



Innehåll

Maj 2025

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Global handel	13
Räntemarknaden	16
Valutamarknaden	17
Tema: Valuta – fokus på kronan och dollarn	18
Aktiemarknaden	21
Tema: Ny geofinansiell värld	22
USA	25
Japan	28
Kina	29
Indien	31
Emerging markets	32
Euroområdet	34
Tema: Fragmenterad energiomställning	37
Storbritannien	40
Norden	42
Sverige	43
Norge	47
Danmark	49
Finland	51
Baltikum	52
Litauen	53
Lettland	54
Estland	55
Nyckeltal	56
Kontaktuppgifter	61



Tullar och osäkerhet bromsar världen

De 100 första dagarna med president Trump i Vita huset har varit dramatiska. Det var väntat med en rivstart på den nya mandatperioden och med en aggressiv hållning i både utrikespolitiska frågor och den ekonomiska politiken. Ändå lyckades vi bli överraskade av den kanonad av utspel, förändringar, hot, tullar, påhopp och reträtter som vi sett sedan installationen den 20 januari. USA, Vita huset och Donald Trump har dominerat nyhetsflödet och åsikterna om hans politik är som vanligt polariserade. Hans anhängare ser en president som med kraft och energi levererar på utställda vallöften och rättar till omvärldens oförrätter. Hans kritiker ser en slarvig och ologisk politik som sänker ekonomin, åsidosätter demokratiska principer och ökar den globala osäkerheten.

För den ekonomiskt intresserade har det varit bråda dagar. Allra mest fokus ligger på det pågående tull- och handelskriget. Efter många turer med införande, tillbakadragande och pausande av tullar, har USA i skrivande stund en "grundtull" på 10 procent mot de flesta länder och hisnande 145 procent mot Kina. Sedan finns det undantag med både högre och lägre tullar för vissa varugrupper. Betydligt högre tullar, som Trump kallar "ömsesidiga" (reciprocal), ligger på is för tillfället men kan återinföras när en 90-dagars paus tar slut i sommar. Förhandlingar pågår för att sluta andra avtal men tiden är knapp och ingen vet om dessa avtal blir av eller hur de kommer att se ut.

Den förvirring som råder kring tullar, handel och globala relationer påverkar i hög grad de ekonomiska utsikterna. Osäkerheten gör investeringsbeslut svårare och både företag och hushåll försiktigare. Handel och efterfrågan påverkas negativt och utsikterna för den globala tillväxten skrivs ned. USA ser i nuläget ut att drabbas mest i form av både minskad tillväxt och ett uppåttryck i inflationen. men effekterna är osäkra och prognoserna kan i den här miljön ändras snabbt. På

längre sikt ställs också allvarliga frågor om hur den finansiella och ekonomiska världsordningen ska se ut. Sviktande omvärldsförtroende för den amerikanska politiken har lett till ett ifrågasättande av både den amerikanska dollarn som världens reservvaluta och av amerikanska statsobligationer som det finansiella systemets säkraste tillgångar.

Vid sidan av handelskrigets epicentrum, konflikten mellan USA och Kina, har även Europa fått mycket att fundera på. Tillväxten bromsas av tullkriget men kan få stöd av stora investeringsbeslut. Framför allt är det försvarssektorn som ska byggas upp nu när alliansen med USA försvagas och en osäkrare världsordning växer fram. I Sverige har hushållen fortsatt att hålla lite hårdare i plånboken än vad tillväxten skulle behöva. Vi har sett en viss konsumtionsökning, stöttad av stigande reallöner och lägre räntor, men köpviljan hålls fortfarande tillbaka av osäkerhet, höga priser och skakiga marknader. Vi drar därmed ned vår prognos för svensk tillväxt men bedömer fortfarande att det finns bra förutsättningar för en acceleration under andra halvåret.

Sammantaget är det ett osedvanligt ovisst, intressant och spännande ekonomiskt läge och vi ser fram emot att fortsatt bevaka och diskutera det tillsammans med er.

I denna utgåva av *Nordic Outlook* bjuder vi även på fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Global handel
- Valutor – dollar och kronan i fokus
- En ny geofinansiell värld
- Fragmenterad energiomställning

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson

Chefsekonom

Daniel Bergvall

Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 25

Höjda tullar och osäkra spelregler ger en tydlig inbromsning i ekonomin i år och nedåtrisker även på längre sikt. Riskerna från USA:s ohållbart höga underskott i budgeten ökar när förtroendet urholkas av en oförutsägbar administration.

