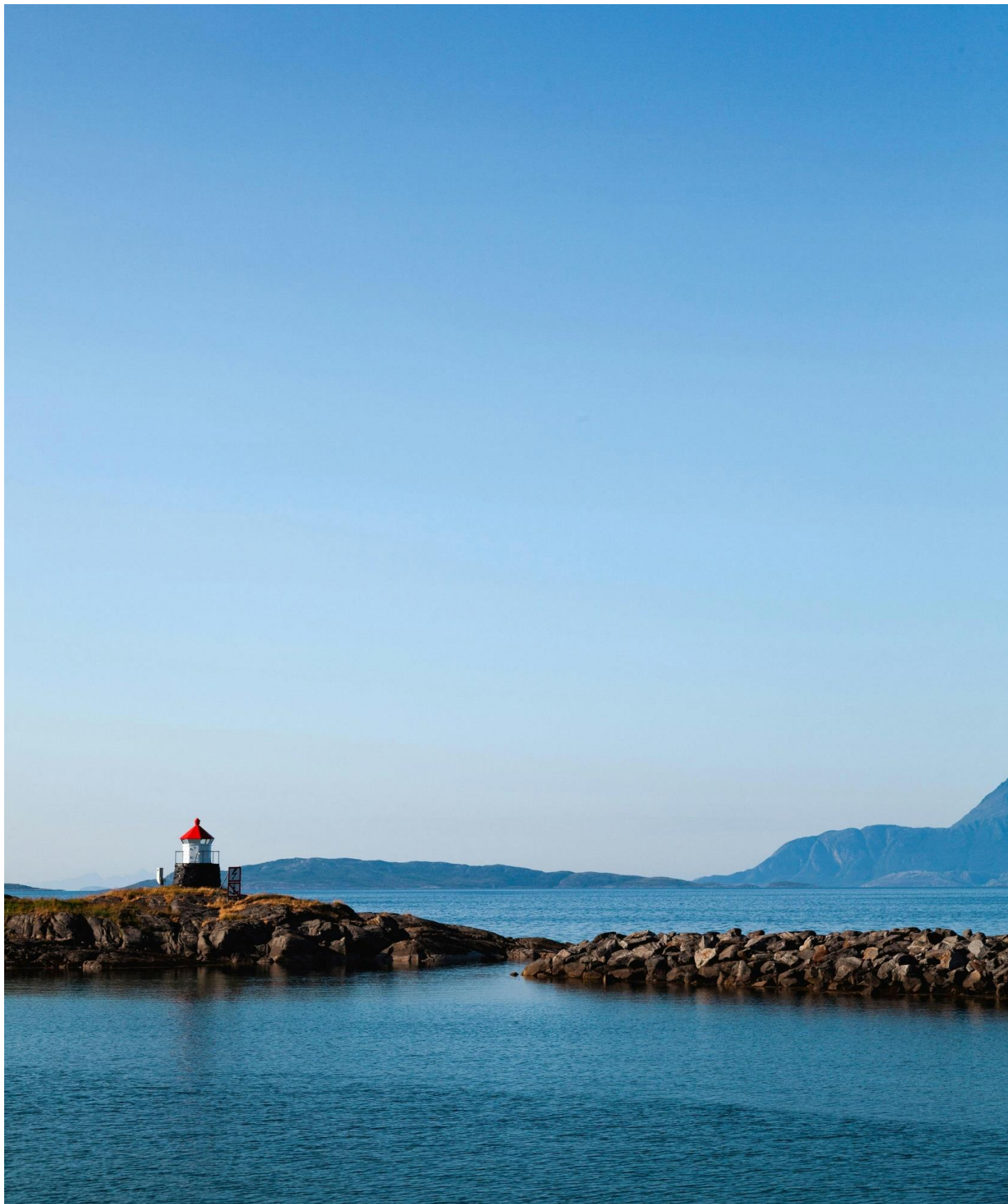






Globala spänningar hämmar tillväxten

Efter en sommar med geopolitisk osäkerhet, nya "handelsavtal" och svängiga ekonomiska data tar vi sats mot en högtintressant höst. Vissa osäkerhetsmoment har minskat när tullsatserna på amerikansk import från ett antal länder nu har fastställts. Samtidigt saknar de nya avtalen i stort sett alla detaljer och ingen verkar veta exakt hur de ska fungera eller hur länge de kommer att gälla. Den framtida handelsrelationen mellan USA och Kina är också oviss, vi vet bara att förhandlingar pågår och att deadlines återkommande skjuts upp. Ytterligare en fråga är hur tullarna, som nu är på de högsta nivåerna sedan 1930-talet, kommer att påverka ekonomin. De beräknas på nuvarande nivå dra in runt 400 miljarder dollar om året till den amerikanska statskassan men vem kommer att betala? Exporterande företag, importerande företag eller hushållen (i form av högre priser)? Än så länge saknas tydliga indikationer på hur notan fördelas, men det är en viktig fråga för hur handel och ekonomi ska utvecklas framöver.

Realekonomiskt såg den amerikanska ekonomin stark ut – tills den inte gjorde det. En svag sysselsättnings-siffra för juli ackompanjerades av rejäla nedrevideringar av föregående månader. Plötsligt såg ekonomin och arbetsmarknaden inte alls lika stark ut, vilket fick president Trump att vidta kraftåtgärder – han sparkade helt enkelt statistikchefen och ersatte henne med en kandidat som förhoppningsvis presenterar siffror som stämmer bättre överens med presidentens syn. Scenförändringen sätter även Fed i en svårare situation: Ska man ta fasta på den lägre tillväxten och svagare arbetsmarknaden och sänka räntan, eller på fortsatt stark riskapitet och hög inflation och hålla räntan åtstramande?

Även Europa har sin beskärda del av utmaningar.

Under våren och sommaren talades det både om en "finanspolitisk bazooka" och om kraftiga motåtgärder

om USA gick vidare med tullhöjningar. Tulldiskussionen slutade dock med ett "handelsavtal" där USA ensidigt höjde tullar medan EU sänkte tullar och dessutom utlovade stora investeringar och köp av amerikanska vapen och energiprodukter. Överraskande ensidigt tyckte många, men möjligen hittar man förklaringen i säkerhetspolitiken där EU ännu är beroende av USA, inte minst för att hjälpa Ukraina att få till ett acceptabelt slut på kriget. Sammantaget ser USA:s ekonomi ut att fortsätta växa snabbare än Europas, även om ingen av kontinenterna för närvarande imponerar.

I Sverige fortsätter ekonomin att utvecklas trögt.

Visst finns det ljusglimtar men den stora bilden är en besvikelse. Framför allt är det hushållens konsumtion som utvecklas svagare än förväntat. Global osäkerhet och ärr från åren med skenande priser fortsätter att tynga hushållens humör och då hjälper det (än så länge) inte med vare sig stigande reallöner eller lägre räntor och skatter. Vi fortsätter tro på en svensk återhämtning men konstaterar att den verkar dröja ett tag till.

Nu förväntar vi oss en händelserik och spännande höst och vi ser fram emot att diskutera såväl de inhemska som de internationella ekonomiska frågorna med er.

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

- Den som är satt i skuld – *Om skuldsatta länder*
- Vattenstress – *Från risker till investeringar*
- Konsumtion – *Fortsatt tveksamma hushåll*
- Stablecoins – *Snart i alla amerikaners plånbok?*

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 24

Ekonomin har visat oväntad motståndskraft under den handels-politiska turbulensen och recessions-
oron har minskat, även om tullarna
förblir en osäkerhetsfaktor. Vi drar upp
tillväxtprognosen till 1,6 procent i år.

Kina | sid 28

Motståndskraftig tillväxt sedan
årsskiftet och lägre USA-tullar än
befarat gör att vi höjer vår BNP-prognos
i år till 5 procent. PBoC kommer
säkerställa en fortsatt svag yuan för att
underlätta export utanför USA.

Euroområdet | sid 33

Två krafter drar i olika riktningar. USA-
tullarna å ena sidan, ökade investeringar
och försvarssatsningar som ger
tillväxtkraft på längre sikt å andra sidan.
Inflationen ligger nära målet och ECB är i
slutet av räntesänkingscykeln.

Storbritannien | sid 36

Risken för en tillväxtinbromsning ökar
när arbetsmarknaden viker och nya
skattehöjningar väntar. Oron för att
inflationen biter sig fast över inflations-
målet ökar. Bank of England väntas
fortsätta med gradvisa sänkningar.



Internationell översikt

Osäkra tulleffekter bromsar global tillväxt

Hot och införande av högre USA-tullar har skapat ekonomisk och politisk oreda. Världsekonomin bromsar in, men något mindre än väntat. Tullar sänker främst USA-tillväxten men med osäkra spridningseffekter. Tolkningen av statistik och tillväxtövertäckningar försvåras av att tulldeadlines tidigare lagd export till USA. Finanspolitiska stimulanser i Europa, USA och Kina, samt fortsatta räntesänkningar, ger tillväxtstöd men skapar också risker. Global BNP ökar med ca 3 procent per år. Inflationen stiger till en tillfälligt hög nivå i USA på grund av tullar men för de flesta ekonomier ligger inflationen kring målen.

Oförutsägbart politik och konflikter är i fortsatt fokus.

Geopolitik och president Trumps snabba policyskiftet ger fortsatt tillväxthämmande oförutsäghet trots sommarens uppvisade förhandlingsvilja och frånvaro av eskalerande mottullar. Handelsosäkerheten, som fallit tillbaka under sommaren men som ligger kvar på historiskt höga nivåer, tycks varken enligt Feds stressindex eller finansmarknaden ha gett upphov till någon ökad stress i globala värdekedjor. Vi noterar att global riskapitet varit hög under sommaren, med rekordnivåer för många börser.

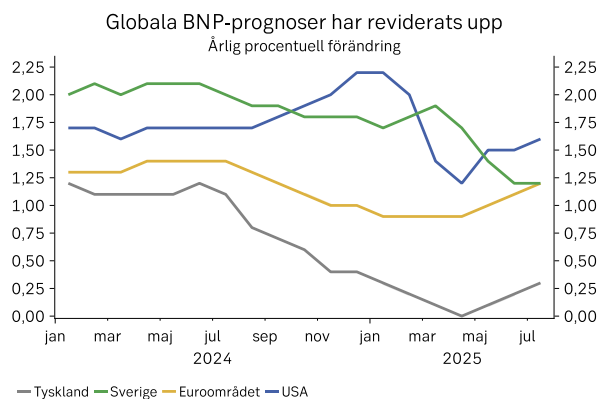


Politik präglar prognosmiljön – positivt och negativt.

Viktiga exempel på hur politiska beslut och händelser påverkar ekonomin är bl a Natos höjda försvarsmål på 5 procent av BNP från 2035 och Europas försvars-satsningar, förhoppningar om vapenvila i Ukraina,

auktoritära steg i flera länder och därtill nya och gamla konflikter i Mellanöstern och Sydostasien. Förutsättningar kan förändras snabbt och marknadsvolatilitet ligger i korten. Riskbilden för global tillväxt lutar fortsatt åt nedsidan.

Tillväxtnedväxling, men mildare än väntat. Tullar hämmar tillväxtutsikterna, främst för länder som inför tullar, men med svårbedömda effekter, genomslag och möjliga spridningseffekter. I dagsläget ligger USA:s genomsnittliga effektiva tull på 15–20 procent, en nivå som vi nu antar i stort sett ligger fast. Tullnivån är något högre än vad vi tidigare antagit. Siffran varierar beroende på källa, vilket i sig är ett tecken på bristande detaljer i ingångna avtal. Vi reviderar likväl upp vår globala tillväxtprognos något. Hittills i år bekräftar utvecklingen USA:s kontrollerade inbromsning men den går något långsammare än vi trodde och risken för recession har minskat. Samtidigt är tillväxtbilden svårtolkad och underliggande utveckling påverkas av tidigare lagd export till USA för att undvika tullhöjningar.



USA bromsar in, euroområdet växlar upp.

Tillväxten i USA väntas bromsa in av både konjunkturella och strukturella skäl. Trots upprevidering halveras nästan landets tillväxt i år jämfört med i fjol när arbetsmarknad och hushållens konsumtion försvagas. Investeringar inom främst AI går i motsatt riktning och kan i viss mån få en skjuts av andra länders "investeringslöften" i samband med ingångna handelsavtal, även om vi tror att effekten blir begränsad. Euroområdet växlar upp. Tysk tillväxt får stöd av infrastruktur- och försvars-satsningar när "skuld-bromsen" inte är lika bindande. Efter ett starkt första halvår når Kina sitt BNP-mål på 5 procent i år. Finanspolitiken stöttar, i varierande grad, efterfrågan i euroområdet och Kina, samt, från nästa år, även USA. Redan höga offentliga underskott och skulder ökar dock risken för statsfinansiell instabilitet (se Tema: *Den som är satt i skuld*, sid 16). Både indikatorer och hårda data visar att hushållen är fortsatt osäkra och pressade av höga prisnivåer och de håller därför hårt i

plånböckerna trots räntesänkningar och bättre reallöner.

Inflationen på rätt väg för de flesta. Högre tullar ger tillfälligt högre USA-inflation. I flertalet andra länder dominerar de deflationistiska krafterna som förstärks av en förväntad ytterligare försvagning av US-dollar samt Kinas prispressande överkapacitet som påverkar den globala varumarknaden. Råvarupriser, framför allt energi, hjälper också till att hålla tillbaka inflationen. I främst USA, men även i Europa, finns inflationsrisker som är kopplade till ekonomins utbudssida som hämmas av bl a minskad migration och åldrande befolkning.

Gynnsammare inflationsbild och stabila inflationsförväntningar bidrar till att bl a ECB och de nordiska centralbankerna kan sänka räntan ytterligare något, men flera av dem ligger redan nära eller något under neutral räntenivå. Fed står inför ett dilemma med en tulldriven inflation och svagare arbetsmarknad, samtidigt som centralbankens självständighet utmanas av Vita huset. Att tulleffekten ses som tillfällig, med över lag stabila inflationsförväntningar, gör ändå att Fed sänker räntan vid årets återstående tre möten (totalt med 75 räntepunkter). Fed sänker räntan med ytterligare 75 punkter under 2026. Under 2027 väntas ECB och Riksbanken börja höja sina styrräntor igen, men det väntas ske i en långsam takt och till nivåer som ligger kvar fortsatt nära neutrala nivåer.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

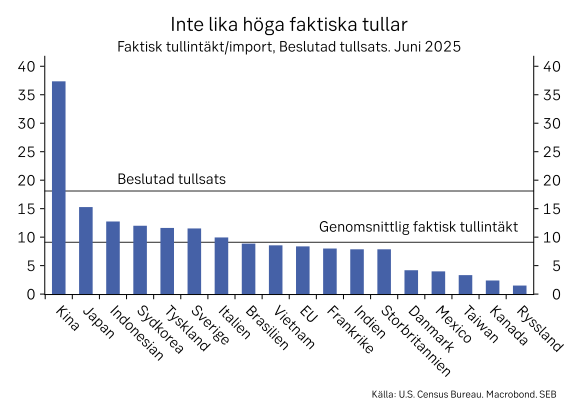
	2024	2025	2026	2027
USA	2,8	1,6	1,7	2,0
Japan	0,1	0,8	0,8	0,7
Tyskland	-0,5	0,4	1,2	1,4
Kina	5,0	5,0	4,5	4,5
Storbritannien	1,1	1,2	0,9	1,3
Euroområdet	0,9	1,2	1,3	1,5
Norden	1,8	1,0	2,0	2,4
Sverige	1,0	1,1	2,7	2,9
Baltikum	1,2	2,0	2,7	2,3
OECD	1,8	1,4	1,5	1,7
Emerging markets	4,4	4,1	4,0	4,1
Världen,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

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

Högre tullar men ändå lägre än befarat. USA:s hittills beslutade tullnivåer är de högsta på nära 100 år. Att president Trump har gått från orealistiska och allvarliga hot tillbaka till förhandling är ett viktigt steg i rätt riktning. Men osäkerheten består, med frågetecken

kring ingångna avtals trovärdighet, tullpauser, politikens volatilitet och effekterna på hushållens och företagens agerande. Vi ser risken som stor att osäkerheten ger långsiktiga negativa effekter med lägre konsumtion och investeringar som följd. För USA:s del har avtal om "exportskatter", som slutits med Nvidia och AMD, tillfört ytterligare frågor om vilka verktyg USA avser använda för att öka de federala intäkterna och minska de statsfinansiella riskerna.

Hur höga är egentligen tullarna? Det florerar just nu många olika uppgifter om tullarnas storlek. Det som ofta jämförs är USA:s teoretiska genomsnittliga tullsats. Den baseras på beslutade tullsats för olika länder och varor och ligger enligt flera analyser, bl a Yale Budget Lab, på drygt 15 procent. Ett annat mått är den faktiskt betalade tullen, d v s tullintäkt i förhållande till faktisk import. Enligt detta mått ligger tullsatsen i nuläget på ca 9 procent, drygt hälften av den beslutade tullsatsen. Skillnaden kan förklaras av att vi inte sett den fulla effekten än. Bland annat har amerikanska företag byggt upp lager av varor från länder med en förväntad kommande hög USA-tull (eller för varor med hög tull) och det finns administrativa problem att faktiskt ta ut tullen när tullsats snabbt förändras. Vår slutsats är att dessa två tullmått ska konvergera framöver. Så länge vi antar att den beslutade tullsatsen i stort sett ligger kvar, är det faktiskt inbetald tull som kommer att öka. Det gör att inflationstrycket väntas öka framöver och/eller företags vinstmarginaler pressas.



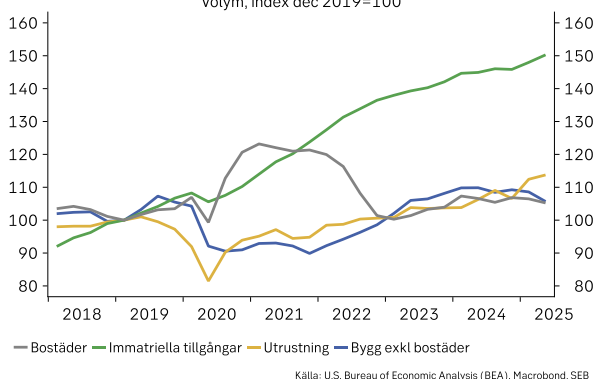
Överskattad – eller fördröjd – tulleffekt? Att vi och många andra prognosmakare (t ex IMF) reviderar upp prognoserna visar hur osäkra skattningarna av tullarnas effekter är. Även reaktionen på tullarna är svårbedömd. Utfallsdata har överraskat positivt under våren när export till USA tidigare lagts. Tillväxten får, trots allt, stöd av företagens och hushållens anpassningsförmåga samt av expansiva finansiella förhållanden, stigande börser och gynnsamma upplåningsförhållanden för företag (USA:s kredit-spreadar var i augusti de lägsta sedan 1998). Samtidigt kvarstår frågan om tulleffekten

helt enkelt är mer utdragen, dvs att det tar lång tid för investeringar och konsumtion att reagera i ett allmänt rörligt policy-landskap. Det kan även vara så att de senaste årens kriser ändrat konsumtions- och sparandemönster.

Att tulldriven inflation i USA är på väg upp gör att konsumtionskraften hämmas, även om det tar lite tid. Skulle de direkta tulldirekterna bli mindre än vad vi förväntar oss, återstår indirekta effekter via handel samt reala och finansiella risker. Tulldirekterna skiljer sig också åt; de relativa tullarna mot t ex Europa respektive Kina är viktiga. Om USA:s import från Kina minskar kan andra länder med lägre tullsats gynnas. I takt med att USA vill rebalansera handelsunderskotten mot Kina och EU, behöver också Bryssel adressera problemet med Kinas överskott mot EU.

Kan ökad produktivitet ge tillväxtlyft? Senare under prognosperioden blir strukturella frågor mer avgörande för utvecklingen. Global tillväxt väntas landa på strax över 3 procent 2027, något under genomsnittet för tillväxten för perioden före pandemin. Ett flertal länder möter demografisk motvind och finanspolitiska begränsningar, samtidigt som migrationsflödet, som tidigare stöttat arbetsutbudet, strämas åt både i USA och Europa. Nyckeln till positiva produktivitetsoverraskningar blir därför bl a regelförenklingar, investeringar och AI (högt upp på politikens agenda). För USA noterar vi att investeringar inom AI har ökat rejält; AI-kopplade investeringar har under första halvåret bidragit mer till tillväxten än hushållens konsumtion. Vi ser försiktigt positivt på utvecklingen, men vi vill se mer faktiska effekter innan vi drar några stora växlar av framsteg inom dessa områden.

USA: Privata investeringar drivs av immatriella tillgångar
Volym, index dec 2019=100

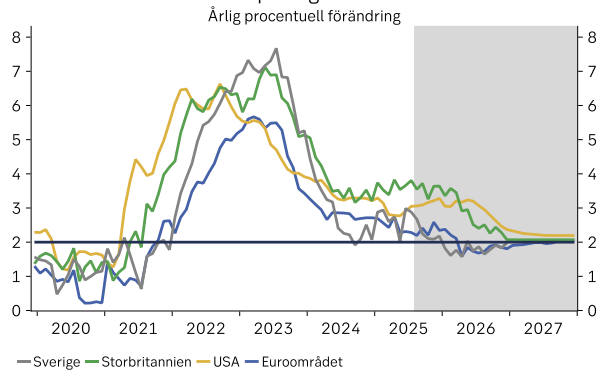


Inflationen på väg ner men i olika takt

Tullinflation är främst ett USA-fenomen; i övriga länder pressas priser av att överkapacitet i Kina och Sydostasien ska hitta nya marknader och US-dollar tappas i värde. I många fall ligger inflationen nu nära målen. USA

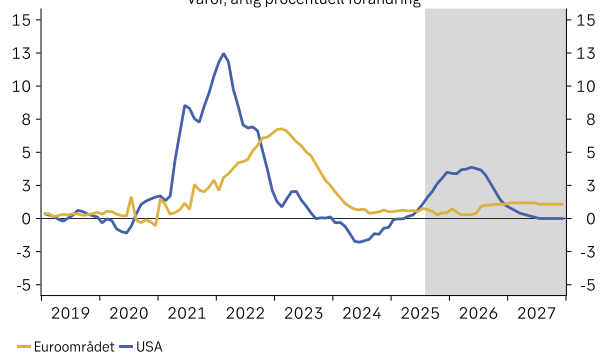
är ett undantag med tecken på en förväntad tulldriven inflation. Även om vi bedömer att risken att tullinflationen biter sig fast är begränsad, är det viktigt att USA:s utbudssida förbättras för att undvika en mer permanent höjning av det pristryck som kan uppstå p g a Vita husets ekonomiska politik.

Kärninflationen på väg ner men i olika takt



Tydligt engångslyft av USA:s prinsnivå. Antar vi att tullarna, i alla fall delvis, förs över till hushållen, kommer varuprisinflationen att stiga tydligt i USA. En tull får en momsliknande effekt: Prinsnivån lyfts men inflations-takten bortom 2026 påverkas antagligen inte. Situationen liknar därmed inte 2021–2023 då stark efterfrågan bidrog till återkommande pris- och löneökningar. Tvärtom bedömer vi nu att de amerikanska hushållens svagare efterfrågan försvårar prisökningar. Därför är det mest troligt att kostnaden av ökade tullar delas mellan amerikanska hushåll och importerande USA-företag. Genomslaget minskar även av hushållens möjlighet att substituera till inhemska alternativ, där sådana finns, som inte direkt påverkas av ökade, eller lika stora, tullkostnader. Barometerfrågor om företags prissättningsbeteende pekar på att flera företag avser att höja priserna framöver.

Varuprisuppgång i USA
Varor, årlig procentuell förändring

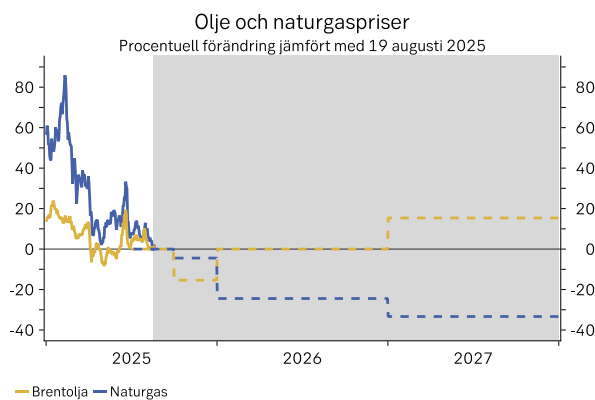


Inflationsutfallen sedan Nordic Outlook i maj har på marginalen varit något lägre än vi väntat oss för både USA och euroområdet. Lageruppbbyggnad från i våras kan – som nämnts ovan – ge en viss fördröjning, men

även att företag inte tydligt vill höja priserna (och skylla på tullar). Trump har tidigare visat att han inte drar sig för att offentligt hänga ut och sätta press på företag som kritiserar Vita husets ekonomiska politik. Vi ser än så länge bara små generella effekter på USA-inflationen, men för en del varugrupper, som t ex elektronik, har priserna i år stigit mer än vanligt.

Sidledes råvarupriser, fortsatt hög tjänsteinflation.

Index för internationella råvaror har rört sig sidledes senaste tiden. Livsmedelspriser är totalt sett på väg ner, även om prisnivåerna fortfarande är högre än för ett antal år sedan, men skillnaderna mellan olika livsmedelstyper är stora. Tjänsteprisinflationen är fortsatt hög, men faller gradvis trots att drivkrafterna skiljer sig åt. Löner ökar i långsammare takt i både USA och euroområdet. Den tidigare höga ökningstakten för hyror i USA mattas av.



Källa: Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond, SEB

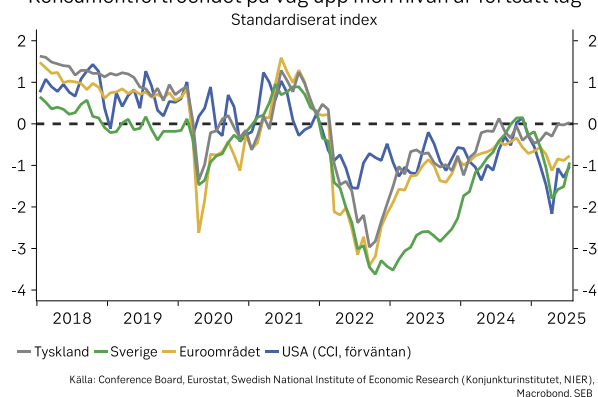
Geopolitik spelar liten roll för olja och gas. Oljepriset har legat på i genomsnitt 70 dollar/fat senaste året med en normal variation på +/- 12 dollar. Oljemarknaden har 2025 haft ovanligt osäkra tider med oro för geopolitik och tillväxtutsikter. Trots det har oljepriset rört sig i linje med den historiska volatiliteten. Vi (och marknaden) förväntar oss nu ett oljepris (Brent) på 65 dollar/fat 2026. För att oljepriset inte ska falla ytterligare behöver Opec+ införa nya produktionsminskningar. Innan det sker kan oljepriset mycket väl falla tydligt under 65 dollar. Priset på naturgas (mätt i olje-ekvivalenter) har sedan 2023 nära följt priset på olja. Europeiska naturgaslager är på god väg mot 90-procentsmålet som ska nås i mitten av oktober. Den globala LNG-marknaden är i hyfsad balans och priset väntas ligga kvar nära oljepriser till början av 2027. Därefter gör kapacitetsökning att priset på LNG i stället handlar strax under oljepriset.

Måttligare inbromsning än väntat

Arbetsmarknad och konsumtionsdata visar tydligt att USA-ekonomin bromsar in, men i måttligare takt än

befarar. En avmattning på arbetsmarknaden har ökat trycket på Fed att sänka styrräntan (plus politiska påtryckningar). Det är många pusselbitar som måste falla på plats, men kombinationen av svagare dollar och lägre realräntor och energipriser kan få Trumps tillväxttaktik att delvis lyckas. Tillväxtbilden är splittrad i euroområdet men skillnaden minskar. Strukturella utmaningar, t ex låg produktivitetstillväxt, rekordlåg arbetslöshet och demografisk motvind, begränsar överraskningspotentialen på uppsidan. Hushållen deppar på många håll, vilket syns i barometrar, vilket håller tillbaka tillväxten.

Konsumentförtroendet på väg upp men nivån är fortsatt låg



Kinesisk motståndskraft. Trots tullpress har den kinesiska ekonomin visat motståndskraft och prognosen revideras upp. Tillväxtmålet på 5 procent nås i år med hjälp av finanspolitiskt stöd och ökad export till andra länder än USA. Förhandlingarna med USA har pausat införandet av de allra högsta tullarna mot att Kina ger exporttillstånd för bl a sällsynta jordartsmetaller och magneter. Kinas strukturella utmaningar med överkapacitet, en åldrande befolkning och stora utmaningar inom fastighetssektorn, gör att tillväxten även framöver är beroende av stimulanspolitik om tillväxtmålet på "runt 5 procent" ska behållas.

Nedåtrisker fortsätter att dominera

Huvudscenariot revideras upp men riskerna är fortsatt större på ned- än på uppsidan. Vi är i en komplex och bräcklig miljö; olika politiska misstag eller en snabb omvärdering av tillgångspriser kan knäcka ekonomins underliggande flexibilitet och tillväxtkraft. Det finns med andra ord en risk att vårens makrodata och finansmarknadernas tolkning är för positiv och att den negativa tulleffekten har mer kraft än vi räknar med. En kanal är att tullarna får ett större och bredare genomslag på inflationen än väntat, med svagare realinkomster och högre räntor som följd. Finans- och penningpolitik står inför svåra avvägningar i svårtolkat läge med risk för policymisstag. Finanspolitiken i Kina, USA och Europa stöttar men ger ökade risker.

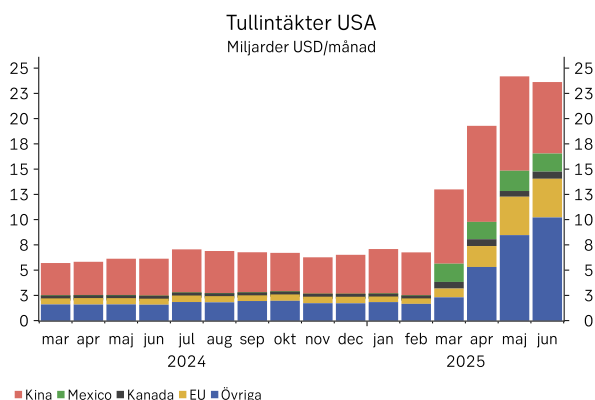
Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2024	2025	2026	2027
Huvudscenario	1.8	1.4	1.5	1.7
Negativt scenario		1,2	-0,4	1,7
Positivt scenario		1,9	2,7	1,6

Källa: SEB

Men allt är inte negativt. Världsekonomin har under de senaste årens kriser och konflikter visat påtaglig motståndskraft, flexibilitet, kreativitet och förmåga att hantera utmanande skeenden. Minskad handels-osäkerhet, en vapenvila mellan Ryssland och Ukraina och en allmänt mer förutsägbar miljö kan få hushållens framtidsstro att förbättras i kombination med stöd av lägre räntor och inflation, även om uppsidan begränsas av ett redan högt resursutnyttjande och låg arbetslöshet i flera stora ekonomier och regioner. På sikt kan investeringar, ökat arbetskraftsutbud och högre produktivitet höja tillväxtpotentialen, men sådana reformer tar tid att genomföra och få effekt.

