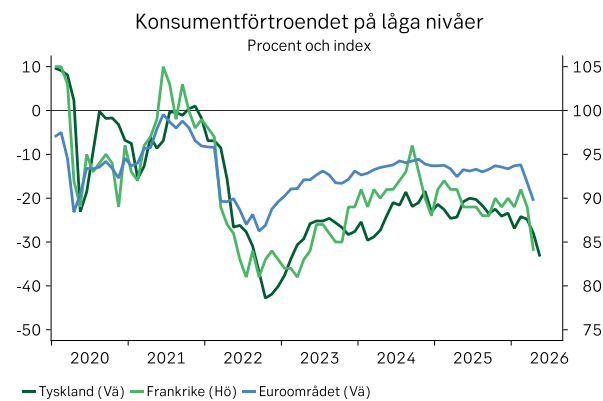
Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	0,9	1,4	0,8	1,3
Arbetslöshet*	6,3	6,3	6,3	6,3
Löner	4,5	3,9	3,2	3,0
HIKP	2,4	2,1	2,9	1,7
Offentligt saldo**	-3,0	-2,9	-3,4	-3,4
Offentlig bruttoskuld**	86,6	87,4	88,0	89,5
Inlåningsränta, %***	3,00	2,00	2,25	2,25

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

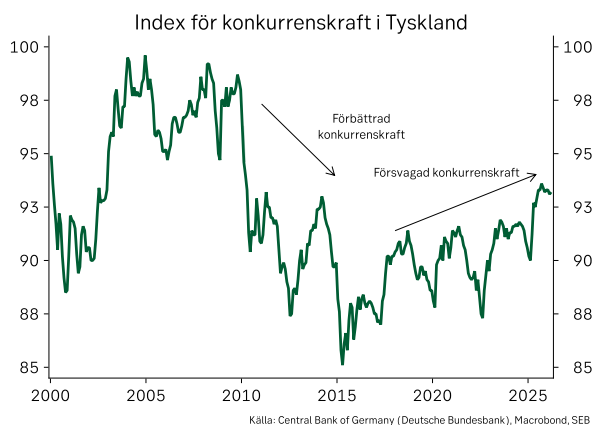
Tillväxten utmanas nu åter och prognosen för i år är omgärdad av stor osäkerhet. Utvecklingen kommer till stor del avgöras av kriget i Mellanöstern. Den förlängda vapenvilan är goda nyheter, men den är osäker och skör, vilket försvårar öppnandet av Hormuzsundet. Den kvartalsvisa tillväxttakten mattas av under framför allt andra kvartalet för att därefter växla upp mot slutet av året. En betydande del av krigets negativa effekter kommer via ökad osäkerhet även om inköpschefsindex (PMI) hittills har varit relativt motståndskraftigt.

Svagheter i tjänstesektorn börjar dock bli tydliga. Företagen uppger också både längre leveranstider och högre insatsvarupriser, faktorer som indikerar ett visst stigande inflationstryck framöver och dämpar hushållens köpkraft och konsumtion. Högre energikostnader och ökad osäkerhet kan också skjuta på företagets investeringsbeslut.



Sammantaget växlar euroområdets tillväxt ner till strax under 1 procent i år och nära 1,5 procent 2027. Nedrevideringen för i år med 0,4 procentenheter beror i huvudsak på kriget i Mellanöstern som ger en ny svacka, i ett konjunkturförlopp som i övrigt var inne i en succesiv förbättring. Risken för ett sämre scenario har ökat den senaste tiden.

Kriget slår olika. Tyskland och Italien, med stort fossilt energiberoende, drabbas hårdare av kriget i Mellanöstern än t ex Spanien och Frankrike. Även om **Tyskland** har diversifierat sin import av naturgas till fler länder (som Norge, Nederländerna och USA) har priset på naturgas stigit globalt när utbudet minskat. Det drabbar den viktiga tyska industrin som de senaste åren varit strukturellt svag och sett sin konkurrenskraft försvagas. Lagren av naturgas ligger under normala nivåer, vilket kan bli problematiskt om de inte fylls på innan vintern närmar sig. Ökad finanspolitisk stimulans från investeringar i infrastruktur och klimat samt ökade försvarssatsningar innebär ändå att BNP-tillväxten blir högre under kommande år. **Italien** är mer beroende av naturgas från Mellanöstern och drabbas därför mer direkt av kriget. Naturgas utgör 40 procent av landets energiförsörjning och efter Rysslands invasion av Ukraina har en stor del av importen skiftats till Mellanöstern. **Frankrike** är inte lika drabbat eftersom ryggraden i Frankrikes energisystem är kärnkraft och i **Spanien** har det skett en stor utbyggnad av förnybar energi de senaste åren.



Begränsat stöd från finanspolitiken. Många länder har presenterat åtgärder för att skydda hushållen mot skenande energipriser. Ett exempel är Spanien, som trots lägre elpriser än många andra EU-länder, lägger fram ett tillfälligt krispaket med bland annat sänkt skatt på energi. Tyskland har beslutat att tillfälligt sänka skatten på bensin och diesel under två månader. Förvärras eller förlängs krisen går det inte att utesluta stöd i fler länder. Ansträngda offentliga finanser och behov av ökad konsolidering i flera stora ekonomier, begränsar dock det finanspolitiska utrymmet. Det geopolitiska läget innebär också att det finns en ambition att växla upp försvarsinvesteringarna i syfte att uppnå Natos mål på 3,5 procent av BNP till det militära försvaret till 2035. Utrymmet för ofinansierade åtgärder till följd av höga energipriser är därför begränsat och eventuellt stöd blir troligen tillfälligt och riktat mot särskilt utsatta hushåll och företag. Sammantaget väntas finanspolitiken i euroområdet vara i princip neutral eller mildt expansiv kommande år.

Strukturella utmaningar kvarstår. Vi antar att kriget i Mellanöstern endast har begränsade effekter på tillväxten och att en recession kan undvikas. På lite längre sikt dominerar de strukturella utmaningarna som exempelvis en högre andel äldre i befolkningen och låg produktivitetstillväxt. Även om beslutsfattare och politiker har tagit till sig slutsatserna i Mario Draghis rapport om att stärka Europas konkurrenskraft är avståndet till USA fortfarande stort. Investeringarna behöver öka, regelförenklingarna bli fler och den inre marknaden stärkas. Vår bedömning är att tillväxten hamnar strax över trend nästa år, men att det finns en chans till en bättre utveckling om EU skulle gå snabbare fram med sitt reformarbete.

Motståndskraftig arbetsmarknad. Arbetslösheten ligger totalt sett på en historiskt låg nivå. Under den aggregerade nivån finns det dock ganska stora skillnader mellan länderna även om de 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 *Nordic Outlook* januari 2026). I Tyskland ligger arbetslösheten fortfarande på en låg nivå men i spåren av den svaga industrikonjunkturen har den ökat något. Förra året växade tillväxten i sysselsättningen i euroområdet ned efter flera år med relativt kraftig uppgång. Vi räknar med att kriget i Mellanöstern får små effekter på arbetsmarknaden. Företagen bedöms behålla arbetskraft i väntan på att efterfrågan ska ta fart. Pressade vinstmarginaler till följd av högre energipriser begränsar dock möjligheten att hamstra arbetskraft och vi bedömer att arbetslösheten stiger under andra och tredje kvartalet i år. Men uppgången blir tillfällig och när konjunkturen förbättras faller den åter.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

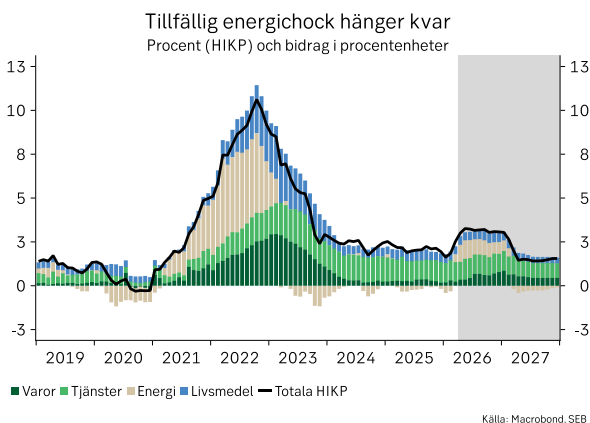
Tullar och krig dominerar omvärldsbilden även i år. Kriget i Ukraina fortsätter med full kraft och EU stöttar landet alltmer, både ekonomiskt och militärt. Vita husets retorik med hot om indraget stöd till Ukraina och utträde ur Nato pressar Europa alltmer. Valet i Ungern och förlusten för Viktor Orbán är goda nyheter för Ukraina som nu får tillgång till EU-lånet på 90 miljarder EUR som Ungern tidigare blockerat. EU behöver också hantera relationen med Kina och den svåra avvägningen mellan ett massivt handelsunderskott och det stora beroendet av kinesiska sällsynta jordartsmetaller (se tema "Systemkonflikt – Ohållbar EU-Kina relation kräver förändrade EU-strategier" i *Nordic Outlook* januari 2026).

Nya vägar framåt för energin. Kriget i Ukraina och även kriget i Mellanöstern har tydligt blottat Europas sårbarheter med ett stort importberoende av energi. Visserligen har Europa skiftat om sin naturgasimport till andra länder (innan kriget stod Ryssland för nästan hälften av Europas naturgasimport) men kriget i Mellanöstern har visat att även den flytande naturgasen (LNG) har en begränsad flexibilitet. Det drabbar stora energiimportörer som Tyskland och Italien med smittoeffekter via bl a elpriser till resten av regionen. Minskat energiberoende lyftes fram i Draghi-rapporten

2024, som lyfte den gröna omställningen som en tillväxtpotential snarare än ett hinder för Europa. Ökade investeringar för att minska energiberoendet är något som kommer att vara ett stort fokus för EU framöver.

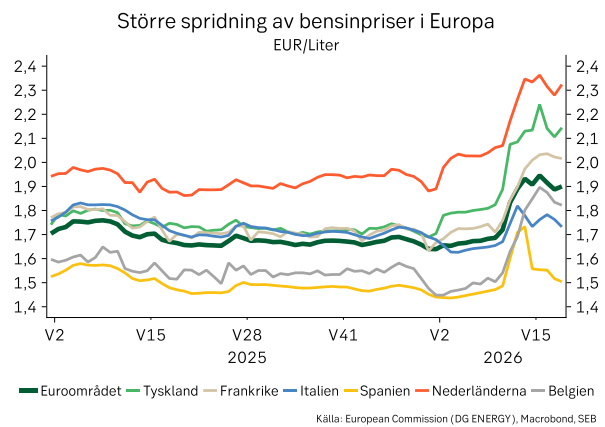
Energiprischock, men hur länge? Snabbt stigande energipriser lyfter inflationen, men frågan är hur mycket och hur länge. Högre pris på drivmedel slår igenom direkt, medan genomslaget via naturgas sker med viss fördröjning, exempelvis beroende av hur olika avtal är utformade. Ur ett inflationsperspektiv är prisutvecklingen på naturgas och el avgörande, vilket var tydligt 2021–2022. Hittills har prisuppgången på naturgas varit kraftig men inte av samma magnitud som för 4–5 år sedan. När icke-fossila energikällor inte räcker till avgör naturgas elpriset; god tillgång till kärnkraft, varmare väder och mer icke-fossil energiproduktion har dock dämpat prisökningen denna gång (tvärtemot 2022). Vi bedömer att inflationen i år ökar till följd av högre energipriser. Terminsprissättning på samtliga energilag och våra prognoser pekar dock nedåt på lite sikt vilket sänker inflationen 2027.

Svåruppskattade indirekta inflationseffekter. En svårare fråga är i vilken omfattning andra priser påverkas av högre energipriser, dvs. de indirekta effekterna, via exempelvis högre transportkostnader och höjda livsmedelspriser. Stängningen av Hormuzsundet har blottlagt låga lagernivåer av oljeprodukter vilket lyfter dieselpriserna och priset på flygfotogen. Prisuppgångarna för dessa oljeprodukter är betydligt större än normalt givet oljeprisuppgången, vilket aktualiserat frågan om bränsletillägg för flyg. Vi räknar med en viss ökning av flygpriserna men efter ett antal år med snabbt stigande priser hålls uppgångarna tillbaka. Vi räknar med begränsade indirekta effekter på kärninflationen, men högre utfall i utgångsläget bidrar till att den ändå hamnar tydligt över 2 procent. Hur länge konflikten i Mellanöstern fortgår är avgörande.



De kraftiga prisuppgångarna på energi har lett till att många EU-länder har presenterat tillfälliga lättnader i

moms, punktskatter eller andra avgifter. Utvecklingen av drivmedelspriserna börjar därför skilja sig åt mellan länderna. Åtgärderna håller tillbaka genomslaget på inflationen, men gör också prognosen mer osäker.



Innan kriget i Mellanöstern såg kärninflationen ut att hamna på strax under 2 procent, men den hamnar nu i stället över. Riskerna på uppsidan bedöms som större eftersom en normalisering av energiläget kommer att bli utdragen även om den akuta konflikten löser sig. Fortsatt höga energipriser ökar också risken för att andra priser kan stiga framåt hösten, men vi bedömer i nuläget att vi inte kommer se en uppgång liknande 2021/22. En annan källa till osäkerhet är i vilken omfattning de låga gaslagren kan fyllas på inför nästa vinter vilket annars skulle kunna lyfta kostnaderna för hushållsenergi i slutet av året.