Kina | sid 29

Mycket höga USA-tullar och större utmaningar med att styra om exporten hotar tillväxtstrategin, men en mer expansiv finanspolitik och andra insatser för att stärka inhemsk efterfrågan gör att tillväxtinbromsningen mildras.

Euroområdet | sid 34

Återhämtningen fortsätter, men osäkerheten är stor. USA-tullarna drar ner tillväxten men ökade investeringar och försvarssatsningar ger tillväxtkraft på sikt. Inflationsnedgången gör att ECB kan fortsätta att sänka räntan.

Storbritannien | sid 40

Ekonomin är nära stagnation och inflationen överstiger målet hela 2025. Bank of England balanserar mellan tillväxtstödjande räntesänkningar och inflationsbekämpning, och sänker styrräntan gradvis i år.

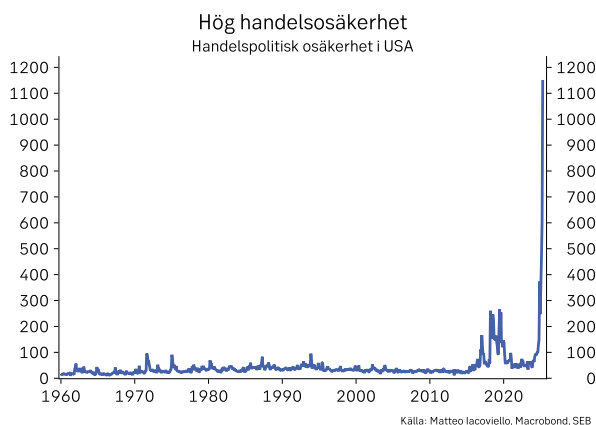


Internationell översikt

Tullkriget ger svag global konjunktur

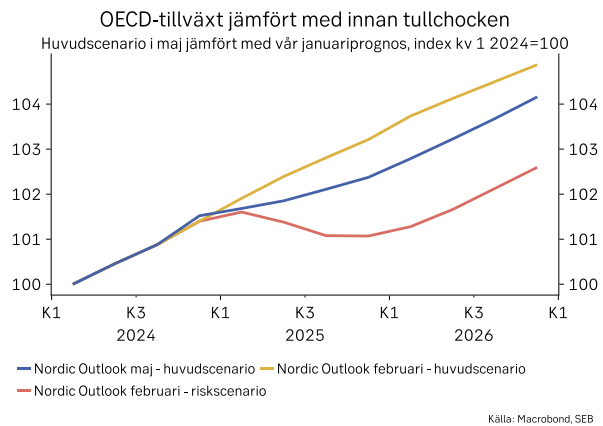
Tillväxtförutsättningarna var relativt goda när 2025 inleddes men Vita husets politik har radikalt förändrat förutsättningarna för tillväxt och marknader. Osäkerheten är politiskt påtvingad och får företag, hushåll och finansmarknader att tveka. Det ger lägre tillväxt, volatila marknader och svagare dollar. Global BNP-tillväxt hamnar strax under 3 procent 2025 och 2026; USA och Kina drabbas hårdast men tillväxtmässiga och finansiella spridningseffekter når hela världen. Finanspolitiska stimulanser gör att Europa klarar sig bättre och centralbanker fortsätter att sänka styrräntorna.

Politisk osäkerhet präglar prognosmiljön. Den regelbaserade världsordningen, handelspolitiskt och ekonomiskt, är i gungning. Tullar och geopolitik – och den osäkerhet som omgärdar dessa – styr sentiment, prognoser och marknader. Oförutsägbara och svårtolkade utspel och beslut från Vita huset ger ett ovanligt osäkert läge och global ekonomisk-politisk dragkamp. Handelskriget är utan vinnare och priset för tullpolitiken och osäkerheten stiger ju längre tid som går.