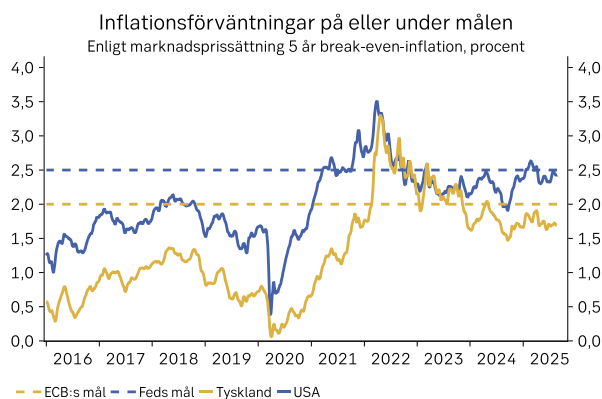
**Finanspolitiska stimulanser stöttar & oroar**

Regeringar sträcker även denna gång ut en hjälpande tillväxthand i flera större ekonomier. Trumps budget (One Big Beautiful Bill Act, OBBBA) är framtung och ger finanspolitiskt stöd 2026 och att den nu antagits tar bort en del osäkerhet. USA:s tullintäkter ökar men finansierar inte hela kostnaden för Trumps skattesänkningar. Europas försvars- och infrastruktur-satsningar lyfter tysk och europeisk tillväxt, med potential att lyfta även produktiviteten. Men den expansiva politiken kommer inte utan kostnad. Redan höga statsskulder, stigande räntekostnader och frågan vem som ska äga och finansiera alla statsobligationer, väcker många frågetecken (se Tema: *Den som är satt i skuld*, sid 16). Stora ränterörelser – eller om innehav av statspapper blir en viktigare pusselbit i den globala ekonomiska och finansiella kampen – kan tvinga t ex

centralbanker att återigen behöva kliva in på banan och hjälpa till. Samtidigt tillkommer nya köpare av, hittills, främst korta USA-statspapper i och med framväxten av nya betalningsmedel som stablecoins (Se Tema: *Stablecoins*, sid. 20).

Fler räntesänkningar i höst

Fed har en svår balansgång. Inflationen är på väg upp, drivet av tullar samtidigt som ekonomin och arbetsmarknaden bromsar in. Trump vill se flera stora räntesteg nedåt. Tillsättandet av nya FOMC-ledamöter samt det faktum att Fed-chefen Powells mandat går ut nästa år, gör att politiken mot slutet av prognosperioden är mer osäker än vanligt. Signalerna är tydligare inför det kommande mötet; vid centralbanksmötet i Jackson Hole var Powells budskap att det finns en hög sannolikhet för en räntesänkning i september, vilket också är vår prognos. Att inflationsförväntningarna ligger kring målen bidrar till att räntan ändå kan sänkas mot lägre delen av de intervall som kan ses som det neutrala.



ECB nära botten. Efter åtta räntesänkningar sedan juni 2024 närmar sig ECB slutet på sin räntesänkningscykel. Vår prognos är att ECB sänker styrräntan en gång till i år; det är en sänkning mindre jämfört med vår prognos från maj. Signalerna från ECB är i nuläget att räntan inte ska mycket lägre än i dagsläget.

Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

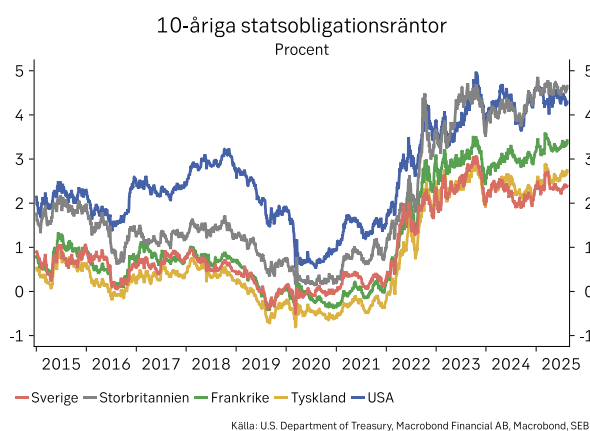
	21 aug	2025	2026	2027
Fed	4,50	3,75	3,00	3,00
ECB*	2,00	1,75	1,75	2,00
Bank of England	4,00	3,75	2,75	2,75
Norges Bank	4,25	3,75	3,25	3,25
Riksbanken	2,00	1,75	1,75	2,00

Källa: Bloomberg, SEB.

Centralbanksförväntningar styr långräntor

Globala räntemarknader har haft en volatil utveckling det senaste året vilket speglar osäkerheten kring tullar, tillväxt, inflation och förändrad finanspolitik i USA och Tyskland. Utvecklingen har präglats av hög volatilitet och motstridiga marknadskrafter men en tydligare trend väntas framöver.

Stigande USA-räntor. Den 10-åriga statslåneräntan har under drygt ett år rört sig i ett brett intervall på 3,85–4,80 procent. Feds sänkningar blir den dominerande drivkraften för långräntor, i linje med historiska mönster sedan 1980-talet (att långräntor kan falla under hela räntesänkingscykeln). När Fed-räntan bottnar hösten 2026 väntar vi oss en vändning uppåt för långräntan.



Tyska och svenska långräntor på väg upp. Tyska 10-åriga statsobligationsräntan har de senaste månaderna balanserat mellan olika krafter. ECB-sänkningar och svagare konjunktur har uppvägs av ökade emissioner i kölvattnet av den finanspolitiska expansionen. Lång-räntan rör sig sidledes i ett intervall, 2,60–2,80 procent i höst och stiger därefter mot 3 procent nästa år. Långa svenska statslåneräntor har i stort följt de tyska men inte stigit lika mycket. Expansiv politik och svagare statsfinanser ger ett tydligt ökat obligationsutbud, vilket får räntan att stiga men den negativa ränteskillnaden mot Tyskland består.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	21 aug	Dec -25	Dec -26	Dec -27
USA	4,33	4,00	3,90	4,30
Tyskland	2,75	2,80	3,00	3,30
Sverige	2,44	2,62	2,90	3,00
Norge	3,92	3,95	4,00	4,20

Källa: Centralbanker, SEB.

Fortsatt dollarförsvagning

Efter en volatil vår, dominerad av handelsosäkerhet, fick valutamarknaden en lugnare sommar. Årets osäkerhet och kraftiga valutarörelser har gett upphov till strukturella förändringar som kommer att prägla valutamarknaden under prognosperioden. Att dollarn tappat, och fortsätter tappa i värde, stärker incitamenten att valutasäkra och sälja dollar. Under prognosperioden tar ränteskillnader över som huvudsaklig drivkraft – till dollarns nackdel. Vår prognos är att Fed sänker räntan med totalt 150 räntepunkter under hösten och 2026, tydligt mer än ECB som troligen "bara" har en sänkning kvar. Japanska yenen, som ofta stärks när USA:s räntor faller, följer sitt historiska mönster. Brittiska pundet går sidledes när Bank of England går långsamt fram med räntesänkningar på en fortsatt hög inflation.

Kronstyrka, mindre så för kronen. Den svenska kronans vanliga mönster när euron stärks mot dollarn fortsätter och innebär att kronan stärks mot både euron och (framför allt) mot dollarn. Positiva faktorer för kronan är bl a starka statsfinanser, goda förutsättningar för att tillväxten kan växla upp samt att växelkursen fortsatt är på en svag nivå. Utsikterna för norska kronen är grumligare. Den brukar stärkas när dollarn tappar men tyngs av lågt oljepris och av Norges Banks kommande räntesänkningar.

Valutakurser, i slutet av perioden

	21 aug	Dec -25	Dec -26	Dec -27
EUR/USD	1,16	1,21	1,21	1,20
USD/JPY	148	140	130	120
EUR/GBP	0,87	0,88	0,91	0,90
EUR/SEK	11,18	10,85	10,40	10,20
EUR/NOK	11,83	11,80	11,50	11,30

Källa: Bloomberg, SEB.

Aktier: Fedsänkningar nyckeln för uppgång

USA:s tullchock 2 april satte stora spår i globala börser, främst i USA. Därefter har vi sett återhämtning och nya børsrekord. Det verkliga testet för börserna kommer i höst när vi får se hur hårda, eller milda, tulleeffekterna blir på ekonomin och företagens resultat runt om i världen. Osäkerhet om detta bör begränsa uppsidan i närtid. Likväl, om våra prognoser infrias kan börs-uppgången få förnyad kraft mot slutet av 2025. Uppsidan för USA bedöms mer begränsad jämfört med Norden. Lägre vinstförväntningar ligger i korten för USA. Förväntningen på bolag i Europa och Norden är redan nedskruvade; och i relativa termer får dessa börser även stöd av valutautvecklingen (svagare dollar).

Tema:

Vattenstress

Från risker till investeringar

Tillgång till vatten är grunden till allt liv. Den är också vår kanske mest underskattade samhällsresurs. Nu står vi inför en brytpunkt. Snabba klimatförändringar, urbanisering och en åldrande infrastruktur skapar en global vattenkris som utgör ett växande hot mot vår säkerhet, ekonomisk stabilitet, företags lönsamhet och social välfärd. Samtidigt öppnas nya möjligheter. Med rätt strategier, finansiella innovationer och ansvarstagande investeringar kan dessa hot vändas till långsiktigt värdeskapande.

Vatten möjliggör människors hälsa, ekosystem och den globala ekonomins funktion. Vatten är en kritisk insats i nästan varje produktionsprocess – från jordbruk och energi till tillverkning och teknologi. Utan vatten stannar leveranskedjor, livsmedelssystem försvagas och den ekonomiska motståndskraften urholkas. Ändå tilltar trycket från ökad konsumtion, klimatförändringar och förfallande infrastruktur. Därmed intensifieras vattenrelaterade risker världen över.

För att möta dessa utmaningar krävs inte bara tekniska lösningar, som i många fall redan existerar, utan också investeringar av en omfattning vi aldrig tidigare sett. Att mobilisera ett sådant kapital kräver innovativ finansiering och samordning mellan offentliga och privata aktörer för att säkerställa att vattensystem kan möta människors och ekonomins behov i generationer framöver.



Fyra konkreta vattenutmaningar

Över regioner och sektorer formar fyra strukturella utmaningar det globala vattenlandskapet:

Brist: Efterfrågan på vatten ökar snabbare än tillförseln och förändringar i vattenmönster (som smältande glaciärer och förändrade regnmönster) ger ytterligare instabilitet.

Föroreningar: Övergödning, industriutsläpp och orenat avloppsvatten (mer än 50 procent av det globala avloppsvattnet släpps ut utan rening) försämrar ekosystem och människors hälsa.

Klimatstress: Torka, översvämningar och extrem nederbörd stör naturliga cykler, den löpande verksamheten och infrastrukturens prestanda.

Åldrande infrastruktur: Läckor, ineffektivitet och föråldrade system minskar leveranssäkerheten och ökar driftskostnaderna.

Även om varje utmaning är unik samverkar de – brist förstärker effekterna av föroreningar, klimathändelser påskyndar nedbrytningen av infrastrukturen – och skapar en multidimensionell riskmiljö.

Belysande exempel: Taiwan och Kapstaden

Taiwan – nyckelaktör i globala halvledarförsörjningen – stod 2021 inför den värsta torkan på 50 år. Företag som TSMC är beroende av upp till 200 000 ton ultrarent vatten dagligen. För att undvika produktionsstopp transporterade företaget in vatten med lastbil, återvann aggressivt och prioriterade nyckelproduktion. Även om nedstängningar undveks förvärrade händelsen den globala bristen på chip och avslöjade systemiska sårbarheter i just-in-time-tillverkning. Priserna steg.

Kapstaden var bara veckor från att bli den första större staden att stänga av det kommunala vattnet. Ihållande torka, dålig planering och klimatanomalier pressade dammarna ned under 20 procent av sin kapacitet. Planerna för "Day Zero" innebar att stänga av kranarna till hem och de flesta industrier, med begränsade undantag för samhällsviktiga tjänster. Turismen stannade, jordbruket upphörde och företag förberedde sig på kollaps. Endast extraordinär offentlig efterlevnad, strikt ransonering och sena säsongsregn avvärjde katastrofen.

Dessa två exempel illustrerar hur vattenstörningar på olika sätt påverkar samhällsekonomin och olika sektorer på ett avgörande sätt. Vattenrisken påverkar radikalt förutsättningarna för olika sektorer – som påverkar både priser, kostnader och kapitalbehov. Här är några exempel:

1. Företagen – säkerställa kontinuitet

Riskerna med vattenbrist, översvämningar, föroreningar och störningar i tillgången blir allt tydligare. När tillgången är begränsad – eller ett område drabbas av översvämning – kan produktionen bromsa eller stoppas, vilket leder till direkta driftstörningar. När avgifterna stiger för att återspegla brist och infrastrukturbehov möter företagen kostnadsvolatilitet som påverka förutsägbarhet och lönsamhet. Utöver drift- och kostnadsfrågor ökar även ryktes- och regelefterlevnadsrisker när intressenter kräver högre standard för vattenförvaltning och myndigheter inför striktare regler.

2. Försäkringsbolagen – höjda premier

Statistik från försäkringssektorn visar inte oväntat en tydlig och ihållande ökning av förluster kopplade till vattenrelaterade kriser. Översvämningar, stormfloder och infrastrukturskador inträffar oftare och med större intensitet, vilket resulterar i högre skadeersättningar och ökade kostnader för försäkringsbolagen. Detta har lett till en stadig ökning av premier i högriskområden, tillsammans med strängare villkor som begränsar tillgången till försäkring. I vissa områden drar sig försäkringsgivare helt tillbaka från marknader där vattenrelaterade risker bedöms som alltför stora.

3. Vattenpriset – på väg upp

I stora delar av världen speglar inte vattenpriset den fulla kostnaden för hållbar tillgång, inklusive underhåll och förnyelse av infrastruktur. Denna långvariga underprissättning har hållit konsumenternas räkningar låga men minskat incitamenten att spara, och begränsat resurserna för systemuppgraderingar. På senare tid har inflationstryck, regeländringar och det växande behovet av kapitalinvesteringar lett till snabbare höjningar av avgifter. Även om denna utveckling kan komma att innebära kostnadsutmaningar för användarna skapar den också möjligheter för sysselsättning i projekt för vatteninfrastruktur och expanderar marknaderna för vattensparande produkter och tjänster.

När priset bättre återspeglar den verkliga kostnaden

förändras konsumtionsmönster mot högre effektivitet. Trots att vatten är en mänsklig rättighet att få tillgång till (där det finns) ställs frågan om ett monetärt pris är rätt sätt att se på en tillgång som är så avgörande för livet. Det är rimligt att förvänta sig att det över tid kommer uppstå en tydlig skillnad mellan priset på vatten som krävs för att människor ska leva jämfört med det pris företag måste betala för att få tillgång till vatten. Denna skillnad kommer att leda till att fler företag investerar i slutna cirkulära system.

4. Högre kostnader – men också fler jobb

Stigande vattenkostnader får konsekvenser för både industri och arbetskraft. För vattenintensiva sektorer innebär högre avgifter ökade produktionskostnader, vilket kan påverka konkurrenskraften och potentiellt påverka den geografiska fördelningen av tillverkning. Anpassningsåtgärder för att hantera dessa utmaningar stimulerar dock ofta arbetstillfällen. Initiativ som att renovera vattenledningsnät, utöka reningskapacitet, installera digitala mätsystem och återställa landskap kräver betydande lokal arbetskraft och skapar fortlöpande sysselsättningsmöjligheter inom drift och underhåll. Detta illustrerar att även om högre kostnader kan störa vissa verksamheter kan de också fungera som katalysator för nya ekonomiska möjligheter.

5. Kapitalbehovet – enormt

Att hantera vattenrelaterade risker kommer att kräva transformativa investeringar i uppgradering av infrastruktur, effektivitetsteknologier och restaurering av naturliga vattensystem. Dessa investeringar beräknas uppgå till hundratals miljarder årligen. Nuvarande nivåer av offentligt och privat kapital är långt ifrån tillräckliga, vilket skapar en växande klyfta mellan behov och tillgängliga resurser. Att överbrygga detta gap skulle inte bara minska sårbarheten utan också stimulera ekonomisk aktivitet. Därtill skapas kvalificerade arbetstillfällen inom teknik, byggnation och teknisk drift, samtidigt som efterfrågan på varor och tjänster i leveranskedjan skulle öka.

6. Privat kapital – finansiering

Privat finansiering kommer att spela en avgörande roll för att påskynda utvecklingen av infrastruktur och teknik för att reducera och eliminera vattenrisker. Genom att komplettera offentliga medel kan privat kapital möjliggöra snabbare projektgenomförande och bidra till att täcka det betydande investeringsgapet. Mekanismer som offentlig-privata partnerskap, företagsprogram för vattenförvaltning och innovativa finansieringsmodeller kan mobilisera kapital samtidigt som riskerna mildras för investerare. Kapitalet genererar förstås också ekonomiska fördelar i form av byggjobb, tekniska roller och långsiktig driftssysselsättning. Dessutom kan privata investeringar, genom att rikta resurser till regioner och projekt med stort behov av anpassning, bidra till att förebygga ännu större framtida förluster.

Det kan finnas behov av att säkerställa möjlighet till oberoende vid användningen av privat kapital inom just vattensektorn. Effektiva styrningsmodeller behövs för

att skydda investerarnas kapital och samtidigt skydda allmänheten från missbruk av medel eller resurser. Historien visar att bristande styrningsstrukturer ofta lett till negativa finansiella och sociala konsekvenser.

Bollen är satt i rullning

Ur en rent teknisk synvinkel finns lösningarna som krävs för att hantera flertalet vattenutmaningar, och de är beprövade i stor skala. Avancerade renings- och återanvändningssystem kan förbättra tillgången på vatten medan smarta distributionsnät kan minska läckage avsevärt. Naturbaserade åtgärder, såsom restaurering av våtmarker och hantering av översvämningssområden, erbjuder kostnadseffektiva och hållbara sätt att mildra översvämningar och fylla på grundvatten. Industriella processer kan omformas för att minska vattenavtrycket utan att offra produktiviteten.

Det främsta hindret för genomförande är inte bristen på lösningar utan bristen på samordning av politiska ramverk, långsiktighet, regleringsincitament och finansiella resurser att införa dem i stor skala. Här spelar finansiella sektorn – inte minst bankerna – en nyckelroll. De blir bryggan mellan de som behöver investera för att minska vattenstressen och de som kan tillhandahålla kapital för att lösa ett snabbt växande globalt problem.

Räntemarknaden

Räntekonvergens

Räntemarknaderna har präglats av hög volatilitet och motstridiga marknadskrafter men vi tror på tydligare trender framöver. Amerikanska räntor väntas sjunka i takt med att Fed accelererar sina räntesänkningar, medan tyska räntor stiger när trycket från expansiv finanspolitik får större betydelse. Till skillnad från i Norge väntas ökat upplåningsbehov leda till högre svenska räntor.

Volatiliteten på globala räntemarknader fortsatte under sommaren, vilket speglar osäkerhet kring tullar, tillväxt- och inflationsutsikter samt förändrade finanspolitiska förutsättningar i USA och Tyskland. Framöver väntar vi oss tydligare trender i ränteutvecklingen, framför allt till följd av skillnaderna i penningpolitiska utsikter.



USA: Förhoppningar om lägre räntor. Den tioåriga statslåneräntan har rört sig riktningsslöst inom ett brett intervall på 3,85-4,80 procent sedan slutet av 2024. Stora budgetunderskott och politisk osäkerhet har urholkat statsobligationers status som trygg hamn och höga valutasäkringskostnader har dämpat intresset hos utländska investerare. Vi tror att Fed:s räntesänkningar kommer att bli den avgörande drivkraften framöver, även för längre räntor, snarare än de långsiktiga finanspolitiska problemen. Historiska mönster sedan 1980-talet tyder på att obligationsräntor kan falla under hela räntesänkningscykeln. Med förväntningar om snabbare sänkningar från Fed, lägre korta räntor som minskar valutasäkringskostnaderna för utländska investerare samt finansdepartementets prioritering av statsskuldsväxlar framför längre obligationer, tror vi att den tioåriga räntan sjunker de kommande månaderna för att bottna kring 3,80 procent nästa sommar. När Fed

avslutar räntesänkningscykeln hösten 2026 väntar vi oss att den tioåriga statslåneräntan vänder uppåt och stiger till 4,30 procent under 2027.

Euroområdet: Tyska räntor på väg upp. De senaste månaderna har den tioåriga tyska statslåneräntan balanserat stöd från ECB:s räntesänkningar och internationell efterfrågan mot negativa effekter av Tysklands omfattande finanspolitiska expansion. Efter ECB:s julmöte har stödet från penningpolitiken mattats av, vilket gör att finanspolitiska påfrestningar och den pågående minskningen av Eurosystemets balansräkning nu kvarstår som de främsta motvindarna för tyska statsobligationer. Vi räknar med att den tioåriga tyska statslåneräntan rör sig i intervallet 2,60-2,80 procent under hösten och därefter stiger till 3 procent nästa år.

10-åriga statslåneräntor Procent

	21 aug	Dec -25	Dec -26	Dec -27
USA	4,33	4,00	3,90	4,30
Tyskland	2,75	2,80	3,00	3,30
Sverige	2,44	2,62	2,90	3,00
Norge	3,92	3,95	4,00	4,20

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: Svagare offentliga finanser. Långa statslåneräntor har stigit något mindre men i stora drag följt de tyska motsvarigheterna i år. Stora budgetunderskott till följd av svag tillväxt, expansivare finanspolitik och stöd till Ukraina ökar upplåningsbehovet och driver upp tioårsräntan kommande år. Korta räntor stöds av relativt expansiv penningpolitik och väntas ligga nära nuvarande nivåer för att sedan gradvis stiga när Riksbanken höjer styrräntan tillbaka till 2,00 procent under andra halvåret 2027. Avkastningskurvan blir brantare fram till slutet av 2026 och planar sedan ut något när korta räntor stiger. Skillnaden mellan svenska och tyska tioåriga statslåneräntor väntas minska till 10 punkter i slutet av 2026 för att därefter gradvis öka till 30 punkter under 2027.

Norge: Begränsat upplåningsbehov. Hög inflation har lett till att Norges Bank dröjt längre än ECB med att sänka styrräntan, vilket gjort att ränteskillnaden mellan Norge och Tyskland hållits kvar på höga nivåer. Med gradvisa räntesänkningar på ingång bör norska räntor stiga mindre än tyska framöver. Dessutom är statens upplåningsbehov begränsat till refinansiering av skuld som förfaller och lån till statliga verksamheter, vilket skapar gynnsamma utsikter för utbudet. Detta borde bidra till att ränteskillnaden mellan norska och tyska tioåriga statsobligationer krymper till runt 90 punkter under 2027.

Tema:

Den som är satt i skuld...

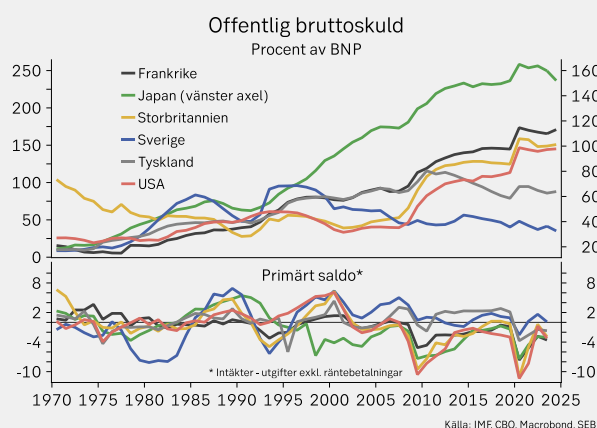
Högre räntor och svag tillväxt pressar skuldtunga ekonomier

Kombinationen av högre räntor, svag ekonomisk tillväxt och stora budgetunderskott gör det allt svårare för högt skuldsatta länder att hålla sina finanser under kontroll. Marknadens oro avspeglas i stigande riskpremier och snabba reaktioner på politiska händelser. Skandinavien och norra Europa sticker ut med robusta offentliga finanser. Däremot väntar svåra avvägningar mellan skattehöjningar och utgiftsminskningar för skuldtunga länder som USA, Storbritannien, Frankrike och Japan.

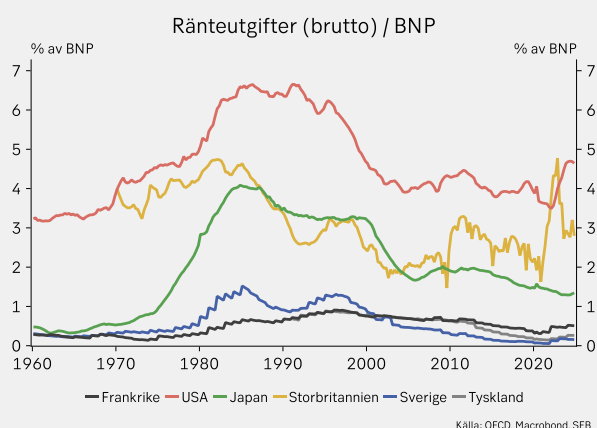
Offentlig skuldsättning till nya höjder. Den offentliga skulden som andel av BNP har i flera länder klättrat till de högsta nivåerna sedan andra världskriget. Återkommande kriser de senaste decennierna, som finanskrisen och pandemin, samt ökade krav på välfärd och infrastruktur har lett till ihållande budgetunderskott och växande skuldberg. Den höga skuldnivån i sig ger skäl till oro men särskilt bekymrande är hastigheten i uppgången. I USA har den offentliga skulden nästan tredubblats från 35 procent av BNP 2007 till 98 procent av BNP 2024. De flesta är överens om att denna utveckling är ohållbar. Samtidigt ökar pressen på regeringar runt om i världen att höja utgifterna till följd av bland annat försvarssatsningar, åldrande befolkningar och ökade levnadskostnader.



Underskottspolitik breder ut sig. Trots stigande skuldkvoter syns få tecken på ambitioner att minska budgetunderskotten globalt. USA:s nya statsbudget väntas befästa budgetunderskottet runt dagens redan höga 6 procent av BNP. I Europa dras Frankrike, Italien och Storbritannien med stora och kroniska underskott. Tyskland, som brukar betraktas som finanspolitiskt återhållsamt har släppt foten från den s.k. "skuldbromsen". Sverige – ett land med tradition av strama finansiella regelverk sedan 90-talskrisen – har beslutat att byta till ett balansmål från det tidigare överskotts-målet. Den globala trenden går otvivelaktigt mot bestående underskott och ökad skuldsättning.

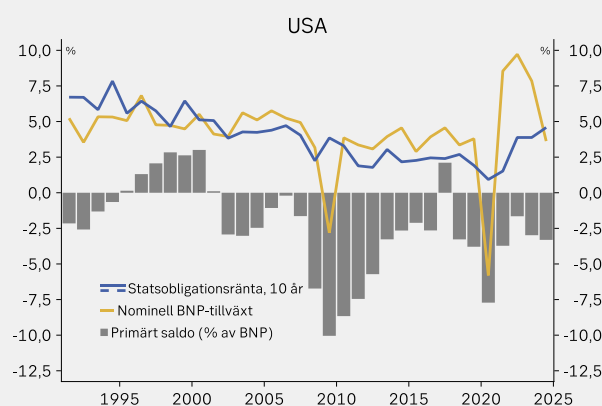


Kombinationen av ökad skuldsättning och höga statsobligationsräntor har återigen riktat ljuset mot hållbarheten i de offentliga finanserna. I USA har räntebetalningarna klättrat till den näst största posten i statsbudgeten. Storbritanniens ränteutgifter ökade kraftigt i samband med inflationsuppgången 2021–2023 på grund av den höga skuldkvoten men också den relativt stora andelen realränteobligationer, dvs obligationer vars ränta följer inflationen över tid.



Vad är en hållbar offentlig skuld? Hållbarheten i ett lands skuldkvot avgörs inte enbart av skuldens storlek, utan beror också på tillväxttakten i ekonomin, ränteutgifterna samt budgetsaldot. Enligt traditionell teori

kan den offentliga skulden bedömas vara ekonomiskt hållbar när den nominella ekonomiska tillväxten (G) överstiger den genomsnittliga räntan på den offentliga skulden (R), förutsatt att primära saldod (statens intäkter minus utgifter före räntebetalningar) inte visar alltför stora underskott. Om $R > G$ krävs ett överskott i det primära saldod för att skuldkvoten inte ska öka. Om $G > R$ kan skuldkvoten minska trots underskott, då tillväxten "späder ut skulden". Under lågräntedecenniet före pandemin översteg G i många fall R. Underskotten kunde då delvis finansieras genom ekonomisk tillväxt. Inflytelserika ekonomer menade därför att skuldkvoten inte behövde vara ohållbar så länge $G > R$, och primärsaldod var i någorlunda balans. I USA:s fall ökade underskottet i primärsaldod kraftigt under denna period.



Källa: OECD (Organisation for Economic Co-operation & Development), U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Marknadsräntor har varit i en nedåtgående trend i nästan 30 år men steg kraftigt i samband med inflationskrisen, och har bitit sig fast på högre nivåer än under 2010-talet. Det ställer högre krav på länder att höja tillväxten eller minska underskotten för att bromsa uppgången i skuldkvoterna. I USA, Storbritannien och Frankrike riskerar tillväxten (G) att understiga statsobligationsräntan (R) framöver, samtidigt som de fortsätter att gå med stora underskott, se tabell nedan.

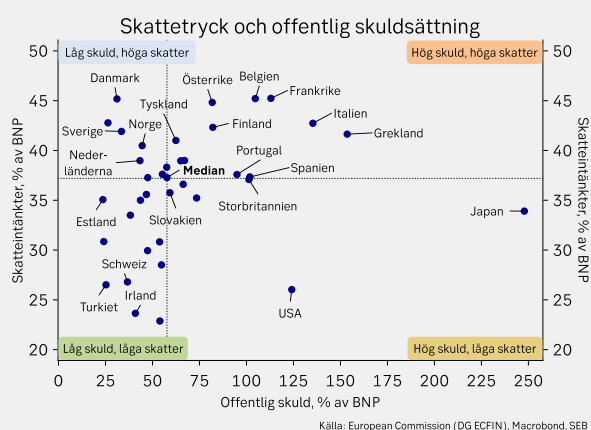
	Statsobligationsränta 10 år (R)	Nominell BNP-tillväxt (G)	Primärt saldo
USA			
Genomsnitt 2000-2019	3,3%	4,1%	-3,3%
Ränta 2025 och långsiktig prognos*	4,4%	3,8%	-1,7%
Storbritannien			
Genomsnitt 2000-2019	3,3%	3,9%	-2,0%
Ränta 2025 och långsiktig prognos*	4,6%	3,7%	-0,6%
Frankrike			
Genomsnitt 2000-2019	2,9%	2,8%	-1,4%
Ränta 2025 och långsiktig prognos*	3,3%	3,2%	-1,6%
Sverige			
Genomsnitt 2000-2019	2,8%	4,1%	1,1%
Ränta 2025 och långsiktig prognos*	2,4%	4,3%	-0,3%
Japan			
Genomsnitt 2000-2019	1,0%	0,3%	-5,0%
Ränta 2025 och långsiktig prognos*	1,4%	3,1%	-2,7%

* Genomsnittlig 10-årig statsobligationsränta 2025 & OECD:s prognos 2025-2035. Grönt: $R < G$, Rött: $R > G$.