En säkerhetshöjning från ECB. Innan kriget i Mellanöstern signalerade ECB att styrräntan var på "ett bra ställe". Efter krigsutbrottet har inflationsoro kopplad till risken för en ny energikris styrt kommunikationen i en mer högaktig riktning. Marknaden prisar nu in nästan tre höjningar á 25 punkter från ECB i år. Vi tror att ECB ser igenom tillfälliga inflationsuppgångar till följd av högre energipriser. Indirekta effekter och högre lönekrav är mer problematiska. Dessa kommer med fördröjning men vi tror att ECB tar det säkra före det osäkra och höjer räntan i juni. Styrräntan hamnar då på 2,25 procent, i den övre delen av intervallet för neutral ränta. Om kärninflationen stiger snabbare än väntat eller om inflationsförväntningarna på längre sikt växlar upp kan ECB leverera fler räntehöjningar. Det går inte heller att utesluta att ECB avstår från att höja räntan om vapenvilan håller i sig och inflationseffekterna ser ut att bli mer tillfälliga och begränsade. På lite sikt, när den akuta inflationsoron avtar, tror vi att ECB kan ta mer hänsyn till tillväxten. Samtidigt riskerar finanspolitisk stimulans, inte minst i Tyskland, trycka upp inflationen vilket innebär att en styrränta på 2,25 procent blir en bekväm avvägning för ECB.

Tema:

EU:s nya vägval

Balansgång mellan frihandel och ökat strategiskt oberoende

Utvecklingen inom flera områden, som säkerhetspolitik, grön omställning, handelskrig med högre USA-tullar samt växande kinesiska handelsöverskott, ökar risken för målkonflikter för EU:s handelspolitik. I den miljön försöker EU balansera nya handelsavtal och öppenhet med att säkra leveranser och produktion av strategiska materiel och råvaror. Grön omställning är i denna ekvation en viktig pusselbit – av miljöskäl och för att minska sårbarheten. Kriget i Ukraina och Mellanöstern visar tydligt Europas utsatthet när det gäller beroendet av fossila bränslen och sårbarhet för störningar i den globala handeln.

EU:s öppenhet alltmer ifrågasatt. De senaste årens ändrade globala spelregler utmanar EU:s syn på öppenhet och fri och rättvis global handel. EU jobbar visserligen fortfarande aktivt med att ingå och utveckla handelsavtal med motparter som förespråkar och efterlever globala spelregler. Samtidigt pågår ett aktivt arbete med att minska beroendet av partners som inte håller sig till spelreglerna eller där beroendet helt enkelt är för stort av ekonomiska eller säkerhetspolitiska skäl. Exempelvis måste EU förhålla sig till Kinas subventionerade export som pressar EU:s företag. Ett annat exempel är beroendet av importerad fossil energi där EU:s sårbarhet blivit tydlig efter Rysslands invasion av Ukraina samt nuvarande krig i Mellanöstern.



Nödändig handel – men beroendet kan minska. Att begränsa handeln kan dock vara svårt om det finns ett stort beroende av exempelvis strategiska råvaror och teknologier. Inom EU pågår det därför ett omfattande arbete med att stärka oberoendet. T ex kan inhemska energislag, som investeringar i sol- och vindkraft, minska denna sårbarhet och förbättra energisäkerheten. Tack vare ökad tillgång till hållbar teknik har den inhemska producerade förnybara energin ökat från 10 till 25 procent av total energiförbrukning mellan 2005 och 2024 (med möjlighet att nå över 40 procent år 2030). Denna övergång ställer dock EU:s handelspolitik inför nya utmaningar. Efter årtionden av industripolitik dominerar Kina den globala tillverknings av hållbar teknik, samt raffinering och bearbetning av de flesta batterimineraler och sällsynta jordartsmetaller. Idag dominerar kinesiska företag EU:s gröna energisektor och stod bakom 80 procent av solpanelerna samt hälften av nyinstallerade batterier för elbilar och energilagring.

Nya förutsättningar innebär ett fundamentalt paradigmskifte för EU:s handelspolitik. EU har rört sig från att primärt fokusera på att liberalisera globala marknader mot en strategi för ”öppen strategisk autonomi”. Denna utveckling kännetecknas av en kombination av handelsverktyg och industripolitik för att säkra EU:s långsiktiga ambitioner inom inhemska energiproduktion och hållbar teknik. Handel ska uppmuntras, men den samlade politiken ska samtidigt inom flera områden skydda EU:s produktion och tillgång inom ett antal områden. Med insikten att den gröna omställningen är beroende av tillgången till resurser och produktionskapacitet, använder Bryssel handelsinstrument inte bara för marknadstillträde, utan också för att säkerställa att unionen inte är sårbar för geopolitiska störningar i leveranskedjorna.

Handelsavtal med många syften

EU:s handelsavtal har ökat i antal de senaste åren; nya avtal har slutits, gamla avtal har uppdaterats och en del har förhandlats klart men inte ratificerats. Sammanlagt har EU nu mer än 40 avtal med 70 partners världen över. Genom avtalen hoppas man lyfta regionens tillväxt, underlätta handel och stärka EU:s roll i världsekonomin. I ett alltmer protektionistiskt landskap har betydelsen av partners som efterlever globala spelregler ökat.

Flera nya avtal på plats. Några av de viktigaste nya handelsavtalen är med Vietnam, Storbritannien, Japan, Nya Zeeland och Kenya. CETA-avtalet med Kanada har provisoriskt trätt kraft men är ännu inte fullt ratificerat av alla medlemsländer. EU:s handelsavtal med Chile och

Mexiko har uppdaterats de senaste åren. Avtalet mellan EU och Mercosur (Argentina, Brasilien, Paraguay och Uruguay) skapar tillsammans en marknad på mer än 700 miljoner människor och är nästan klart efter 25 år av förhandlingar. Avtalen med Indien och Indonesien är viktiga för att stärka handeln med Asien. I mars i år nåddes också en överenskommelse med Australien. EU-parlamentet godkände i februariavtalet med USA som innebär ett tulltak på 15 procent för varor från EU. Avtalens omfattning varierar, men fokuserar i stor utsträckning på handel (lägre tullar) och investeringar. Ofta resulterar avtalen i att tullar avskaffas på i princip alla varor förutom vissa känsliga produkter som jordbruksvaror (där ofta kvoter inkluderas). I de nyare handelsavtalen är frågor kopplade till t ex klimatkrav, arbetsrätt, digital handel en allt viktigare del – frågor som i många fall är än mer komplicerade att komma överens om och implementera än tullnivåer.

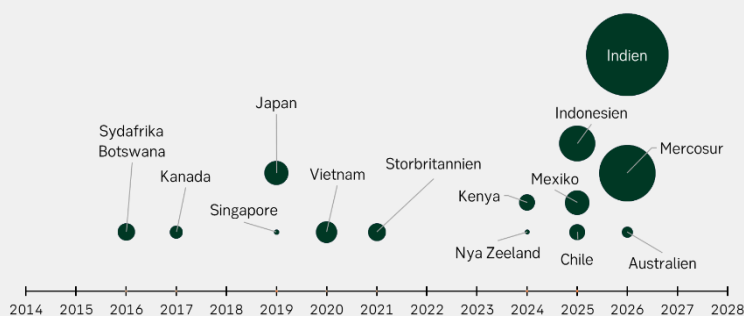
Viss uppförsbacke. Handelsavtalen tar vanligtvis många år att slutföra och försenas ofta av frågor som miljöskydd. Protester från enskilda EU-länder är inte ovanliga och dessa handlar ofta om oro för ökad konkurrens inom vissa sektorer (främst jordbruk). Mercosur-avtalet är ett tydligt exempel där eftergifter åt europeiska bönder var nödvändiga. Avtalet stötte dock på visst motstånd i EU-parlamentet vid årsskiftet men EU-kommissionen har beslutat att temporärt låta avtalet träda i kraft. Långsamma beslutsprocesser, särskilt när avtalen måste godkännas av samtliga medlemsländer (vid avtal som inkluderar investeringsskydd och investeringssäkerhet), och vissa standarder inom exempelvis miljö, klimat och anställdas rättigheter har visat sig kunna försena ratificeringen av avtal.

Ökad diversifiering och stärka EU som global spelare.

EU har alltid varit en stor förespråkare av frihandel och unionen har ett stort omvärldsberoende (exportsektorn utgör ca 40 procent av BNP). I en värld med ökad protektionism har det dock blivit tydligt att relationen med tidigare partners alltmer ifrågasätts. Ett ökat beroende av enskilda länder/regioner har visat sig vara riskfyllt och EU vill alltmer diversifiera sin handel bort från USA och Kina. De ekonomiska effekterna av de nya handelsavtalen bedöms dock vara relativt små med endast några tiondelars effekt på BNP. Samtidigt finns det andra effekter än de rent ekonomiska som kan ha stor betydelse.

Strategiska råvaror. EU har ett stort beroende av kritiska råvaror, framför allt från Kina, där tillgången har blivit en nyckelfaktor i den globala maktkampen. Dessa behövs som insatsvaror i energiomställningen men också till vapenproduktion.

EU:s handelsavtal har vuxit i omfång



Anm. Diagrammet visar några nya, uppdaterade och färdigförhandlade avtal (som ännu inte ratificerats).

Länderna i Mercosur är stora producenter av metallerna litium, niobium och tantalum; avtalet med Mercosur minskar EU-beroendet av Kina. Även handelsavtalet med Australien kommer förbättra EU:s tillgång till kritiska råvaror. Australien är en stor producent av aluminium, litium och mangan (de sistnämnda nödvändiga för batteritillverkning). Indonesien är världens största producent av nickel.

Skydda och uppmuntra EU:s företag

Hållbar teknik har, genom sitt strategiska värde för Europas energisäkerhet och ekonomiska välbefinnande, blivit en central del av EU:s ambition att kombinera handels- och industripolitik i syfte att uppnå strategiskt oberoende. Med start i den europeiska gröna given 2019 har EU-kommissionen lagt fram en rad sammankopplade planer och förordningar för att hantera utmaningarna med att öka konkurrenskraften och sänka energikostnaderna.

Made-in-EU. Förordningen om netto-noll-industri (NZIA) och den nyligen annonserade förordningen om industriell acceleration och omställning (IAA) representerar en ny handelspolitisk inriktning med fokus på inhemsk produktion. NZIA fastställer tydliga riktmärken för att säkerställa att minst 40 procent av EU:s årliga behov av hållbar teknik – såsom solpaneler, vindkraftverk och batterier – tillverkas inom unionen senast år 2030. IAA föreslår "Made-in-EU"-krav och koldioxidnsåla kvoter vid offentlig upphandling av vissa material – stål, cement och aluminium – samt utsläppsfri energiteknik som solpaneler eller elfordon.

Handelsdiplomati. EU anpassar sin handelspolitik för att uppnå målet om strategiskt oberoende inom ren energi. Förordningen om kritiska råvaror (CRMA) och tillhörande "Critical Raw Materials Club" syftar till att diversifiera importen.

Målet är att säkerställa att högst 65 procent av något strategiskt råmaterial kommer från ett enskilt tredjeland, vilket direkt adresserar nuvarande kinesiska beroende. EU ingår allt fler avtal som syftar till att underlätta hållbara investeringar. Avtalen är utformade för att skapa ömsesidigt fördelaktiga värdekedjor med resursrika partners, vilket ska säkerställa att EU får diversifierad och etisk tillgång till mineraler som är nödvändiga för energiomställningen.

Viktiga handels- och industripolitiska initiativ på EU-nivå

Politiska initiativ	Huvudsakliga mål
European Green Deal (2019)	Grundläggande strategi för klimatneutralitet i EU år 2050.
Carbon Border Adjustment Mechanism (2021)	Undvika koldioxidläckage och säkerställa lika villkor för EU:s industrier.
Green Deal Industrial Plan (2023)	Svar på USA:s Inflation Reduction Act; fokus på förenklad reglering.
Net-zero Industry Act (2023)	40 procent av strategisk hållbar teknik måste tillverkas i EU senast 2030.
Critical Raw Materials Act (2023)	Säkra leveranskedjor; begränsa beroendet av enskilt land till 65 procent.
Clean Industrial Deal (2024)	Konkurrenskraft och överkomliga energipriser genom utsläppsminskning.
Industry Accelerator Act (2026)	Made-in-EU- och lågkoldioxidkrav vid upphandling och villkor på utländska investeringar.

Källa: European Commission, SEB

Skyddsåtgärder. EU har också antagit en rad handelspolitiska skyddsinstrument. Användningen av antisubventionsundersökningar mot utländska elfordon och införandet av gränsjusteringsmekanismen för koldioxid (CBAM) signalerar att EU vill skydda industrin mot vad man anser vara icke-marknadsmässiga metoder eller koldioxidläckage. Genom att prissätta koldioxidinnehållet i importerade varor som stål, aluminium och elektricitet använder EU effektivt sin marknadsmakt för att exportera sina miljöstandarder. Detta tvingar globala konkurrenter att minska sina utsläpp om de vill ha tillgång till EU:s inre marknad. IAA går ett steg längre och föreslår strikta lokala arbetskrafts- och ägarvillkor för direkta utländska investeringar i tillverkning av hållbar teknik.

Storbritannien

Stagflationspress

Irakkriget har fått energipriserna att skjuta i höjden, vilket tvingar Bank of England att sätta fortsatta räntesänkningar på paus – trots bleka ekonomiska utsikter. Hushållens konsumtion är avgörande för en mer varaktig återhämtning i tillväxten, men pressas av högre energiräkningar och en svagare arbetsmarknad. Vår prognos för BNP-tillväxten 2026 justeras ned till 0,8 procent från tidigare 1,0 procent.