Inbromsning, men ingen tull-recession. Trumps tullutspel i april förändrade läget radikalt. Globala tillväxtutsikter försämrades nu tydligt, bland de stora ekonomierna främst för USA och Kina. Effekterna på euroområdet är mer begränsade. Nedrevideringen för vår BNP-prognos p g a tullar 2025 och 2026 är totalt ca 1,5 procent för USA, hälften så mycket för Kina och ett par tiondelar för euroområdet. Förtroendet för USA:s

ekonomi och politik, nationellt och globalt, faller och en stor negativ tillväxteffekt beror på ekonomisk-politisk risk och osäkerhet; stora delar av nedrevideringarna tas därför inte tillbaka om tullnivåerna sänks. Global tillväxt hamnar strax under 3 procent per år 2025-2026, vilket är låga siffror i ett historiskt perspektiv. USA-tillväxten tvärnitar i år och balanserar på randen till recession; tillväxttakten 2025-2026 halveras jämfört med Nordic Outlook Februari. Kina når inte det politiskt satta tillväxtmålet på 5 procent, och ekonomin växer troligen svagare än vad officiell statistik visar. Euroområdet klarar sig bättre tack vare tyska finanspolitiska stimulanser. Nuvarande prognos för OECD-ekonomierna är halvvägs ner mot vårt negativa alternativscenari i februari och nedåtriskerna har ökat (se riskscenarier på sida 9).



Kampen mellan de stora blocken. Det är tydligt att USA och Kina befinner sig på ekonomisk och säkerhetspolitisk kollisionskurs. Splittringen syns på flera områden: politik, handel och finansiellt (se Tema Ny geofinansiell värld, sid 22). Det har sedan april blivit klart att USA, med Trump i spetsen, inte drar sig för i alla fall kortsiktiga ekonomiska och finansiella motgångar. Förhandlingspausen visar dock att Trump inte är tondöv för marknadens reaktioner och varningar från vissa inflytelserika personer. På det ekonomiska planet är USA:s problem med stort handelsunderskott mer komplicerat än vad tullar kan lösa. Konsumtions-, investerings- och sparobalanser skapar globala spänningar som är svåra att hantera på kort sikt (se Tema Global handel, sid 13). Mellan dessa jättar ska EU navigera, en region vi tror både USA och Kina vill ha på sin sida. Med rätt politik kan EU bli en relativ vinnare.

Allvarligt handelskrig. Ekonomins och marknadens betydelse på Trumps drygt 100 första dagar är minst sagt mediokert och de senaste årens så kallade USA-exceptionalism är över. Börser har fallit, räntemarknader har skakats om och osäkerhetsmått som VIX (volatilitetsindex) har periodvis skjutit i höjden.

Förtroendet för USA:s ekonomi är skadat vilket visar sig i att dollarn handlats kring sin lägsta nivå på tre år, trots högre räntor. Det aktualiserar frågan om USA:s statspapper som en riskfri tillgång. Vi väntar oss en fortsatt nyhetsstyrd och volatil finansmarknad, svagare dollar och lägre centralbanksräntor.

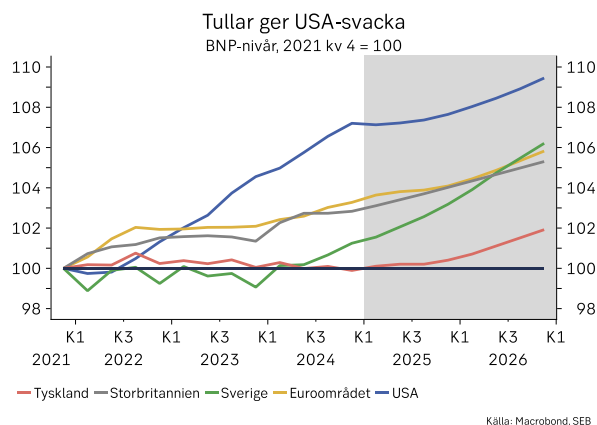
Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
USA	2,9	2,8	1,1	1,3
Japan	1,5	0,1	0,8	0,8
Tyskland	-0,3	-0,2	0,2	1,1
Kina	5,4	5,0	4,2	4,0
Storbritannien	0,4	1,1	0,9	1,2
Euroområdet	0,4	0,9	1,0	1,2
Norden	0,3	1,7	1,6	2,1
Sverige	-0,1	1,0	1,6	2,9
Baltikum	0,3	1,2	2,2	2,4
OECD	1,7	1,8	1,3	1,4
Emerging markets	4,8	4,4	3,9	3,8
Världen, PPP	3,5	3,2	2,8	2,8