Det är en ohållbar situation. Finansministrarna i bland annat USA och Storbritannien sätter sitt hopp till att höja tillväxten, istället för att minska utgifterna för att uppnå finansiell balans. USA:s finansminister Scott Bessent ser de kommande åren som USA:s "sista chans" att växa ur den offentliga skulden. Men det innebär ett

högt spel att finansiera dessa satsningar med ökad skuldsättning. Om tillväxten uteblir krävs skattehöjningar eller besparingar för att undvika en snabbare ökning av skuldkvoten.

Svåra avvägningar väntar. På kort sikt är de enda verktygen för att balansera underskott att antingen höja skatter eller skära ner utgifter. Ett sätt att uppskatta förmågan att finansiera det offentliga åtagandet är att jämföra om skattenivån är "låg" eller "hög" ur ett internationellt perspektiv. Utgångsläget, se diagram nedan, ger olika kortsiktiga möjliga vägar för politiken.

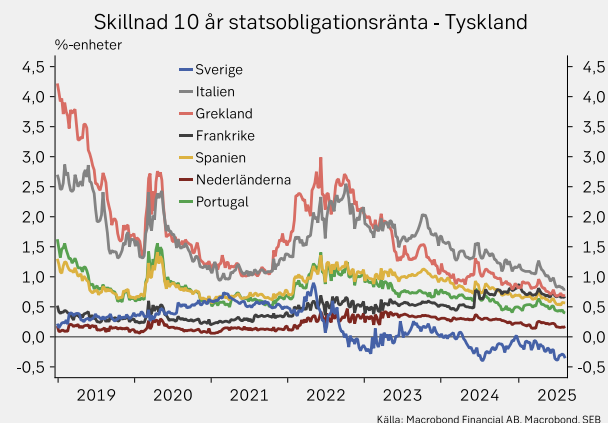


De skandinaviska ekonomierna, Tyskland och Nederländerna har ett relativt högt skattetryck men låg offentlig skuld (högt till vänster i grafen ovan). För dessa ekonomier finns det på kort sikt utrymme att öka skulden för att finansiera finanspolitiska satsningar. I flera av dessa ekonomier sänks dessutom skatterna. Mest bekymmersamt är läget för länder högt till höger i grafen. Här återfinns länder som Belgien, Frankrike och Italien med begränsat utrymme för såväl högre skatter som högre skuld. USA sticker ut med lägre skattetryck (på grund av ett annat välfärdssystem), men en högre offentlig skuld än de flesta europeiska ekonomier. Kongressen har dessutom förlängt president Trumps tidigare skattesänkningar, vilket väntas leda till en fortsatt snabb ökning av skuldkvoten. Inte heller denna situation ter sig hållbar, så länge inte det leder till högre tillväxt eller att tullarna fyller igen hålet i statsbudgeten.

Högre lånekostnader för skuldyngda ekonomier.

Under den senaste tiden har marknaden börjat kräva en större riskpremie för att kompensera för de bräckliga offentliga finanserna. I USA har "löptidspremien" – den extra kompensation investerare kräver för att köpa statsobligationer med lång löptid – stigit med omkring en procentenhet på ett år. I Europa används ofta skillnaden mellan statsobligationsräntan för ett land med den "säkra" tyska tioårsräntan som ett mått på riskpremie. Historiskt har Frankrike kunnat låna billigare än historiskt riskfyllda ekonomier som Portugal, Italien,

Grekland och Spanien. Idag gäller motsatsen, förutom i Italien. Den ökade ränteskillnaden i Frankrike beror på stora underskott, svag tillväxt och politisk osäkerhet. Flera sydeuropeiska ekonomier har fått ordning på de offentliga finanserna efter saneringarna under eurokrisen. Portugal och Grekland har vänt det primära saldot till överskott och utgör ytterst få exempel bland utvecklade ekonomier som just nu sänker sin skuldkvot.



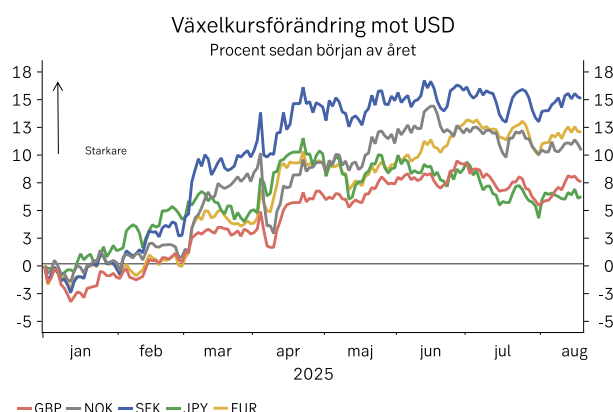
Förtroendet är avgörande. Riskpremien reflekterar till stor del marknadens förtroende för de offentliga finanserna och påverkas ofta av politiska händelser. När Storbritanniens premiärminister Liz Truss presenterade en budget med stora ofinansierade skattesänkningar reagerade marknaden med att sälja obligationer i stor skala och räntan steg kraftigt. Det höjde statens ränteutgifter och satte ytterligare press på de ansträngda offentliga finanserna. Skattesänkningarna drogs tillbaka och Truss avgick efter 44 dagar. I Frankrike ökade riskpremien 2024 på grund av oro för det splittrade utfallet i nationalförsamlingen. I USA steg obligationsräntorna efter Trumps chockhöjda tullar den 2 april, men har sjunkit tillbaka sedan dess. Om skuldkvoterna fortsätter att stiga samtidigt som tillväxten bromsar in, räntorna håller sig kvar på dagens nivåer och ingenting görs åt budgetunderskotten väntar svåra avvägningar i framtiden. De historiska stormakterna USA, Japan, Storbritannien och Frankrike kommer i sådant fall att ställas inför tuffa beslut om skattehöjningar, utgiftsminskningar, eller mindre konventionella lösningar som att urholka värdet på skulden genom att medvetet höja inflationen. Det ansträngda läget kan agera katalysator till förändrade institutioner och ekonomiska system – en utveckling som potentiellt redan har påbörjats i USA. I Europa ser skulddynamiken särskilt bekymmersam ut i Storbritannien och Frankrike. Utgångsläget för Skandinavien och norra Europa är betydligt bättre. Relativt låg offentlig skuldsättning och högt institutionellt förtroende innebär motståndskraft inför nya kriser och ger starkare förutsättningar för att långsiktigt satsa på försvar, välfärd och infrastruktur.

Valutamarknaden

Fortsatt dollarförsvagning

Efter att den värsta krutröken har lagt sig från vårens tulldramatik tar ränteskillnader åter över som valutamarknadens huvudsakliga drivkraft. US-dollar väntas fortsätta att försvagas när den amerikanska ekonomin bromsar in och Fed återupptar räntesänkingscykeln. Kronans relativa styrka fortsätter under resten av prognosperioden, om än i långsammare takt än under våren.

Lugnet efter stormen. Efter en volatil vår har valutamarknaden funnit mer stabil mark under sommaren. Perioden dominerades av hög osäkerhet förknippad med USA:s dramatiska omläggning av handelspolitiken. Den osäkerheten lever kvar men turbulensen har trots allt lättat med flera centrala handelsavtal på plats. Det har avspeglats i lägre volatilitet och en sidledes utveckling under sommarmånaderna.



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Strukturella krafter. Förhöjd osäkerhet och kraftiga valutarörelser har gett upphov till strukturella förändringar som kommer att prägla valutamarknaden under hela prognosperioden. Den trendmässiga dollarförstärkningen sedan 2008 genererade kontinuerliga valutavinster för utländska aktörer, vilket skapade få (spekulativa) argument att valutasäkra USD-exponeringar. Det var dessutom relativt kostsamt att valutasäkra sig under denna period på grund av stora ränteskillnader. USD-nedgången bidrog därför till stora valutaförluster för företag och institutioner med låga valutasäkringsgrader under det andra kvartalet i år. Vi räknar med att dessa aktörer kommer att fortsätta att höja sina säkringsgrader i år och därigenom sälja dollar.

Svagare dollar när Fed återupptar räntesänkningar. Amerikanska marknadsräntor väntas sjunka mer än

europiska när Fed återupptar sin räntesänkingscykel och ECB har sänkt klart. Det ger därmed förutsättningar för höjda valutasäkringsgrader framöver. Medan tillväxtutsikterna i euroområdet är dämpade men stabila omgärdas USA:s konjunkturinbromsning av betydligt fler frågetecken, både vad gäller snabbheten och hur långt den går, framför allt i år. Utvecklingen i USA väntas vara särskilt avgörande för EUR/USD. Vi räknar med att EUR/USD fortsätter att stiga i år och toppar på 1,23 i början av nästa år. Sannolikheten för ett fredsavtal i Ukraina är svårbedömd men utgör en binär upptrisk till europeiska valutors fördel – inte minst svenska kronan.

Kronstyrka. Den svenska kronan är den valuta som tenderar att stärkas mest mot euro när EUR/USD stiger och vice versa. Det är en viktig anledning till att SEK har utvecklats starkast mot USD bland G10-valutorna i år. Med ett betydligt större finanspolitiskt utrymme än många euroländer och förutsättningar för en starkare ekonomisk återhämtning, finns det skäl att tro att SEK kommer att fortsätta utvecklas starkt i år. Dessutom befinner sig kronan fortsatt på historiskt svaga nivåer. Utsikterna är grumligare för den norska kronan, som förvisso också trivs när EUR/USD stiger men tyngs av det relativt låga oljepriset och kommande räntesänkningar från Norges Bank. Vi räknar därför med att den norska kronan stärks i mindre omfattning mot USD och EUR än den svenska kronan. Därmed faller NOK/SEK under prognosperioden.

Starkare yen och sidledes pund. Det finns goda förutsättningar för JPY att stärkas framöver i och med att den historiskt stärks mest bland G10-valutor när amerikanska marknadsräntor sjunker. Utsikterna för pundet är mer splittrade. Vi räknar med att Bank of England fortsätter att sänka styrräntan vid vartannat möte i år och nästa år, men det finns en risk att banken tvingas avvakta med ytterligare räntesänkningar till följd av den höga inflationen. Det kan leda till högre marknadsräntor och ge stöd till pundet, trots svaga konjunkturutsikter.

Valutakurser

	21 aug	Dec -25	Dec -26	Dec -27
EUR/USD	1,16	1,21	1,21	1,20
USD/JPY	148	140	130	120
EUR/GBP	0,87	0,88	0,91	0,90
EUR/SEK	11,18	10,85	10,40	10,20
EUR/NOK	11,83	11,80	11,50	11,30
USD/SEK	9,62	8,97	8,60	8,50
USD/NOK	10,19	9,75	9,50	9,42

Källa: Macrobond, SEB

Tema:

Stablecoins

Snart i alla amerikaners plånbok?

Få lär ha missat att Trump-administrationen tagit flera steg för att göra kryptotillgångar mer accepterade i USA. Förra månaden antogs Genius Act, en lagstiftning som ska underlätta användningen av stablecoins vilka – till skillnad från andra kryptotillgångar – har ett stabilt värde som gör dem lämpliga för vardagsbetalningar. Men hur kommer en ökad användning av stablecoins påverka betalningssystemet, synen på pengar, Feds roll och dollarns status? Vilka risker och möjligheter finns?

Förra månaden skrev president Trump under den nya lagen "Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins", förkortad GENIUS. Stablecoins fungerar tekniskt på samma sätt som andra kryptotillgångar i den meningen att de existerar som tokens på en blockkedja och kan skickas mellan användare runt om i världen oberoende av det traditionella betalningssystemet. Skillnaden mot kryptovalutor som bitcoin är att värdet på en stablecoin – som namnet vill antyda – ska vara helt stabilt mot en annan tillgång, oftast dollarn. Innehavarna kan alltså inte hoppas på någon värdestegring men de slipper å andra sidan volatiliteten vilket gör att stablecoins fungerar mycket bättre som betalningsmedel än andra kryptovalutor. Speciellt användbara är de för att skicka pengar till personer som inte har tillgång till det vanliga banksystemet.

Dollar, bitcoin och stablecoins – likheter och olikheter

En stablecoin kan beskrivas som en hybrid (eller brygga) mellan en kryptovaluta och en vanlig valuta och en jämförelse visar både på likheter och olikheter.



En traditionell amerikansk dollar upprätthåller sitt värde genom att valutan backas upp av centralbanken Fed. Fed lovar att föra en penningpolitik som ska leda till att köpkraften hos en dollar är stabil över tid. Stabil innebär här att dollarns köpkraft ska minska långsamt och förutsägbart i takt med Feds inflationsmål på 2 procent.

Värdet på en bitcoin, å andra sidan, garanteras inte av någonting. Precis som med vår äldsta valuta guldet är värdet på en bitcoin helt och hållet ett resultat av vad marknaden är villig att betala i varje givet ögonblick. Om många samtidigt vill köpa stiger priset och tvärtom.

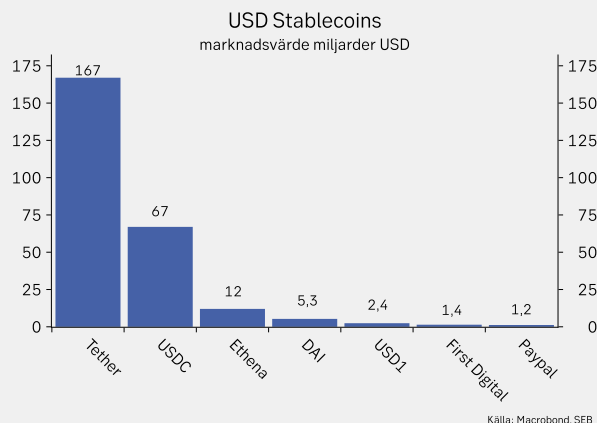
Värdet hos en stablecoin backas upp av reservtillgångar i form av motsvarande mängd vanliga dollar. Genius Act kräver att reservtillgångarna ska motsvara minst 100 procent av antalet utgivna stablecoins. Därtill måste reserverna också bestå av helt säkra och likvida dollartillgångar i form av pengar på konton i amerikanska banker eller korta amerikanska statspapper. Ett företag som ger ut en miljon dollar i stablecoins måste också löpande kunna visa att man har en miljon dollar i reserver.

Är stablecoins ett alternativ till CBDC:er?

I ungefär ett decennium har även centralbanker funderat på att ge ut digitala valutor s k CBDC:er (Central Bank Digital Currencies). I grunden handlar CBDC:er om att även traditionella valutor behöver möta nya tekniska krav och användarbehov som ställs av vårt alltmer digitaliserade samhälle. I USA finns, speciellt hos Republikanerna och MAGA-rörelsen, ett motstånd mot att Fed ska få makten och kontrollen över en sådan digital dollar. Det har antagligen bidragit till att det inte heller har hänt så mycket med Feds planer på en CBDC.

Inom Trumpadministrationen verkar man nu hellre se att uppgiften att tillhandahålla en digital dollar löses av den privata sektorn genom stablecoins. Transformationsprocessen kommer också att kunna gå mycket snabbare om kryptoindustrin och näringslivet står för utveckling och implementering i stället för Fed.

Redan idag finns det många stablecoins som står redo att ta sig an nya uppgifter även om de idag framför allt används som ett hjälpmedel i handeln för kryptoinvestorare. Störst bland dagens stablecoins är Tether (USDT) som också var en av de första. Den har idag ett totalt utestående värde på 167 mdr dollar. Därefter kommer USDC på 67 mdr dollar. På 5:e plats hittar vi president Trumps egen stablecoin USD1 med ett värde på 2,4 mdr dollar och som är utgivet av hans familjeföretag inom krypto – Liberty Financial.



Stablecoins gynnar dollarns status...

Även om utgivningen av stablecoins skulle öka framöver så kommer det i sig självt inte att öka mängden pengar i den vanliga ekonomin. En stablecoin är ju bara en digital spegling av en redan existerande dollar. Men stablecoins kan ändå indirekt komma att öka penningmängden. Om stablecoins blir den succé som förespråkarna hoppas på kommer det sannolikt också att leda till en ökad efterfrågan på amerikanska stablecoins utanför USA:s gränser. Det är detsamma som en ökad internationell efterfrågan på dollar. Allt annat lika kommer Fed då antingen behöva skapa fler dollar för att möta den högre efterfrågan eller låta efterfrågeökningen slå igenom i att värdet på dollarn stiger relativt andra valutor. Att amerikanska stablecoins blir mer användbara och efterfrågade än dollarsedlar kommer rimligen också att befästa dollarns status som den största globala reservvalutan.

I Europa, som också har en lagstiftning kring stablecoins på plats sedan förra året, ser man risker med den snabba utvecklingen i USA. ECB oroar sig för att euroområdet på sikt till och med skulle kunna hamna i en situation som påminner om små dollariserade utvecklingsekonomier om stablecoins leder till en snabb och utbredd användning av den amerikanska dollarn även bland företag och hushåll i Europa.

... och ökar efterfrågan på T-bills

De hushåll som börjar använda stablecoins köper dessa för pengar de har på sina bankkonton. Men eftersom utgivarna av stablecoins kommer få en bättre avkastning genom att i stället placera pengarna i korta amerikanska statspapper (T-bills) så blir resultatet en strukturell ökning av efterfrågan på T-bills. Den största utgivaren av stablecoins Tether har drygt 80 procent av sina reserver placerade i T-bills och var förra året den 7:e största nettoköparen av amerikanska statspapper i världen. Stablecoins generellt och inte minst om de börjar användas mycket utanför USA:s gränser kommer

alltså hjälpa till med finansieringen av den allt större amerikanska statsskulden.

Risker med stablecoins

Men finns det inga risker med att det ges ut en massa privata stablecoins? Absolut. Dels finns rena kreditrisker om en utgivare, trots alla försiktighetsåtgärder, går i konkurs. I det läget är det klart uttryckt att den amerikanska staten inte kommer att rädda innehavarna av stablecoins och de omfattas inte av någon statlig insättningsgaranti. Genius Act stipulerar dock att vid en konkurs står innehavarna av stablecoins först i kön av olika fordringsägare. Men även om regelverket utgör ett starkt skydd kan investerare inte vara helt säkra.

En annan fråga är om det uppstår finansiella stabilitetsrisker om stablecoins växer kraftigt i användning och storlek? Vad händer t ex med banksystemet om alla plötsligt skulle vilja byta tillbaka sina stablecoins mot traditionella dollar så att utgivarna snabbt måste tömma sina bankkonton för att komma åt sina reserver? På samma sätt: Kan det leda till en snabb ränteuppgång om stablecoin-utgivarna plötsligt måste sälja en stor mängd statspapper? Visserligen kommer det i ett sådant stressat läge att ske både stora uttag från banksystemet och stora försäljningar av korta statspapper. Samma pengar som utgivarna tar ut kommer dock tillbaka in i banksystemet, men då på konton hos de som sålt sina stablecoins. Eller så går de in i korta penningmarknadsfonder som i sin tur köper korta statspapper. Sammantaget har det finansiella systemet alltså tillgång till samma mängd likviditet även om det inte kan uteslutas att viss kortsiktig finansiell stress kan uppstå.

Illegal användning

Målet är ju att stablecoins ska leda till ett snabbare och mer effektivt betalningssystem genom att man de facto skapar en digital dollar som ett alternativ till kontanter. Men precis som med kontantanvändningen finns risken att stablecoins används av kriminella nätverk då de inte omfattas av den rigorösa övervakning som finns i banksystemet. Genius Act försöker adressera problemet genom att kräva att alla utgivare ska tvingas att följa Bank Security Act som hanterar frågor om t ex penningtvätt, sanktioner och identifiering av användare. Alla utgivare måste också ha den tekniska möjligheten att konfiskera, frysa eller förstöra stablecoins om det krävs av lagen eller efter ett domstolsbeslut. Det senare borde vara ett starkt skäl för kriminella att vara försiktiga med användningen av stablecoins; vilken brottsling skulle ta risken att de stablecoins hen har plötsligt blir frysta eller t o m blir makulerade genom beslut av amerikanska myndigheter? Den risken slipper

hen vid användning av kontanter eller andra kryptovalutor som t ex bitcoin. Att försöka använda stablecoins utgivna i andra länder blir inte heller en lösning eftersom Genius Act omfattar alla stablecoin-utgivare som riktar sig till amerikanska medborgare. Tether, som har sin juridiska hemvist i världens mest kryptovänliga land El Salvador, har redan meddelat att de kommer att följa reglerna i Genius Act. Men hur effektiva dessa regler kommer att vara för att stävja illegal användning får framtiden utvisa.

Kan stablecoins förändra betalningssystemet?

Stablecoins spås alltså kunna växa betydligt men en berättigad fråga är hur de privata företag som ger ut stablecoins ska kunna tjäna pengar? Det finns i huvudsak två inkomstkällor för utgivare av stablecoins.

Som användare får man inte någon ränta på de stablecoins man köpt men utgivaren får däremot ränta på pengarna den har in sin reserv. Motsvarande intäkt finns också för en vanlig centralbank som inte heller behöver betala ut någon ränta till innehavare av sedlar och mynt men får ränta på de tillgångar man har. Den intäkten kallas då "seigniorage". Seignioraget ska förutom att ge vinst också täcka kostnaderna för att producera och hantera sedlar och mynt. Utgivarna av stablecoins måste bära kostnaderna för att administrera sina stablecoins på olika blockkedjor. Eftersom systemet präglas av tydliga stordriftsfördelar växer rimligen ränteintäkterna på reserverna snabbare än kostnaderna om företaget säljer många stablecoins.

Det finns dock potentiellt betydligt större intäktskällor för stablecoinutgivarna. Den stora intjäningspotentialen ligger i att stablecoins ska bli ett spritt betalningsmedel, både i USA och resten av världen. Stablecoins skulle då kunna bli en utmanare till dagens betal- och kreditkort på en marknad där avgifterna förra året uppgick till 187 miljarder dollar bara i USA. För detaljhandelsföretag kan stablecoins bli ett billigare sätt att ta betalt. Kortföretagen verkar samtidigt vara väl medvetna om – och anpassa sig till – den ökade konkurrensen. Flera av dem har lanserat nya tjänster för att möjliggöra betalningar med stablecoins i sina nätverk.

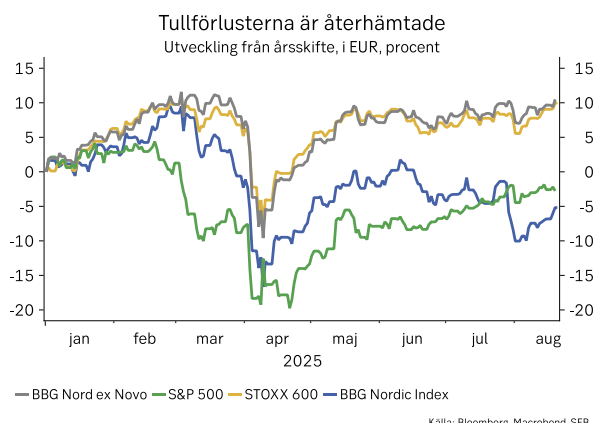
Tiden får utvisa hur stor roll stablecoins kommer att få i framtidens betalningssystem och hur fort det kommer att gå. Det man kan konstatera är att kryptoindustrin historiskt har varit bra på att snabbt ta fram nya innovativa lösningar (även om det inte alltid blir rätt på första försöket). Skillnaden jämfört med tidigare är att kryptoindustrin nu för första gången också har ett starkt stöd från myndigheterna i USA samtidigt som också allt fler stora multinationella företag verkar vilja vara med på tåget.

Aktiemarknaden Än så länge begränsad påverkan av tullchocker

Den handelspolitiska chocken i april försvann snabbare ur marknadsminnet än vad vi hade trott efter att USA och Kina trappade ner sin konflikt i maj. Sedan dess har marknaden rört sig uppåt i takt med att den politiska osäkerheten har minskat. De realekonomiska effekterna av tullarna kommer antagligen att materialiseras under hösten, vilket kan leda till en period av turbulens. Feds räntesänkningar är nyckeln till fortsatt börsuppgång. Både vinstestimat och värderingar är mindre krävande i Euroområdet och Norden än i USA.

Efter att ha hamnat kraftigt på efterkälken under de första vårmånaderna återhämtade sig den amerikanska aktiemarknaden kraftigt under sommaren, när tulloron minskade samtidigt som de ekonomiska indikatorerna förblev motståndskraftiga. Det verkliga testet av detta rally kommer i höst när makroindikatorer börjar visa den verkliga omfattningen av tullarna. Detta kan komma att begränsa uppsidan ett tag, men om vår makroprognos realiserar sig kan börserna stiga igen mot slutet av året.

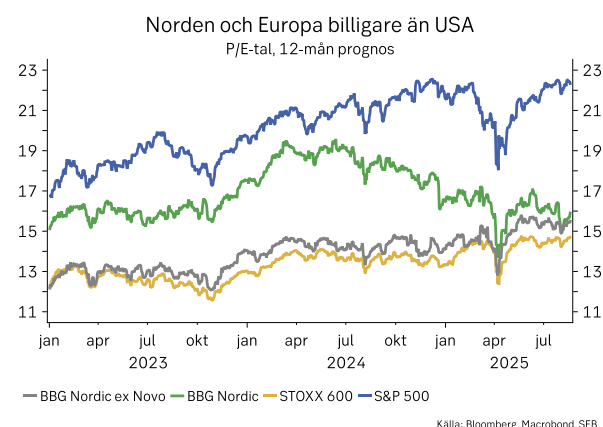
Europa leder fortfarande när valutaförändringar räknas in, men gapet har minskat. Mätt i lokal valuta är S&P 500 och STOXX 600 båda upp 10 procent sedan årsskiftet, men mätt i euro har USA-index sjunkit med 2,5 procent. Bloombergs NORD Index har tappat 5 procent hittills i år och ligger därmed efter de andra huvudindexen, men det beror till stor del på Novo Nordisks implosion. Exklusive Novo Nordisk är även det nordiska indexet upp 10 procent i år.



Vinstprognoserna i Norden fortsätter att falla.

Rapporterna för andra kvartalet satte inte stopp för vinstnedrevideringarna. För den nordiska marknaden har SEB:s analytiker nu sänkt vinstestimatet för 2026 med 16 procent sedan årsskiftet, vilket tyder på att vi är nära en botten om makrosenariot med en avmattnings, men ingen recession, och en gradvis återhämtning nästa år håller i sig.

Begränsad uppsida i USA. Vår uppdaterade makroprognos för USA innebär en mild tullchock följt av en lika mild återhämtning nästa år, vilket är i linje med en nominell BNP-tillväxt strax över 4 procent. Det har historiskt inneburit en vinsttillväxt på 0–5 procent. Konsensusprognoser räknar med en tvåsiffrig vinsttillväxt både i år och följande år. Vi tror att det krävs en viss tillväxtskräck för att Fed ska sänka räntan, och det innebär att vinstestimaterna kan sänkas med 5–10 procentenheter. Även om P/E-talen ligger kvar på den nuvarande höga nivåer så tyder det på att uppsidan är begränsad om inte makroutsikterna förbättras.



Bättre i Europa och Norden. Europa och Norden har hittills påverkats mindre av makrochocken från tullarna och eftersom ingen tillväxt förväntas under 2025 är vinstprognoserna också mindre utmanande än i USA. I ett scenario med oförändrade estimat och oförändrat P/E på en lägre nivå än i USA, får vi en uppsida på runt 10 procent för de europeiska och nordiska börsindexen de närmaste 12 månaderna.

Risker på båda sidor. Vårt makrosenario är förenligt med låg, men positiv avkastning i USA och lite mer uppsida i Europa och Norden, men det finns risker på båda sidor. På den negativa sidan kan tullarna visa sig vara en större chock som bara tog längre tid än väntat att synas. På den positiva sidan finns bl.a. möjligheten att Fed skulle sänka räntorna mer aggressivt, som president Trump vill att de ska göra.

USA

Tillfälliga tulleffekter, minskad risk för recession

Importtullarna har höjts till de högsta nivåerna på nära 100 år men begränsade mottullar och svagare dollar motverkar delvis de negativa tillväxteffekterna. Att ekonomin redan var på väg att sakta in gör det svårare för företag att skicka tullnotan vidare till konsumenterna och talar för att inflationsuppgången blir måttlig och tillfällig. Nedåtriskerna på arbetsmarknaden har dock ökat och Fed återupptar sina gradvisa räntesänkningar i höst.

USA-ekonomin har visat oväntad motståndskraft under vårens handelspolitiska turbulens och oron för en recession har minskat. Förberedelser inför tullarna har dominerat och gjort BNP-statistiken under våren svår-tolkad. Den höga tillväxten under kvartal två berodde på ett historiskt stort fall i importen och följde på en stor (och tillväxtdämpande) importuppgång under det första kvartalet inför att tullarna var på väg att träda i kraft och lagren av importerade varor fylldes på. Sett under hela första halvåret syns en tydlig nedväxling, med trög hushållskonsumtion och förnyade fall för byggandet. Sentimentsindikatorer har återhämtat sig något från fallen i våras men stämningsläget bland hushåll och företag inom särskilt industrin är alltfjämt dämpat.

Nyckeltal

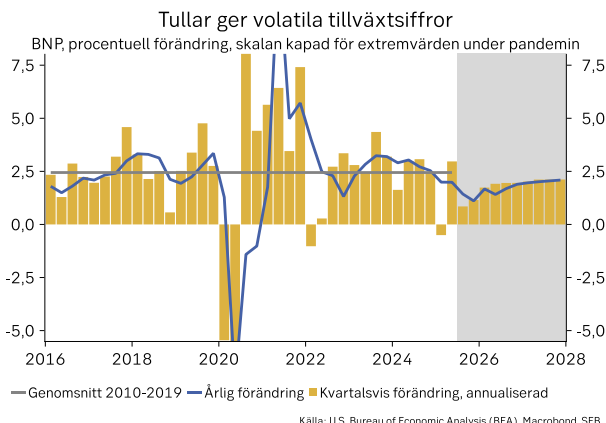
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	2,8	1,6	1,7	2,0
Arbetslöshet*	4,0	4,2	4,4	4,3
Löner	4,0	3,8	3,6	3,1
Kärn-PCE-inflation	2,8	3,0	2,9	2,0
Offentligt saldo**	-7,3	-6,5	-6,8	-6,5
Offentlig bruttoskuld**	121	123	126	129
Fed funds rate, % ***	4,50	3,75	3,00	3,00

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

Tydlig svacka i höst. Under andra halvåret väntar vi oss en svag utveckling i ekonomin när tullnotan slår hårdare mot företag och hushåll, samtidigt som handels-osäkerhet tynger investeringar och sysselsättning.