Ett uppsving i tillväxten hänger på hushållen – men läget har försvagats. Efter en i det närmaste stillastående BNP-tillväxt under det fjärde kvartalet i fjol syntes försiktiga tecken på att tillväxttakten i ekonomin växlade upp i början av året, innan Irakkriget bröt ut. Hushållens konsumtion har i praktiken varit oförändrad sedan 2019 och att de börjar spendera är en förutsättning för att få tydligare fart på konjunkturen. Urholkade disponibla inkomster till följd av högre energipriser i kombination med ökad osäkerhet skjuter upp en sådan återhämtning. Arbetslösheten stiger snabbt och väntas toppa mot slutet av sommaren, vilket ytterligare undergräver utsikterna för en konsumtionsledd återhämtning i år.

Inflationen var nästan i mål – sedan kom kriget i Iran. Inflationsutsikterna förbättrades under början av året och inflationen såg ut att bromsa in till målet nu i april. De stigande energipriserna gör dock att vi höjer vår prognos för KPI-inflationen, som nu väntas ligga över 2 procent under resten av 2026. Bank of England (BoE) är särskilt bekymrad över risken för att högre energi- och livsmedelspriser spiller över till stigande inflationsförväntningar och högre lönekrav, vilket riskerar att spä på inflationen ytterligare.

Bank of England – från sänkningar till höjningar? Ränitebeslutet i mars innebar en oväntat tvär skärpning av tonläget, där BoE skiftade fokus från det svaga konjunkurläget till de förnyade uppåtriskerna för inflationen. Denna omsvängning fick marknaden att börja prisa in två till tre räntehöjningar i år, i stället för tidigare förväntade sänkningar. Vår bedömning är att BoE lämnar styrräntan oförändrad under resten av året, för att därefter återuppta sänkningar under 2027 till 3,0 procent. Men risken är på uppsidan.

Pundet i ett tillfälligt gynnsamt läge. Pundets relativa styrka mot dollarn, jämfört med andra G10-valutor, speglar främst högre brittiska marknadsräntor snarare än förbättrade ekonomiska utsikter. Om marknadsräntor fortsätter att stiga från nuvarande nivåer riskerar det att återuppväcka marknadsoro för de bräckliga offentliga finanserna och skapa ny volatilitet på obligationsmarknaden, samtidigt som lägre marknadsräntor skulle urholka pundets senaste motståndskraft. Vi räknar därför med att GBP försvagas under året.

Fokus på lokalvalen 7 maj. Labour ser ut att gå mot ett av de svagaste valresultaten för ett sittande regeringsparti i modern tid. Ett kraftigt nederlag skulle öka trycket på den redan pressade premiärministern Keir Starmer och öppna för att han utmanas om partiledarskapet. En efterträdare med minskat fokus på budgetdisciplin skulle riskera att utlösa ny oro på obligationsmarknaden över hållbarheten i de offentliga finanserna.

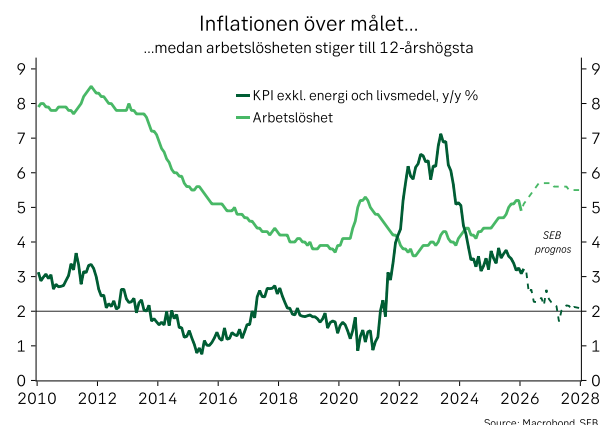
Tillbaka mot Bryssel. Storbritannien fortsätter att närma sig EU, sedan Starmer beskrivit ett nära EU-samarbete som en "strategisk nödvändighet". Ny lagstiftning väntas göra det möjligt för regeringen att kringgå parlamentet och underlätta för att enklare harmonisera regelverk till EU, och till sommaren hålls ett nytt toppmöte i samband med femårsöversynen av handels- och samarbetsavtalet (TCA).

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,1	1,4	0,8	1,4
Arbetslöshet*	4,3	4,8	5,4	5,6
Löner	5,3	4,8	3,4	3,0
KPI	2,5	3,4	2,9	2,0
Offentligt saldo**	-6,1	-5,4	-3,8	-3,2
Offentlig bruttoskuld**	99,9	102,3	104,0	105,0
Styrränta, %***	4,75	3,75	3,75	3,00

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



Norden

Sverige | sid 38

Tillväxten har tappat kraft men underliggande positiva krafter består. Låg inflation, svag arbetsmarknad och lågt resursutnyttjande får Riksbanken att ligga still länge. Om energipriser faller i närtid kan en räntesänkning inte uteslutas.

Danmark | sid 44

Underliggande fundamenta är fortsatt stabila, stödda av stigande sysselsättning, högre reallöner, finanspolitiska stimulanser och stark bostadsmarknad. En svag DKK öppnar dörren för en högre ränta, men troligen först nästa år.

Norge | sid 42

Högre energipriser gynnar norsk utrikeshandel men får begränsade effekter på hela ekonomin. Kärninflationen har visat sig oväntat ihärdig och Norges Banks tålmod är på väg att sina. Vi väntar oss förnyade räntehöjningar i vår.

Finland | sid 46

Hög arbetslöshet och lågt konsumentförtroende tynger inhemsk efterfrågan, medan urholkad konkurrenskraft och ökad osäkerhet hämmar exporten. Vi har reviderat ned vår BNP-tillväxt något till 0,7 procent 2026.



Sverige

Tillväxtuppväxling trots osäker omvärld

Tillväxten har tappat kraft men underliggande positiva krafter består. Industrin visar förvånansvärd men spretande motståndskraft och investeringar ökar även om återkommande globala chocker bidrar negativt. Hushållen tvekar men får stöd av starka inkomster. Låg inflation, svag arbetsmarknad och lågt resursutnyttjande får Riksbanken att ligga still länge.

Tillväxten har tappat kraft – underliggande positiva krafter består. Efter ett starkt andra halvår 2025 har tillväxtuppväxlingen kommit av sig och inkommande data under första kvartalet 2026 tyder på svag tillväxt kring årsskiftet. Kortsiktig volatilitet är antagligen en del av förklaringen och enskilda svaga kvartal är vanliga även under perioder med stark konjunktur, men redan innan USA anföll Iran hade den stigande trenden för sentimentsindikatorer kommit av sig. De underliggande tillväxtdrivkrafterna har dock inte ändrats och vi tror att hushållens konsumtion får ny fart under andra kvartalet. Positivt för tillväxten är även att industriindikatorer hållit emot turbulensen från kriget i Mellanöstern.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,0	1,5	2,6	2,9
Arbetslöshet*	8,4	8,9	8,7	8,4
Löner	4,1	3,7	3,4	3,2
KPIF	1,9	2,6	1,4	1,4
Offentligt saldo**	-1,7	-1,5	-2,7	-2,1
Offentlig bruttoskuld**	34,0	35,1	36,9	37,6
Styrränta, %***	2,50	1,75	1,75	2,00

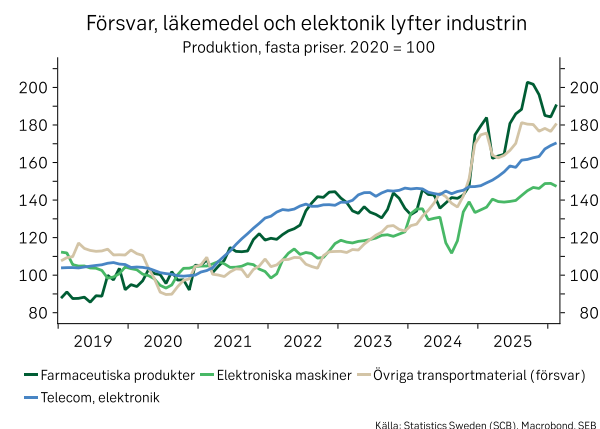
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: SCB, SEB

Måttligt lägre tillväxtprognoser. En viss nedjustering av tillväxten är ofrånkomlig och BNP-prognosen för 2026 har justerats ned till 2,6 procent från 3,0 procent i januari. Det är dock fortfarande en högre tillväxt än 2025 och vi håller även fast vid vår optimistiska prognos på 2,9 procent för tillväxten 2027. Lågt inflationstryck och resursutnyttjande gör att Riksbanken höjer räntan först i slutet av 2027. Den regering som tillträder efter valet i höst kommer att konfronteras med

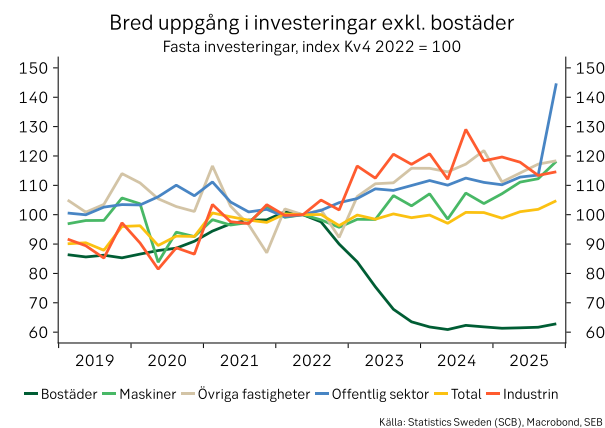
en målkonflikt mellan ofinansierade reformer och budgetunderskott. En neutral eller svagt åtstramande finanspolitik under ett antal år efter 2026 är mest trolig men trots det blir antagligen underskotten större än de högt satta målen. Sveriges offentliga underskott och skuld fortsätter dock att vara betydligt lägre än i nästan alla jämförbara länder.

Stabilt förtroende trots osäker omvärld

Industrin har visat en förvånansvärd motståndskraft trots den svaga tyska konjunkturen och ett osäkert geopolitiskt läge. Industriproduktionen fortsätter att öka i god takt, om än långsammare än under fjärde kvartalet i fjol. Exporten har stigit stadigt sedan 2022 men en skakig global industrikonjunktur talar emot en tydlig acceleration. Trots detta är utsikterna för svensk industri fortsatt goda, vilket också återspeglas i ett relativt positivt företagsförtroende.



Utvecklingen skiljer sig mellan olika sektorer. Global och europeisk upprustning driver upp efterfrågan på försvarsmateriel och produktionen ökar dessutom snabbt inom t ex farmaceutiska produkter samt elektronisk utrustning. Det finns dock tecken på att delar av basindustrin möter en svagare efterfrågan, och exportsektorn tyngs i viss mån av en starkare krona.



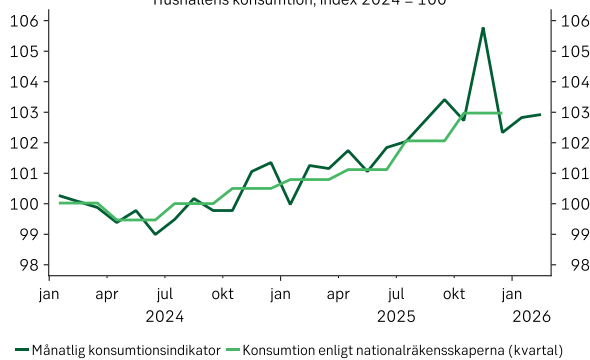
Starka industriinvesteringar. Industrins investeringar har stigit markant de senaste åren men uppgången

ldstannade av under fjolåret, bl a till följd av minskade investeringar i batteritillverkning och grönt stål. Det osäkra världsläget väntas också dämpa företagens investeringar på kort sikt, men stora satsningar inom försvar och kraftöverföring talar för en stabil underliggande investeringsvilja. Totala investeringar, inräknat bostadsinvesteringar och offentlig sektor, steg i fjol och uppgången väntas fortsätta öka kommande år.

Hushållen nyckeln till uppväxling

Hushållens konsumtion fortsätter att vara nyckeln till konjunkturen men efter tre starka kvartal så stannade uppgången av i början av 2026. Att inbromsningen började före kriget i Mellanöstern är oroande men en kall vinter med höga elpriser i början av året är sannolikt en bidragande faktor. Efter att ha stigit till nästan 2,5 procent i årstakt under fjärde kvartalet i fjol så har den månatliga konsumtionsindikatorn fallit med drygt 0,5 procent jämfört med snittet kvartal fyra. Indikatorn kan vara volatil och en mycket stark uppgång i november förra året förklarar en del av nedgången. De tidigare höga elpriserna som följts av kraftigt höjda drivmedelspriser under våren oroar dock och optimismen inom detaljhandeln föll betänkligt i mars samtidigt som konsumentförtroende har fastnat på låga nivåer.

Svag konsumtion i början av året efter svårtolkat slut på 2025
Hushållens konsumtion, index 2024 = 100



Stark inkomstutveckling. Om energipriserna faller i linje med terminspriserna ser de reala disponibelnkomsterna ut att växa med mer än 3 procent under 2026, inte minst drivet av den sänkta matmomsen som kommer minska inflationen med 0,7-0,8 procentenheter från och med april. Prognosen för konsumtionen i år har justerats ned efter årets svaga inledning, men vi fortsätter att räkna med en uppgång på nästan tre procent i år. Konsumtionen fortsätter att växa i god takt under 2027 med stöd av en starkare arbetsmarknad och fortsatt återhämtning för reallönerna.