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

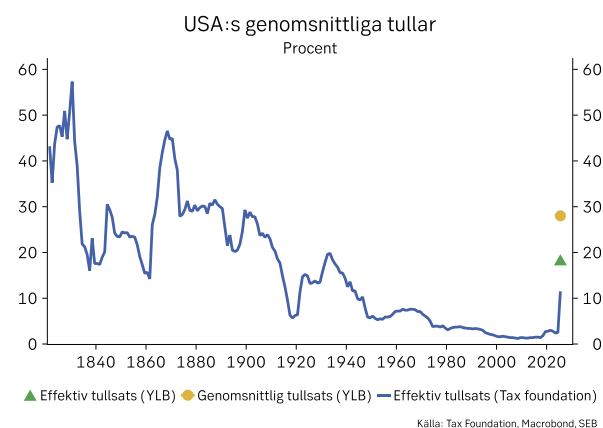
Vad är målet med tullpolitiken? Tullar är ett multiverktyg för Trump med många användningsområden; migration, handel, minska inflödet av droger, öka federala inkomster, minska handelsunderskottet och få hem produktion till USA. Till det kommer mål som att säkerställa att strategiska varor faktiskt produceras på hemmaplan, även om det verkar svåruppfyllt i dagens specialiserade värld. Det talar sammantaget för en hög tullnivå, även efter förhandlingar. Givet Trumps historik med att bryta ingångna avtal så talar det även för att osäkerhet kommer att finnas kvar, även om nya handelsavtal sluts.



Hur höga tullar? Den genomsnittliga tullsatsen på USA-importen ligger för närvarande på knappt 30 procent.

Så höga tullar har vi inte sett på över 100 år (effektiva tullar ligger något lägre). De så kallade "reciproka" ("ömsesidiga") tullarna, och de extrema Kina-tullarna omöjliggör i princip handel, vilket med tanke på global specialisering inte fungerar i längden. I denna prognos antar vi att USA:s generella 10-procentiga tull i stort sett ligger fast – inkomsterna ska delfinansiera skattesänkningar. Vissa sektorer får en högre nivå (upp till 25 procent), men vi lär också få se ett antal undantag. Vissa länder, framför allt Kina, lär också få högre generella tullar än andra.

Tullarna får inte bara negativa kortsiktiga tillväxt-effekter. Förutom effekterna i närtid på handel, tillväxt och finansmarknader är tullar även skadliga för tillväxten på medel och lång sikt. Brist på förutsägbarhet gör det svårt, om inte omöjligt, för företag att planera, handelssystemen stöps om, konkurrensen minskar och innovationer dämpas. Företagens fokus blir att få så låga tullar som möjligt snarare än att effektivisera produktionen.



Allt kan inte förhandlas på 90 dagar. Att förhandla fram handelsavtal under 90-dagarspausen till början av juli är en utmaning, sådana processer tar normalt flera år. Vi antar att det handlar om att ge tillräckliga förbättringar för USA för att Trump ska kunna utropa en seger. För USA och Kinas del kan en väg framåt vara att länderna successivt undantar tullar på vissa varor vilket till slut kan ge en miljö god nog för att nå ett avtal.

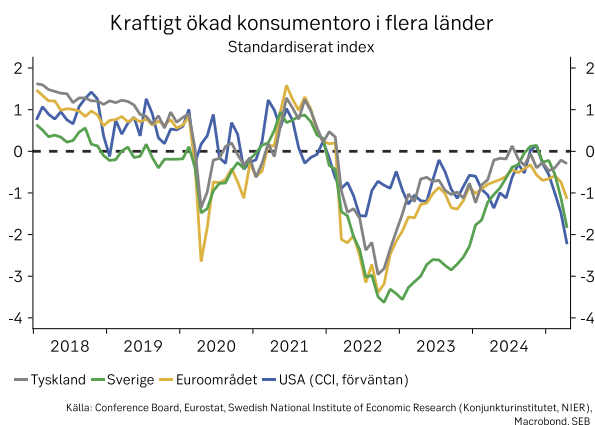
Det finns ljusglimtar, trots allt. Förhandlingar pågår och vi tror att nya handelsavtal kommer att slutas, med lägre tullsatser. Hushåll och företag har de senaste åren byggt upp en stor kriserfarenhet och anpassningsförmåga för oförutsägbare händelser. Förhandlingar pågår även i olika konflikter, som mellan Ukraina – som nyligen skrivit under ett mineralavtal med USA – och Ryssland. Dollarförsvagningen är en del i att rebalansera världsekonomin, även tyska (och europeiska) stimulanser är rätt steg i den riktningen. Arbetsmarknaderna i USA och Europa har varit relativt motståndskraftiga och många

konsumenter är i startgroparna efter att räntor och inflation fallit. Många länder tar fram planer för att öka produktiviteten vilket blir avgörande för tillväxtkraften på sikt.