Under 2026 ger lättnader i finans- och penningpolitiken och en förnyad inflationsnedgång stöd för investeringarna och hushållens konsumtion.



Gradvis återhämtning under 2026 och 2027. Vi drar upp tillväxtprognosen till 1,6 procent för 2025 och 1,7 procent för 2026, från 1,1 respektive 1,3 procent i Nordic Outlook maj. Under 2027 väntas BNP växa med 2,0 procent, ungefär i linje med en bedömd långsiktig trend men en bra bit under takten 2023 och 2024 på nära 3 procent. Prognosen omges av betydande osäkerhet, kopplat till både handeln och långsiktiga strukturella faktorer som arbetsutbud och i vilken grad ökad produktivitetstillväxt, som en följd av AI och/eller en utbyggnad av amerikansk tillverkningsindustri, kan kompensera för en försämrad demografi med åldrande befolkning och minskad immigration.

Tulldrama med oväntat milda effekter?

Importtullarna bedöms efter de senaste turerna hamna nära 20 procent; de högsta nivåerna sedan Smoot-Hawley-tullarna på 1930-talet. Beräkningar av Yale Budget Lab, från 7 augusti, pekar på en effektiv tullsats på 18 procent, efter de avtal som slutits med bland annat Storbritannien, Japan och EU och nya ensidiga tullbesked från president Trump. Det är lägre än de nivåer som annonserades i början av april, men högre än förhoppningarna i början av sommaren. I början av året låg tullsatsen på 2,5 procent. Villkoren för stora delar av importen är dessutom ännu oklara. Tullhöjningarna mot två av USA:s viktigaste handelspartners, Mexiko respektive Kina, har pausats under 90 dagar i väntan på ytterligare förhandlingar. Flera länder försöker fortfarande förhandla sig till bättre villkor. Nya tullar på koppar, halvledare och läkemedel har tillkommit vid sidan av de tidigare stål- och biltullarna och fler sektorer utreds.

Fortsatt osäkerhet. Att tullarna används som (geo)politiskt påtryckningsmedel förblir en källa till osäkerhet. De uppgörelser som gjorts är löst

formulerade och lätta att bryta. Tullarna för enskilda länder – som Trump baserat på en lag om nationellt nödläge – har utmanats i domstol. Det är också tveksamt om Trump överhuvudtaget har rätt att sluta handelsavtal eller om dessa behöver godkännas av Kongressen. Vi räknar dock med att Trump hittar nya vägar för tullhöjningar, om så skulle krävas, samtidigt som nuvarande republikanskt dominerade kongress inte visat tecken på att vilja utmana presidenten. Att tullarna blir en viktig intäktskälla för staten gör det också svårt att sänka dem.

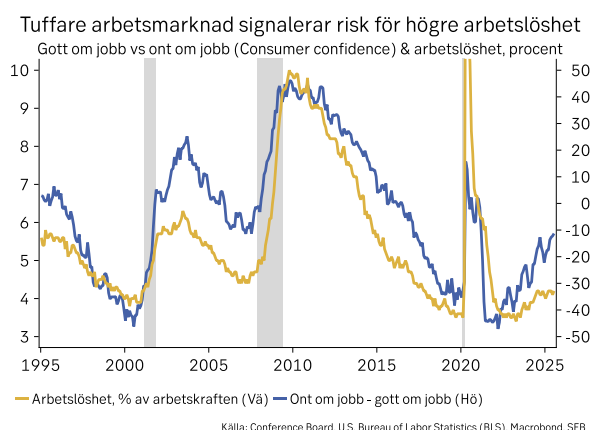


Viker sig världen för Trump? Tullarnas skadeverkningar ser ändå ut att bli mindre än tidigare befarat. Dels har USA:s handelspartners varit återhållsamma med mottullar, dels har dollarn, på tvärs mot förväntan, försvagats sedan handelskriget inleddes. Det talar sammantaget för en mindre negativ utveckling för exporten. En svag inhemsk ekonomi gör det samtidigt svårare för företagen att skicka tullnoten vidare till slutkonsument och för hushållen att kompensera sig genom ökade lönekrav vilket stödjer bilden av en endast kortvarig inflationseffekt.

Blandade utsikter för investeringarna. Företagen fortsatte under våren att investera stort i IT, medan bygginvesteringarna föll. Enkätundersökningar visar fortsatt försiktiga investeringsplaner. Vi ser en risk för att större satsningar läggs på is tills handelsvillkoren klarnat. Därtill har merparten av subventionerna för Bidens gröna energisatsningar skrotats. Flera länder har lovat att investera i USA, som en del i handelsuppgörelserna. Det är dock för tidigt att säga i vilken grad dessa utfästelser, som i slutänden hänger på beslut i privat sektor, kommer att realiseras. Tullarna skapar incitament att tillverka mer i USA för försäljning till den amerikanska marknaden, men förutsättningarna skiljer sig mellan olika industrier och ursprungsländer. De osäkra effekterna gör att vi inte har antagit ökade utländska direktinvesteringar i denna prognos. En starkare än väntad inledning på året och nya finans-

politiska investeringsstimulanser nästa år gör ändå att vi skriver upp investeringsprognosen. Bostadsbyggandet har vänt ned under trycket av fortsatt höga räntor och vi räknar bara med en försiktig vändning uppåt under senare delen av prognosperioden.

Försiktiga hushåll. Hushållens konsumtion har mattats och att detta även gäller tjänster är en svaghetssignal. Enligt enkätundersökningar har hushållen blivit något mindre oroad för inflationen men fortsätter att se risk för en försämrad arbetsmarknad. Hushållen har en god förmögenhetsställning men sparkvoten är redan låg, vilket minskar utrymmet att parera för tullar och en svagare arbetsmarknad. Vi väntar oss att konsumtionen bromsar in ytterligare under andra halvåret följt av en gradvis återhämtning under 2026 och 2027 med stöd av räntesänkningar och förnyad inflationsnedgång.

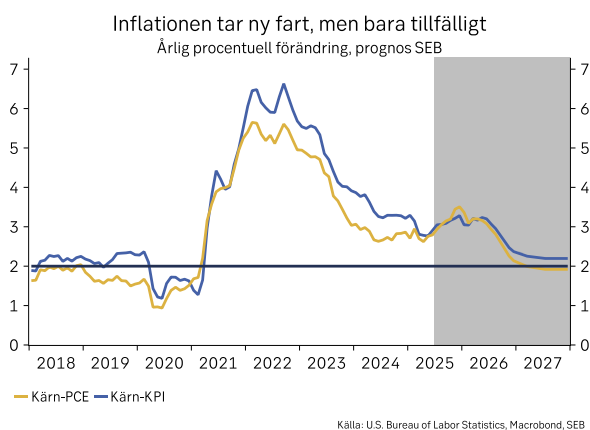


Svag arbetsmarknad ökar trycket på Fed

Reviderade sysselsättningsdata visade en betydligt svagare utveckling under maj och juni och även juli-siffran riskerar att skrivas ned om revideringstrenden står sig. Undantags icke-konjunkturkänsliga områden som utbildning och hälso-/sjukvård har sysselsättningen stagnerat de senaste tre månaderna. Att utbudet av arbetskraft begränsas av en restriktiv immigration- och deportationspolitik gör att den sysselsättningsökning som krävs för en arbetsmarknad i balans sjunker och bedömningar pekar mot att break-even nu ligger på 80 000 – 100 000 jobb per månad. Det kan jämföras med en genomsnittlig sysselsättningstillväxt på bara 35 000 de tre senaste månaderna. Arbetslösheten har legat i stort sett stilla på drygt 4 procent under det senaste året. Även mindre förändringar i efterfrågan på arbetskraft räcker dock för att skifta bilden och vi tror att något högre varsel och något lägre efterfrågan kommer att få arbetslösheten att stiga till 4,5 procent i slutet av året, en nivå som är i överkant på de flesta av Feds ledamöters syn på jämvikt. Uppsägningar av statsanställda kan sätta större avtryck under hösten. Drygt 150 000 personer tros ha accepterat

erbjudanden om frivillig uppsägning i utbyte mot sex månaders lön utan arbete och deras anställningar väntas upphöra med start i oktober.

Tillfällig inflationsuppgång. Tullarna har börjat sätta press upp på varupriserna enligt enkät- och producentprisdata men genomslaget på konsumentpriserna är än så länge begränsat. Att konsumentefterfrågan saktat in redan innan tullarna infördes gör att företagen troligen får svårare att skicka tullnoten vidare än under Trumps första mandatperiod. Denna slutsats stöds av enkäter som gjorts av regionala Fed-kontor. Atlanta Feds enkät visar att företagen i genomsnitt räknar med att kunna kompensera sig för ungefär hälften av tullhöjningen. Samtidigt pekar tidigare erfarenheter på viss risk för prishöjningar även på varor som produceras i USA till följd av minskad konkurrens från utlandet. Tidigare lagda köp av importerade varor kan också ha försenat genomslaget. Vi har antagit ett genomslag på 40 procent, vilket tillsammans med en fortsatt nedväxling i tjänstepriser, bland annat hyror, får inflationen, enligt Feds favoritmått kärn-PCE, att stiga till som mest 3,5 procent i slutet av året. I början av 2027 väntas inflationen vara tillbaka på målet 2 procent.



Trump stärker greppet om Fed. Trycket från Vita Huset på centralbanken Fed har intensifierats och åtföljts av en ökad splittring inom Fed, där två ledamöter röstade för sänkning vid julmötet. Adriana Kuglers avhopp från Fed har gett Trump möjlighet att tillsätta en ny ledamot och Stephen Miran, idag chef för Vita Husets ekonomiska råd Council of Economic Advisers, har nominerats till ett mandat som löper ut i januari. Trump har därtill utnyttjat anklagelser om bolånefusk för att försöka tvinga bort ännu en ledamot.

Svår balansgång för pressat Fed. Trumps tullhöjningar kan jämföras med en momshöjning, vilket talar för att Fed kan se bortom denna troligen tillfälliga höjning av prisnivån. Fed har velat behålla en restriktiv ränta i väntan på fler bevis på att underliggande inflation är på väg tillbaka till målet efter en längre period med

svängiga inflationsdata. I sitt tal vid centralbanks-symposiet i Jackson Hole skickade Powell dock en tydlig signal om en sänkning i september. En fortsatt inbromsning på arbetsmarknaden tror vi räcker för att öppna för 25-punktersänkningar vid varje återstående möte i år. Under 2026 kommer Powells efterträdare, som tar över i maj, att kunna sätta en tydligare prägel på Fed. Det stärker sannolikheten för fortsatta sänkningar till en mer neutral nivå på 2,75-3,00 procent i slutet av 2026. Feds balansräkning krymper för närvarande med 40 mdr USD per månad, genom att Fed inte åter-investerar alla sina förfallande obligationer. Denna process väntas fortsätta till åtminstone början av 2026. På längre sikt vill Fed styra portföljen mot primärt statsobligationer och, troligen, en kortare genomsnittlig löptid.

Förändrade ramverk. Powell presenterade nya riktlinjer för penningpolitiken i Jackson Hole som formaliserar en ny räntemiljö efter pandemin med mer symmetriska risker från arbetsmarknad och inflation. Trump-administrationen har efterlyst större förändringar i Fed, utöver den penningpolitiska inriktningen. Ett exempel kan vara en bättre samordning mellan Feds obligationsportfölj och statens upplåningspolitik i ett läge när stigande räntekostnader väntas stå för en allt större del av underskotten. Vi räknar med att Powell lämnar Fed när hans mandat som ordförande upphör, men detta har inte bekräftats och det är därför osäkert hur många ledamöter Trump nästa år kommer att få utse.

Framtung budget är en risk på sikt

Kongressen klubbade i somras Trumps förslag till skatte- och utgiftssänkningar inom den så kallade OBBBA (One Big Beautiful Bill Act). Största delen är en förlängning av Trumps tidigare inkomstskatte-sänkningar och innebär inte någon förändring av budgetläget från dagens situation. Kostnaden för OBBBA jämfört med rådande lagar bedöms till runt 3 000 mdr USD (ca 10 procent av årlig BNP) över en 10-årsperiod, men tullinkomsterna bör räcka för att täcka bortfallet. Tullarna inbringade under andra kvartalet, innan de senaste höjningarna, nära 270 mdr USD i årstakt. Den långsiktiga budgettrenden är fortfarande inte hållbar och drivs av bland annat växande kostnader för en åldrande befolkning. Framtunga skattesänkningar skapar därtill en risk för ökade underskott längre fram om skattesänkningarna, i linje med det vanliga mönstret, permanentas.

Japan

Stapplande normalisering i turbulent omvärld

Strukturella svagheter, inrikespolitik och handelsfrågor kastar långa skuggor över ekonomin.

Arbetskraftsbrist, svaga statsfinanser och geopolitiska risker gör vägen mot en normalisering osäker. Bank of Japans (BoJ) ränta når sin topp på 1,00 procent under 2026, en nivå nära den förväntade neutrala räntan och inflationen ligger kring 2 procent 2026–2027. Japanska yenen stärks gradvis.

Utsikterna präglas av geopolitiska risker, strukturella utmaningar och inrikespolitisk osäkerhet. BNP-tillväxten väntas bli magra 0,8 procent per år 2025–2027; demografin tynger den långsiktiga tillväxtpotentialen. Hushållens konsumtion är fortsatt relativt motståndskraftig, men exporten hålls tillbaka av globala handels-spänningar – trots nytt "handelsavtal" med USA – och tillväxtosäkerhet i Kina. Återuppbyggnad av leveranskedjor och starkt energisäkerhet är centrala politiska prioriteringar för Tokyo.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	0,1	0,8	0,8	0,7
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,5	2,5
KPI	2,7	3,2	2,0	2,0
Offentligt saldo**	-2,5	-2,8	-3,1	-3,3
Offentlig bruttoskuld**	237	235	234	232
Styrränta, %***	0,25	0,75	1,00	1,00

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

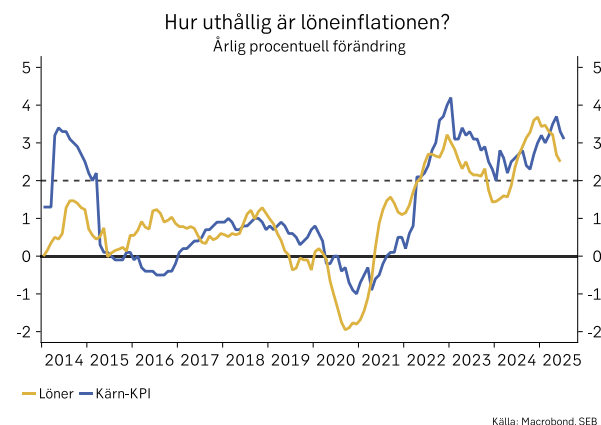
Japan står inför betydande nedåtrisker. Oron är stor för att USA:s tullar ska slå mot exporten. Spänningar kring Kina-Taiwan kan hota handeln och den regionala stabiliteten. Störningar i leveranskedjor kan slå mot exporten och företagens framtidsstro. På hemmaplan utmanar en ihållande inflation BoJ och regeringens trovärdighet. Stigande räntor hotar den statsfinansiella stabiliteten trots stark inhemsk finansiering. Slutligen kan en starkare yen, driven av global riskaversion eller lägre Fed-ränta, tynga företagsvinsterna.

Hushållens konsumtion väntas driva tillväxten, understödd av stigande reallöner och en fortsatt stram

arbetsmarknad. Arbetslösheten väntas ligga kvar nära 2,5 procent, och spegla arbetskraftsbrist och en åldrande befolkning. Även om det offentliga stödet minskar förblir företagens investeringar i automation, AI och grön teknik starka.

Offentlig skuld stabiliseras nära 230 procent av BNP. Försvarsutgifter och demografisk press belastar statsfinanserna, där budgetunderskott nära 3 procent av BNP väntas bestå. Dock minskar riskerna genom högt inhemskt obligationsägande och stabilt banksystem. Reformen för att höja produktivitet och arbetskraftsdeltagande är avgörande för långsiktig hållbarhet.

KPI-inflationen väntas uppgå till 3,2 procent 2025 och sjunka till 2,0 procent både 2026 och 2027. Lägre energi- och livsmedelspriser i kombination med baseffekter förklarar inbromsningen. Kärninflationen faller långsammare, till följd av fortsatt löneökning och trögare prisutveckling i tjänstesektorn. Trots att BoJ välkomnar inflation över 2 procent, väntas ihållande kostnadstryck leda till hög penningpolitisk beredskap.



BoJ väntas slutföra sin normaliseringsprocess under första halvåret 2026, då styrräntan når 1,00 procent. Därmed har perioden med exceptionell politik avslutats men ytterligare höjningar bedöms bli försiktiga. Trots inflation över målet begränsar stabilitetsrisker ytterligare åtstramning. De reala räntorna förblir negativa under prognosperioden, vilket gynnar inhemsk efterfrågan och tillgångspriser.

Yenen är fortsatt undervärderad och känslig för räntegap. Trots räntehöjningar från BoJ begränsar den stora skillnaden mot USA-räntorna potentialen för en kraftig förstärkning. Yenen stärks gradvis mot dollarn till 140 i slutet av 2025 och till 130 och 120 under 2026 och 2027. En starkare yen kan dämpa exportens konkurrenskraft, men mildrar också importdriven inflation. Japanska aktier gynnas av fortsatt låga realräntor och pågående reformer i bolagsstyrningen.

Kina

Motståndskraft trots amerikansk politik

Förvånansvärt motståndskraftig tillväxt sedan årsskiftet och lägre USA-tullar än befarat gör att vi höjer vår BNP-prognos för i år till 5 procent. Handels-samtalen mellan USA och Kina fokuserar nu på fortsatt tillgång till varor som omfattas av exportkontroller, utöver frågor kopplade till tidsfristen som löper ut i november. Kinas regering erkänner nu riskerna kopplade till överkapacitet i produktionsled och ihållande deflationstryck.

Regeringens tillväxtmål på 5 procent är inom räckhåll efter att den kinesiska ekonomin vuxit snabbare än förväntat under första halvåret i år. USA och Kina har backat från de skyhöga tullarna som sattes i april, och sedan dess har tullpåslaget sänkts till 30 procent på kinesisk export och 10 procent på amerikansk. Samtidigt visar även den inhemska konsumtionen tecken på stabilisering. BNP-tillväxten ligger på cirka 5,3 procent i årstakt från årsskiftet fram till juni 2025, och även om den skulle sakta in ytterligare under andra halvåret skulle regeringen kunna nå sitt mål för helåret 2025. Att politbyrån inte tillkännagav något nytt stimulanspaket vid sitt möte i juli speglar ett visst självförtroende inför utsikterna i närtid. Utan tillräckligt politiskt stöd kommer dock tillväxten att avta till 4,5 procent under 2026–2027.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

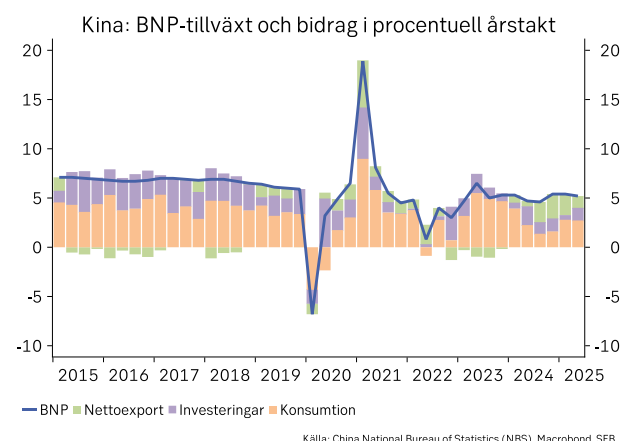
	2024	2025	2026	2027
BNP	5,0	5,0	4,5	4,5
Inflation	0,2	0,1	0,9	1,2
Budgetsaldo*	-7,3	-8,6	-8,5	-8,1
1-årig låneränta, %**	3,1	2,8	2,6	2,7
7d omvänd reporänta, %**	1,5	1,3	1,1	1,2
USD/CNY**	7,30	7,25	7,10	7,00

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

Vapenvila i handelskriget och lägre tullar än befarat.

Fokus för förhandlingarna mellan USA och Kina har nu flyttats till förnyad tillgång till exportkontrollerade varor, samtidigt som tullarna hålls på mer hanterbara nivåer. Som en del av Kinas mångfacetterade svar på de så kallade "ömsesidiga" tullarna i april införde Kina export-

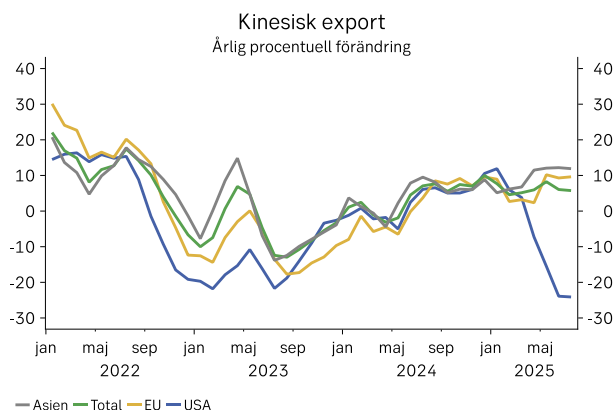
restriktioner för vissa sällsynta jordartsmetaller och magneter. Eftersom Kina kontrollerar mer än 90 procent av den globala bearbetningskapaciteten för sällsynta jordartsmetaller gav det snabbt produktionsstörningar inom flera branscher. Enligt uppgift ledde detta till de inledande förhandlingarna i Genève i maj, som banade väg för den första vapenvilan på 90 dagar. Kort därefter, i juni, bekräftades villkoren på nytt i London. USA meddelade att Kina hade gått med på att påskynda godkännandet av handelslicenser, men Kina gick endast med på att bevilja licenser för icke-militära tillämpningar. Några veckor senare hävde USA exportförbudet av Nvidias H20-chip till Kina, vilket gav en kortsiktig lättnad för landets AI-sektor. I slutet av juli enades båda sidor om ytterligare samtal i Stockholm. Den 12 augusti förlängdes pausen officiellt med ytterligare 90 dagar genom ett samordnat uttalande från USA och Kina. President Trump har sagt att han vill hålla ett toppmöte mellan USA och Kina inom denna period, men vi tror att Peking kommer att avvakta tills man är säker på vad resultatet skulle bli.



Exporten till andra än USA ökar. Exporten till andra länder än USA har varit högre än väntat, vilket mer än kompenserar för den fortsatta nedgången i export till USA. Detta beror sannolikt dels på ökade ansträngningar för att expandera på andra marknader, dels att leverantörer tidigare lägger export via tredjeland innan USA:s deadline för högre tullar till andra handelspartner börjar gälla. Om motståndskraften i exportsektorn framför allt handlar om det senare finns det risk för en nedgång på kort sikt.

Press att minska vidareexport. Högre amerikanska tullar på vidareexport av varor urholkar fördelarna med strategin i Sydostasien. I början av augusti införde USA tullar på 19–20 procent på de flesta länderna i ASEAN, med en tullsats på 40 procent för vidareexporterade varor. Vid sidan av detta kommer den amerikanska handelspolitiken att leda till en översyn av kinesiska företags leveranskedjor i Sydostasien, som har gynnats av China Plus One-strategin. Kinesiska exportörer

behöver nu bedöma om det fortfarande är lönsamt att utöka sin offshoring-kapacitet i ASEAN. Om inte kommer produktionen på hemmaplan att öka ännu snabbare. På kort sikt är det dock troligare att man avvaktar med att göra några större justeringar av leveranskedjorna tills utsikterna för USA:s handelspolitik är tydligare.



Fortsatt ansträngd handelsrelation mellan EU och Kina.

Toppmötet mellan EU och Kina i juli varade bara i en dag och gav inga meningsfulla resultat, vilket framgick av avsaknaden av en gemensam kommuniké. Bryssel är fortsatt bekymrade över EU:s växande bilaterala handelsunderskott mot bakgrund av Kinas industriella överkapacitet, bristande transparens och exportkontroller på sällsynta jordartsmetaller. På medellång sikt ser vi ökad protektionism inom EU i syfte att skydda basindustrin.

Finanspolitiken stöttar inhemsk efterfrågan 2025.

Trots att svagheten i fastighetssektorn dröjer sig kvar och dämpar konsumentförtroendet ökar hushållens konsumtion. Lokala myndigheter har intensifierat inbyteskampanjerna men mer än hälften av de 300 miljarder CNY (0,2 procent av BNP) som avsatts för sådana subventioner har ännu inte betalats ut. Försäljningen av kapitalvaror kommer därför sannolikt att förbli stark under resten av året. Utan fortsatt finanspolitiskt stöd är utsikterna för hushållens konsumtion efter 2025 osäkra, men om tillväxttakten avtar och hotar målet på 5 procent kommer regeringen troligen att tillkännage ytterligare politiska stödåtgärder, senast i oktober 2025.

Världens största vattenkraftsprojekt påbörjades i Tibet i juli.

Projektet, som beräknas kosta 1 200 miljarder CNY (167 miljarder USD), förväntas generera 300 TWh el per år fram till 2035. Det fem dammar stora projektet ska stabilisera elnätet samtidigt som Kina ökar sin kapacitet inom vind- och solenergi. Projektet är centralt för en våg av industri- och infrastrukturinvesteringar i Tibet som kommer att ge ringar på vattnet på de globala råvarumarknaderna.

Omfattande politiska satsningar i utvalda sektorer.

Samtidigt som People's Bank of China (PBoC) har tonat ned signalerna om räntesänkningar i närtid trycker tillsynsmyndigheterna på för ökad kreditgivning till "Ny Industrialisering". Även om pressen på låtnader har minskat har PBoC upprepat sin vilja att "kalibrera intensiteten" i politiken. Peking driver på för ökad kreditgivning till "högteknologisk, intelligent och grön utveckling av traditionell tillverkning". Även om finansiella tillsynsmyndigheter länge har talat om finanssektorns nyckelroll i landets omvandling är detta första gången som en omfattande strategi presenteras i ett dokument som utfärdats gemensamt av viktiga ekonomiska ministerier. Under de kommande månaderna kommer vi att hålla ett öga på ministerier som utfärdar konkreta planer för att genomföra denna högprioriterade fråga.

Peking intensifierar kampen mot ihållande deflationstryck med sin "Anti-Involution"-kampanj.

Begreppet "involution" är kopplat till extrem intern konkurrens som leder till lägre avkastning och marginaler, och i förlängningen dämpar investeringarna. Juli var den 34:e månaden i rad med årsvis nedgång i producentpriserna. Även om den inhemska efterfrågan stabiliseras har prissättningskraften inte förbättrats. Överkapacitet i flera viktiga branscher har lett till ohälsosam konkurrens och aggressiva priskrig gör att vinstmarginalerna fortsätter att försämrast. I juli signalerade politbyrån sin avsikt att utvärdera politik som förvärrat överkapaciteten. Man anser nu att det finns ett behov av att underlätta konsolidering bland lokala aktörer. Regeringen vill både främja kapacitetsstyrning i viktiga branscher och minska incitament för lokala myndigheter som uppmuntrar till överinvesteringar. Investerares kommer att följa hur kampanjen påverkar kiselindustrin, en viktig insatsvara i solenergi och elektronik. Att lösa problemen med överkapacitet kommer dock att ta tid, och pristrycket kommer fortsätta att vara dämpat, åtminstone genom hela 2026.

Fortsatt svag yuan trots dollarförsvagning.

Efter en tillfällig uppgång i USD/CNY till följd av USA:s "ömsesidiga" tullar har yuanen fortsatt att stärkas mot dollarn. Trots detta är yuanen fortfarande nästan 6 procent svagare i handelsviktade termer än sin toppnivå i januari. Sedan början av april har yuanen försvagats med mer än 3 procent mot euron. USD/CNY kommer styras främst av dollarn, men PBoC kommer troligen att begränsa en yuan-förstärkning så att den förblir svag mot de flesta andra valutor. Det underlättar för kinesiska exportörer som vill expandera på marknader utanför USA. Mot denna bakgrund förväntar vi oss att USD/CNY kommer att handlas mot 7,25 i slutet av 2025 och sedan sjunka till 7,10 respektive 7,00 under 2026–2027.

Indien

Minskad motståndskraft i osäker handelsmiljö

Tillväxten i den privata inhemska efterfrågan har varit trög och ledande indikatorer pekar inte på någon större återhämtning på medellång sikt. Utrikeshandeln dämpar utvecklingen. Utländska investeringar är måttliga och avsaknad av lösningar på strukturella problem, till exempel på infrastrukturområdet, försvagar utsikterna. Den indiska rupien utvecklas sämre än andra asiatiska tillväxtvalutor.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP*	9,2	6,5	6,3	6,7
Inflation	5,0	3,2	4,6	4,6
Styrränta	6,50	5,25	5,25	6,00
USD/INR	85,6	86,5	88,0	87,0

*Indiens räkenskapsår löper från 1 april till 31 mars året därpå. Här avser 2026 räkenskapsåret som avslutas i mars 2026.

Source: IMF, SEB

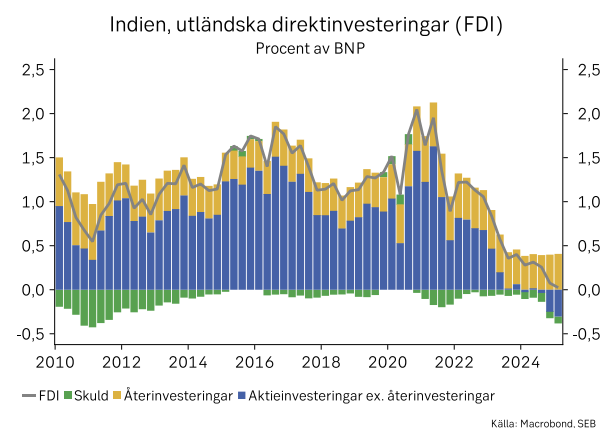
Indiens BNP förväntas växa med 6,3 procent under räkenskapsåret 2026 (som slutar i mars 2026), vilket är något lägre än vår tidigare prognos på 6,5 procent. Efter en oväntad uppgång i tillväxten under årets första kvartal har indikatorerna därefter svaga. Även om lånekostnaderna har minskat, är inkomstillväxten i städerna dämpad. Den urbana efterfrågan förväntas som bäst vara stabil. Med en fortsatt avmattning i bankernas kreditgivning kan investeringscykeln redan ha nått sin topp. Sammantaget växer den privata inhemska efterfrågan långsammare än BNP-prognosen, vilket tyder på att det finns mindre inhemsk motståndskraft om exporten skulle minska under det kommande året.

Den finanspolitiska konsolideringen är på rätt spår.