Hushållens inkomster, konsumtion och sparande

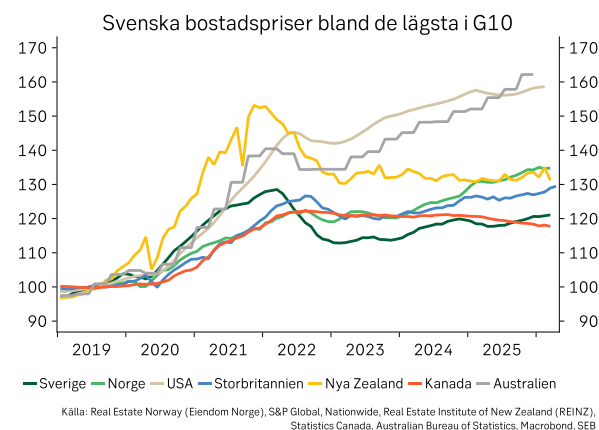
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Real disponibel inkomst	1,2	1,7	3,2	2,3
Real konsumtion	0,8	1,6	2,7	2,9
Hushållens sparkvot*	16,3	14,7	14,4	13,8

*% av hushållens inkomster.

Källa: SCB, SEB

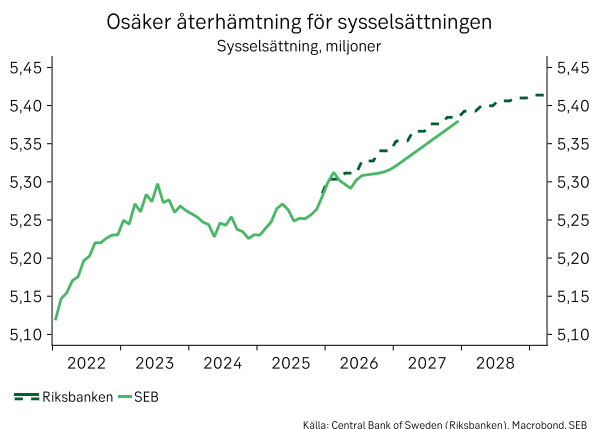
Måttligt stigande bostadspriser. Efter ett lite skakigt 2025 har bostadspriserna börjat röra sig uppåt; under första kvartalet i år steg priserna med 2-3 procent i årstakt. Sänkt bolånetak och borttagande av det särskilda amorteringskravet för högt belånade hushåll i april väntas höja priserna med ytterligare 2-3 procent. Vi håller fast vid vår prognos att bostadspriserna stiger med totalt 5 procent i år och tre procent nästa år. De svenska bostadspriserna har haft en av de svagaste utvecklingstakterna i västvärlden sedan 2019.



Avvaktande arbetsmarknad

Trots starkare tillväxt syns ännu inte några tydliga tecken på en förbättrad arbetsmarknad. Trenden för arbetslösheten är oklar på grund av hög volatilitet i Arbetskraftsundersökningens (AKU) data och ändrade regler för arbetslöshetsunderstöd som försvårar tolkningen av Arbetsförmedlingens statistik. Båda arbetslöshetsmåten har vänt ned men den svaga vändningen för sysselsättningsindikatorer som kunde skönjas i slutet av förra året har kommit av sig. Sysselsättningen enligt den nya registerbaserade statistiken (BAS), antagligen den mest pålitliga temperaturmätaren på arbetsmarknaden, har visat tecken på att sakta in efter att ha stigit svagt under andra halvan av fjolåret. Givet att tillväxten tar fart i linje med våra prognoser så är en återhämtning på arbetsmarknaden fortfarande trolig, men den ser ut att återigen ha fördröjts trots lägre än väntad arbetslöshet under de senaste månaderna. Riksbankens sysselsättnings-

prognos är enligt vår bedömning för optimistisk, trots starka AKU-siffror under de senaste 4–5 månaderna.



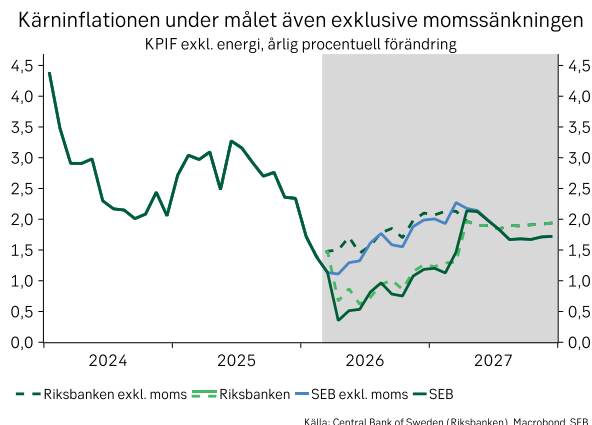
Löneökningstakten bromsar in. Svenska löner har ökat i långsammare takt än i de flesta andra länder sedan 2019, även om skillnaderna minskat. Löneökningstakten väntas växla ner under andra kvartalet när det andra avtalsåret träder i kraft. Risken för högre energipriser från kriget i Mellanöstern har ökat osäkerheten men mycket låg inflation i början av 2026 och nedåtryck från sänkt matmoms talar för att lönerörelsen 2027 kommer att äga rum i en miljö där arbetstagar-sidan kan räkna med fortsatt stigande reallöner även med måttliga nominella löneavtal. Löneprognosen för 2027 är oförändrad på 3,2 procent.

Mycket låg inflation enligt alla mått

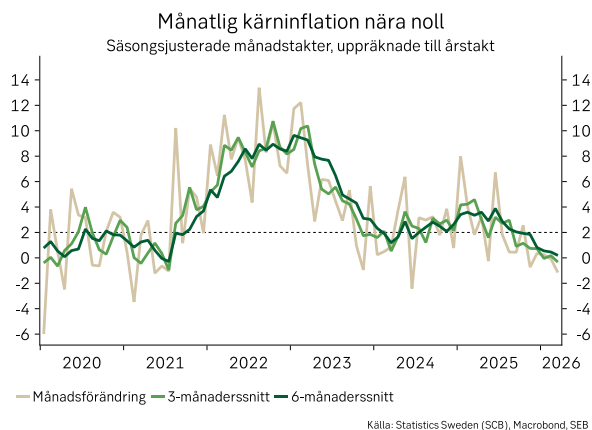
KPIF exklusive energi föll till 1,1 procent i mars och var betydligt lägre än väntat för femte månaden i rad. Stigande priser på bränslen trycker upp den totala inflationen en del, men elpriserna verkar i motsatt riktning och terminspriserna tyder på att bidraget till KPI från energi i slutet av året blir nära noll. Tillfälligt sänkt skatt på bensin och diesel bidrar till att minska drivmedelspriserna med motsvarande 0,1 procentenhet på KPI mellan maj och september. Om EU dessutom godkänner den större tillfälliga skattesänkningen med tre kronor per liter som regeringen föreslagit för både diesel och bensin så minskar inflationen tillfälligt med ytterligare 0,4 procentenheter.

Vissa risker för indirekta effekter från energi. Risken för indirekta effekter från högre bränslepriser har ökat osäkerheten för annars mycket gynnsamma inflationsutsikter. Uppgången för energipriser är dock än så länge måttlig i ett historiskt perspektiv och vår bedömning är att det krävs både större prisuppgångarochandra störningar för transport och produktion för att kärninflationen ska stiga mer markant. Kraftigt stigande bränslepriser väntas leda till högre priser på flyg och charterresor under de närmaste 3-9 månaderna men

effekten är osäker och priserna har stannat kvar på höga nivåer sedan 2022, trots att en del av drivkrafterna för prisuppgången har reverserats.



Något högre livsmedelspriser. Stigande priser på diesel och konstgödsel väntas leda till något högre livsmedelspriser senare i år, men världsmarknadspriserna har än så länge inte stigit och en del av drivkrafterna bakom att matpriserna steg med 35 procent 2022 och 2023 har reverserats.

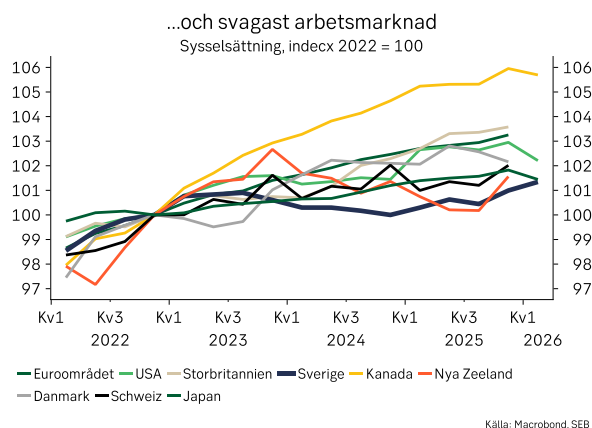
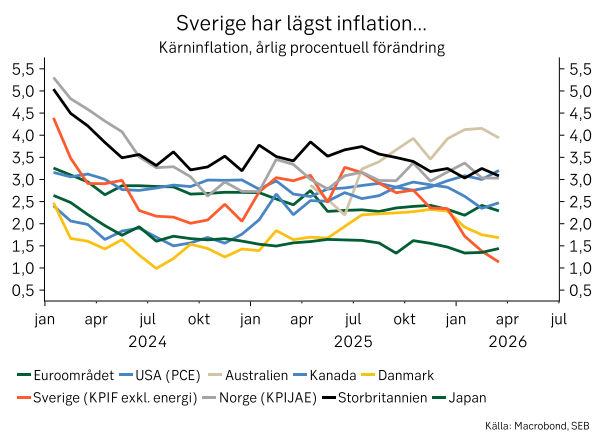


Kärninflationen nära noll under flera månader. Rensat för säsongsvariationer har de månatliga förändringarna för KPIF exklusive energi i uppräknad årstakt varit nära noll sedan förra sommaren. Vi ser större ned- än uppsidesrisker för vår prognos för kärninflationen.

Inflation långt under målet. KPIF exklusive energi var hela 0,4 procentenheter lägre än Riksbankens prognos i mars och inflationstakten var långt under målet. Trots låg inflation prisade marknaden in att Riksbanken skulle höja räntan i samma takt som ECB. Men under de senaste veckorna har förväntningarna på Riksbanken fallit tillbaka och marknaden tror nu på drygt två höjningar i år jämfört med tre från ECB. Risken för större inflationseffekter från höga energipriser kan inte helt negligeras och en svårare fråga är hur stora indirekta effekter på inflationen som direktionen kommer acceptera i ett riskscenario med en större internationell

inflationssuppgång. Att Riksbanken under 2024 och 2025 sänkte räntan trots att KPIF exklusive energi låg en bit över målet skulle kunna tyda på att ett visst överskjutande av målet kan tillåtas även denna gång. Flera direktionsmedlemmar, inklusive riksbankschefen, har dock varnat för att räntan kan behöva höjas.

Sverige har lägst inflation i EU. I en genomgång av Finanspolitiska rådet från 2024, där direktionsledamöterna Anna Seim och Göran Hjelm då var medlemmar, framfördes kritik mot en alltför stram penningpolitik under inflationssuppgången 2022. Med facit i hand är det mycket som tyder på att så var fallet; kärninflationen i Sverige är den lägsta i G10 och dessutom lägre än i samtliga EU-länder. Samtidigt har arbetsmarknaden varit svagast i G10 sedan 2022.



Riksbanken ligger still i år, höjer 2027. Kombinationen av låg inflation, svag arbetsmarknad och lågt resursutnyttjande talar för att Riksbanken kommer hålla räntan oförändrad under lång tid. Vi håller fast vid att räntan höjs till 2,00 procent först i slutet av 2027, och att en räntesänkning inte kan uteslutas om kriget i Iran får en lösning och energipriserna faller tillbaka.

Energiprisstöd i vårbudgeten. Regeringens vårbudget innehöll nya ofinansierade reformer på knappt 8 miljarder, ca 0,1 procent av BNP, och drygt hälften utgörs av kompensation till hushållen för höga elpriser i

början av året och tillfälligt sänkta skatter på drivmedel mellan maj och september. Regeringen har även ansökt om ett tillfälligt undantag för drivmedelsskatterna som kan ge ytterligare tre kronor i lägre skatt per liter bensin och diesel. Detta skulle öka åtgärderna i vårbudgeten till knappt 15 miljarder enligt våra beräkningar (EU-kommissionen har inte kommit med besked i frågan). De flesta åtgärderna som presenterats i vårbudgeten är tillfälliga och påverkar inte budgetutrymmet på sikt.

Offentliga sektorns finanser

Procent av BNP

	2024	2025	2026	2027
Staten, finansiellt sparande	-1,2	-1,5	-2,9	-2,4
Staten, skuld	16,8	17,7	19,6	20,8
Offentlig sektor, sparande	-1,7	-1,5	-2,7	-2,1
Offentlig sektor, bruttoskuld	34,0	35,1	36,9	37,6

Rejält expansiv finanspolitik i år. Budgetpropositionen för 2026 som presenterades i höstas innehöll 80 miljarder i ofinansierade åtgärder i år, främst i form av lägre skatter för hushållen. Regeringen och Konjunkturinstitutet (KI) uppskattar den expansiva effekten till ungefär en procent av BNP. Om stöd till Ukraina och ökade försvarssatsningar, som inte omfattas av budgetmålen, räknas in så uppgår expansionen till drygt 1,6 procent av BNP – motsvarande drygt 130 miljarder.