Inte bara tullsatserna avgör. Tullnivån och hur stor del av ett lands handel som påverkas av tullarna är viktiga faktorer. Men även frågor som priskänslighet och möjlighet att byta leverantörer eller varor spelar stor roll. De modellskattningar som bl a IMF och tyska Kiel-institutet gjort pekar tydligt på att USA och Kina drabbas värst, men alla drabbas till viss del. Skillnaderna förklaras av att all USA-import (förutom undantagna produkter) påverkas, medan det för andra länder "bara" är exporten till USA. Det är troligen orsaken till att många länder valt att inte införa svars-tullar. Förhandlingar framöver kommer sannolikt att ge lägre tullnivåer än i dagsläget i och med att det är länder som inför tullar som mest att förlora.

Långsiktiga problem i skuggan av handelskriget.

Fokus är i dagsläget på handelsrelationer, tullar, tillväxteffekter och hur marknader reagerar. Men vid sidan av dessa frågor påverkas vi lika mycket som förr av stora strukturella omställningar där politiken och länders agerande är i förändring. Den gröna omställningen möter med- och motgångar. USA har (igen) lämnat Parisavtalet men säkerhetspolitiska skäl och fallande pris för förnybar energi talar för att processen fortsätter på andra håll (se Tema Fragmenterad energiomställning). Demografiska utmaningar ökar och teknologiomställningen skapar både oro och möjligheter för arbetsmarknad och produktivitet.



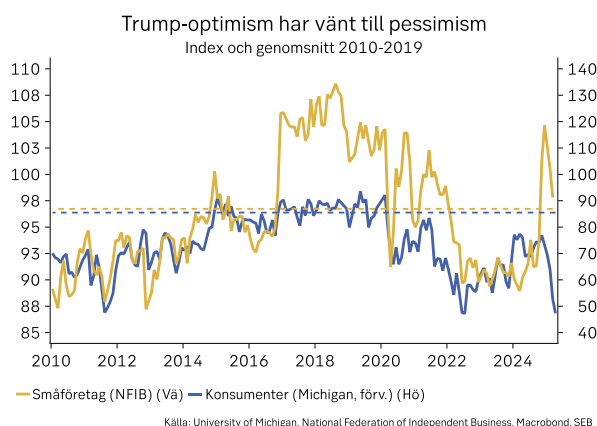
Tullkriget ger syrefattig global konjunktur

När 2025 inleddes såg förutsättningarna för hushållen bättre ut än på länge men konsumtionsåterhämtningen är nu satt i pausläge. Oro för det allmänna ekonomiska läget har fått konsumentförtroendet att falla. Men positiva drivkrafter finns kvar; inflation och räntor har vänt ner i många länder, realinkomsterna stiger igen,

sparandet ligger på en hög nivå och arbetsmarknaden är, trots en viss försvagning, motståndskraftig. Vi väntar oss en svagare och senarelagd konsumtionsuppgång. När osäkerheten för tullkriget minskar väntas konsumtionen växla upp, om än med viss fördröjning.

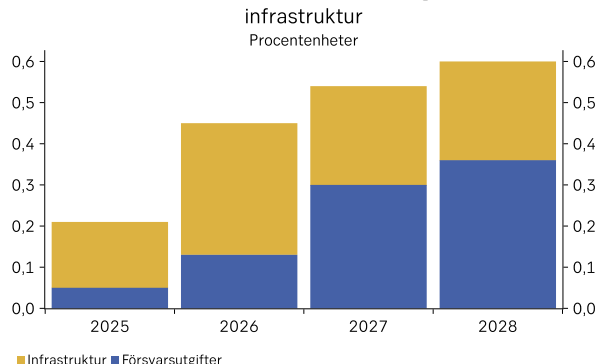
USA bromsar in rejält när kostnaderna för hushåll och företag ökar.

Synen på USA har svängt om och de senaste årens USA-exceptionalism, med hög tillväxt och stark börs och dollar, bedöms vara förbi. Ekonomin bromsar in till följd av politiken, inte underliggande svagheter. Indikatorer har försvagats och orderläget försämrats. Olika typer av transportdata som containertrafik pekar på en kraftig tulldriven importinbromsning. Svagare konsumtion och investeringar ligger bakom tillväxtrevideringen när osäkerhet, höga priser och räntor samt finansiell osäkerhet pressar hushåll och företag. Även om en del företag kommer att investera mer i USA betraktas landet inte längre som en lika attraktiv destination för finansiellt kapital. Tullar gör att kärninflationen stiger till som mest 3,5 procent; Fed lättar trots det på penningpolitiken. BNP föll under första kvartalet och tillväxten revideras ned, från 2,4 respektive 1,9 procent för 2025 och 2026 till en tillväxt på strax över 1 procent per år.