Regeringen förväntas nå sitt underskottsmål på 4,4 procent av BNP för räkenskapsåret 2026, ned från föregående års mål på 4,9 procent. Den ovanligt höga offentliga konsumtionen under det senaste kvartalet kommer inte att fortsätta. Budgetbegränsningar kommer antagligen att normalisera utgifterna under resten av året. För räkenskapsåret 2027 väntas

underskottet fortsätta minska mot 4,0 procent av BNP, i linje med regeringens skuldmål.

Den globala miljöns förblir osäker. Även om Indien är mindre beroende av export än andra tillväxtländer i Asien, kommer en avmattning i den amerikanska efterfrågan att påverka handeln negativt. Samtidigt fortsätter nettoinflödet av utländska direktinvesteringar (FDI) att minska på grund av kvarstående strukturella problem. Osäkerhet kring USA:s handelspolitik förvärrar situationen. Vidare har den indiska regeringens avvisande inställning till kinesiska industriinvesteringar bromsat utvecklingen av landets tillverkningskapacitet.



Betalningsbalansen förblir svag, åtminstone till mitten av 2026. Utländska portföljflöden är fortsatt volatila. Även om inflödet till aktiemarknaden börjat återhämta sig sedan april 2025, kan geopolitiska risker påverka investeringsbeslut negativt. Bytesbalansunderskottet väntas öka något under räkenskapsåret 2026, från 0,6 procent av BNO 2025.

Inflationen förväntas sjunka under centralbankens (RBI) prognos för 2026.

Tillräckliga monsunregn bör hålla livsmedelsinflationen låg under året. Samtidigt börjar dock gynnsamma baseffekter att avta och inflationen kommer åter att stiga mot 4 procent i mars 2026.

Trots att centralbanken intog neutral hållning i juni finns det utrymme för en sänkning till innan årsskiftet.

RBI:s agerande speglar ett begränsat penningpolitiskt utrymme för att ytterligare stödja tillväxten. RBI kan de kommande månaderna att fortsätta återbygga sina reserver vilket kan leda till en fortsatt svag utveckling för rupien. Medan rupien har utvecklats svagare än andra asiatiska tillväxtvalutor i år har valutareserverna ökat med nästan 10 procent, till över 700 miljarder USD.

Emerging markets

Utrymme för räntesänkningar

Minskad osäkerhet kring tullar, svagare tillväxt-utsikter, lägre råvarupriser och vissa tecken på lägre inflationstryck ger nya räntesänkningar, även om inflationen i vissa länder fortfarande ligger över målet. Politiska risker och konflikter, förstärkta av en oberäknelig Trump-administration, står fortfarande i

BNP-tillväxt

Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Kina	5,0	5,0	4,5	4,5
Indien	6,3	6,5	6,3	6,7
Brasilien	3,4	2,2	1,5	2,0
Ryssland	4,1	1,6	1,3	1,3
SEB EM-aggregat	4,4	4,1	4,0	4,1

Källa: IMF, SEB

EM-länderna anpassar sig till Trumps tullar. Den initiala effekten av högre amerikanska importtullar har blivit mindre allvarlig än befarat. Delvis beror det på tidigarelagd export som hittills gynnat vissa asiatiska ekonomier och gjort att Kinas totala export har förblivit hög, delvis på grund av omdirigerad handel. Dock indikerar exportorderstatistiken lägre tillväxt framöver i takt med att global efterfrågan mattas av.

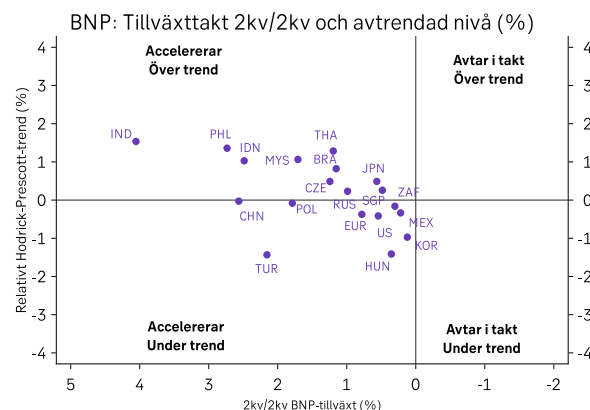


Källor: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), S&P Global, Macrobond, SEB

Tullar på 30 procent för Kina, 15 procent för övriga.

Under antagandet att USA:s tullar ligger på cirka 30 procent för Kina och 15 procent för övriga länder, och att handelsavtal mellan USA och Asien nås, bör effekten på BNP-tillväxten i Kina och Asien bli relativt begränsad

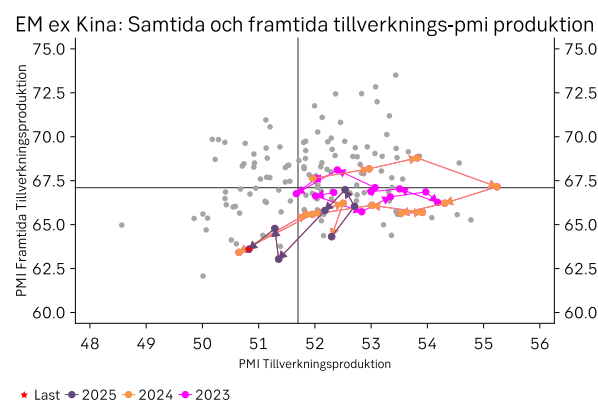
på ett års sikt. Undantagen från USCMA, det nordamerikanska frihandelsområdet, bör mildra effekten för Mexiko. Det är dock troligt att den osäkerhet som Trump skapat kring bl a handeln kommer att skjuta upp företagens investeringsbeslut. Om tullarna på Kina förblir relativt högre än för andra exportintensiva tillväxtekonomier, bör flera länder i Asien samt Mexikos investeringar och export gynnas.



Källa: Macrobond, SEB

Förbättrade finansiella förhållanden och lägre råvarupriser.

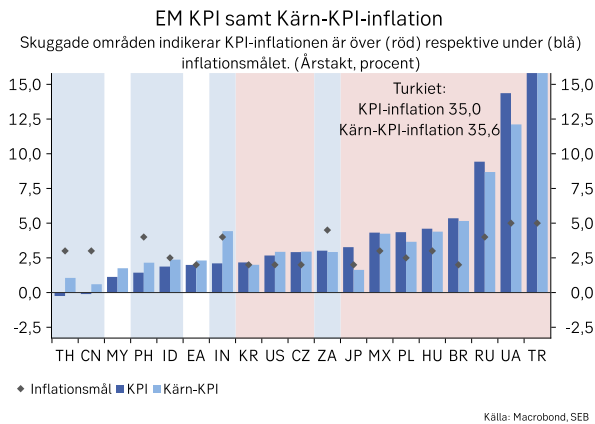
Tillväxtmarknadernas börser föll kraftigt efter att de så kallade ömsesidiga tullarna tillkännagavs, men har sedan dess återhämtat sig. Statslånerisken har minskat något, t ex har ett bredare index över CDS-spreadar (Credit Default Swaps) för tillväxtmarknader fallit från 230 räntepunkter i mitten av april till 152 i juli. När dollarn försvagats har EM-valutorna stärkts. De hittills i år fallande råvarupriserna minskar intäkterna för råvaruexporterande länder, men trycker ner inflationen bland främst energiimporterande länder.



Källor: S&P Global, Macrobond, SEB

Svagare tillväxt under sommarmånaderna.

Resultatet för andra kvartalets BNP har börjat publiceras, med sedvanlig stor variation. Inköpschefsindex (PMI) har i flertalet EM-ekonomier försvagats under sommarmånaderna, bl a delindexet för framtida produktion.



Inflationen ligger fortsatt över målen i många tillväxtländer, med undantag för länder i Asien och Sydafrika. Turkiets desinflationsprocess har överlevt ökade auktoritära åtgärder mot den politiska oppositionen, och den inflationsdrivande konsumtionstillväxten i Brasilien har åtföljts av räntehöjningar så sent som i juni. I Central- och Östeuropa är inflationen fortsatt hög, trots något lägre lönetillväxt i bl a Polen.

Räntesänkningarna har återupptagits. Sedan i april har tillväxtekonomiernas centralbanker fortsatt att sänka räntor. Svagare tillväxtförutsättningar har drivit den duvaktiga omsvängningen. Förutom för Kina, där vi anser att det finns utrymme för finanspolitiska stimulansåtgärder, förväntar vi oss någon form av finanspolitisk konsolidering. Eftersom högre tullar hotar den exportdrivna tillväxten i flera EM-länder har marknaderna prisat in ytterligare styrräntesänkningar inom 6–12 månader. I exportberoende länder där centralbankerna inte styr växelkursen kan lägre räntor också leda till svagare valutor, vilket kan stödja exporten.

Fortsatt inflationstryck i CE3. CE3-länderna i Central- och Östeuropa (Polen, Ungern och Tjeckien) bör få en tillväxtimpuls från EU:s finanspolitiska satsning på försvars- och infrastrukturinvesteringar. Samtidigt är det underliggande inflationstrycket fortsatt högt, vilket ger ett mer begränsat utrymme för räntesänkningar, särskilt i Tjeckien och Ungern. Polens centralbank återupptog räntesänkningsscykeln under andra kvartalet, men det underliggande inflationstrycket och den politiska osäkerheten kan tvinga marknaderna att justera ned sina förväntningar på större räntesänkningar i år. Oro över en recession i Ryssland under första halvåret i år har fått centralbanken att sänka räntan under sommaren och även om de ekonomiska obalanserna är stora så är de inte stora nog att stoppa angreppskriget mot Ukraina under 2026.

Ökade politiska risker i europeiska tillväxtländer.

Polens regering kommer att behöva samarbeta med en president från oppositionen, vilket kan försvaga koalitionsregeringen och komplicera juridiska och institutionella förändringar. I oktober kan valet i Tjeckien mycket väl leda till en mer högerpopulistisk regering, och valet 2026 i Ungern kan öppna för en ny ledare, även om det inte nödvändigtvis innebär en avvikelse från högerpopulismen. I Turkiet ser president Erdogan ut att göra det möjligt att förlänga sin maktperiod bortom valet 2028, samtidigt som centralbanken återupptar en aggressiv räntesänkningsscykel. Vår syn på Turkiet är att även om större räntesänkningar i år inte kommer att stoppa disinflationen, så krävs sannolikt betydligt lägre tillväxt än regeringen kan acceptera för att få ner inflationen under 25 procent. Vi tror därför att Turkiets inflation hamnar över konsensusprognoserna under 2026.

I Latinamerika förväntar vi oss växande ekonomisk-politisk divergens. I Brasilien kommer finanspolitiken att förbli expansiv inför presidentvalet 2026, vilket tvingar centralbanken att behålla sin högaktiga hållning och gör landet sårbart för investeraroro. I juli riktade Trump-administrationen också in sig på Brasilien i vad som verkar vara ett försök att påverka det kommande valet och avskräcka från en ökad integration inom BRICS. Mexiko befinner sig däremot på andra sidan valcykeln, och vi förväntar oss en välbehövlig finanspolitisk konsolidering samtidigt som försämrade handelsutsikter kommer att driva ned tillväxten till noll i år. Detta innebär att centralbanken kommer att behöva sänka räntan för att kompensera för handelschocken, men inte så mycket att det orsakar oönskad valuta-volatilitet. Fokus på omförhandlingarna av USMCA kommer att ta fart under 2026.

Politiska risker och konflikter i fokus. Den oberäknliga och ofta godtyckliga Trump-administrationens utrikes- och handelspolitik utgör en fortsatt stor risk för tillväxtekonomierna. Förutom tullar har Trump verbalt attackerat Sydafrika för dess jordbruksreformer, ifrågasatt en allierads suveränitet i fallet Grönland och intagit en vacklande hållning gentemot Ryssland i fråga om kriget i Ukraina. Samtidigt visade det 12 dagar långa kriget mellan Iran och Israel hur snabbt marknaderna kan behöva anpassa sig till konflikter i Mellanöstern. Konfliktriskerna i Asien, som redan omfattade Koreahalvön och sundet mellan Kina och Taiwan, har nyligen utökats med gränsstrider mellan Kambodja och Thailand.

Euroområdet Försiktig optimism

Första halvåret i år har BNP utvecklats något starkare än förväntat, delvis förklarat av engångseffekter. Under resten av året ser tillväxten ut att tillfälligt växla ner samtidigt som riskerna ligger på nedsidan. Två krafter drar i olika riktningar. USA-tullarna sänker tillväxten medan ökade investeringar och försvarssatsningar ger tillväxtkraft på längre sikt. Inflationen ligger nära målet och ECB är i slutet av räntesänkingscykeln. Styrräntan sänks en gång till i år men gradvis högre tillväxt och viss inflationsimpuls resulterar i att räntan höjs en gång i mitten av 2027.

Första halvåret 2025 växte BNP något snabbare än vi väntat oss. Tillväxtövertäckningen berodde främst på en kraftig exportuppgång under första kvartalet, innan Trumps "Liberation day", men även investeringar bidrog. Det senaste året har kvartalstillväxten i genomsnitt legat strax under trend och i närtid ser den ut att tillfälligt sakta in något, främst på grund av högre tullar (vilka bidrog till en tidigare läggning av exporten under första kvartalet).

Nyckeltal

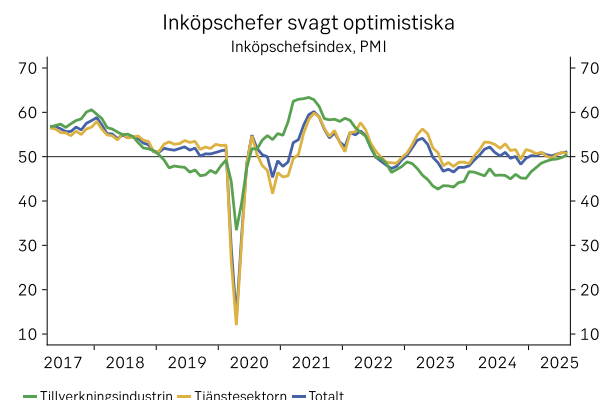
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	0,9	1,2	1,3	1,5
Arbetslöshet*	6,4	6,3	6,1	6,0
Löner	4,6	3,1	2,8	2,6
KPI	2,4	2,1	1,7	1,9
Offentligt saldo**	-3,1	-3,1	-3,3	-3,3
Offentlig bruttoskuld**	87,4	88,5	89,5	90,3
Inlåningsränta, %***	3,00	1,75	1,75	2,00

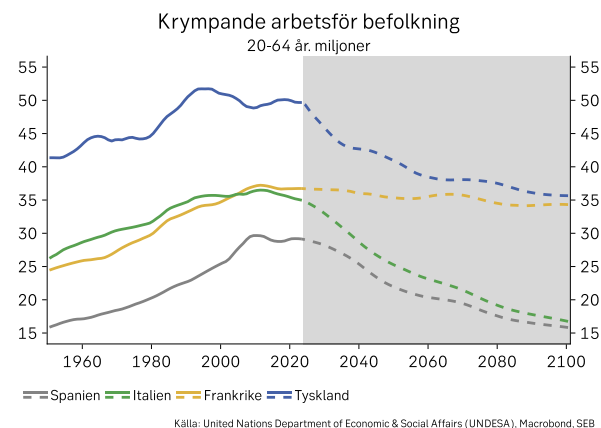
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

Blygsamma tillväxttal i närtid. Olika indikatorer, som inköpschefsindex (PMI) och konsumentförtroende, ligger på nivåer som talar för blygsamma tillväxttal den närmaste tiden och den exportledda tillväxten under första kvartalet reverserades med största sannolikhet till viss del under andra kvartalet. Tillväxtmixen har blivit mer balanserad i och med att skillnaden mellan PMI i tjänstesektorn och tillverkningsindustrin (som legat under 50 i nästan tre år) minskat på sistone.

Denna utveckling är positiv, inte minst för Tyskland där industrin till följd av både strukturella och konjunkturella orsaker kämpat i motvind i flera år. Tillväxten skiljer sig fortsatt åt mellan ekonomierna, även om skillnaderna minskar under prognosperioden. Den spanska tillväxten har varit hög medan den tyska ekonomin krympt i två år. Framför allt Tyskland kommer dock under prognosperioden att gynnas av rejäl finanspolitisk stimulans.



Rekordlåg arbetslöshet. Arbetsmarknaden fortsätter att vara stark. Arbetslösheten är rekordlåg, drygt 6 procent, sysselsättningstillväxten ligger nära sitt historiska genomsnitt och det syns endast små tecken på avmattning om man tittar på framtidsblickande indikatorer. Någon tydlig uppgång i arbetslösheten syns inte i hårddata, med undantag för Tyskland där den stigit (om än från låga nivåer). Arbetsmarknadens styrka beror framför allt på att företagen valt att behålla personal för att inte stå utan när tillväxten växlar upp, på tidigare år med svag reallöneutveckling, och på strukturella faktorer som en allt högre andel äldre i befolkningen. De demografiska utmaningarna med en åldrande befolkning resulterar i att arbetslösheten knappt ökar framöver, trots att ekonomin framför allt i närtid uppvisar relativt måttliga tillväxttal.



Risk för nyval i Frankrike och stora budgetluckor i

Tyskland. Tyskland har fått en ny regering efter nyvalet i februari i år. Koalitionsregeringen, med den konservativa unionen CDU/CSU och Socialdemokraterna SPD, har sedan valet förhandlat och lyckats enas om politikens inriktning för kommande mandatperiod. Ökade investeringar och försvarsutgifter är en historiskt stor satsning som väntas ha omfattande positiva tillväxteffekter (se stycket "Inrikespolitiken fortsatt i fokus" i NO maj 2025, sid. 34). Samtidigt har stora skattesänkningar utlovats. Den senaste tiden har det dock rapporterats om betydande luckor i budgeten för kommande år och det finns en risk att besparingar kan behöva ske inom bl a välfärdsområdet. Det kan resultera i inrikespolitiska utmaningar. Samtidigt innebär en åldrande befolkning stora behov av att reformera pensionssystemet, vilket sker i dagsläget. I Frankrike hänger premiärminister Bayrous regering på en skör tråd. Det finanspolitiska konsolideringsbehovet är stort med ett budgetunderskott på över 5 procent av BNP två år i rad. Räntekostnaderna riskerar att skena, särskilt i en miljö med måttlig tillväxt. Budgeten för 2025 röstades visserligen igenom i februari men ökat politiskt missnöje med inriktningen på den ekonomiska politiken för 2026, med utgiftsbesparingar och avskaffandet av två helgdagar, kan komma att fälla regeringen. Om så sker kan president Macron utse en ny premiärminister som får chans att bilda regering eller utlösa nyval. Nästa presidentval är 2027.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Tullavtalet negativt för tillväxten men osäkerheten

kan minska något. USA-administrationens tullpolitik har skapat stor osäkerhet sedan "Liberation Day" 2 april i år. Hela sommaren var ett vänteläge och EU och USA arbetade intensivt med att få till ett handelsavtal. EU och USA har gemensamt kommit fram till en högsta tullsats på 15 procent på majoriteten av de varor som exporteras från EU till USA. Samtidigt har EU åtagit sig att köpa energi från USA för 750 miljarder dollar och investera 600 miljarder dollar i USA under en treårsperiod. Även om det nya avtalet minskar osäkerheten något finns det fortfarande olösta detaljer.

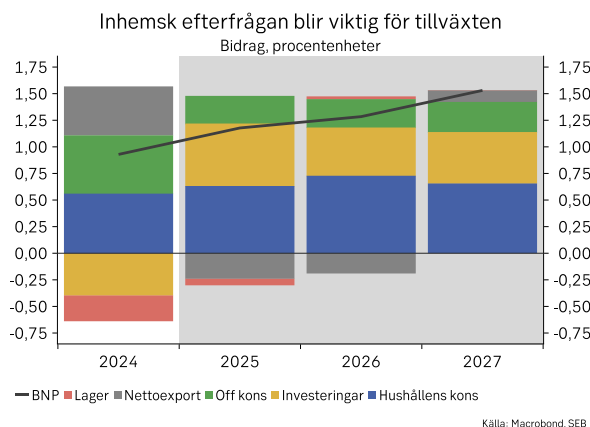
Det är heller inte helt klart hurvida EU kommer att svara på USA:s tullar. EU:s förslag på motåtgärder till ett belopp av 93 miljarder euro är för tillfället pausade i 6 månader. Det finns också alltid en risk att Trump bryter avtalet och inför nya tullar/tullnivåer. Det är också oklart hur man ska mäta och följa upp de utlovade investeringarna och energiköpen. Givet att EU:s investeringar i USA till stor del kommer att ske från den privata sektorn kan det bli svårt för EU att binda sig vid ett visst belopp (som också är mycket högt satt!). Att uppskatta tullarnas effekter på tillväxt och inflation är behäftat med stor osäkerhet och modellskattningar påverkas i stor utsträckning av antaganden om tullsatser, motåtgärder, priskänslighet samt möjligheter att hitta nya marknader. Vi står fast vid vår bedömning från NO i maj att tullarna sänker BNP-tillväxten med några tiondelar under kommande år (effekter som redan tagits in i tidigare beräkningar).

Europa behöver investera mer, men tydliga

budgetbegränsningar är ett hinder. Kriget i Ukraina och osäkerheten kring USA:s del i Europas försvar innebär att Europa måste öka sina försvarsutgifter. Både EU och enskilda NATO-länder har presenterat stora satsningar inom försvar och investeringar. Mest uppmärksamhet, och några av de större konkreta satsningarna, är de tyska inom försvar och infrastruktur. De största effekterna väntas komma från de stora infrastrukturinvesteringarna i Tyskland (motsvarande 10 procent av BNP över 12 år). Samtidigt har det från politiskt håll sagts att målsättningen är att Tyskland ska komma upp till Natos nya försvarsmål på 3,5 procent av BNP som ska läggas på militära utgifter, redan 2029. Även om det finns en del besparingskrav i den tyska budgeten under kommande år har landet större finanspolitiskt utrymme än andra stora ekonomier. Ökade vapenköp från USA kan dock begränsa belopp och effekter av Europas försvarssatsningar.

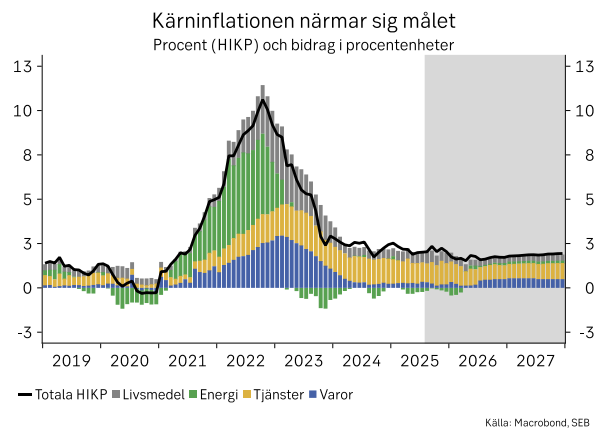
Tillväxten växlar upp måttligt. Vår bedömning är att BNP i euroområdet ökar med drygt 1 procent per år 2025 och 2026 för att sedan öka något snabbare, med 1,5 procent, 2027. Jämfört med bedömningen i maj är prognosen något uppreviderad 2025–2026. Fortsatt lägre inflation, genomslaget av ECB:s tidigare räntesänkningar och ökad finanspolitisk stimulans bidrar till den högre tillväxten. Ökade tullar verkar åt det andra hållet. De största bidragen väntas komma från hushållens konsumtion som gynnas av stigande reallöner och den starka arbetsmarknaden, men också från investeringar och lägre räntor. Den inhemska efterfrågan får större betydelse för tillväxten. Exporten växer långsammare än historiskt genomsnitt, framför allt 2025 och 2026. Strukturella faktorer som

demografi och låg produktivitetstillväxt begränsar tillväxtpotentialen på sikt. EU:s satsningar för att minska byråkratin, ta bort hinder på den inre marknaden och öka investeringarna, är viktiga delar för att tillväxten ska öka på sikt. Dessa effekter är dock i nuläget för osäkra för att ta in i våra prognoser. EU:s förslag till långtidsbudget, som innebär en kraftig ökning till nästan 2000 miljarder euro för perioden 2028-2034, visar ändå att de stora investeringsbehoven inom säkerhet, klimat, infrastruktur och konkurrenskraft är prioriterade.



Inflationen kring målet

Under de senaste åren har inflationen fallit rejält. I juli uppgick inflationstakten till 2 procent, dvs på ECB:s mål. Kärninflationen (dvs inflationen exklusive energi, alkohol, livsmedel och tobak) är något högre, främst till följd av fortsatt höga tjänstepriser. Den gynnsamma inflationsutvecklingen håller i sig även framöver och inflationen enligt HIKP hamnar till och med under målet på 2 procent 2026 och 2027. Inflationsbidraget från konsumentvaror är i nuläget förhållandevis lågt, men stiger gradvis under prognosperioden, medan tjänstepriser fortsätter att öka i lite för snabb takt. Energi- och livsmedelspriser stiger däremot lite långsammare och förklarar varför total inflation hamnar under kärninflationen. Sammantaget minskar inflationen från 2,1 procent 2025 till 1,7 procent 2026. Därefter stiger inflationen till 1,9 procent 2027 på grund av högre tillväxt och vissa kapacitetsbegränsningar i den tyska försvarsindustrin som bidrar till att löneökningarna fortsätter att ligga något över historiskt genomsnitt. Motsvarande siffror för kärninflationen är 2,4, 1,9 och 2,0 procent för 2025, 2026 och 2027.



Osäkra inflationseffekter. Att den höga löneökningstakten avtar är centralt för att dämpa tjänsteprisuppgången. Framåtblickande indikatorer talar för lägre löneökningstakt kommande år, men den starka arbetsmarknaden och demografisk motvind kan hålla tillbaka nedgången och resultera i högre löner och tjänsteprisinflation, än vår bedömning. Tullarna kan både öka och minska inflationen (via lägre tillväxt och billigare import från andra länder). Vi tror att de negativa tillväxteffekterna från tullarna gör att inflationstrycket dämpas. EU har dessutom valt att pausa sina två paket med motåtgärder mot USA vilket annars gett en viss inflationsimpuls för importerade varor från USA. Att Kina (och andra asiatiska ekonomier) möter högre tullar från USA kan också resultera i ökad vilja att exportera till Europa med dämpat tryck på varupriser. Svårigheter att öka kapaciteten när försvarsutgifterna ska stiga kan ge högre inflation, men vi tror att den effekten kan begränsas genom bl a koordinerade inköp och utbyggd produktionskapacitet.

ECB snart klara med räntesänkningar, höjer på sikt.

ECB har sänkt styrräntan åtta gånger sedan juni 2024 och börjar närma sig slutet av räntesänkningscykeln. I närtid lär ECB bedöma att de negativa tillväxtriskerna från USA:s handelspolitik dominerar och att den måttliga tillväxten i kombination med en inflation nära målet ger utrymme att sänka räntan en gång till. Styrräntan hamnar då på 1,75 procent, i nedre delen av intervallet för vad ECB bedömer vara en neutral nivå, dvs. den nivå som varken stramar åt eller stöttar ekonomin. Längre fram under prognosperioden bedömer vi att den värsta tulloron dämpas, samtidigt som effekterna av de finanspolitiska satsningarna på tillväxten blir som störst 2026–2027, och att inflationstrycket därför ökar något. Det resulterar i en räntehöjning från ECB och inlåningsräntan hamnar på 2,0 procent i mitten av 2027.

Storbritannien Näsan över ytan

Risken för en tydligare tillväxtinbromsning ökar när arbetsmarknaden viker och nya skattehöjningar väntar. Samtidigt ökar oron för att inflationen biter sig fast ovanför inflationsmålet. Bank of England väntas fortsätta med gradvisa styrräntesänkningar men nya inflationsövertäckningar kan tvinga centralbanken att avvakta.

Efter en stark start på året väntas ekonomin ha saktat in igen under andra kvartalet. Den höga tillväxten under årets första månader kan tillskrivas en tillfällig exportökning till USA innan importtullarna trädde i kraft. Tillväxtutsikterna är alltså dämpade och tilltagande inhemska problem talar för att läget i ekonomin fortsätter att vara svagt under hela prognosperioden, även om det ljusnar något under 2027.

Nyckeltal

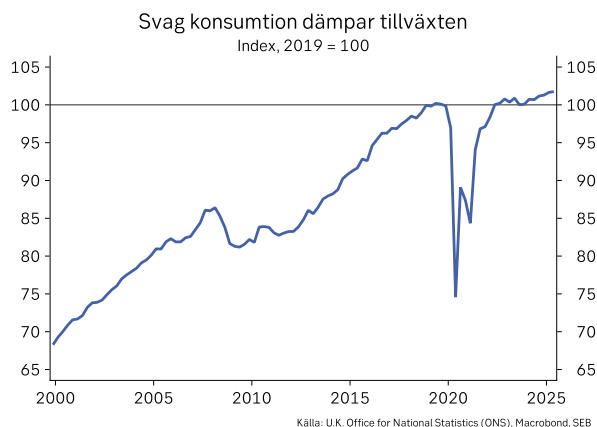
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,1	1,2	0,9	1,3
Arbetslöshet*	4,3	4,7	5,2	5,0
Löner	5,3	4,8	3,8	3,5
KPI	2,5	3,4	2,5	2,0
Offentligt saldo**	-5,8	-4,5	-3,5	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	101,2	104,0	105,5	106,0
Styrränta, %***	4,75	3,75	2,75	2,75

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

“Short term pain for long term gain”? Finansminister Rachel Reeves har varnat för ekonomiska uppoffringar i år, vilka på sikt ska bana väg för högre investeringar och tillväxt. För att minska det offentliga underskottet har regeringen bland annat höjt arbetsgivaravgifterna och stämpelskatten vid bostadsköp. Det har bidragit till svagare tillväxt och skatteintäkterna har blivit lägre än väntat samtidigt som räntekostnaderna ökat. Labourregeringen har dessutom tvingats backa från en rad planerade utgiftsminskningar efter motsättningar inom det egna partiet. Därmed står regeringen med ett budgethål måste fyllas med nya omfattande skattehöjningar i höst. Det riskerar i sin tur att dämpa hushållens redan svaga konsumtion, som knappt har ökat jämfört med före pandemin och är ett viktigt skäl

till den svaga tillväxten. Hushållens konsumtion utgör ca 60 procent av BNP.



Vikande arbetsmarknad kan leda till lägre lönetryck.

Sysselsättningen har fallit 8 av 9 månader sedan oktober. Arbetslösheten stiger från historiskt låga nivåer och väntas toppa på drygt 5 procent nästa år. Arbetsmarknadsstatistiken dras med mätproblem men andra indikatorer målar upp en liknande bild; antalet nya lediga jobb sjunker och anställningsplanerna är dämpade. Försvagningen på arbetsmarknaden banar väg för en inbromsning i den höga lönetillväxten, vilken har varit en viktig anledning till att inflationen, framför allt för tjänster, har bitit sig fast på höga nivåer.