Begränsat reformutrymme framöver. Utrymmet för ytterligare expansion för den regering som tillträder efter valet i höst kommer att vara mycket begränsat. Det gäller i alla fall om de ambitiösa målen för budgeten, att offentliga sektorns saldo ska vara i balans över en konjunkturcykel, ska uppfyllas. Vi räknar med ofinansierade reformer på mindre än 20 miljarder kronor 2027, vilket innebär en i stort sett neutral finanspolitik.

Starka offentliga finanser, trots allt. Svenska offentliga finanser är fortfarande mycket starka i en internationell jämförelse och underskottet i offentlig sektor ser ut att bli lägre än tre procent även i år. KI beräknar att reformutrymmet de närmaste fyra åren uppgår till 60 miljarder kronor, vilket är mycket lågt i ett historiskt perspektiv. Den beräkningen utgår dessutom ifrån att momsen på livsmedel normaliseras 2028, vilket enligt vår bedömning inte är troligt. Både vi och KI räknar med att den offentliga skulden stannar under 40 procent av BNP de närmaste fem åren, vilket är gränsen för när avvikelser från skuldankaret på 35 procent kräver att regeringen förklarar avvikelserna och hur den ska hanteras.

Norge

Inflationen biter sig fast och tvingar fram räntehöjningar

Högre energipriser gynnar norsk utrikeshandel, men får begränsade effekter på hela ekonomin. Tillväxtkrafterna bedöms liksom tidigare skifta när den olje- och gasrelaterade efterfrågan avtar samtidigt som ökande geopolitisk och handelsrelaterad osäkerhet skapar nedåtrisker. Kärninflationen har visat sig oväntat ihärdig och Norges Banks tålamod är på väg att sina. Vi väntar oss förnyade räntehöjningar i vår och att det dröjer till slutet av 2027 och början av 2028 innan penningpolitiken normaliseras.

Tillväxten i fastlands-BNP tog fart ifjol, stödd av stark export och en återhämtning i hushållens konsumtion. Sentimentindikatorer har stabiliserats och tyder på måttlig tillväxt under första halvan i år, även om de geopolitiska och handelsrelaterade riskerna ökar osäkerheten. Högre energipriser, drivet av utvecklingen i Mellanöstern, förbättrar bytesvillkoren i utrikeshandeln, men ändrar inte den övergripande bilden. Tillväxtmotorerna ändras när de finanspolitiska och oljerelaterade efterfrågeimpulserna avtar. Underliggande inflation har varit oväntat ihärdig och med risker på uppsidan. Norges Bank väntas återuppta sina räntehöjningar i vår, vilket bidrar till mer osäkra utsikter för hushåll och byggsektorn. Vi har reviderat ned vår prognos för fastlands-BNP, men väntar oss fortfarande tillväxt nära trend i år och nästa år, medan total tillväxt dämpas av en cyklisk nedgång i oljeinvesteringarna.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

*% av arbetskraften.

Källa: Macrobond, SEB

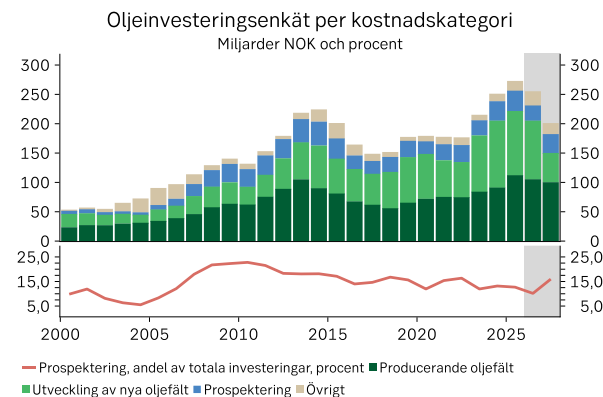
Stramare finanspolitiska prioriteringar

Den ändrade budgeten för 2026 innebär oljeintäkter på 584 miljarder NOK, vilket motsvarar 2,8 procent av Oljefonden (Statens pensionsfond utland). Högre

energipriser kommer att öka skatteintäkterna från oljan och skapa utrymme för ökade utgifter i den reviderade budgeten som ska släppas den 12 maj. Stortinget har redan sänkt bränsleskatterna för att få ned priserna på bensin och diesel, och ytterligare åtgärder kan inte uteslutas om spridningseffekterna blir mer påtagliga. Regeringen har dock signalerat en försiktig hållning med stramare prioriteringar. Försvarsutgifterna kommer att fortsätta öka enligt den långsiktiga plan som antogs 2024, vilket sätter Norge på rätt spår att nå NATO:s mål på 3,5 procent under det kommande decenniet.

Högre energipriser skapar divergens

Utsikterna för exporten är alltmer blandade. Högre energipriser stödjer lönsamheten i vissa delar medan svagare global efterfrågan tynger exporten av traditionella varor. Tillverkarna har blivit mer pessimistiska och kapacitetsutnyttjandet har sjunkit till historiskt låga nivåer. Ökad osäkerhet, högre räntor och stigande kostnader kommer sannolikt att dämpa investeringarna inom tillverkningsindustrin, även om en markant ökning av investeringarna i elsektorn kommer att ge visst stöd.



Små effekter på oljeinvesteringar. Olje- och gassektorn kommer att gynnas av högre priser, men investeringscykeln i sektorn är till stor del frikopplad från nuvarande prisutveckling. Sentimentet bland underleverantörer i sektorn har blivit mer pessimistiskt, vilket pekar mot negativa efterfrågeimpulser till fastlandsekonomin. Investeringarna kommer att minska när utvecklingen av de större fält som godkändes 2022 slutförs kring 2027. Prospekteringarna kan ta fart om priserna förblir höga, men utgör en begränsad andel av de totala investeringarna och begränsas av kapacitetsproblem. Över tid kan geopolitiska spänningar i Mellanöstern öka den norska kontinentalsockelns attraktionskraft, vilket kan ge visst stöd till aktiviteten. På kort sikt förväntar vi oss att investeringarna i olje- och gassektorn vänder ner i år med en måttlig ackumulerad nedgång på cirka 6,0 procent under 2026–2027.

Bräcklig återhämtning för bostäder

Bostadsinvesteringarna hämtade sig i slutet av 2025 och byggandet har tagit fart. Försäljningen av nya bostäder förblir dock dämpad och byggarna möter nya motvindar. Utsikter till förnyade räntehöjningar kommer att öka kostnadstrycket och tynga aktiviteten. Vi väntar oss en försiktig återhämtning i bostadsinvesteringarna under 2026–2027. Begränsat utbud av nya bostäder kommer att ge stöd för priserna på befintliga bostäder, medan högre räntor begränsar hushållens lånekapacitet och ökad osäkerhet kring tillväxt och arbetsmarknad dämpar efterfrågan. Vi förväntar oss måttliga prisökningar för befintliga bostäder på 3,7 respektive 4,9 procent under 2026 och 2027.

Försiktiga hushåll ökar sparandet

Hushållens konsumtion, särskilt av varor, tog fart i fjol, stödd av god reallönetillväxt och låg arbetslöshet. Reviderade data visar lägre reala disponibelinkomster och sparande men ändrar inte bilden av en normaliserad sparkvot. Växande reallöner kommer att fortsätta att stödja konsumtionen, men konsumentförtroendet förblir svagt. Signaler om förnyade räntehöjningar kommer att tynga förtroendet ytterligare och förstärka ett mer försiktigt konsumtionsmönster. Vi förväntar oss att sparkvoten ökar och dämpar konsumtionstillväxten till 2,3 respektive 2,1 procent under 2026 och 2027.

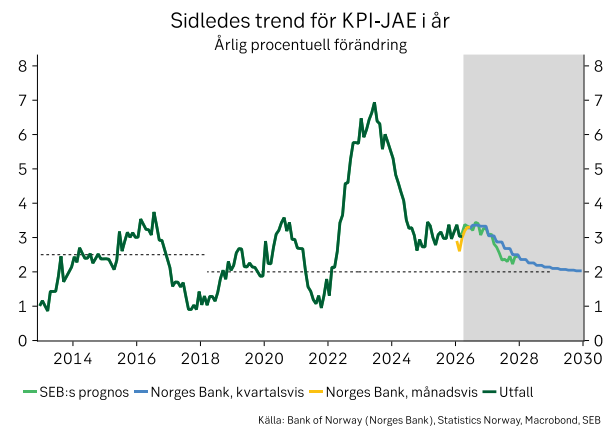
Divergerande arbetsmarknadsutsikter. AKU-arbetslösheten har stabiliserats efter en kraftig ökning i början av 2025, medan den registrerade arbetslösheten legat kring 2,1 procent. Arbetsmarknadsindikatorer pekar över lag på i stort sett stabila förhållanden. Vi väntar oss en endast måttlig minskning av AKU-nivån till 4,4 procent i slutet av 2027, medan den registrerade ökar något men blir kvar nära nivåerna före pandemin.

Höga löneökningar. Förbättrad konkurrenskraft, hög inflation och en relativt låg löneandel har stärkt fackföreningarnas förhandlingsposition. Lönetillväxten har överstigit 5 procent sedan 2023, vilket har resulterat i betydande reallöneökningar och ökat inflationstrycket. Den avtalsbestämda lönenormen för 2026 sattes till 4,4 procent, men höga centralt överenskomna löneökningar ökar risken för att de totala löneökningarna återigen överstiger normen. Vi förutspår nominella löneökningar på 4,6 respektive 3,9 procent under 2026 och 2027.

Inflationsnedgången försenas

Den nedåtgående trenden för underliggande inflation har stannat av och KPI-ATE (KPI exklusive skatter och energi) har rört sig sidledes strax över 3 procent sedan början av 2025. Matpriserna drev initialt ökningen, men inflationen blev mer utbredd mot slutet av förra året och

både varor och tjänster bidrog. Vi fortsätter att förvänta oss att inflationen faller under de kommande åren men har reviderat upp våra prognoser. KPI-ATE förväntas nu ligga kvar i intervallet 3,0–3,5 procent under de kommande tolv månaderna.



Lägre priser på internationella jordbruksvaror och svag europeisk matinflation pekar på långsammare matprisökningar även i Norge. Delvis som en följd av baseffekter från lägre barnomsorgsavgifter i augusti ifjol, kommer tjänsteinflationen sannolikt att öka snarare än minska under de kommande 6–9 månaderna. Fortsatt höga hyror, drivet av hög KPI-inflation, kommer också att bidra till att hålla inflationen hög. KPI-ATE förväntas sjunka endast gradvis, till strax under 2,5 procent mot slutet av 2027.

Möjliga spridningseffekter från konflikten i Mellanöstern och fortsatt hög lönetillväxt utgör uppåtrisker för inflationen under kommande året. Sänkta skatter på bensin och diesel mellan april och september bör kompensera för det mesta av bränsleprisökningen från kriget. Norge har också sökt EU:s godkännande för att sänka dieselskatterna ytterligare i maj, vilket inte ingår i vår prognos. Trots detta förväntas total inflation stiga i stort sett i linje med KPI-ATE både i år och nästa år.

Penningpolitiken skiftar till räntehöjningar

Norges Bank skiftade till en mer hökaktig hållning i mars, när man reviderade upp inflationen i närtid och signalerade minskad tolerans för en "hög längre"-strategi. Ledamöterna var överens om att en stramare politik var motiverad, där tidpunkten för höjningarna blev huvudfrågan. Osäkerheten förblir hög, men då inkommande data i stort sett är i linje med Norges Banks prognoser väntar vi oss en framtung åtstramning. En underliggande inflation som bitit sig fast, höga löneökningar och svagare krona förstärker denna vy. Utvecklingen i Mellanöstern är en uppåtrisk snarare än viktig drivfaktor. Vi spår två höjningar i år. I slutet av 2027 normaliseras räntan när inflationen gradvis avtar.

Danmark

Motståndskraft mot energichocken

Ekonomi utvecklades starkare än väntat under slutet av 2025. Även om vi ser en tillfällig avmattning i början av 2026 på grund av kriget i Mellanöstern är underliggande fundamenta fortsatt stabila. Stigande sysselsättning, reallöner, finanspolitiska stimulanser och stark bostadsmarknad stöttar tillväxten. Den politiska osäkerheten har ökat efter ett otydligt valresultat, även om inga större politiska förändringar väntas. En svag DKK öppnar dörren för en högre ränta, men den kommer mer troligt nästa år.