Europa en vinnare, till slut? Två krafter drar regionen i olika riktningar. Å ena sidan gör handelsberoendet att regionen tyngs av tullar och osäkerhet. Å andra sidan ger tyska beslut om att lätta på skuldbromsen och öka infrastrukturinvesteringar, ihop med europeiska säkerhetspolitiska satsningar, stöd från finanspolitiken. De negativa tulleffekterna påverkar både 2025 och 2026, men motverkas av en mer expansiv finanspolitik från och med 2026. I dragkampen mellan USA och Kina kan EU hamna i vinnarhålet, men samtidigt blir det inte lätt för EU att balansera mellan dessa starka viljor.

Tyskland: Tillväxteffekter av ökade satsningar på försvar och infrastruktur



Källa: Macrobond, SEB

Kina drabbas hårt av tullkriget. Det är tydligt att Kina, som svarat med mottullar, är i fokus för USA:s politik, både ekonomiskt och strategiskt. Utmaningarna är stora när tullar hotar exporten som tillväxtmotor samtidigt som problemen på fastighetsmarknaden kvarstår och den inhemska efterfrågan är fortsatt svag. Inga större reformer väntas på det inhemska planet. En måttlig valutadevalvering och diversifiering av exporten minskar handelschocken och kompenserar nedgången till viss del. Tillväxten når inte Pekings mål på 5 procent utan faller ner mot 4 procent 2025 och 2026.

Risker överväger på nedsidan

Vi reviderar ned tillväxten i vår huvudprognos och vi ser nu större risker på nedsidan än på uppsidan. Ett negativt tillväxtscenario kopplar vi främst till USA-politiken. Vi har sett hur tullar, osäkerhet och volatilitet lett till oro på finansmarknader, delvis med frågetecken kring dollarns ställning, USA:s höga börsvärdering och om statsupplåningen är hållbar. En negativ dominoeffekt från tullar och finansiell oro till tillväxt skulle kunna få nedgången att bli allvarigare, och med globala spridningseffekter som följd.

Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2023	2024	2025	2026
Huvudscenario	1,7	1,8	1,3	1,4
Negativt scenario			0,5	-0,1
Positivt scenario			1,9	2,4

Källa: SEB

Stimulanser och avregleringar. Det finns delar av Trumps politik som är tillväxtvänliga, exempelvis avregleringar och vissa skattesänkningar. Om tullförhandlingarna till slut leder till lägre tullar jämfört med "Liberation Day" och om den globala osäkerheten kan läka, samtidigt som europeiska stimulanser får större positiva effekter än vi väntar oss, kan tillväxten överraska på uppsidan. Tar Kina samtidigt tag i sina

strukturproblem kan läget förbättras ytterligare. Uppåtpotentialen är dock mer begränsad på grund av redan ansträngda arbetsmarknader.

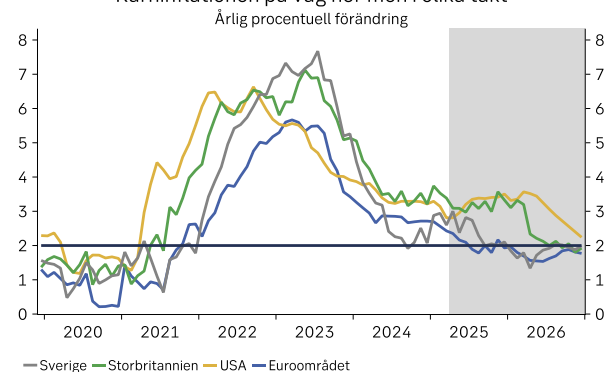
Deflationistiska krafter överväger

Inflationsutvecklingen varierar kommande år, beroende på land och tidshorisont. Tulleffekter på varupriser är den dominerande nya pusselbiten när vi på flera andra håll ser fortsatta steg i rätt inflationsriktning.

Tullar ger stora skillnader i inflation mellan USA och euroområdet.

Euroområdets inflation når 2 procent i mitten av i år när löneökningarna, det tidigare inflationsproblemet, bromsar in. Den stora skillnaden, och det som bryter USA:s inflationsnedgång, är den varuinflation som uppstår när importen beläggs med tullar. Denna effekt blir tydlig när vi jämför våra prognoser för varor och tjänster mellan USA och euroområdet där USA:s varuinflation rör sig uppåt 7 procent som högst.