Inflationen högre än i jämförbara länder. Inflationen har varit överraskande hög de senaste månaderna och toppar i närtid på ca 4 procent. Att inflationen skulle förbli hög i år är väntat och beror främst på energi- och livsmedelspriser. Dessa är svåra för Bank of England att påverka och centralbanken har därför valt att delvis se igenom den relativt höga inflationen. Samtidigt finns det en oro för att den tillfälligt höga inflationen påverkar företagets pris- och lönesättningsbeteende, vilket kan leda till att inflationen biter sig fast på för höga nivåer.

Svår balansgång för Bank of England – fortsatt gradvisa räntesänkningar. Tillväxtutsikterna är svaga och Bank of England försöker få bukt med den höga inflationen genom att inte sänka styrräntan för snabbt. Kompromissen har varit "gradvisa och försiktiga" räntesänkningar vid vartannat räntemöte sedan mitten av 2024. Signalerna från centralbanken är att räntan ska sänkas ytterligare men att större tonvikt kan läggas på inflationen än på tillväxten framöver. Vi räknar med en sänkning till i år och ytterligare fyra nästa år, men risken för en långsammare sänkningstakt har ökat om inflationen fortsätter att överraska på uppsidan.

Norden

Sverige | sid 38

Avvaktande hushåll gav svagare tillväxt under första halvåret. Stigande reallöner, fallande bostadsräntor och expansiv finanspolitik gör att konsumtionen tar fart. Inflationen faller tillbaka. Riksbanken sänker räntan igen i september.

Danmark | sid 48

Stora revideringar av historiska data och en svag inledning i år gör att vi reviderar ner vår BNP-prognos. Underliggande fundamenta är dock fortsatt starka; konsumtion och investeringar kommer att ta över som tillväxtdrivkrafter.

Norge | sid 45

Tillväxten stiger under 2025 innan den stabiliseras nära trend 2026–2027. Inflationen är på väg tillbaka mot målet, vilket ger Norges Bank utrymme att fortsätta lätta på penningpolitiken. Valet 2026 kan påverka skatte- och utgiftspolitiken.

Finland | sid 50

Även om delar av ekonomin visar tecken på återhämtning är utsikterna svaga. Arbetslösheten stiger och bostadspriserna utvecklas svagt. BNP-tillväxten blir blygsamma 0,8 procent i år, med export som enda drivkraft.



Sverige

Återhämtning fördröjs igen

Avvaktande hushåll bidrog till att tillväxten under första halvåret i år var svagare än väntat. Arbetslösheten har fortsatt att stiga, om än i lite avtagande takt. Stigande reallöner, fallande bostadsräntor och expansivare finanspolitik talar för att konsumtionen så småningom tar fart, men den återhämtning vi prognostiserade i maj ser ut att fördröjas åtminstone ett halvår. Inflationen har varit hög under sommaren men faller tillbaka. Riksbanken sänker räntan igen i september.

Efter att ha fallit med 0,2 procent första kvartalet ökade BNP andra kvartalet med måttliga 0,1 procent enligt SCB:s snabbestimat. Lite starkare produktion och konsumtion i juni talar för en uppjustering av BNP för kvartal två, men ett oväntat fall för förtroendet bland både hushåll och företag stöder bilden av att återhämtningen går trögt. BNP-prognosen för 2025 har därför justerats ned till 1,1 procent från 1,6 procent i maj. Vi fortsätter att räkna med att konsumtionen tar fart men uppgången har senarelagts och prognosen för 2026 justeras ned med två tiondelar till 2,7 procent. Återhämtningen tar ytterligare fart under 2027. Arbetslösheten fortsätter stiga ett tag till innan läget ljusnar i slutet av i år. KPIF är något under målet under 2026 och 2027. Riksbanken sänker räntan igen i september och regeringen presenterar 60–80 miljarder i ofinansierade reformer i budgetpropositionen för 2026.

Nyckeltal

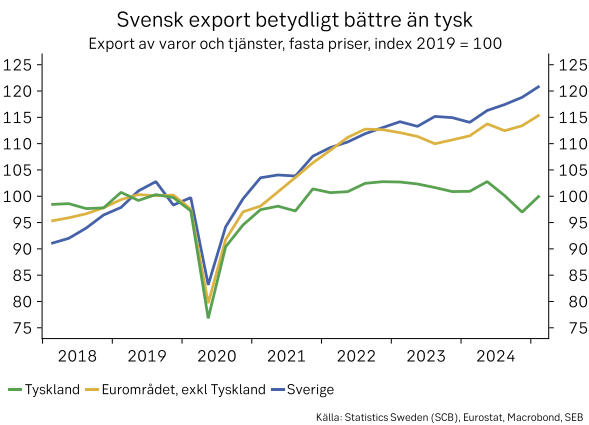
Procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	1,0	1,1	2,7	2,9
Arbetslöshet*	8,4	8,8	8,6	8,3
Löner	4,1	3,7	3,5	3,4
KPIF	1,9	2,6	1,8	1,8
Offentligt saldo**	-1,5	-1,0	-0,9	-0,7
Offentlig bruttoskuld**	33,8	34,2	34,5	35,1
Styrränta, %***	2,50	1,75	1,75	2,00

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

Motståndskraftig industri med blandade utsikter.

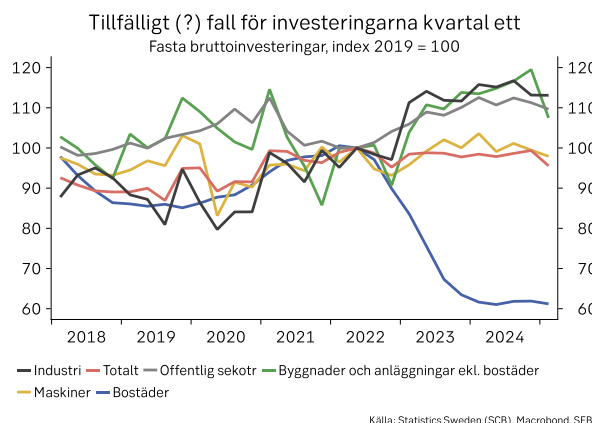
Industriproduktion och export har fortsatt att växa i en relativt god takt, delvis på grund av stark tjänsteexport. Svensk export har varit starkare än euroområdet och skillnaden mot Tyskland är slående. Utsikterna för industrin under de närmaste ett till två åren är dock blandade. Kortsiktiga indikatorer, som PMI och Konjunkturinstitutets barometer, har varit oförändrade och lite under de historiska snitten under en längre tid. Ökade försvars- och infrastrukturinvesteringar tillsammans med lite starkare konjunktur i Europa kommer att ge viktigt stöd, medan högre tullar med stor sannolikhet kommer att leda till fallande export till USA. Varor från EU och Sverige kommer i fortsättningen att få 15-procentiga tullar, jämfört med 2–3 procent under 2024. Det innebär att ungefär 10 procent av varuexporten ställs inför valet att sänka priserna och därmed marginalerna, eller att släppa igenom de högre tullarna och riskera minskad efterfrågan. Vi räknar med att varuexporten till USA minskar med 10–15 procent, vilket motsvarar en nedgång i den totala varuexporten med 1–1,5 procentenheter, allt annat lika. Totalt ökar exporten av varor och tjänster ändå med 2,5 procent i år, vilket är ungefär lika mycket som under 2024.



Industrin bidrar till att investeringarna stigit i god

takt, särskilt om bostadsinvesteringar exkluderas. Även andra sektorer har bidragit till uppgången, bland annat har investeringarna i andra byggnader och anläggningar ökat, delvis på grund av ökade investeringar i offentlig sektor. Vi väntar oss att investeringarna inom industrin och offentlig sektor fortsätter att öka, men historiskt höga nivåer för investeringarna som andel av BNP talar för att takten inledningsvis avtar, trots att tillväxten tar fart. Efter att ha fallit med cirka 40 procent har bostadsinvesteringarna till slut planat ut, vilket gör att de totala investeringarna ändå växer snabbare. Antalet påbörjade bostäder föll med 60 procent mellan 2022 och 2024 och fram till och med andra kvartalet 2025 finns ännu inga tecken på återhämtning, även om nivån stabiliserats. Vi räknar med att antalet påbörjade

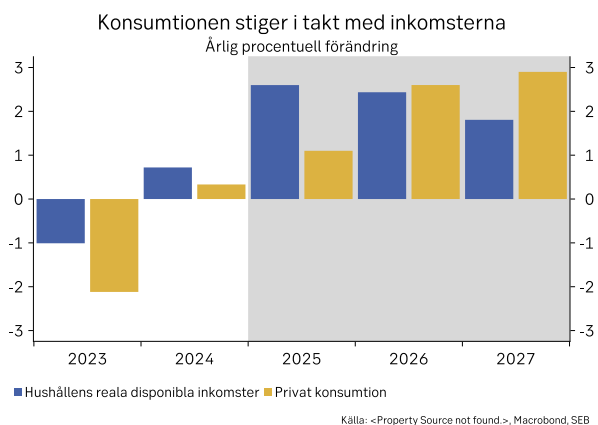
bostäder ökar till 35–40 000 under 2027, från 27 000 2024. Bostadsinvesteringarna ökar med knappt 10 procent per år 2026–2027. Trots uppgångarna bedöms både byggstarter och bostadsinvesteringar vara långt under 2022 års nivå i slutet av prognosperioden.



Hushållen avgör när vändningen kommer. Hushållens konsumtion såg ut att vara på väg att återhämta sig innan konsumentförtroendet vände brant nedåt i slutet av förra året i samband med en oväntad inflationsuppgång (se Tema Konsumtion på sid. 42). Trots ökade reallöner, sänkta skatter och lägre boräntor är konsumentförtroendet på historiskt låga nivåer, vilket tyder på att hushållen är pressade av att hög inflation under 2022 och 2023 sänkte de reala inkomsterna. Under våren dämpades prisökningarna och förtroendeindikatorn har börjat återhämta sig. Ökad osäkerhet kring den övergripande ekonomiska situationen under våren bidrog antagligen också till att dämpa konsumentförtroendet, men hushållen är mer oroad för den egna ekonomin än för de generella ekonomiska utsikterna.

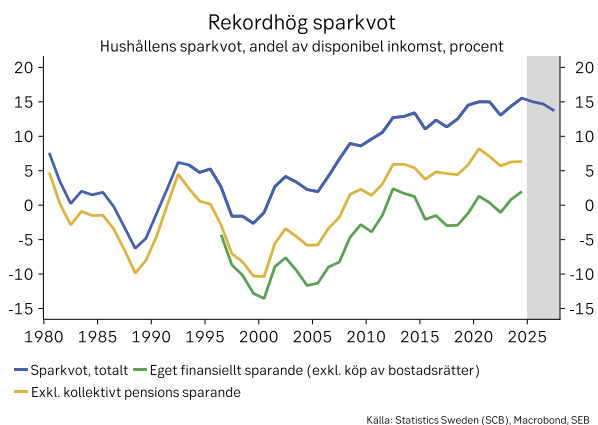
Stigande realinkomster, stigande konsumtion.

Stigande reala hushållsinkomster är den främsta anledningen till vår prognos om ökad konsumtion och vår bedömning är att utsikterna för inkomsterna fortfarande är gynnsamma. Prognosen har dock justerats ned, delvis på grund av oväntad hög inflation, och detsamma gäller för utfallet för 2024. Dessutom var inkomsterna under årets första kvartal betydligt svagare än väntat. Skatterna sänks i år med 0,5 procent av inkomsterna och vi räknar med ytterligare 0,7 procent nästa år. Sänkta räntor beräknas öka inkomsterna med i genomsnitt 0,3 procent per år. Viktigast för inkomstprognosen är dock att reallönerna ökar med 1,5–2,0 procent både i år och nästa år. Med löneavtalen på plats hänger detta mest på att inflationen faller tillbaka framöver, i linje med våra prognoser.



Hushållens inkomster är volatila och revideras ofta.

Nedrevideringen av inkomsterna 2024 motverkas av en lika stor upprevidering för 2022. Sparkvoten 2024 steg till en ny rekordnivå på 15,5 procent och vår prognos antar den ligger kvar nära detta så att konsumtionen under 2025 – 2027 ökar ungefär i linje med inkomsterna.



Läget på väg att förbättras?

Konsumtionen under första halvan av 2025 har varit betydligt svagare än väntat och konsumentförtroendet bör stiga betydligt för att vara i linje med vår konsumtionsprognos. En tydlig vändning uppåt för förtroendet under sommaren visar att läget kan vara på väg att förbättras, men den förväntade konsumtionsuppgången har både försenats och blivit mer osäker. Oroliga hushåll har även bidragit till att bostadspriserna vänt nedåt i år efter att ha ökat med knappt 5 procent 2024. Bostadsmarknaden får stöd av sänkta räntor och 2026 dessutom av högre bolånetak och slopat särskilt amorteringskravet för hushåll med höga skulder relativt inkomsterna. Vi räknar med att bostadspriserna stiger med 5 procent nästa år och 3 procent 2027.

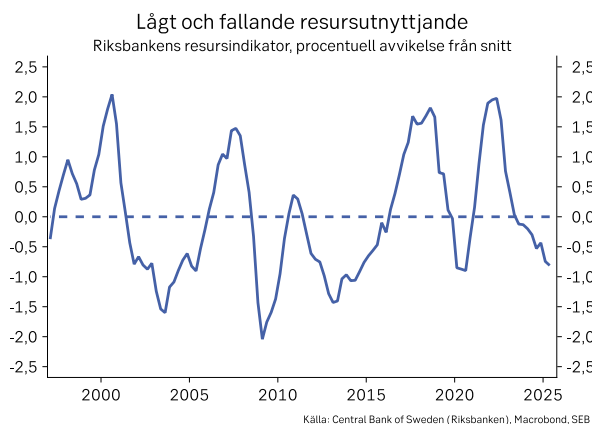
Vändning för arbetslösheten tidigast i slutet av året.

Nedjusteringen av tillväxten gör även att vändningen på arbetsmarknaden fördröjs. Arbetslösheten har fortsatt att stiga under första halvåret, även om ovanligt stora svängningar i Arbetskraftsundersökningen (AKU) gör

att bedömningen av den underliggande trenden är lite osäker. Arbetslösheten stiger dock även enligt Arbetsförmedlingens statistik. Indikatorer för de närmaste 3–4 månaderna tyder inte på någon vändning. En svag uppgång för sysselsättningsplanerna enligt Konjunkturinstitutets barometer i slutet av förra året har kommit av sig och antalet varsel ligger kvar på ungefär samma nivå som under 2023 och 2024. Givet att tillväxt och konsumtion växer snabbare, i linje med våra prognoser, så är det troligt att läget på arbetsmarknaden förbättras. Detta ser dock ut att ske först mot slutet av året, vilket är ett halvår senare än vi räknade med i maj. Den svagare arbetsmarknaden bekräftas av Riksbankens resursindikator som vänt ned under första halvåret efter en viss stabilisering under förra året. Indikatorn ligger nu tydligt under det historiska snittet.

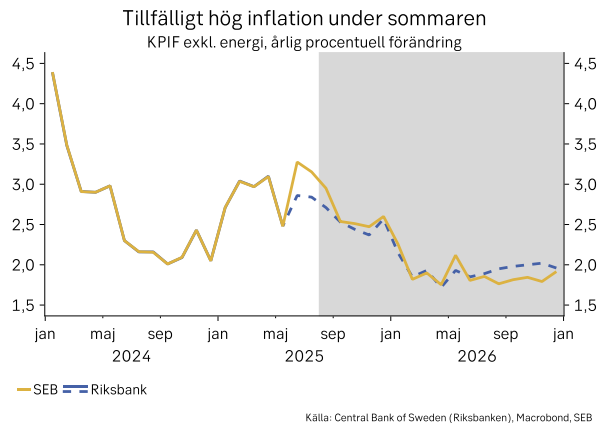


Löneavtalen som slöts under våren började träda i kraft i början av april. Avtalade löner ökar med 3,4 procent 2025 och 3,0 procent 2026. Totala löner har ökat lite mindre än väntat under andra kvartalet och vi har justerat ned prognosen marginellt till 3,7 procent 2025 och 3,5 procent 2026.

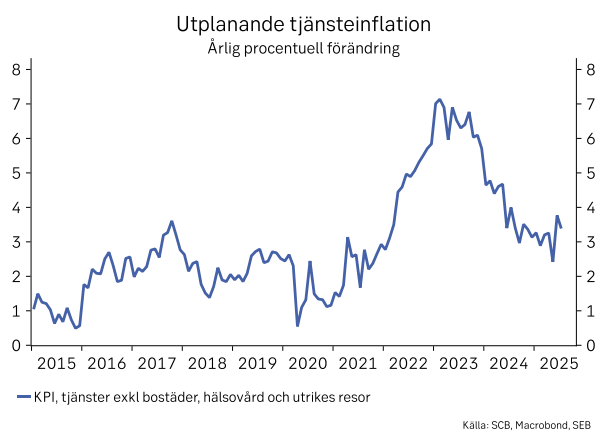


Inflationen sjunker tillbaka efter sommaren. Kärninflationen, mätt som KPIF exklusive energi, har stigit mer än väntat under sommaren. Årstakten i juli föll dock tillbaka till 3,2 procent, vilket var lite lägre än vi räknade med efter den oväntat stora ökningen i juli. Att

inflationen skulle stiga under sommaren var väntat, då ökad vikt för utrikesresor lyfter inflationen med knappt tre tiondelar i juli. När resepriserna faller efter sommaren kommer bidraget till inflationen att falla bort eller till och med bli negativt under många månader. Dessutom avskaffades flygskatten i juli, vilket talar för att priser för utrikesresor kommer att falla, även om genomslaget för särskilt paketresor är osäkert.



Tjänster har gett inflationsövertäckning. Den överraskande höga inflationen förklaras främst av att tjänstepriserna stigit mer än väntat. Detta verkar delvis vara drivet av ovanliga säsongsmönster för hyrbilar och hotell. Hotellpriserna normaliserades i juli och inflations-takten föll tillbaka med några tiondelar. Tjänstepriserna stiger fortfarande runt 1–1,5 procent snabbare än de gjorde före inflationskrisen, men utvecklingen är spretig. Priserna på transporttjänster har fallit med nästan 5 procent och verkar vara på väg att reversera delar av uppgången 2022–2023. Andra sektorer, t ex försäkringar, har däremot stigit med nästan 10 procent, vilket antagligen delvis är en fördröjd effekt av ett högre ränteläge.

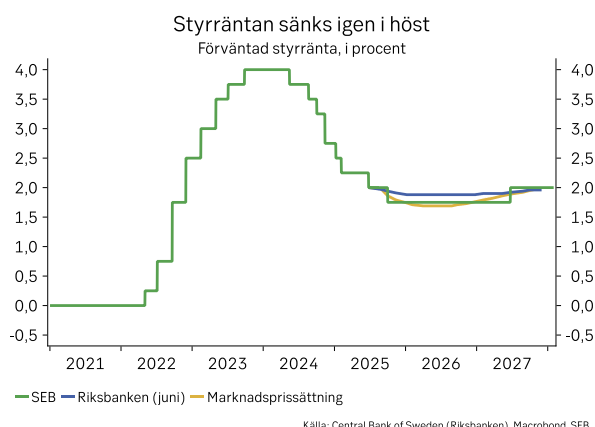


Lägre prisökningar på livsmedel. Livsmedelsinflationen var ungefär fem procent i juli, men prisuppgången har under den senaste månaden tappat mycket kraft. Lägre internationella priser talar för att inflations-

takten börjar falla tillbaka mot slutet av året. Inflationen på andra varor är i snitt nära noll och låga internationella priser i kombination med en starkare krona talar för att varupriserna kommer att falla under 2026.

En ovanlig korgeffekt ökar kärninflationen under hela 2025 med åtminstone fyra tiondelar. Vi räknar med att både KPIF och kärninflationen hamnar lite under målet 2026 och 2027.

Riksbanken sänker igen i september. I augustis penningpolitiska uppföljning konstaterade Riksbanken att styrränteprognosen från juni, som indikerar 12 punkter lägre ränta under andra halvåret 2025, fortfarande är rimlig. KPIF exklusive energi var tre tiondelar högre i juli än Riksbankens prognos och även om avvikelserna bedöms vara tillfällig ansåg direktionen att det var rimligt att inte sänka räntan redan i augusti. Detta trots att tillväxt och arbetsmarknad varit svagare än väntat. Vi håller fast vid vår prognos att räntan sänks i september, men det är viktigt att inflationen fortsätter att falla tillbaka i augusti i linje med vår prognos.



Utsikterna för styrräntan längre fram är mer svårbedömda. Den fördröjda återhämtningen talar för att räntan kan sänkas mer än vad vi har i vår prognos, men samtidigt kommer inflationen att fortsätta vara över målet hela 2025. Dessutom påverkar räntan tillväxt och inflation med viss fördröjning och direktionen kan välja att avvakta och invänta effekterna av de sänkningar som redan gjorts. Många andra centralbanker, bland andra ECB, verkar resonera på det sättet och har därför försökt att dämpa marknadens förväntningar på att räntesänkningarna ska fortsätta, i alla fall i närtid. När återhämtningen är på fastare mark börjar Riksbanken gradvis att höja räntan och i slutet av 2027 ligger räntan återigen på 2,00 procent, samma nivå som idag.

Valbudget med fokus på hushållen. Som vanligt kommer regeringen presentera förutsättningarna inför budgeten 2026 i slutet av augusti. Vi räknar med ett utrymme för ofinansierade reformer på 60–80

miljarder, motsvarande ungefär en procent av BNP. Under de närmaste veckorna kommer regeringen och Sverigedemokraterna att presentera reformfokus inför budgetpropositionen som presenteras den 22 september. Med stor sannolikhet kommer hushållen stå i centrum inför valåret 2026 och störst tyngdpunkt kommer att ligga på sänkta skatter. Ytterligare ett jobbskatteavdrag, sänkt skatt på pensioner och en förlängning av ROT-avdraget verkar mest troligt. Jämfört med de senaste årens budgetar kommer antagligen mer fokus också att riktas mot ökade bidrag. Höjt barnbidrag eller lägre taxor inom barnomsorgen är möjliga åtgärder. Antagligen kommer bidragen till kommunerna också att öka.

Expansiv, men inte så expansiv som man kan tro.

Eftersom en del av reformerna gäller bidrag och skatter som inte indexeras, överdriver totalsummorna hur expansiv budgeten är. Vår bedömning, grundad på Konjunkturinstitutets skattningar av det strukturella budgetsaldot, är att finanspolitikens expansiva effekt landar på 0,6 procent av BNP, vilket är 0,4 procentenheter mer än under 2025.

Underskott efter lång period med överskott. Efter att ha visat stora överskott i nästan tio år (med undantag för under pandemin) gick statsbudgeten med ungefär 100 miljarder i underskott 2024. Tillfälliga faktorer, bland annat en kapitalinjektion till Riksbanken på 25 miljarder, förklarar delar av underskottet. Svag tillväxt, expansiv finanspolitik och stöd till Ukraina talar dock för fortsatta underskott och vi anser att Riksgäldskontorets prognos på ett underskott i statens budget både 2025 och 2026 på 75–100 miljarder verkar rimlig. På längre sikt kommer ökade försvarsutgifter och finansiering av ny kärnkraft att göra att budgeten fortsätter att visa underskott. Statsskulden som andel av BNP bedöms öka från 17,9 procent 2024 till 19,7 procent 2027, medan den offentliga sektorns skuld stiger med ungefär två procentenheter till 35,1 procent under samma period.

Offentliga sektorns finanser

Procent av BNP

	2024	2025	2026	2027
Staten, finansiellt sparande	-1,5	-1,0	-0,9	-0,7
Staten, bruttoskuld	17,9	18,6	18,9	19,7
Offentlig sektor, finansiellt sparande	-1,5	-1,1	-1,0	-0,8
Offentlig sektor, bruttoskuld	33,8	34,2	34,5	35,1

Tema:

Konsumtion

Tveksamma hushåll, återhämtningen dröjer

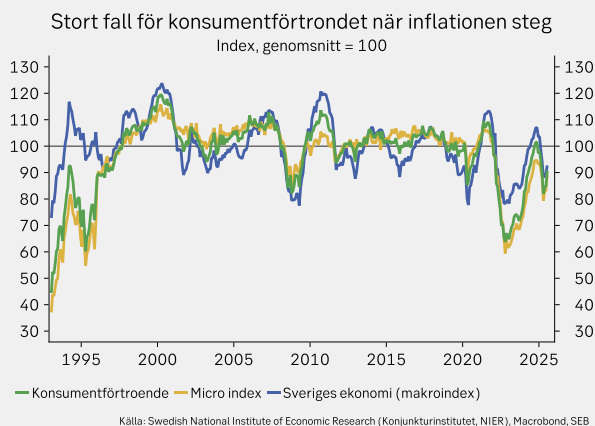
Hushållen fortsätter att vara försiktiga med att öka sin konsumtion trots stigande reallöner, betydligt lägre boräntor och lägre skatter. De senaste årens höga inflation och reallönefall tycks ha satt djupa spår och lågt hushållsförtroende talar emot en tydlig återhämtning för konsumtionen i närtid. En stor nedrevidering av hushållens disponibla inkomster 2024, som dessutom följts av svaga inkomster i inledningen av i år, har ökat osäkerheten. Samtidigt steg hushållens sparande till en ny rekordnivå i fjol och bilden av en tydlig uppgång för hushållens inkomster under 2025 och 2026 har fortfarande starkt stöd. Trots ökad osäkerhet talar mycket för att konsumtionen stiger under de närmaste åren – alternativet är att hushållen strukturellt och tydligt ökat sparandet.

Vår prognos för svensk tillväxt 2025 har gradvis justerats ned sedan början av i fjol, från knappt tre procent till i denna rapport mycket måttliga 1,1 procent. Orsaken är nästan helt att hushållens konsumtion nu också bedöms öka med bara 1,1 procent; långt under prognosen i början av 2024 på nära 3 procent. Stigande reallöner, sänkta skatter och lägre bolåneräntor gör att vi håller fast vid bedömningen att konsumtionen kommer att växla upp. Osäkerheten är dock stor om hur mycket och framför allt när. Att konsumentförtroende föll brant i samband med den måttliga inflationsuppgången i början av året tyder på att många hushåll fortfarande har svårt att få ekonomin att gå ihop efter de stora prisökningarna 2022 och 2023. Svaga hushållsinkomster i början av 2025 och en relativt stor nedjustering av inkomsterna 2024 förklarar delvis den svaga konsumtionen och gör att det finns vissa frågetecken för hur mycket inkomster och konsumtion ökar i år. Konsumentförtroendet har börjat återhämta sig men det är långt kvar till nivåerna i slutet av förra året, och att sentimentet förbättras är en förutsättning för vår prognos.

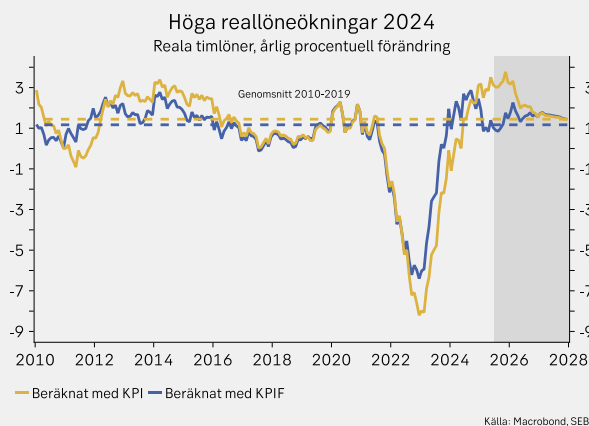


Uppgången som kom av sig

Under 2024 såg konsumtionsutvecklingen ut att gå åt rätt håll. Hushållens förtroendeindikator steg snabbt under andra halvåret och var i november till och med lite högre än det historiska snittet. Det ökade förtroendet reflekterades i gradvis stigande konsumtion, som ökade med 0,3 procent kvartal 3 följt av 0,6 procent kvartal 4.



Konsumentförtroendet vände upp i samband med att reallönerna började stiga när inflationen sjönk i slutet av 2023. Under stora delar av 2024 steg reallönerna mer än någonsin under de senaste 15 åren. När inflationen vände upp i början av 2025 föll förtroendet snabbt till nivåer i paritet med finanskrisen och pandemin. Under första kvartalet i år föll konsumtionen med 0,2 procent.



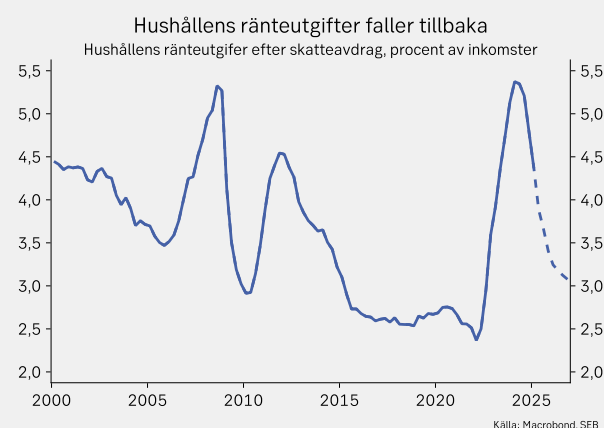
Stark reaktion på inte så dramatisk inflation.

Inflationsuppgången i början av 2025 var trots allt inte så dramatisk. Att hushållen reagerade så starkt på den överraskade oss, men förklaringen är troligen att många fortfarande är pressade av reallönefallen 2022 och 2023. Att hushållens inflationsförväntningar under början av 2025 steg till nästan åtta procent och den upplevda inflationen till femton procent är ett tydligt tecken på att många upplever priserna som höga.

Inflationsoro viktigare än bättre hushållsekonomi.

Inflationsoro var uppenbarligen betydligt viktigare än

tydligt fallande boräntor och skattesänkningarna i statsbudgeten för 2025. Riksbanken började sänka räntan i maj i fjol och på drygt ett år har räntan halverats till två procent. Trots att de flesta hushåll har rörliga räntor så påverkas ränteutgifterna med viss fördröjningen och det var först under 2025 som fallet i hushållens ränteutgifter tog fart. Reallönerna (löner minus KPI) ökar betydligt mer i år på grund av fallande räntekostnader som inte räknas med i KPIF. Skattesänkningarna i år, främst i form av ett jobbskatteavdrag, verkar heller inte kunnat hindra konsumentförtroendet från att falla (jobbskatteavdraget under 2024 motverkades av en mindre uppskrivning av skiktgränsen för statlig skatt).