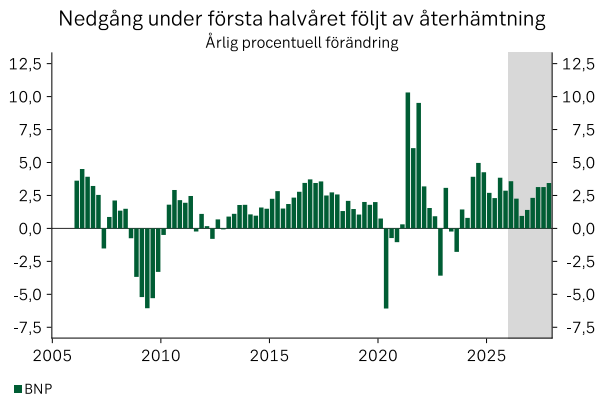
Styrkan fortsätter att överraska. BNP växte med 0,2 procent under det fjärde kvartalet i följd efter en ökning på 2,3 procent föregående kvartal. Tillväxten för hela året slutade på 2,9 procent, vilket är starkare än vår tidigare prognos på 2,5 procent. Fjärde kvartalets tillväxt drevs främst av konsumtion, både hushåll och offentlig, medan investeringar minskade. Vi väntar oss fortsatt svag tillväxt under första halvan av 2026 på grund av kriget i Mellanöstern, men att det bara är övergående då oljepriserna har nått sin topp och gradvis normaliseras. Ett starkare slut på 2025 motverkar delvis det tillfälliga bakslaget i början av året och innebär att vi har sänkt prognosen för 2026 från 2,7 till 2,0 procent men hållit 2027 oförändrat på 3,0 procent.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

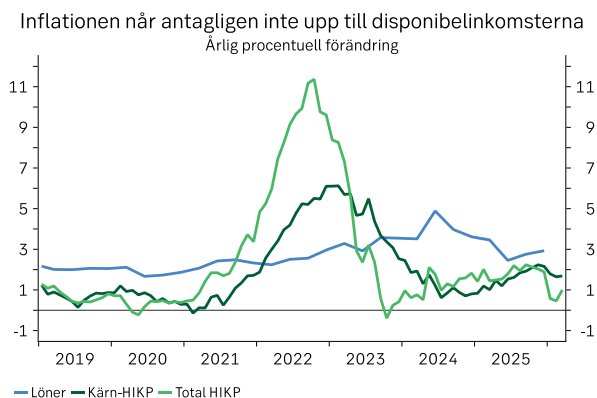
	2024	2025	2026	2027
BNP	3,5	2,9	2,0	3,0
HIKP	1,4	1,9	1,9	2,2
Löner	4,0	2,9	3,0	3,5
Offentligt saldo*	4,5	3,0	2,0	1,5
Offentlig skuld*	30,5	28,9	28,0	27,5
Bytesbalans*	12,5	12,6	11,0	10,0
Styrränta (inlåning), %	2,60	1,60	1,85	2,00

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



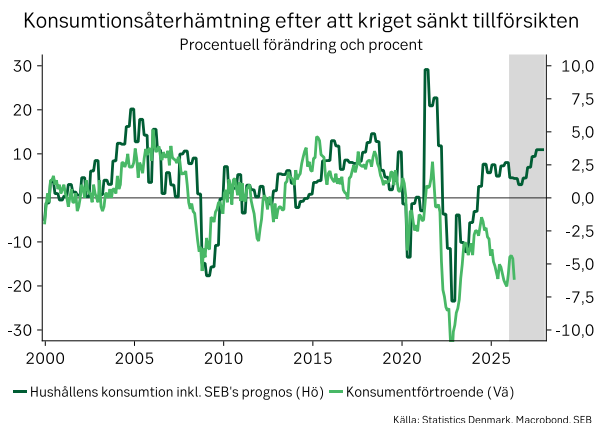
Källa: Macrobond, SEB

Måttlig inflationschock från kriget. De första ekonomiska data som publicerats efter krigets början tyder på att effekterna hittills är ganska begränsade. Den direkta effekten av energichocken syns i inflationens marsiffra som steg från 0,7 till 1,2 procent, främst drivet av bränslepriserna. Samtidigt fortsatte kärninflationen att sjunka till 1,7 procent från 1,8 procent i februari. Även om inflationen kan stiga under de kommande månaderna, får det en begränsad effekt på den real disponibla inkomsten.

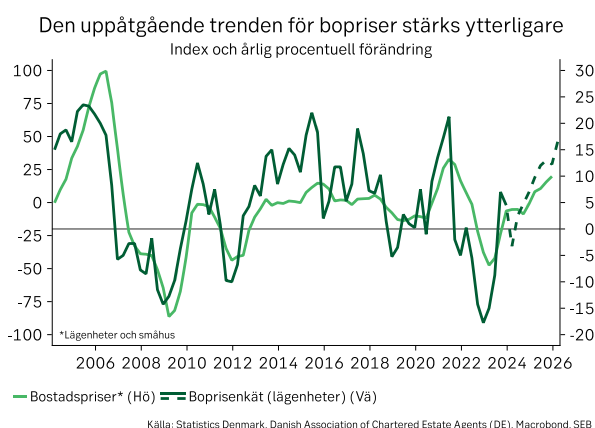


Källa: Statistics Denmark, Eurostat, Macrobond, SEB

Sentiment tyder på konsumtionspaus. Hushållens konsumtionsutgifter ökade under andra halvan av 2025. Dock tappade detaljhandels månatliga försäljningssiffror fart under vintern efter höstens starka uppgång. Konsumentförtroendet sjönk återigen i mars och april, drivet av lägre förväntningar på både ekonomin som helhet och den egna ekonomin. Konsumentförtroendet har dock de senaste åren frikopplats ifrån konsumtionen, men med effekten av energichocken är det troligt att konsumtionen tillfälligt ökar långsammare under det första halvåret, innan den åter tar fart.

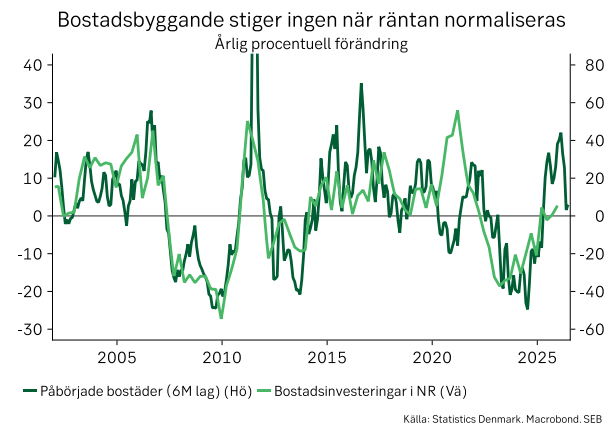


Underliggande drivkrafter fortfarande intakta. Även med tillfälligt avvaktande hushåll, är de underliggande drivkrafterna för konsumtionsåterhämtningen intakta, främst stigande sysselsättning och högre reallöner. Sysselsättningstillväxten fortsatte fram till slutet av förra året. Samtidigt fortsätter lönerna att stiga snabbare än inflationen, även om vi beaktar den krigsdrivna inflationen. Därtill ger finanspolitiken fortsatt stöd, bland annat genom skattesänkningar i början av året kompletterat med en engångscheck på upp till 5000 danska kronor som mer än två miljoner danskar är berättigade till och som betalas ut i maj i år. Dessutom fortsätter förmögenhetseffekten att ge starkt stöd i takt med att uppgången i fastighetspriser tiltar, primärt drivet av högre lägenhetspriser. Sammantaget steg bostadspriserna med 10 procent i slutet av 2025 jämfört med året innan och trenden verkar ha stärkts ytterligare på senare tid. Eftersom inflationschocken antagligen blir tillfällig, ser vi fortsatt en ganska stark återhämtning för konsumtionen, särskilt under 2027.



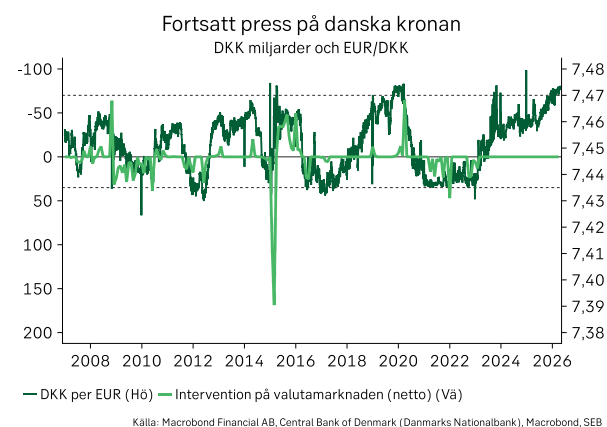
Investeringsuppgång i startblocken. Handelskriget och aktuell geopolitik har skjutit upp företagens investeringar och vi räknar med en viss tvekan även under de första kvartalen 2026. Om fartyg snart kan börja passera genom Hormuzsundet och med ett kapacitetsutnyttjande över neutralt, väntar vi oss en vändning upp för investeringarna. På samma sätt väntar

vi oss att byggandet och bostadsmarknaden tar fart igen när räntorna normaliseras efter den snabba uppgången i mars-april.



Folketingsvalet ökar osäkerheten. Sedan förra Nordic Outlook utlyste Danmarks breda koalitionsregering, ledd av statsminister Frederiksen, nyval den 24 mars. Resultaten var nedslående för regeringen då alla tre mittenpartierna i regeringen tappade mark jämfört med valet 2022. De främsta vinnarna återfanns på de två ytterkanterna. Förhandlingar om att bilda en ny regering pågår men verkar vara svåra med tanke på att Folketinget är mer splittrat. Vi väntar oss fortfarande att Frederiksen bildar en ny koalitionsregering och att valresultatet inte leder till någon avgörande förändring i den ekonomiska politiken.

Danska kronan är fortfarande svag. I januari lyfte vi möjligheten till en isolerad räntehöjning för att ge stöd år DKK. Den har dock inte materialiserats trots att DKK nu handlas på sin svagaste nivå mot EUR hittills (7,473). Nationalbanken (DNB) ser ut att acceptera ett något bredare intervall framöver. En räntehöjning kan fortfarande inte uteslutas men eftersom vi nu har passerat utdelningssäsongens valutautflöden utan ett ingripande och skjuts upp till nästa år.



Finland

Ekonomi står och stampar

Finland är fast i sin ekonomiska stagnation. Hög arbetslöshet och lågt konsumentförtroende fortsätter att tynga inhemsk efterfrågan, medan urholkad konkurrenskraft och ökad osäkerhet hämmar exporten. Vi har reviderat ned vår redan tidigare låga tillväxt för BNP till endast 0,7 procent 2026. För 2027 sker en viss tillväxtuppväxling till strax över 1 procent.

Släckta förhoppningar. Återhämtningen ser ut att återigen skjutas på framtiden. Den tidigare optimismen vilade till stor del på exporten och industrin vilka har varit mer motståndskraftiga än andra delar av ekonomin. Men nu utmanas även industrin av höjda energipriser samtidigt som orderingsgången har minskat. Tyskland, Finlands största handelspartner, kommer drabbas hårdare av energichocken, vilket försvagar finsk export. Dessutom ser utsikterna för svensk ekonomi inte längre lika ljusa ut som i februari. Produktionen inom tillverkningsindustrin har förbättrats, men nedgången i orderingsgången visar att denna lättnad kan visa sig vara kortvarig.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

Ingen återhämtning på arbetsmarknaden.

Arbetslösheten har rört sig sidledes den senaste tiden och ligger på 10,5 procent, den högsta nivån sedan slutet av 90-talet och högst i EU. Med tanke på trögheterna på arbetsmarknaden är det troligt att en förbättring sker endast långsamt. Samtidigt fortsätter löneökningarna vara högre än historiskt genomsnitt, på en långa kollektivavtal vilket urholkar konkurrenskraften.

Dämpade inflationseffekter. Inflationen har historiskt inte reagerat så mycket på energiprischocker och det mönstret förväntas hålla i sig även i år. Konsumenternas försiktighet och den låga efterfrågan gör det svårt för företag att föra över högre insatskostnader till kunderna. Mot denna bakgrund förväntar vi oss att inflationen kommer att förbli under 2 procent i år.

Återhämtning i reallöner stödjer konsumtionen.

Återhämtningen i detaljhandelsförsäljningen under sista kvartalet 2025 har fortsatt i början av 2026, understödd av högre reallöner. Detaljhandelsvolymerna ökade med ungefär 3 procent under första kvartalet.

Konsumtionsökningen bedöms dock vara begränsad i år men växlar upp 2027 när arbetsmarknaden gradvis förbättras och reallönetillväxten är fortsatt relativt god.

Lönetillväxten är fortfarande hög
Årlig procentuell förändring



Nya bottennivåer på bostadsmarknaden.

Bostadspriserna har fortsatt att falla och priserna på bostäder på andrahandsmarknaden har fallit med 2–3 procent jämfört med för ett år sedan. Samma nedåtgående trend är tydlig i omsättningen. Bostadsförsäljningen 2025 sjönk till sin lägsta nivå sedan mätningarna började. Nybyggnation hjälper inte heller och i januari registrerades endast omkring 750 byggstarter, betydligt mindre än vad som historiskt sett anses normalt.

Regeringen stramar åt ytterligare. Efter att ha nått en överenskommelse över partigränserna om att på lång sikt sänka den offentliga skulden under 40 procent av BNP har regeringen fortsatt försöken att få ner budgetunderskottet. Prognoserna på skatteintäkterna har dock upprepade gånger visat sig vara alltför optimistiska, och nya nedskärningar annonseras nästan veckovis. Trots dessa ansträngningar väntas budgetunderskottet bli 4 procent i år, vilket höjer skuldkvoten till drygt 90 procent. Även om det finns en acceptans för åtstramningar, tyder de senaste opinionsundersökningarna på att stödet för regeringen minskar.

Baltikum

Litauen | sid 48

Uttag från pensionsfonder kompenseras för negativa effekter av stigande energipriser. Löneökningarna saktar ner, investeringarna väntas öka och exporttillväxten bromsar in på grund av svagare global efterfrågan. Finanspolitiken är fortsatt expansiv.

Estland | sid 50

Inflationen stiger, men höga reallöneökningar, fallande arbetslöshet och skattesänkningar gör att konsumtionen växlar upp. Vi förväntar oss en tillväxt på 2,5 procent i år, med inhemsk efterfrågan som den viktigaste drivkraften.