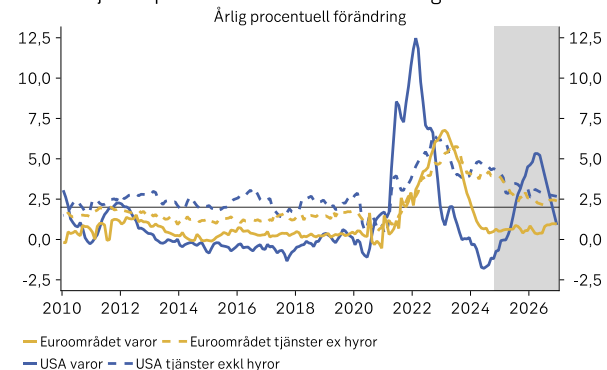
Kärninflationen på väg ner men i olika takt



Källa: Macrobond, SEB

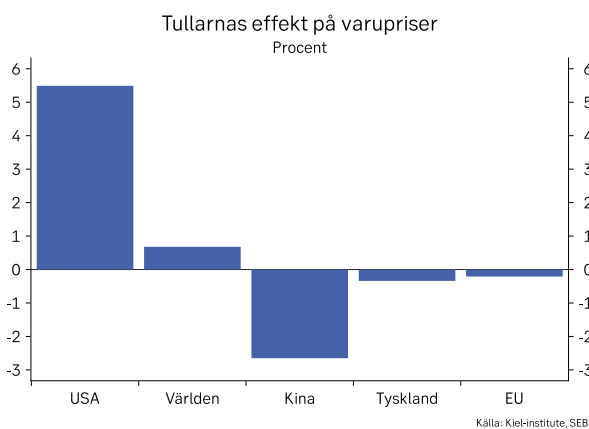
USA-tullar ger inflationsimpuls, för USA. USA står för en stor del av global slutlig konsumtion (se Tema Global handel, sid 13) och är inom många områden beroende av varuimport. Med högre tullar blir det svårt för företag att undvika prishöjningar, en effekt liknande moms, men bara på import. Därtill kan priset på icke-tullbelagda och inhemska producerade varor öka om företag ser att de kan passa på. Att ekonomin bromsar in och efterfrågan minskar ger en viss motverkande effekt.

Tjänstepriser fortsatt över historiska genomsnitt



Källa: Macrobond, SEB

Deflationistiska tulleffekter för de flesta. För resten av världen är tulleffekten en dragkamp mellan olika krafter. Länder som inte inför mottullar får ingen direkt prishöjande effekt. I stället bedömer vi att flera länder kan få en lätt dämpande effekt på inflationen när global efterfrågan bromsar in samtidigt som överkapacitet och tidigare USA-export från Kina och Sydostasien nu ska hitta andra marknader. Denna slutsats är i linje med internationella organisationers försök att uppskatta effekterna av USA-tullar, även om man i en komplex ekonomisk miljö ska ta sådana modellskattningar med en stor nypa salt. Till det finns återhållande effekter som en svag dollar, lägre energipriser och potentiell effektivisering och produktivitetssökning från AI.



Underskattas spridningseffekterna? Det finns indikationer på att vissa företag planerar att jämna ut kostnadsökningen från tullar på global basis, d v s resten av världen får delvis kompensera för marginalpress i USA. Det kan handla om att producenter vill sätta ett globalt pris gentemot konsumenter. Vi tror inte att denna effekt kommer att bli avgörande; om vi har fel hamnar inflationsfrågan i Europa i ett något annat läge.

Finanspolitisk åtstramning i pausläge

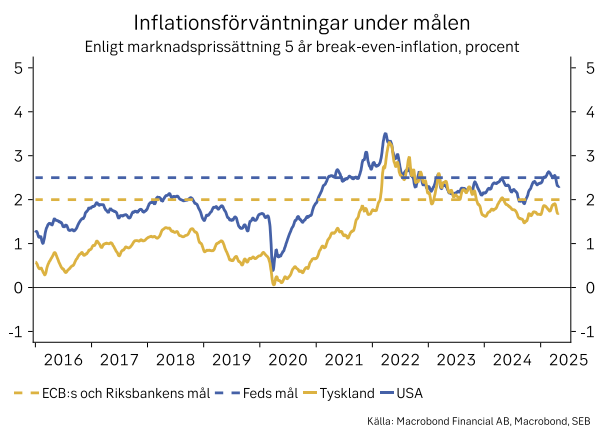
Återkommande kriser och stödpaket, med däremellan endast måttliga konsolideringar, gör att offentliga underskott och skulder i många fall redan är höga och pressas ytterligare av stigande räntor. Politik och realiteter gör att åtstramningar skjuts upp. Vi räknar inte med en skuldcris, men vi kommer att få episoder med marknadsnervositet, vilket begränsar politiken.