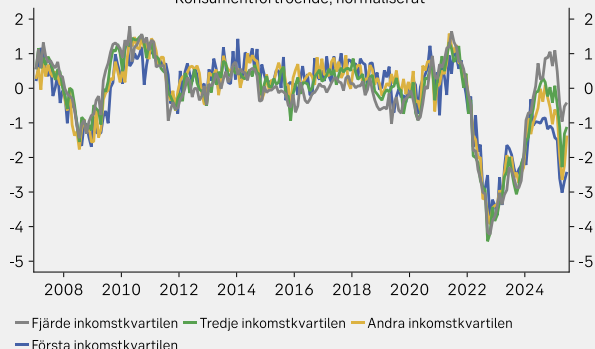
Lägre, men splittrat, konsumentförtroende. Enligt Eurostats statistik har konsumentförtroendet fallit mest för hushåll med låga inkomster och skillnaderna mellan olika inkomstgrupper (kvartiler) har varit höga ända sedan början av 2024. Historiskt har fallen i konsumentförtroende varit ungefär lika stora mellan inkomstgrupper. Troligtvis förklaras avvikelsen nu av att prisökningarna påverkar alla hushåll lika mycket, men att hushåll med mindre marginaler pressats mer. Att inflationsuppgången 2025 drevs av livsmedel, samtidigt som hyrorna ökade med fem procent för andra året i rad (främst till följd av fördröjd effekt av tidigare räntehöjningar), är antagligen en viktig förklaring till den stora nedgången för hushåll med låga inkomster. De ungefär 40 procent av hushållen som har bolån får de största inkomstökningarna i år och återfinns i de högre inkomstkvartilerna (denna grupp fick de största fallen i disponibelinkomst när räntan höjdes, och boräntorna är fortfarande betydligt högre än de var 2019).

Ökad osäkerhet om inkomsterna

Det viktigaste argumentet för att konsumtionen ska stiga är starkt ökande reala disponibla inkomster. Stigande reallöner, sänkta skatter och minskade ränteutgifter fortsätter att tala för en snabb inkomstökning, men uppgången ser ut att bli svagare än

vi räknade med i maj. Dessutom har tillväxten för inkomsterna 2024 justerats ned till 0,7 procent från 1,9 procent. Den senaste statistiken visar också att de reala disponibla inkomsterna föll med 0,7 procent första kvartalet i år, jämfört med ett år tidigare. Det återspeglar antagligen inte den underliggande trenden men är ändå ett frågetecken för utvecklingen i år. Hushållens inkomster är volatila och revideras ofta, men hushållens löner, som är en bättre indikator för den underliggande trenden, ökade i stort sett som väntat.

Störst fall i förtroendet för hushåll med låga inkomster
Konsumentförtroende, normaliserat

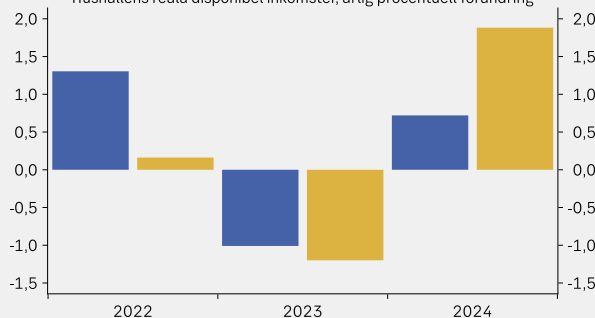


Källa: European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Hushållens reala löner vände uppåt i början av 2024

och enligt våra inflationsprognoser fortsätter uppgången, även om ökningstakten avtar. Nivån för reallönerna i slutet av 2026 bedöms dock vara densamma som 2019, vilket är nästan 5 procent under den historiska trenden.

Stor nedjustering av hushållens inkomster 2024
Hushållens reala disponibel inkomster, årlig procentuell förändring

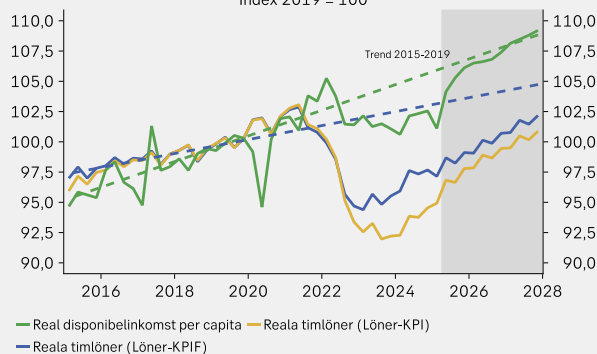


■ Reviderat utfall ■ Utfall inför Nordic Outlook i maj

Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Reala inkomster nära trend 2026. Trots låg nivå för reallönerna hamnar hushållens reala inkomster per capita nära trend redan under 2026, enligt vår prognos. Orsaken är att skattesänkningar, främst jobbskatteavdrag, sänkt skatterna med drygt 50 miljarder (motsvarande drygt 1,5 procent av inkomsterna). Sänkta boräntor kommer öka disponibelinkomsten med ytterligare 50 miljarder under 2024 och 2025, även om drygt halva fallet kommer att motverkas av lägre ränteinkomster på sparandet.

Låga reallöner men hyfsade disponibla inkomster
Index 2019 = 100



Källa: Macrobond, SEB

Frågetecknen för konsumtionen har ökat under de närmaste åren och det är tydligt att återhämtningen fördröjts. Med stöd av expansiv finanspolitik, lägre ränteutgifter och stigande reallöner, talar ändå mycket för att konsumtionen växlar upp kommande år. Nedrevideringen av 2024 års inkomstillväxt motverkas av en lika stor upprevidering 2022 och sparkvoten var i fjol rekordhög och dessutom i linje med vår majprognos. Den starka reaktionen på inflationsöverskningen i början av året visar dock att utvecklingen är osäker och att många hushåll har betydligt mindre marginaler jämfört med situationen före höginflationsåren. Givet att våra inkomstprognoser för hushållen inte är helt fel är det svårt att inte hålla fast vid bedömningen att hushållens konsumtion så småningom kommer att öka snabbare. Hur stark och när uppgången kommer är dock svårbedömt. Svag arbetsmarknad kommer att ge motvind resten av året och reaktionerna kan bli starka om inflationen inte bromsar in i linje med våra prognoser. Att hushållens sparkvot, dvs. sparande som andel av inkomsterna, steg till en ny rekordnivå på 15,5 procent, talar för att det också finns möjligheter till en starkare uppgång längre fram, särskilt om arbetsmarknaden börjar förbättras. Men om den svaga konsumtionen beror på bristande tillförlit, behöver vi se ytterligare tydliga förbättringar i konsumentförtroendet innan allt detta materialiseras.

Skatter och räntor i miljarder kronor

Effekt på hushållens ekonomi

	2024	2025	2026	2024-26
Jobbskatteavdrag/ skatt på pension	13	14	18	45
Investeringsparkonto (ISK)	-	3	4	7
Skiktgräns/ränteavdrag	-12	-4	-	-16
Ränteutgifter (efter skatt)	-23	36	16	28
Totalt	-22	48	38	64
Total andel av inkomst	-0,7	1,5	1,2	2,0

Källa: SEB

Norge

Gradvisa räntesänkningar

Drivkrafterna bakom fastlandstillväxten ändras när impulserna från finanspolitik och oljeinvesteringar avtar medan lägre räntor och stigande reallöner ger stöd åt privat efterfrågan. Valet 2026 kan påverka skatte- och utgiftspolitiken men större förändringar begränsas av en övergripande finanspolitisk återhållsamhet. Tillväxten stiger under 2025 innan den stabiliseras nära trend 2026–2027. Inflationen är på väg tillbaka mot målet, vilket ger Norges Bank utrymme att fortsätta lätta på penningpolitiken.

BNP-tillväxten på fastlandet har varit ojämn under de senaste åren, där en expansiv finanspolitik och skattelättnader för investeringar i olje- och gassektorn har kompenserat för dämpad privat efterfrågan i fastlands-ekonomin. Drivkrafterna bakom tillväxten ser nu ut att skifta, då både finanspolitiska och oljerelaterade efterfrågeimpulser avtar samtidigt som utsikterna för räntekänsliga sektorer har förbättrats. Hushållen är alltmer optimistiska, understödda av höga reallöneökningar och sänkt styrränta. Osäkerheten kring den globala handeln och geopolitiken är fortsatt hög, även om de direkta effekterna av de amerikanska tullarna på den norska ekonomin tycks bli begränsade. Vi förväntar oss att fastlands-BNP återhämtar sig 2025 innan tillväxten stabiliseras nära trenden 2026 och 2027. Total BNP dämpas av nedgången i oljeinvesteringarna.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	2,1	0,5	1,1	0,8
Fastlands-BNP	0,6	1,7	1,5	1,6
AKU-arbetslöshet*	4,0	4,6	4,4	4,1
Löner	5,6	4,4	3,9	3,6
KPI-JAE inflation	3,7	3,0	2,3	2,1
Styrränta, %	4,50	3,75	3,25	3,25

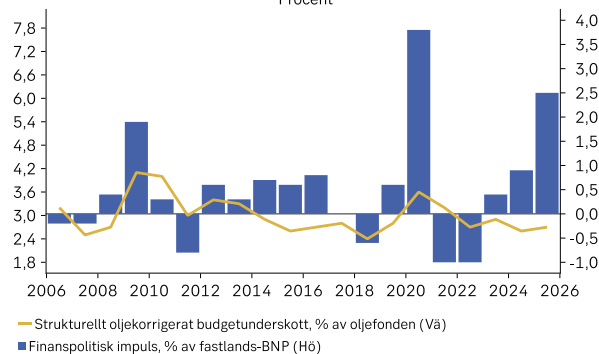
*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Avtagande finanspolitiskt stöd

Den starka tillväxten i Statens petroleumsfond i utlandet (den s.k. norska oljefonden) har möjliggjort en kraftig ökning av de offentliga utgifterna, som har stigit

med 212 miljarder norska kronor till 540 miljarder under de senaste tre åren, trots att man hållit sig väl inom de finanspolitiska ramverken. Det oljekorrigerade strukturella budgetunderskottet har ökat parallellt, från 9,1 procent av fastlands-BNP 2022 till nuvarande 12,9 procent. En stor del av ökningen beror på extra stöd till Ukraina, men även exklusive dessa bidrar finanspolitiken med 1,3 procentenheter till BNP-tillväxten på fastlandet i år. Samtidigt som det råder bred politisk enighet om högre försvarsutgifter och stöd till Ukraina har den senaste tidens finanspolitiska expansion mött växande kritik. I takt med att räntorna och inflationen gradvis normaliseras förväntas finanspolitiken övergå till en mindre expansiv hållning. De finanspolitiska impulserna kommer därmed att avta under de kommande åren, vilket gör att tillväxten i allt högre grad blir beroende av den privata inhemska efterfrågan.

Tillväxtimpuls och utgifter i relation till finanspolitiska regeln
Procent



Källa: Finansdepartementet, Macrobond, SEB

Normmännen går till valurnorna innan 2026 års budget läggs fram i oktober, med Stortingsvalet planerat till den 8 september. Opinionsundersökningar har under en längre tid pekat på ett skifte mot en center-höger-regering, men de senaste tyder på ett förnyat stöd för den regerande center-vänstern. Arbetarpartiet vill se omfördelning och finansiering av välfärden genom justeringar av förmögenhets-, utdelnings- och miljöskatter samt mer stöd till hushållen. Center-höger-oppositionen förespråkar i stället lägre kapitalbeskattning och vill se en sänkning eller helt avskaffande av ägandeskatter. Målet är att undvika att missgynna inhemska privata investerare jämfört med utländska eller statliga ägare, och att stärka konkurrenskraften hos norska entreprenörer och familjeägda företag. Ett regeringsskifte kan ses som mer företagsvänligt, men ett förnyat fokus på finanspolitisk hållbarhet kommer sannolikt att begränsa manöverutrymmet. Valresultatet bör inte markant förändra de finanspolitiska utsikterna.

Investeringscykeln vänder

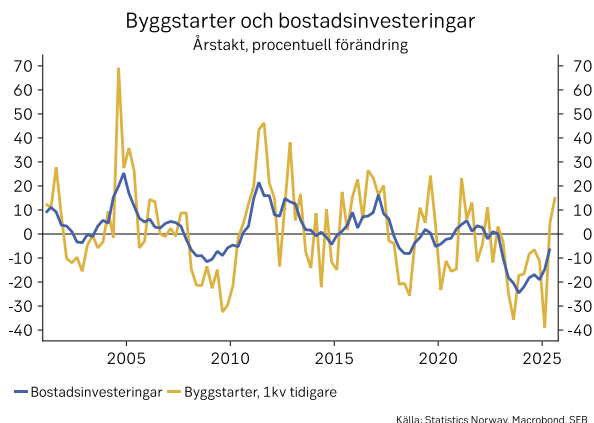
Skattepaketen som lanserades under pandemin ledde till en våg av nya utvecklingsprojekt under 2022 och har

resulterat i rekordhög oljeinvesteringar. Vi har höjt prognosen något, vilket speglar de positiva signalerna i SSB:s oljeinvesteringssenkät för tredje kvartalet. En del av ökningen i oljeaktörernas nominella investeringsplaner beror på ökad borrhänsaktivitet, som både är volatil och mycket känslig för olje- och gaspriserna och därför inte fullt ut ingår i våra prognoser. De övergripande utsikterna är dock oförändrade: Med många projekt som nu närmar sig avslut och begränsat med nya utvecklingsprojekt väntas investeringstakten bli negativ under 2026. Vi tror att investeringarna ökar med 4,0 procent 2025 för att sedan minska med 6,0 respektive 5,0 procent 2026 och 2027.

De positiva impulserna från oljeinvesteringarna, som har stöttat produktionen och investeringarna i oljerelaterade sektorer, kommer att avta under de kommande åren. Oljeleverantörerna har gradvis skruvat ned förväntningarna på produktion och sysselsättning. Samtidigt har aktiviteten i den traditionella tillverkningsindustrin börjat öka, trots den ökade osäkerheten kring global handel och geopolitik. Även om riskerna från svagare tillväxt hos Norges viktigaste handelspartners samt turbulens på finansmarknaden fortfarande är betydande, pekar stigande kapacitetsutnyttjande och starkare investeringsplaner på högre företagsinvesteringar framöver.

Bostadsinvesteringarna har bottnat

Bostadsinvesteringarna bottnade under fjärde kvartalet 2024, efter en samlad nedgång på 41 procent från toppnivån i början av 2022. Efter åtta kvartal i rad med nedgångar får aktiviteten nu stöd av en kraftig återhämtning i nybyggnationer, en stabilare försäljning av nya bostäder och mer optimistiska byggföretag.



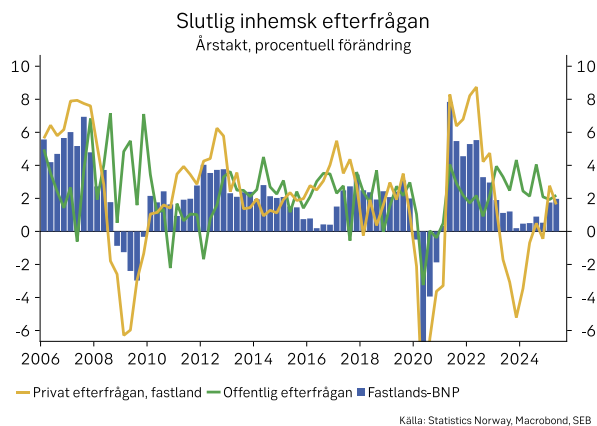
Bostadsinvesteringarna står i dagsläget för bara 4 procent av fastlands-BNP, det lägsta sedan slutet av 1990-talet och långt under de 6-7 procent som varit normala under det senaste decenniet. Detta visar potentialen för en stark återhämtning de kommande

åren. Även om höga byggkostnader fortsatt är ett hinder ger gradvis sjunkande räntor stöd. Vi tror nu att bostadsinvesteringarna kommer sjunka med 5 procent under 2025, innan de vänder kraftigt uppåt med en total uppgång på 19 procent under 2026–2027.

Kraftigt stigande bostadspriser. Den kraftiga nedgången i bostadsbyggandet under de senaste två åren har lett till en brist på nybyggda bostäder och ökar trycket på marknaden för befintliga bostäder. Trots höga räntor har omsättningen av befintliga bostäder varit exceptionellt hög. Priserna steg kraftigt i början av 2025, underblåsta av lättnader i reglerna för bolån och förväntningar om sänkta styrräntor. Uppgången avtog under våren, men priserna väntas återigen stiga under hösten med stöd av låg arbetslöshet och stärkt köpkraft hos hushållen. Vi tror att priserna på befintliga bostäder stiger med 5,8 procent under 2025, följt av ökningarna på 6,7 respektive 6,3 procent 2026 och 2027.

Konsumtionen på väg mot återhämtning

Hushållens konsumtion har varit dämpad de senaste åren. Höga räntor och inflation begränsade tillväxten till endast 1,4 procent under 2024, men utsikterna ser nu bättre ut. Höga reallöneökningar, gradvis lägre styrränta och fortsatt låg arbetslöshet förväntas stödja efterfrågan bland hushållen. Redan nu har detta börjat påverka stämningssläget, med återhämtat konsumentförtroende och en återgång till historiskt normala nivåer för hushållens förväntningar på sin egen ekonomi. Norges Banks överraskande räntesänkning i juni, i kombination med signaler om mer lättnader, bör leda till ytterligare förbättring. Samtidigt har sparkvoten stabiliserats på omkring 7 procent av disponibel inkomsten, nära genomsnittet före pandemin, vilket tyder på att hushållen har bättre förutsättningar att öka sin konsumtion. Även om hushållen sannolikt fortsätter att vara något avvaktande bör den förbättrade köpkraften lyfta privatkonsumtionen med 2,8 procent 2025 och 2,7 respektive 2,9 procent 2026 och 2027.



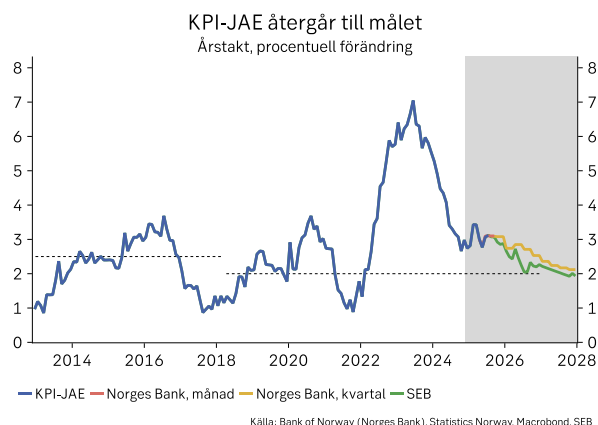
Blandade signaler från arbetsmarknaden.

Arbetslösheten har varit låg sedan pandemin, även om skillnaderna mellan olika mått har ökat i år. Den norska arbetsförmedlingen (NAV) moderniserar sina system, vilket leder till justeringar och tillfälliga avbrott i statistiken. Säsongsjusterade NAV-siffror visar att den registrerade arbetslösheten steg till 2,1 procent i maj, vilket speglar en liknande ökning av biståndstagare. NAV:s övergripande bedömning är att arbetslösheten i stort sett varit stabil under sommaren. Däremot pekar arbetskraftsundersökningen (AKU) på en kraftigare ökning, med en uppgång på 0,7 procentenhet under de första sex månaderna 2025 till 4,8 procent. Ökningen speglar främst ökat arbetskraftsutbud, inklusive fler studenter som antror arbetsmarknaden, en grupp som inte ingår i NAV:s statistik. Andra indikatorer pekar på en stabil utveckling framöver. Sysselsättningstillväxten har tagit fart, och både nya lediga jobb och företagsundersökningar signalerar stabil sysselsättning framöver. Vi förväntar oss en måttlig ökning av den registrerade arbetslösheten, som når en topp på 2,3 procent i slutet av 2025.

Positiv reallönetillväxt. Löneankaret på 4,4 procent innebär en reallönetillväxt på 1,7 procent, vilket är över genomsnittet för det senaste decenniet. De nominella löneökningarna väntas avta i takt med att inflationen normaliseras, men god lönsamhet och en relativt låg löneandel inom tillverkningsindustrin bör innebära fortsatt positiva reallöneökningar framöver. Vår prognos är att de nominella lönerna ökar med 3,9 procent 2026 och 3,6 procent 2027.

Inflationen fortsätter avta

Efter att ha sjunkit snabbare än väntat sedan mitten av 2023 var inflationen överraskande hög under första kvartalet, då KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) stabiliserades på omkring 3 procent. Efter en lång tid av överraskningar på nedsidan har kärninflationen under de senaste månaderna legat några tiondelar över Norges Banks prognoser. Den främsta drivkraften har varit livsmedelspriserna, som steg i början av året och sedan dess har ökat med mer än 5 procent på årsbasis. Hyrorna har utvecklats i stort sett som förväntat, även om årstakten på 3,8 procent i juli fortfarande var nästan dubbelt så hög som trenden före pandemin. KPI-JAE exklusive hyror har varit volatil, med en stor uppgång i tjänstepriserna i början av året som avtog under våren och sommaren. Årstakten låg på 2,4 procent i juli, i stort sett i linje med genomsnittet för 2015–2019.



Inflationen återgår till målet. Trots en stark lönetillväxt har inflationen inom tjänstesektorn varit måttlig, delvis på grund av tillfälliga sänkningar av administrativa priser. Tjänstepriserna förväntas stiga under de kommande 6-9 månaderna, även om en ny sänkning av förskoleavgifterna som infördes i augusti kommer att sänka den totala inflationstakten med 0,2-0,3 procentenheter, vilket är jämförbart med effekten av sänkningen som infördes i augusti 2024. Vi förväntar oss fortsatt att prisökningarna på livsmedel och hyror kommer att sjunka mot sina historiska trender under de kommande tolv månaderna, vilket för KPI-JAE närmare 2 procent. Subventioner och lägre elskatter gör att KPI väntas ligga något under KPI-JAE både 2025 och 2026.

Gradvisa räntesänkningar

Efter att ha skjutit upp en räntesänkning i mars på grund av oro för högre kärninflation överraskade Norges Bank marknaden genom att sänka styrräntan till 4,25 procent i juni. Bakom beslutet låg dels ökat förtroende för att inflationen verkligen är på väg att avta, dels en något högre arbetslöshet. Banken signalerar nu ytterligare en eller två sänkningar i år och en slutnivå för styrräntan på strax över 3 procent. Samtidigt reviderades estimatet av den neutrala realräntan uppåt, i linje med den globala utvecklingen, vilket innebär ett intervall för den nominella neutrala räntan på 2,25-3,50 procent. Vi tror på en snabbare normalisering av inflationen än Norges Bank, och väntar oss därför räntesänkningar både i september och december. Det innebär att styrräntan kommer att ligga på 3,75 procent vid årsskiftet, för att sedan sjunka ytterligare till 3,25 procent vid slutet av 2026. Med tanke på återhämtningen i privat efterfrågan i fastlandsekonomin, en BNP-tillväxt nära trend, fortsatt låg arbetslöshet och ytterligare bostadsprisuppgångar förväntar vi oss att styrräntan bottnar i den övre delen av Norges Banks neutrala intervall.

Danmark

Nya förutsättningar för tillväxten

Stora revideringar av historiska data och en svag inledning på 2025 ger ett svagare utgångsläge och vi gör en mindre nedrevidering av BNP-prognosen för 2025. Nedgången i Novo Nordisks aktiekurs ändrar inte makroutsikterna, men läkemedelsindustrin bidrar sannolikt mindre till tillväxten framöver. Underliggande fundamenta är dock fortsatt starka; konsumtion och investeringar kommer att ta över som tillväxtdrivkrafter.

Tillväxten tar en kortsiktig smäll men återhämtar sig 2026. Nedrevidering av BNP-data har ändrat historiebeteckningen av ekonomin och ett svagt första kvartal balanserades av ett starkt andra kvartal. Tillväxtbidraget från den tidigare kraftigt expanderande läkemedelsindustrin ser också ut att ha minskat under vintern. BNP-prognosen sänks i år från 1,9 procent till 1,8 procent, men är oförändrad på 2,5 procent för 2026. Tillväxten stiger något till 2,8 procent 2027, baserat på starka utsikter för konsumentefterfrågan till följd av en rekordhög sparkvot och förbättrade utsikter för den icke-farmaceutiska sektorn. Måttliga finanspolitiska stimulansåtgärder stöttar tillväxten.

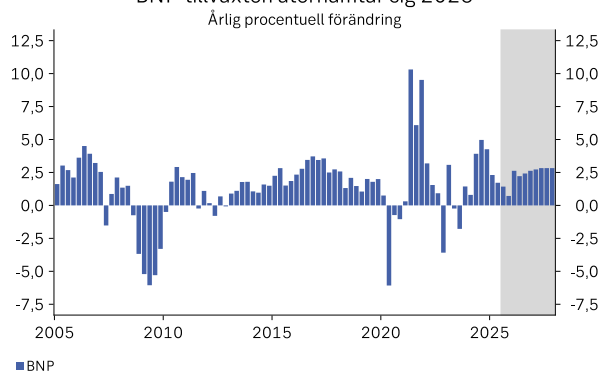
Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP	3,5	1,8	2,5	2,8
KPI	1,4	1,8	1,9	1,9
Löner	4,0	3,7	3,9	4,5
Offentlig sektors saldo*	3,5	3,0	3,5	3,0
Offentlig sektors skuld*	29,0	28,0	27,0	25,0
Bytesbalans*	12,0	11,0	9,0	8,0
Styrränta (CD rate), %	2,60	1,35	1,35	1,60

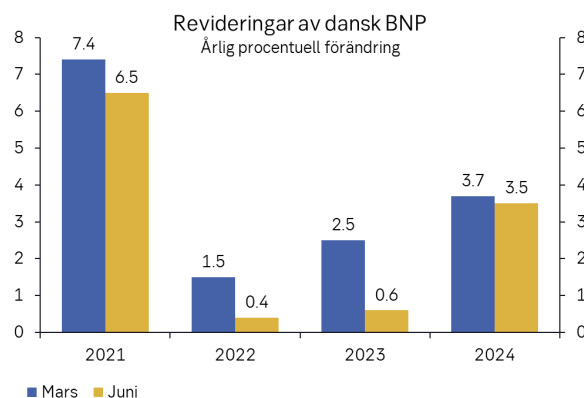
*% av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB

BNP-tillväxten återhämtar sig 2026



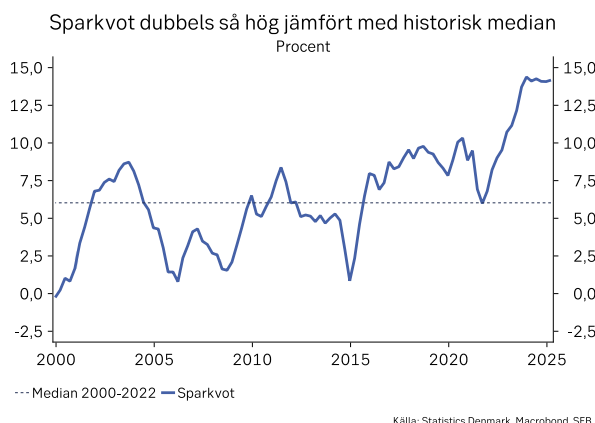
Källa: Danmarks Statistik, Macrobond, SEB

Mindre exceptionellt än man trodde. Dansk ekonomi ser lite mindre exceptionell ut efter den danska statistikbyråns revidering av BNP-siffrorna tidigare i somras. Ursprungligen visade de en tillväxt på 2 procent per år 2022–2023, men efter revideringen var den nu endast 0,5 procent per år och borträknat läkemedelsindustrin föll BNP båda åren. Det finns tekniska skäl till att BNP-siffrorna revideras efter den första publiceringen, men revideringar av den här storleken gör det svårt för prognosmakare och än värre för de som ska kalibrera den ekonomiska politiken.



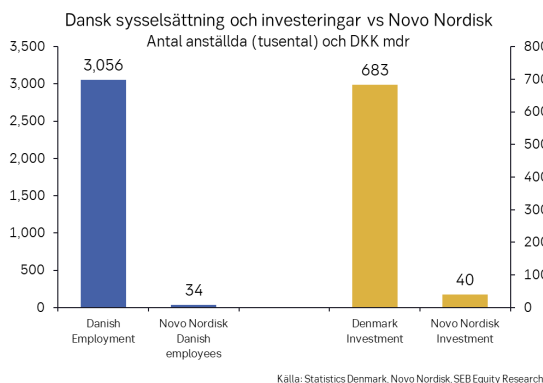
Källa: Statistics Denmark, SEB Strategy Research

Högt sparande stöder konsumtionen. Trots nya BNP-siffror förändras inte de ljusa ekonomiska utsikterna för de kommande åren, snarare tvärtom. En delförklaring till lägre BNP-nivå är att hushållens konsumtion var nästan 2 procent svagare i början av 2025. Det gör att sparkvoten nu är ungefär dubbelt så hög som de senaste decenniernas normala nivå, vilket innebär att det framöver finns utrymme att öka konsumtionen i snabbare takt än inkomstökningen. Samtidigt fortsätter både de reala disponibla inkomsterna och sysselsättningen att öka i snabb takt. Det svaga konsumentförtroendet utgör fortfarande ett hinder för tillväxt, men om hushållen blir något mindre oroliga för framtiden kan konsumtionen öka ganska starkt.



Begränsad makroeffekt från Novos aktiekursfall.

Novo Nordisks fallande aktiekurs är ingen större chock för ekonomin som helhet. Både försäljning och resultat väntas fortfarande öka de kommande åren, och nedgången i aktiekursen återspeglade "bara" förväntningar om en långsammare, men fortfarande positiv, tillväxt. De fabriker som just nu är under uppbyggnad kommer alltså att behövas även framgent. Det finns därför ingen anledning att vänta sig en stor nedgång i Novos ekonomiska aktivitet i Danmark. Novo står för drygt 1 procent av den danska sysselsättningen och 5 procent av de totala investeringarna, så även om den inte är obetydlig står danska ekonomi inte och faller med Novo. Även om vi inte väntar oss någon större nedgång i investeringarna och sysselsättningen är det osannolikt att den kraftiga ökningen som har bidragit till tillväxten de senaste åren, kommer att fortsätta.

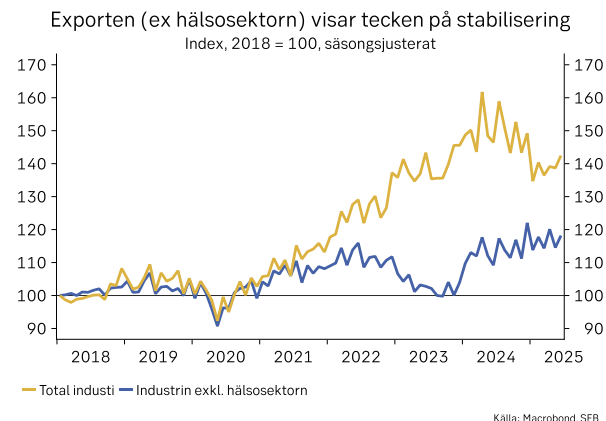


Återhämtning utanför hälso- och sjukvården.