Lettland | sid 49

Snabbt stigande energipriser ger högre inflation och svagare tillväxt. Stark investeringsaktivitet är fortfarande en viktig ekonomisk drivkraft. Konsumtionen återhämtar sig, medan export och tillverkningsindustri blir svaga.

Litauen

Pengar i överflöd

Uttag från pensionsfonder mer än kompenserar för negativa effekter av stigande energipriser. Löneökningarna saktar ner till en mer hållbar ökningstakt. Investeringarna väntas återigen öka avsevärt i år, drivet av ökade utgifter för försvarsinfrastruktur och bostadsbyggande. Exporttillväxten bromsar in 2026 på grund av svagare global efterfrågan. Finanspolitiken är fortsatt expansiv i år.

Vi räknar med att den sedan tidigare bredbaserade tillväxten fortsätter i år trots kraftigt stigande energipriser. Nästa år bromsar dock ekonomin in betydligt eftersom engångseffekten av högre konsumtion försvinner.

Starkare än väntat utflöde från fonder. Vi räknade tidigare med att 35 procent av den andra pensionspelarens medel skulle tas ut före slutet av 2027. Men redan i april har mer än 40 procent av de totala tillgångarna redan lämnat systemet. Vi antar nu i stället att uttagen når 50 procent vid årets slut, varav hälften går till konsumtion. Konsumtionen blir därmed stark i närtid; baksidan är att mindre pensionsbuffert sammanfaller med utmanande demografisk utveckling.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

Inflationen stiger över 5 procent i år. Inflationen har varit högre än väntat under början av året. Med de högre energipriserna reviderar vi upp vår inflationsprognos väsentligt 2026. Trots det väntas prisökningen bli lägre än tillväxten i disponibel inkomst.

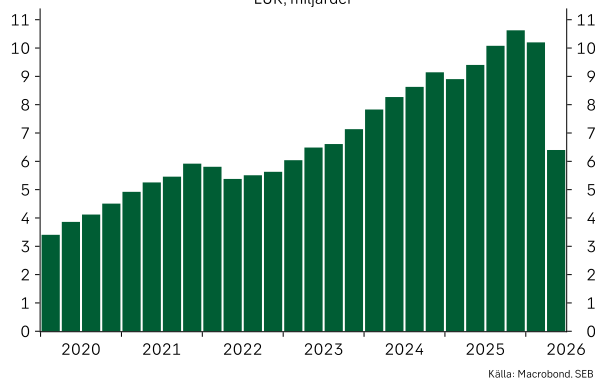
Likt många andra EU-länder har regeringen sänkt skatter för att dämpa uppgången i bränslepriserna under två månader. Livsmedelsinflationen avtog under

första kvartalet, men den kan återhämta sig under andra halvan av året.

Exporten av tjänster växer i tvåsiffrig takt.

Industriproduktionen fortsätter att öka, även om tillväxten ligger kraftigt efter tjänstesektorerna. Snabbt stigande arbetskostnader, kompetensbrist och relativt höga energipriser begränsar tillväxten. Varuexporten är fortfarande under press från högre amerikanska importtullar, men exporten till USA har minskat med nästan 50 procent. Försvarsindustrin har tidigare spelat en försumbar roll för ekonomin, men expanderar nu snabbt. Samtidigt fortsätter exporten av IT, finans och andra affärstjänster att växa även om antalet anställda minskar. En sådan tendens är ogynnsamma för kontorsmarknaden, vilket bl.a. återspeglas i höga vakansgrader.

Tillgångar i andra pensionspelare in Litauen
EUR, miljarder



Risk för högre byggkostnader. Byggproduktionen brukar bromsa in under kalla vintrar, men aktiviteten kommer att hinna i kapp givet mycket starka orderböckerna. Samtidigt innebär energiprisökningen högre byggkostnader. Försvarsinfrastrukturprojekten fortskrider smidigt och bidrar avsevärt till tillväxten i investeringar under de kommande två åren. Aktiviteten på bostadsmarknaden var återigen stark under första kvartalet, även om det finns vissa tecken på att byggmomentum nått sin topp. Bostadsprisökningen fortsätter att överstiga löneökningarna avsevärt, vilket försvårar för nyblivna bostadsköpare.

Budgetunderskottet ökar och var betydligt lägre än väntat 2025, främst på grund av ökade utgifter för sociala stöd. Underskottet blir än större i år, när försvarsutgifterna stiger till 5 procent av BNP. Förberedelserna för budgeten 2027 blir särskilt utmanande, när regeringen behöver balansera politiska krav från stödpartier på vänsterflanken med behovet av finanspolitisk disciplin. Denna utmaning förvärras av diskussioner kring födseltalen, som sjönk till rekordlåga nivåer 1 förra året, kan stötta och förbättras.

Lettland

Stabil återhämtning möter motvind

Snabbt stigande energipriser ger högre inflation och svagare tillväxt. Stark investeringsaktivitet, stödd av ökande offentliga utgifter, är fortfarande en viktig ekonomisk drivkraft. Konsumtionen återhämtar sig med stöd av förbättrad köpkraft och sentiment, medan export och tillverkningsindustri blir svaga. Arbetsmarknaden väntas dock förbättras något.

Den ekonomiska återhämtningen stärktes under andra halvan av förra året då riskaptiten steg, förtroendet för ekonomin förbättrades och BNP-tillväxten växlade upp tydligt. Men trots stigande osäkerhet och försämrar utsikterna, blir nedrevideringen ändå relativt liten. Investeringar förblir den främsta drivkraften för tillväxt, och ökad byggaktivitet ger spridningseffekter till andra sektorer. En stark återhämtning inom företagsutlåning, tillsammans med en återhämtning i hushållens lånetillväxt ger ytterligare impuls till investeringar och inhemsk efterfrågan. Kredittillväxten är dock känslig för eventuella ränteförändringar. Stämningläget i ekonomin steg i alla sektorer i mars, men kan försvagas något framöver.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

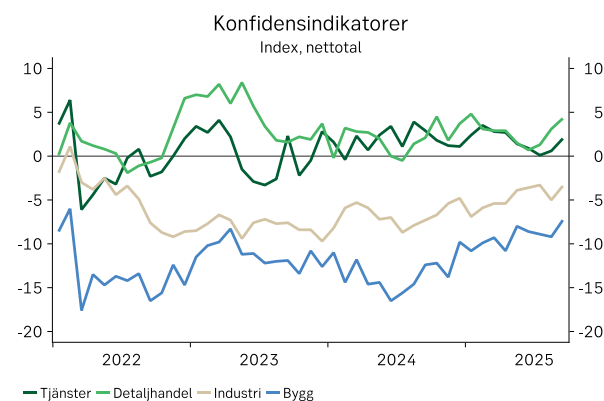
	2024	2025	2026	2027
BNP	0,0	2,1	2,2	2,4
Hushållens konsumtion	0,1	0,8	1,3	1,9
Export	0,1	0,1	0,6	2,2
Arbetslöshet*	6,9	6,9	6,5	6,2
Löner	9,7	7,7	7,1	6,6
HIKP	1,3	3,8	3,9	3,4
Offentligt saldo **	-1,8	-3,1	-3,2	-3,2

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

Mer fart i konsumtionen. Konsumtionstillväxten blir starkare de närmaste åren i takt med förbättrad köpkraft, en starkare arbetsmarknad samtidigt som vi räknar med att konsumentförtroende också förbättras. Detaljhandelssiffror visade på starka ökningarna mellan 4 och 6 procent i januari och februari. En starkare

konsumtion lyfter därför BNP-tillväxten under de kommande två åren. Utvecklingen är dock beroende av hushållens framtidstro och i vilken utsträckning den kommer att påverkas av hur inflationsuppgången och hur ihållande den visar sig bli.

Exporten bromsar in. Tillverkningsindustrins produktion var stark förra året, och landade på 5,5 procent. Året har dock startat tydligt svagare, även om konfidensindikatorn för industrin förbättrades i mars. Vi tror därför att en upprepning av den goda utvecklingen i fjol kan visa sig utmanande. Stigande energikostnader och svagare tillväxt på exportmarknader tyder på att produktionen inom tillverkningsindustri i år bara når hälften av förra årets tillväxttakt.



Energiprisökningen pressar åter upp inflationen.

Förutsatt att de globala energipriserna inte stiger ytterligare bedömer vi att inflationsökningen är under kontroll. Men med ännu högre priser skulle konsekvenserna bli allvarliga, då kostnadstrycket skulle intensifieras inom de mest konsumentkänsliga kategorierna, särskilt energi och livsmedel. Högre energipriser sprids också till andra sektorer i ekonomin. Men med tanke på den snabbt föränderliga miljön kan inflationsdynamiken justeras lika snabbt.

Arbetsmarknaden förbättras något.

Arbetslösheten föll till 6,7 procent i slutet av 2025 och nedgången fortsätter om än gradvis. Löneökningarna kommer att dämpas ytterligare; men en ihållande högre inflation skulle sannolikt förnya trycket uppåt på lönerna.

Ökad finansiell press växer.

Trots ett mindre än väntat underskott 2025, en stabil nulägesituation kan ökande försvarsutgifter, förändringar i pensionssystemet, risker relaterade till stora offentliga projekt försämra utsikterna offentliga finanser. Lägre utgift och högre intäkter måste därför sökas i god tid för att undvika tillväxtskadlig finanspolitisk konsolidering under 2029.

Estland

Kommer högre inflation att påverka tillväxten?

Inflationen stiger åter men höga reallöneökningar, fallande arbetslöshet och skattesänkningar gör att konsumtionen växlar upp även om konsumentförtroendet är ett frågetecken. Vi har justerat vår tidigare prognos marginellt nedåt och förväntar oss nu en tillväxt på 2,5 procent under 2026. Inhemsk efterfrågan väntas vara den viktigaste drivkraften. Exporten dämpas när efterfrågeutvecklingen från viktiga marknader som den finska är svag.

Inflationsoron är tillbaka. Inflationen föll tillbaka under inledningen av 2026 men högre oljepriser ser nu ut att pressa upp inflationen mot 4 procent. Det är dock fortfarande osäkert i vilken utsträckning högre insatskostnader kommer att föras vidare till konsumenterna. Hushållen har historiskt sett varit rätt toleranta för prisökningar, vilket kan underlätta för företag att höja priserna. Därför har vi reviderat vår inflationsprognos till nästan 3,5 procent i år, från tidigare 3,0 procent.

Nyckeltal

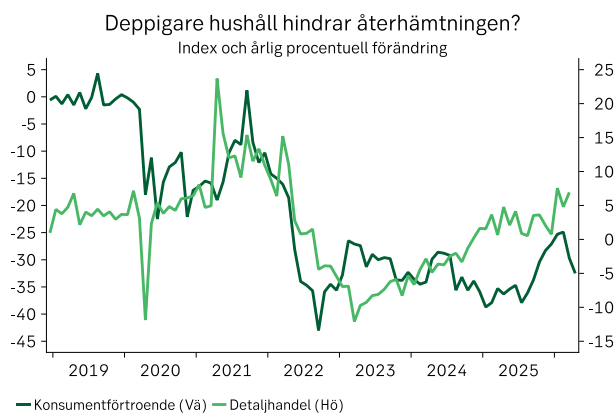
Årlig procentuell förändring

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

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

Dämpat sentiment men små steg i rätt riktning.

Konsumentförtroendet har varit lågt under flera år och konsumtionen har varit svag. Sedan förra hösten har dock humöret förbättrats. Inom näringslivet har förändringen varit mer dämpad, med undantag av detaljhandeln, där förväntningarna ljusnat avsevärt, vilket stödjer bilden av mer optimistiska konsumenter. Den senaste tidens fall i konsumentförtroende är dock en tillväxtrisk.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Konsumtionen ökar. Efter tidigare skattehöjningar gynnas hushållen i år av lägre inkomstskatter (ändrade regler för grundavdrag). Det gynnar detaljhandeln som förväntas fortsätta återhämta sig under kommande kvartal.

Fortsatt dämpad industri. Trots bättre ordergång syns ingen tydlig ökning av faktisk produktion. Exporten hålls tillbaka när viktiga exportmarknader som Finland fortsätter sin kräftgång.

Inhemska investerare kompenserar för nordisk tillbakagång. Ökad optimism bland byggföretagen och stabila räntor har gynnat investeringarna. Den senaste tiden har dock vissa nordiska investerare dragit sig tillbaka, troligtvis på grund av låg tillväxt i de inhemska ekonomierna (särskilt den finska). Denna rebalansering kommer sannolikt att fortsätta. Även om försäljningen av bostäder har varit i stort sett oförändrad jämfört med förra året, verkar fastighetsutvecklare positiva och förväntar sig att efterfrågan ska stärkas framöver vilket ger ökade bostadsinvesteringar.

Stabil arbetsmarknad. Senaste årens höga löneökningar har ersatts av uppgång i mer måttlig takt, 5–6 procent, en takt vi förväntar oss fortsätter 2026 och 2027. Sysselsättningsgraden ligger nära historiskt höga nivåer och utrymmet för ytterligare uppgång är begränsat. Den höga sysselsättningsgraden pressar ner arbetslösheten till runt 6 procent 2027.