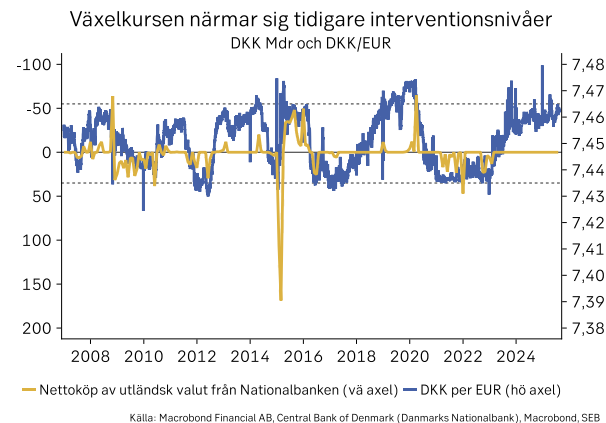
Läkemedelsindustrin har bidragit med 1–2 procentenheter till BNP-tillväxten de senaste tre åren, men kommer troligtvis bidra betydligt mindre framöver. Exporten till USA kommer också generellt att bidra mindre till tillväxten efter Trumps tullhöjningar. En ekonomisk återhämtning kräver därför att andra delar av ekonomin växer snabbare för att kompensera.

Produktionsdata tyder på att den icke-farmaceutiska delen av näringslivet har återhämtat sig från vad som kan betecknas som lågkonjunktur 2022–23, om än mer

gradvis de senaste kvartalen. Näringslivets investeringar har ökat i takt med ett förbättrat kapacitetsutnyttjande.



Utrymme för mer offentliga utgifter. De nya och lägre BNP-utfallen gör det ännu mer imponerande att budgetöverskottet varit så starkt de senaste åren. Regeringen har ökat det bedömda möjliga utrymmet att öka utgifterna vilket gör att den stora ökningen av militärutgifterna kommande år, åtminstone inledningsvis, inte behöver finansieras med högre skatter eller utgiftsnedskärningar. Regeringen har nyligen också föreslagit sänkt skatt på livsmedel och el för att stötta konsumtionen. Det innebär sannolikt också en måttlig lättnad av finanspolitiken, som ligger väl i linje med behovet av att få en bredare uppgång med fler tillväxtmotorer.



Oförändrad ränteskillnad. Den danska kronan fortsätter att handlas i den svaga änden av Danmarks Nationalbanks (DNB) föredragna intervall jämfört med euron över 7,46, men den har sjunkit från interventionsgränsen under sommaren i takt med att den globala marknadsoron avtog. Starka fundamenta stöder fortfarande DKK och vi väntar oss fortsatt en oförändrad styrränteskillnad på 40 räntepunkter mot ECB.

Finland

Stigande arbetslöshet tynger konsumtionen

Även om delar av den finska ekonomin visar tecken på återhämtning är utsikterna överlag fortfarande svaga. Arbetslösheten fortsätter att stiga och bostadspriserna utvecklas svagt. BNP-tillväxten blir blygsamma 0,8 procent i år, med export som enda drivkraft. Ihållande strukturella utmaningar begränsar sannolikt tillväxten till under 2 procent per år under perioden 2026–2027.

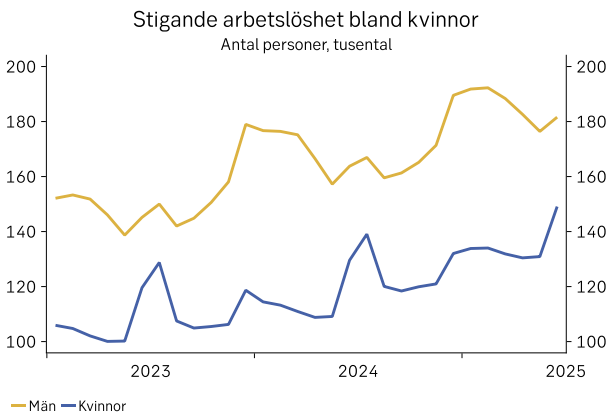
Tillväxten har inte levt upp till förväntningarna. Efter recessionen 2023–2024 väntade vi oss att ekonomin skulle ta fart igen i år, men återhämtningen har varit en besvikelse och BNP har i stort varit oförändrat det första halvåret. I avsaknad av en tydlig vändning på bostads- respektive arbetsmarknaden fortsätter tillväxten vara svag även kommande kvartal.

Nyckeltal
Procentuell förändring

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

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

Ännu svagare arbetsmarknad. Arbetsmarknaden har försvagats än mer än vår redan tidigare pessimistiska syn. Den registrerade arbetslösheten är nu över 12 procent. Arbetsmarknaden reagerar vanligtvis långsamt på ekonomiska förändringar, och arbetslöshetsuppgången återspeglar de senaste årens svaga ekonomiska aktivitet. Sysselsättningen minskar inom detaljhandeln och den offentliga sektorn, vilket drabbar kvinnor i högre grad än män. Mer positivt är ändå att de som är sysselsatta får en hyfsad löneökning, som dock kan bli svår att upprätthålla i kommande löneförhandlingar.



Stigande arbetslöshet tynger konsumtionen. Även om detaljhandeln visat små tecken på stabilisering har den senaste statistiken varit mer nedslående. Konsumentförtroendet nådde den högsta nivån på flera år i juli, men om inte arbetsmarknaden börjar förbättras blir optimismen kortvarig. I kombination med regeringens åtstramningsåtgärder väntas konsumtionen förbli svag under en tid. Först 2027 återhämtar sig konsumtionen mer tydligt.

Bostadsmarknaden är fortsatt pressad. Bostadspriserna har fortsatt att minska men i långsammare takt än förra året. Byggplaner har därför återigen skjutits på framtiden, och fortsätter tynga totala investeringar. Lägre räntor har dock haft en mer omedelbar effekt på utlåningen till företag, vilket stöttar övriga investeringar. När fler delar av ekonomin stabiliseras, räknar vi med ett bygginvesteringarna gynnas och vi håller kvar vid uppfattningen att det finns en betydande tillväxtpotential från 2027 och framåt.

Tillverkningsindustrin blir allt starkare. Trots oro kring tullar och utrikeshandel är export och industriproduktion fortfarande de starkaste delarna av ekonomin. Produktionen har ökat stadigt de senaste månaderna, och uppgången i nya order tyder på att ett positivt momentum kan fortsätta – förutsatt att handelspolitiken inte förvärras. Exporten blir i stort sett den enda tillväxt-drivkraften, fram tills att inhemsk efterfrågan tar mer fart.

Svåra politiska avvägningar. Ansträngningarna att få ner budgetunderskottet står i hög grad i konflikt med behovet att stimulera ekonomin. Efter att Fitch nyligen sänkt kreditbetyget för statens upplåning har regeringen inget annat val än att gå vidare med budgetkonsolideringen för att återställa trovärdigheten och stärka de offentliga finanserna. Kommande försvarssatsningar dämpar konsolideringen något, men finanspolitiken blir totalt sett åtstramande.

Baltikum

Litauen | sid 52

Tillväxten förbättras nästa år när konsumtionen lyfter. De ekonomiska förlusterna till följd av högre importtullar från USA är försumbara. Inflationen ligger kvar över 3 procent 2026 på grund av stark inhemsk efterfrågan.

Lettland | sid 53

Svag tillförsikt och hög prisnivå tynger hushållen. Reallöneökningarna förblir starka, vilket ger hopp om att tillväxten ska växla upp. Måttlig återhämtning väntas för exporten. Inflationen är nära toppen och väntas avta nästa år.

Estland | sid 54

Återhämtningen har varit svagare än väntat. Vi reviderar ner tillväxten i år till 1,2 procent. Drivet av en uppväxling i exporten väntas tillväxten därefter gradvis ta fart och bli 2,5 respektive 2,8 procent 2026 och 2027.



Litauen

Bättre tider väntar för detaljhandeln 2026

Tillväxten förbättras nästa år när omläggningen av pensionssystemet frigör tidigare låst sparande som lyfter konsumtionen. Skattereformen väntas bara ha en begränsat negativ tillväxteffekt. Lägre räntor och stora flöden från EU bidrar till att investeringarna återhämtar sig. De ekonomiska förlusterna till följd av högre importtullar från USA är försumbara. Inflationen ligger kvar över 3 procent 2026 på grund av stark inhemsk efterfrågan. Bostadsprisuppgången tar fart när aktiviteten på marknaden återhämtar sig.

BNP revideras upp 2026. BNP ökade med 3,2 procent under årets första halvår drivet av investeringar och hushållens konsumtion. Andra halvåret 2025 blir svagare på grund av sämre utrikeshandel och helåret lämnas oförändrat. Konsumtionen tar tillfälligt fart nästa år i och med att hushållen tar ut pengar från pensionssystemet, vilket lyfter prognosen till 3,1 procent från tidigare 2,5 procent, men går därefter ner strax över 2 procent.

Nyckeltal

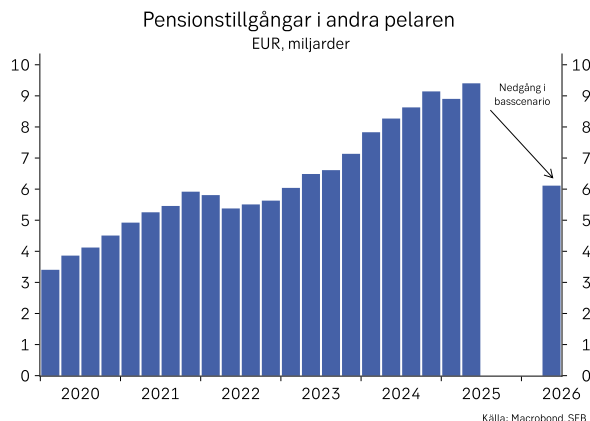
Årlig procentuell förändring

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

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

Pensionsuttagen blir betydande. Vi räknar med att 35 procent av tillgångarna tas ut från pensionsfonder i den så kallade andra pelaren, motsvarande 2,2 procent av BNP, och kan komma hushållen tillgodo för konsumtion. Det skulle innebära en ökning av BNP med 0,6 procent 2026. Detaljhandeln är den sektor som väntas gynnas mest. Motsvarande exempel från Estland 2021 visar att endast en mindre del av pensionsuttagen återinvesteras, utan ökar istället konsumtionen. Den nya

reformen minskar framtida ersättningsnivån (pension) för de som lämnar, vilket innebär mer osäkra och lägre inkomster framöver.



Ökad progressivitet i inkomstbeskattningen. En ny skattereform blev mindre omfattande än väntat. Bolagsskattesatsen höjs från 16 till 17 procent 2026. Den inkomstskattesats som tillämpas på total årsinkomst höjs/görs mer progressiv, men olika undantag har lagts till (bl.a. exkluderas utdelningar). En höjning av fastighetsskatten som tidigare diskuterats infördes dock inte. Åtgärderna ökar statens inkomster med 0,3 och 0,7 procent av BNP 2026 och 2027.

Löneökningarna bromsar in. Reallönerna beräknas öka i långsammare takt 2026 och 2027. Minimilönen i höjs med cirka 10 procent 2026, men ökningen kan bli högre. De senaste årens snabba sysselsättningstillväxt stannar av och arbetslösheten sjunker lite de kommande åren. Den ligger dock fortfarande över EU-genomsnittet, vilket indikerar strukturella problem som relativt hög arbetslöshet bland ungdomar.

Inflationen håller sig över 3 procent. Tjänstepriser förblir den främsta drivkraften för inflationen kommande år. Den väntade konsumtionsuppgången 2026 bidrar med cirka 0,5 procentenheter till den årliga inflationen. Ytterligare en höjning av punktskatterna på bränsle är planerad nästa år, men det finns en stor risk att regeringen beslutar sig för att inte genomföra den.

Små effekter på USA-exporten. Högre amerikanska importtullar har hittills haft en ganska liten negativ inverkan på den totala ekonomin. Vi räknar med att varuexporten är motståndskraftig men att tillväxten förblir svag. Industrins framtidsstro är fortsatt stabil i år, om än på en något lägre nivå än för ett år sedan.

Investeringarna återhämtar sig. Utlåningen till icke-finansiella företag ökar redan med tvåsiffriga tal, vilket tyder på att investeringarna har återhämtat sig. Aktiviteten på bostadsmarknaden förbättras ytterligare och prisökningarna tar fart.

Lettland

Konsumtionen växlar upp, men i långsam takt

Svag tillförsikt och hög prisnivå tynger hushållen. Reallöneökningarna förblir dock starka, vilket trots allt ger goda förutsättningar för att tillväxten ska växla upp. Investeringar fortsätter att öka i god takt trots en endast måttlig uppgång för tillverkningsindustrin och exporten. Måttlig fortsatt återhämtning väntas för tillverkningsindustrin och exporten. Inflationen är nära sin topp och väntas avta nästa år.

Svag hushållskonsumtion. Ekonomin stagnerade under inledningen av 2025. Tillväxten stöts av bygg-, handel-, informations- och kommunikationstjänster samt turismrelaterade sektorer. Hushållens konsumtion var däremot oväntat svag och föll med 1,1 procent jämfört med föregående år, vilket framhäver det svaga konsumentförtroendet, trots stark reallöneutveckling. En långsam återhämtningen av konsumtionen dämpar tillväxten även i år. Förtroendeindikatorer är dock på väg upp och tillväxten blir starkare 2026 och 2027.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

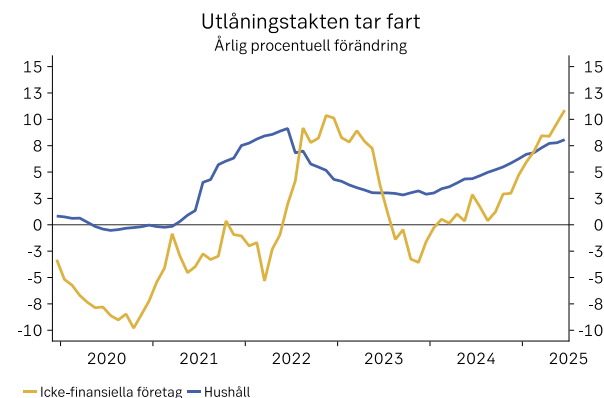
	2024	2025	2026	2027
BNP	-0,4	1,3	1,9	2,3
Hushållens konsumtion	0,5	0,8	1,6	2,0
Export	-1,6	2,3	2,5	2,7
Arbetslöshet*	6,9	6,8	6,6	6,4
Löner	9,7	7,4	6,8	6,4
HIKP	1,3	3,8	2,2	2,4
Offentlig sektors saldo**	-1,8	-3,0	-3,0	-2,8

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

Köpkraften stärks. Trots en kraftig ökning av nybilsförsäljningen och ökad aktivitet på bostadsmarknaden är återhämtningen inom detaljhandeln fortsatt trög på grund av inflationstryck och svagt konsumentförtroende. Men i takt med att köpkraften förbättras väntas konsumenternas försiktighet att minska. En kraftig ökning av bankkontosaldon pekar ändå på att köpkraften stärks.

Investeringarna ökar tack vare inflöden av EU-medel och ökad bankutlåning. Investeringarna steg kraftigt första kvartalet och väntas – särskilt inom byggsektorn

– bli en allt viktigare tillväxt drivare, med positiva spridningseffekter på andra sektorer.



Källa: Bank of Latvia, ECB (European Central Bank), Macrobond, SEB

Tillverkning och export återhämtar sig. Ökningen i tillverkningsindustrin drivs av de tre största sektorerna: livsmedel, metallvaror och trävaror, något som också återspeglas i en förbättrad varuexport. Trots att de globala handelsförhållandena fortfarande är osäkra väntar vi oss en fortsatt måttlig återhämtning inom både tillverkning och export.

Inflationen minskar. Under det senaste året har livsmedelspriserna varit den främsta drivkraften bakom inflationsuppgången. Livsmedel blir troligen en viktig inflationsfråga framöver, även om tjänstepriserna blir allt viktigare. Tecken på inflationströtthet är särskilt tydliga inom livsmedelsförsäljningen som underpresterar. I takt med att konsumentbeteendet gradvis anpassar sig till den högre prisnivån kan den kortsiktiga svagheten bestå. Inflationen verkar trots allt vara nära sin topp och minskar till strax över 2 procent under 2026 och 2027.

Måttligt förbättrad arbetsmarknad. Arbetslösheten steg under första kvartalet. Vi väntar oss att den minskar framöver, även om nedgången blir marginell i år. Nedgången blir tydligare kommande år och arbetslösheten faller till 6,4 procent 2027, mätt som årsgenomsnitt.

Inga betydande skattehöjningar under 2026. Trots ökat offentligt underskott har regeringen inför nästa år uteslutit större skattehöjningar. I stället siktar regeringen på att öka intäkterna på andra sätt. Under första halvåret 2025 steg skatteintäkterna med 5,9 procent jämfört med ett år innan. Budgetunderskottet ligger kvar på cirka 3 procent av BNP under hela prognosperioden. Regeringen fortsätter sannolikt att pressas av behov av finanspolitisk konsolidering och förbättrad skatteuppbörd.

Estland

Ihållande hög inflation tynger återhämtningen

Trots att indikatorer förbättrades under första halvåret 2025 har återhämtningen varit svagare än väntat. Vi reviderar ner tillväxten för 2025 till 1,2 procent. Tillväxten väntas gradvis ta fart och blir 2,5 respektive 2,8 procent 2026 och 2027, drivet av en uppväxling i exporten.

Pressade hushåll. BNP-fallet i början av året med 0,3 procent i årstakt drevs av svag hushållskonsumtion, som föll med 0,6 procent. Preliminära estimat för andra kvartalet visade en BNP-ökning med 0,5 procent. Konsumentförtroendet har de senaste tre åren legat på historiskt låga nivåer, tyngt av högre skatter, ihållande inflation och ökad osäkerhet. Konsumentförtroendet har dock inte varit helt tillförlitligt när det gäller att förutspå hushållens beteende. Den motståndskraftiga arbetsmarknaden har gett stöd åt både lägenhetsförsäljningarna, som ökat kraftigt, och en blygsam återhämtning i detaljhandeln.

Hög inflation hotar återhämtningen. Inflationen i euroområdet har närmat sig mer normala nivåer men Estland är fortfarande ett undantag. Konsumentpriserna ökade med nästan 5 procent under första halvåret i år och i juli låg inflationen på 5,4 procent i årstakt, delvis på grund av en momshöjning med 2 procentenheter. Den största prognosrisken är om inflationen biter sig fast och ytterligare urholkar köp- och konkurrenskraft. Inflationen väntas toppa på drygt 5 procent i år för att sedan gradvis minska till strax under 3 procent 2027.

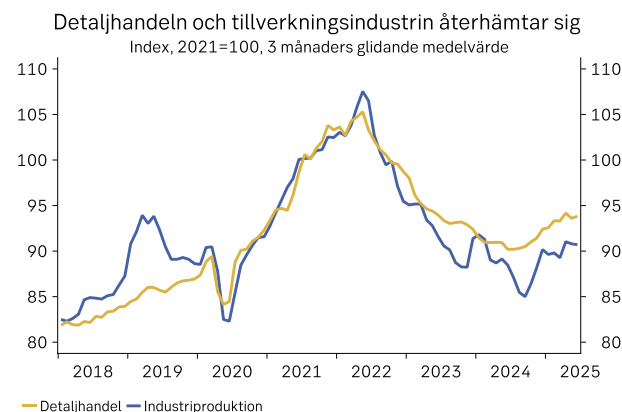
Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

Spridning inom tillverkningsindustrin. Industriproduktionen ökar, men i långsam takt och från låga nivåer. Utvecklingen skiljer sig dock åt mellan branscher: metall- och maskinindustrin återhämtar sig medan produktionen inom trä och byggmaterial fortsätter att kämpa. Företagen verkar dock ha anpassat sig till nedgången och fortsätter att hoppas på en eventuell återhämtning på de nordiska byggmarknaderna. Vi fortsätter att vara rätt optimistiska när det gäller exportutsikterna och räknar med en tillväxt på 4,5 procent 2026 och 5 procent 2027.



Inflationen urholkar hushållens köpkraft.

Löneökningstakten har bromsat in betydligt i år, vilket är positivt efter flera år av snabb löneinflation. Fortsatt hög inflation försvagar dock hushållens realinkomstökning. Enkätbaserade data har indikerat en nedgång i sysselsättningen och ökad arbetslöshet, även om lönestatistiken målar upp en något ljusare bild. Läget på arbetsmarknaden väntas förbli relativt stabilt och arbetslösheten sjunker gradvis till 6,7 procent 2027.

Lägre räntor gynnar investeringarna. Lägre räntor har haft ett överraskande snabbt genomslag på investeringarna. Bostadsmarknaden har haft en stark utveckling första halvåret och även företagsutlåningen har tagit fart. Ökningen återspeglar sannolikt genomförandet av försenade investeringsplaner och inte starten på en ihållande trend. Vi räknar därför med att tillväxten i investeringar dämpas i slutet av året.

Finanspolitisk konsolidering har ett politiskt pris. Det växande budgetunderskottet har tvingat regeringen till en rad skattehöjningar. Dessa åtgärder väntas få ned det offentliga underskottet till under 3 procent av BNP. Skattehöjningarna har ökat missnöjet med den styrande liberala koalitionen till förmån för den konservativa oppositionen. Nästa parlamentsval är planerat till mars 2027 och nuvarande opinionsläge kan bana väg för ett annorlunda politiskt landskap med en högerpopulistisk regering.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
BNP OECD	1,8	1,4	1,5	1,7
BNP världen (PPP)	3,2	3,0	2,9	3,1
KPI OECD	5,3	3,8	3,3	3,1
Oljepris, Brent (USD/fat)	80	63	65	75

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr USD	2024	2025	2026	2027
BNP	29 185	2,8	1,6	1,7	2,0
Hushållens konsumtionsutgifter	19 825	2,8	2,0	1,5	2,0
Offentlig konsumtion	3 917	2,5	0,5	0,4	0,9
Bruttoinvesteringar	6 294	4,2	2,4	2,2	3,6
Lagerbidrag i % av BNP	52	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Export	3 180	3,3	1,3	1,4	1,6
Import	4 083	5,3	2,4	-1,2	2,8
Arbetslöshet (%)		4,0	4,2	4,4	4,3
KPI		2,9	2,7	2,7	2,2
Kärn-KPI		3,4	3,0	2,9	2,2
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,3	-6,5	-6,8	-6,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		121	123	126	129

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	15 175	0,9	1,2	1,3	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	8 008	1,1	1,2	1,4	1,2
Offentlig konsumtion	3 271	2,5	1,2	1,2	1,3
Bruttoinvesteringar	3 200	-1,8	2,8	2,1	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		-0,2	-0,1	0,0	0,0
Export	7 515	0,8	1,3	1,2	2,4
Import	6 833	-0,1	2,0	1,7	2,4
Arbetslöshet (%)		6,4	6,3	6,1	6,0
HIKP		2,4	2,1	1,7	1,9
Kärn-HIKP		2,8	2,4	1,9	2,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,1	-3,1	-3,3	-3,3
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		87,4	88,5	89,5	90,3

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USA	4,50	3,75	3,25	3,00	3,00	3,00
Japan	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Euroområdet, inlåningsränta	2,00	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00
Storbritannien	4,00	3,75	3,25	2,75	2,75	2,75

Oblighationsräntor, 10 år	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USA	4,33	4,00	3,80	3,90	4,10	4,30
Japan	1,60	1,50	1,80	2,10	2,30	2,70
Tyskland	2,75	2,80	2,90	3,00	3,20	3,30
Storbritannien	4,73	4,45	4,35	4,25	4,15	4,10

Växelkurser	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
USD/JPY	148	140	135	130	125	120
EUR/USD	1,16	1,21	1,23	1,21	1,21	1,20
EUR/JPY	172	169	166	157	151	144
EUR/GBP	0,87	0,88	0,90	0,91	0,90	0,90
GBP/USD	1,34	1,38	1,37	1,33	1,34	1,33

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr SEK	2024	2025	2026	2027
BNP	6 392	1,0	1,1	2,7	2,9
BNP, dagkorrigerat		1,0	1,3	2,5	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	2 894	0,3	1,1	2,6	2,9
Offentlig konsumtion	1 695	1,2	0,9	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 604	-1,1	2,0	4,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	23	0,3	0,3	0,2	0,2
Export	3 463	2,3	2,2	4,1	4,1
Import	3 287	1,7	3,2	4,1	4,1
Arbetslöshet (%)		8,4	8,8	8,6	8,3
Sysselsättning		-0,6	0,1	0,0	0,6
KPI		2,8	0,6	1,2	1,8
KPIF		1,9	2,6	1,8	1,8
KPIF exkl. energi		2,6	2,8	1,9	1,8
Timplöneökningar		4,1	3,7	3,5	3,4
Hushållens sparkvot, %		15,5	15,0	14,7	13,7
Real disponibel inkomst		0,7	2,6	2,4	1,8
Bytesbalansen, % av BNP		6,0	6,0	5,5	5,0
Budgetsaldo, mdr SEK		-104	-94	-101	-95
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,5	-1,0	-0,9	-0,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		33,8	34,2	34,5	35,1

Finansiella prognoser	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	2,00	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	2,09	1,85	1,85	1,85	1,90	2,10
10-års ränta	2,44	2,62	2,78	2,90	2,95	3,00
10-års räntedifferens mot Tyskland	-31	-18	-12	-10	-25	-30
USD/SEK	9,62	8,97	8,62	8,60	8,43	8,50
EUR/SEK	11,18	10,85	10,60	10,40	10,20	10,20
KIX	119,5	114,8	111,3	109,5	108,3	114,3

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	276	0,4	0,8	1,3	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	141	-0,4	-0,2	0,7	1,4
Offentlig konsumtion	72	1,7	-0,5	-0,5	-0,3
Bruttoinvesteringar	61	-5,0	0,0	3,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	-0,1	0,0	0,0
Export	116	1,7	3,5	3,0	3,0
Import	114	-1,0	1,0	2,5	2,7
Arbetslöshet (%)		8,4	9,3	9,0	8,6
HIKP		1,0	1,6	1,4	1,8
Timplöneökning		3,0	3,0	2,8	2,6
Bytesbalans, % av BNP		0,2	0,2	0,0	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-4,5	-4,0	-3,5	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		82,1	84,5	86,0	87,5

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr NOK	2024	2025	2026	2027
BNP	5 197	2,1	0,5	1,1	1,6
BNP (fastland)	4 050	0,6	1,7	1,5	1,6
Hushållens konsumtionsutgifter	2 051	1,4	2,8	2,7	2,9
Offentlig konsumtion	1 184	2,4	1,9	2,2	1,7
Bruttoinvesteringar	1 143	-1,4	0,2	0,8	1,7
Lagerbidrag i % av BNP	111	-0,3	0,0	0,0	0,0
Export	2 468	5,2	-0,7	0,9	-0,2
Import	1 037	4,3	1,4	-0,1	0,7
Arbetslöshet (%)		4,0	4,6	4,4	4,1
KPI		3,1	3,0	2,2	2,1
KPI-JAE		3,7	3,0	2,3	2,1
Årslöneökningar		5,6	4,4	3,9	3,6

Finansiella prognoser	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Folioräntan	4,25	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25
10-års ränta	3,92	3,95	4,00	4,00	4,15	4,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	117	115	110	100	95	90
USD/NOK	10,19	9,75	9,43	9,50	9,42	9,42
EUR/NOK	11,83	11,80	11,60	11,50	11,40	11,30

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr DKK	2024	2025	2026	2027
BNP	2 927	3,5	1,8	2,5	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	1 276	1,1	2,6	3,9	4,1
Offentlig konsumtion	672	1,0	-0,3	2,1	2,0
Bruttoinvesteringar	683	3,3	-3,6	5,8	7,2
Lagerbidrag i % av BNP	-4	-0,5	-0,7	0,2	0,0
Export	2 078	7,1	0,9	3,4	3,5
Import	1 778	4,2	-0,5	5,7	5,8
Arbetslöshet (%)		6,7	6,2	5,4	4,6
HIKP		1,4	1,8	1,9	1,9
Timplöneökning		4,0	3,7	3,9	4,5
Bytesbalans, % av BNP		12,0	11,0	9,0	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,5	3,0	3,5	3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		29,0	28,0	27,0	25,0

Finansiella prognoser	21-aug	dec-25	jun-26	dec-26	jun-27	dec-27
Styrränta	1,60	1,35	1,35	1,35	1,60	1,60
10-års ränta	2,59	2,60	2,70	2,80	3,00	3,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	-16	-20	-20	-20	-20	-20
USD/DKK	0,00	6,16	6,06	6,16	6,16	6,21
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	78	2,8	2,7	3,1	2,1
Hushållens konsumtionsutgifter	44	3,5	3,0	5,7	-0,2
Offentlig konsumtion	15	1,4	0,5	0,1	0,1
Bruttoinvesteringar	18	-1,3	5,5	4,0	3,0
Export	58	2,1	3,5	3,0	2,9
Import	54	2,4	4,0	4,5	1,2
Arbetslöshet (%)		7,1	7,0	6,8	6,7
HIKP		0,9	3,7	3,4	2,7
Löner		10,4	8,5	7,8	7,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,3	-2,3	-2,8	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,2	41,7	44,2	46,1

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	40	-0,4	1,3	1,9	2,3
Hushållens konsumtionsutgifter	24	0,5	0,8	1,6	2,0
Offentlig konsumtion	9	7,6	3,2	2,5	1,9
Bruttoinvesteringar	9	-6,7	5,8	5,2	4,5
Export	26	-1,6	2,3	2,5	2,7
Import	27	-2,3	5,1	3,5	3,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,8	6,6	6,4
HIKP		1,3	3,8	2,2	2,4
Löner		9,7	7,4	6,8	6,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,8	-3,0	-3,0	-2,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		46,8	47,9	49,1	50,2

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2024, mdr EUR	2024	2025	2026	2027
BNP	40	-0,3	1,2	2,5	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	21	-0,3	0,4	1,8	2,5
Offentlig konsumtion	8	0,3	0,5	1,0	0,3
Bruttoinvesteringar	10	-6,9	3,2	3,0	4,0
Export	30	-1,2	3,8	4,5	5,0
Import	30	0,4	2,5	3,0	3,5
Arbetslöshet (%)		7,6	7,9	7,3	6,7
HIKP		3,7	5,2	3,2	2,8
Löner		8,1	6,5	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,7	-1,8	-2,2	-2,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		23,6	25,8	27,5	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	Christopher Flensburg Tema: Vattenstress +46 73 521 64 23
Pia Fromlet Euroområdet +46 70 739 32 66	Dainis Gaspuitis SEB Riga Lettland +371 67779994	Gustav Helgesson Storbritannien Tema: Statsfinanser +46 8 506 231 67
Jussi Hiljanen Räntemarknaden +46 8 506 231 67	Olle Holmgren Sverige Tema: Konsumtion +46 70 763 80 79	Johan Javeus Tema: Stablecoins +46 70 763 79 95
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 +44 207 246 46 42	Amanda Sundström Räntemarknaden +46 70 462 20 17	Thomas Thygesen SEB Köpenhamn Aktier, Danmark +45 214 796 56
Eugenia Victorino Kina, Indien +65 650 50 583	Marcus Widén Makroprognoser +46 70 639 10 57	

Denna rapport publicerades den 26 augusti 2025.
 Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 21 augusti 2025.

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

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

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

SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i fler än 20 kontor världen över med cirka 15 500 medarbetare. Den 30 juni 2025 uppgick koncernens balansomslutning till 4 110 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 774 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