Vallöften. Parlamentsvalet 2027 närmar sig och partierna har börjat presentera sina valprogram. Vallöften lär bli svåra att uppfylla givet att partierna samtidigt vill återställa ordningen i de offentliga finanserna. Budgetunderskotten under de kommande åren förväntas redan överstiga 3 procent.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP OECD	1,8	1,8	1,6	1,7
BNP världen (PPP)	3,3	3,2	3,0	3,1
KPI OECD	5,3	4,1	4,3	2,6
Oljepris, Brent (USD/fat)	80	68	95	85

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr USD	2024	2025	2026	2027
BNP	29 298	2,8	2,1	2,1	2,0
Hushållens konsumtionsutgifter	19 896	2,9	2,6	1,9	1,8
Offentlig konsumtion	3 992	3,3	0,6	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	6 255	3,4	3,0	3,2	3,2
Lagerbidrag i % av BNP	54	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Export	3 215	3,6	1,6	4,3	2,0
Import	4 114	5,8	2,7	2,6	2,3
Arbetslöshet (%)		4,0	4,3	4,5	4,5
KPI		2,9	2,7	3,5	2,3
Kärn-KPI		3,4	2,9	2,6	2,2
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,9	-6,8	-7,5	-7,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		122	124	126	130

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	15 338	0,9	1,4	0,8	1,3
Hushållens konsumtionsutgifter	8 100	1,4	1,5	0,9	1,1
Offentlig konsumtion	3 280	2,3	1,6	1,7	1,2
Bruttoinvesteringar	3 216	-2,5	3,0	2,0	2,2
Lagerbidrag i % av BNP		-0,1	0,3	0,0	0,0
Export	7 546	0,5	2,0	1,0	2,4
Import	6 878	-0,1	3,7	2,0	2,4
Arbetslöshet (%)		6,3	6,3	6,3	6,3
HIKP		2,4	2,1	2,9	1,7
Kärn-HIKP		2,8	2,4	2,4	2,1
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-3,0	-2,9	-3,4	-3,4
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		86,6	87,4	88,0	89,5

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	30-apr	dec-26	jun-27	dec-27
USA	3,75	3,50	3,25	3,25
Japan	0,75	1,00	1,00	1,00
Euroområdet, inlåningsränta	2,00	2,25	2,25	2,25
Storbritannien	3,75	3,75	3,25	3,00

Oblighationsräntor, 10 år	30-apr	dec-26	jun-27	dec-27
USA	4,40	4,20	4,35	4,45
Japan	2,45	2,30	2,50	2,65
Tyskland	3,03	3,00	3,10	3,30
Storbritannien	5,08	4,40	4,20	4,25

Växelkurser	30-apr	dec-26	jun-27	dec-27
USD/JPY	157	157	155	153
EUR/USD	1,17	1,21	1,22	1,22
EUR/JPY	184	190	189	187
EUR/GBP	0,86	0,89	0,90	0,90
GBP/USD	1,36	1,36	1,36	1,36

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr SEK	2024	2025	2026	2027
BNP	6 392	1,0	1,5	2,6	2,9
BNP, dagkorrigerat		1,0	1,8	2,3	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	2 894	0,8	1,6	2,7	2,9
Offentlig konsumtion	1 698	1,2	0,7	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 604	0,3	2,0	3,3	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,2	0,2	0,2	0,2
Export	3 483	2,6	3,9	4,7	4,7
Import	3 290	2,5	4,3	4,7	4,7
Arbetslöshet (%)		8,4	8,9	8,7	8,4
Sysselsättning		-0,6	0,4	0,9	0,9
KPI		2,8	0,7	0,7	1,5
KPIF		1,9	2,6	1,4	1,4
KPIF exkl. energi		2,6	2,8	0,9	1,7
Timplöneökningar		4,1	3,7	3,4	3,2
Hushållens sparkvot, %		16,3	14,7	14,4	13,8
Real disponibel inkomst		1,2	1,7	3,2	2,3
Bytesbalansen, % av BNP		6,9	6,1	5,5	5,0
Budgetsaldo, mdr SEK		-104	-102	-173	-206
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,7	-1,5	-2,7	-2,1
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		34,0	35,1	36,9	37,6

Finansiella prognoser	30-apr	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	1,75	1,75	1,75	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	2,09	2,00	1,95	2,35
10-års ränta	2,85	3,00	3,15	3,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	-18	0	5	5
USD/SEK	9,25	8,80	8,57	8,44
EUR/SEK	10,85	10,65	10,45	10,30
KIX	117,0	115,1	112,9	111,3

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	276	0,4	0,2	0,7	1,2
Hushållens konsumtionsutgifter	141	-0,3	-0,2	0,6	0,9
Offentlig konsumtion	72	3,6	-2,5	-0,3	-0,5
Bruttoinvesteringar	62	-5,1	1,0	2,5	3,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,0	-0,1	0,0
Export	116	1,8	3,2	2,2	3,0
Import	115	-0,8	1,3	1,5	3,0
Arbetslöshet (%)		8,4	9,7	10,4	10,0
HIKP		1,8	1,8	1,9	1,4
Timplöneökning		3,1	3,0	3,5	3,0
Bytesbalans, % av BNP		-0,4	1,3	0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-4,4	-3,4	-4,0	-3,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		82,5	88,5	91,5	92,5

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr NOK	2024	2025	2026	2027
BNP	5 382	1,4	1,1	1,2	0,6
BNP (fastland)	4 192	0,6	1,8	1,4	1,2
Hushållens konsumtionsutgifter	2 212	1,3	2,7	2,3	2,1
Offentlig konsumtion	1 187	1,7	1,5	2,5	2,2
Bruttoinvesteringar	1 235	-1,4	1,3	0,5	0,5
Lagerbidrag i % av BNP	38	-0,3	-0,9	0,0	0,0
Export	2 496	5,8	2,4	1,0	-0,6
Import	1 037	5,0	2,6	2,4	1,5
Arbetslöshet (%)		4,0	4,5	4,5	4,4
KPI		3,2	3,0	3,6	2,4
KPI-JAE		3,7	3,1	3,3	2,6
Årslöneökningar		5,6	5,0	4,6	3,9

Finansiella prognoser	30-apr	dec-26	jun-27	dec-27
Folioräntan	4,00	4,50	4,50	4,00
10-års ränta	4,31	4,40	4,40	4,45
10-års räntedifferens mot Tyskland	128	140	130	115
USD/NOK	9,30	8,93	8,77	8,85
EUR/NOK	10,91	10,80	10,70	10,80

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr DKK	2024	2025	2026	2027
BNP	2 927	3,5	2,9	2,0	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	1 276	1,1	2,3	1,4	3,2
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	2,2
Timplöneökning		4,0	2,9	3,5	4,5
Bytesbalans, % av BNP		12,5	12,6	11,0	10,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		4,5	3,0	2,0	1,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		30,5	28,9	28,0	27,5

Finansiella prognoser	30-apr	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	1,60	1,85	1,85	2,00	2,00
10-års ränta	2,89	2,75	2,80	2,90	3,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	-14	-20	-20	-20	-20
USD/DKK	6,37	6,22	6,17	6,11	6,11
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	2,9	3,2	2,1
Hushållens konsumtionsutgifter	43	3,1	2,1	4,5	0,7
Offentlig konsumtion	15	1,6	1,0	0,3	0,1
Bruttoinvesteringar	18	-1,7	8,0	7,5	4,0
Export	58	2,6	5,3	2,2	3,1
Import	54	2,4	9,3	3,4	2,3
Arbetslöshet (%)		7,1	6,9	6,8	6,8
HIKP		0,9	3,4	5,7	3,5
Löner		10,4	8,4	7,7	7,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,3	-1,8	-2,6	-2,9
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		38,0	39,5	44,1	47,7

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	41	0,0	2,1	2,2	2,4
Hushållens konsumtionsutgifter	24	0,1	0,8	1,3	1,9
Offentlig konsumtion	9	-0,4	7,1	2,5	2,0
Bruttoinvesteringar	9	-7,0	9,8	6,6	4,7
Export	26	0,1	0,1	0,6	2,2
Import	27	-1,8	5,7	4,2	3,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,9	6,5	6,2
HIKP		1,3	3,8	3,9	3,4
Löner		9,7	7,7	7,1	6,6
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,8	-2,4	-3,2	-3,2
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		46,2	49,1	50,8	54,4

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	40	-0,1	0,6	2,5	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	21	0,1	-0,1	2,6	2,5
Offentlig konsumtion	8	1,8	2,6	3,0	1,5
Bruttoinvesteringar	10	-6,5	3,2	8,0	2,5
Export	30	-1,5	5,0	3,0	4,5
Import	30	0,4	5,0	5,0	3,5
Arbetslöshet (%)		7,6	7,5	6,7	6,3
HIKP		3,7	4,8	3,5	2,4
Löner		8,1	5,6	5,8	5,5
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,7	-1,2	-3,8	-3,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		23,5	24,1	26,5	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
+46 70 445 14 04

Erica Dalstø
Norge
+47 70 739 32 66

Pia Fromlet
Euroområdet
Tema: EU-handel
+46 70 739 32 66

Dainis Gasputis
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: Inflation
+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
Råvaruprognoser
Tema: Energi
+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

Gregor Vulturius
Tema: EU-handel
+46 70 739 20 16

Marcus Widén
Makroprognoser
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 5 maj 2026.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 30 april 2026.

Viktig information

Denna rapport är ett marknadsföringsmaterial som framställts av Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) "SEB". Den utgör inte investeringsforskning, investeringsrådgivning (enligt MiFID1), investeringsrekommendation (enligt MAR2) eller ett erbjudande om förmedling, och rapporten har inte förberetts i enlighet med de juridiska krav som gäller för investeringsforskning, investeringsrådgivning eller investeringsrekommendationer. Rapporten får inte spridas, distribueras, kopieras eller användas på annat sätt utan tillstånd.

Ansvar och tillförlitlighet

De åsikter, prognoser och uppskattningar som presenteras i detta marknadsföringsmaterial speglar författarnas aktuella uppfattningar och kan ändras. Informationen i rapporten har sammanställts i god tro från källor som anses tillförlitliga, men inga garantier, varken uttryckliga eller underförstådda, ges avseende innehållets riktighet, fullständighet eller exakthet. Informationen ska inte förutsättas vara definitiv. I den mån lagen tillåter tar SEB inget ansvar för direkt eller indirekt skada som kan uppstå vid användning av materialet

Om analyserna

Analys, värderingar och prognoser i denna rapport baseras på antaganden och uppskattningar som är föremål för osäkerhet och oförutsedda händelser. Alternativa antaganden kan ge väsentligt olika resultat. Inkluderingen av dessa ska inte tolkas som en garanti från SEB eller dess närstående bolag att dessa värderingar, prognoser eller antaganden kommer att realiseras. Historisk utveckling är inte en tillförlitlig indikator för framtida utveckling. Läsare uppmanas att utföra ytterligare undersökningar och att söka oberoende finansiell rådgivning innan några investeringsbeslut fattas baserat på detta dokument. Investeringar i finansiella produkter medför betydande risker, inklusive risken för förlust av det investerade kapitalet. Detta dokument utgör inte ett erbjudande, eller en uppmaning att teckna några värdepapper eller finansiella instrument.

Intressekonflikter

Denna rapport utgör marknadsföringskommunikation och inte objektiv och oberoende investeringsforskning eller investeringsrekommendationer, och omfattas därför inte av regler för hantering av intressekonflikter eller restriktioner för handel före publicering av forskningsmaterial.

Målgrupp och distribution

Rapporten är avsedd för alla kunder inom EES. I Storbritannien riktar sig denna rapport endast till personer med professionell erfarenhet av investeringar som omfattas av Artikel 19(5) i Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (The "Order") eller förmögna företag som omfattas av Artikel 49(2)(a) –(d) i Order (dessa personer benämns "relevant persons"). Rapporten får inte användas eller åberopas av personer i Storbritannien som inte är "relevant persons". I USA distribueras denna rapport endast till personer som kvalificerar som "Major U.S. institutional investors" enligt definitionen i Regel 15a-6 under Securities Exchange Act. Distributionen av detta dokument kan vara begränsad i vissa jurisdiktioner enligt lag, och mottagare bör informera sig om och följa sådana begränsningar.

Om SEB Group:

SEB är ett svenskt aktiebolag, reglerat av Finansinspektionen samt av lokala finansiella tillsynsmyndigheter i de jurisdiktioner där företaget har filialer eller dotterbolag, inklusive i Storbritannien av Prudential Regulation Authority och Financial Conduct Authority (information om omfattningen av vår tillsyn kan fås på begäran); i Danmark av Finanstilsynet; i Finland av Finanssivalvonta; i Norge av Finanstilsynet och i Tyskland av Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. I USA är SEBSI en amerikansk mäklarfirma, registrerad hos Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). SEBSI är ett direkt dotterbolag till SEB.

Analysmetodik

SEB Strategy & Economic Research utvärderar globala ekonomiska förhållanden för räntor, valutor och råvaror genom:

- 1) egna modeller, verktyg och offentliga data (t.ex. Macrobond, Bloomberg)
- 2) input från interna forskningsenheter
- 3) olika forskningsrapporter. Alla källor ska uppfylla principer om konsekvens, trovärdighet och faktamässig noggrannhet.

Tillämplig lag

Rapporten omfattas av svensk lag, och alla tvister som uppstår i samband med rapporterna lyder under den exklusiva jurisdiktionen hos svenska domstolar (med Stockholms tingsrätt som första instans).

Ytterligare information

För ytterligare information, vänligen besök www.seb.se

¹ MiFID (2014/65/EU).

² MAR(EU)596/2014.

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 31 mars 2026 uppgick koncernens balansomslutning till 4 123 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 863 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