Svag stimulans i USA. Trumps agenda omfattar bl a satsningar på gränsbevakning, deportationer och sänkta skatter. Framför allt skatteagendan blir svår att finansiera, trots tullar och DOGE/Musks sparförsök. Trumps finansiering innehåller en del förhoppningar och det finns en risk för ökade underskott, vilket bidrar till högre räntor och svagare dollar.

Euroområdet: Investeringar och försvar. Kriget i Ukraina, spänningarna mellan EU och USA och det tyska valet med ny koalitionsregering ger mindre fokus på åtstramning, och mer på finanspolitiska satsningar och reformer. Ett ansträngt finanspolitiskt läge och en i vissa länder svår politisk balansgång med sköra regeringar, som i Frankrike, gör att det framför allt är Tyskland som stimulerar. Underskottet ökar svagt i regionen som helhet och politiken är måttligt expansiv. Regionen lider inte av brist på kapital, men i viss mån på brist av självförtroende. När offentligfinansiella muskler inte finns måste regionen komma samman, effektivisera kapitalmarknader och skapa incitament för privat kapital för att investeringar och tillväxt ska växla upp.

Komplex läge för centralbanker

Centralbankerna möter ökad komplexitet och tvingas navigera i ett förändrat ekonomiskt och politiskt landskap. Även om inflationen har fallit tillbaka ligger den i många länder fortfarande över målet. Det väcker viss oro för mer varaktigt ändrade prisbeteenden. Inflationsoron har också ökat, även om över lag stabila inflationsförväntningar ger penningpolitiskt manöverutrymme. Vår bedömning är att räntepolitiken – i bland annat USA och Europa – har goda möjligheter att stötta tillväxt och arbetsmarknad genom ytterligare räntesänkningar under 2025 och 2026.



Feds prognosförmåga och beslutsprocess utmanas

av Vita husets politik. Feds prognosförmåga och penningpolitik försvåras av Vita husets kaotiska process inom handel, immigration, avregleringar, besparingar och finanspolitik – med osäkra effekter för USA och resten av världen. Att Trump ger uttryck för att vilja "politiserar" Fed är djupt problematiskt. Det ger stöd till debatten om huruvida ett amerikanskt statspapper fortsatt kan betraktas som en för världen i det närmaste helt riskfri tillgång.

De strukturella förutsättningarna för penningpolitiken ändras också i grunden och utmanar central-

bankernas bedömningar av nivån på neutrala räntan, dvs riktmärket för att bedöma om politiken är expansiv eller åtstramande. Geofinansiell fragmentering, ökad protektionism och osäkerhet om globalt samarbete påverkar produktivitetstillväxten, investeringarna och kapitalflödena. Om tillväxtpotentialen försämras på sikt i handelskonflikternas spår, sänks också jämviktsräntan. Om politiken å andra sidan är inflationistisk, så höjs den neutrala räntan. Det gör att jämviktsräntan som riktmärke är än mer svårtolkat och svårt att använda i nuläget.

Globala finansiella stabilitetsrisker har ökat under våren enligt bedömningar från t ex IMF i en miljö med fortsatt höga tillgångspriser, stagnerande ekonomisk tillväxt och därmed sämre lönsamhet, höga offentliga skulder och risk för stigande långräntor. Förtroendeproblem kring statsfinansiell uthållighet i länder med hög offentlig skuldsättning – som vi har sett i exempelvis Storbritannien, Frankrike och i viss mån USA – har skapat kraftiga ränteuppgångar som stressar systemen. En oroande trend i sammanhanget är att Vita huset idag tycks nedprioritera internationellt samarbete som är viktigt för att värna global finansiell stabilitet.

Besvärligt dilemma för Fed, ECB sänker under neutral nivå. Inflationssimpuls och stigande arbetslöshet skapar ett dilemma för Fed. Att inflationssimpulsen kommer från en utbudseffekt (tullar) och inte efterfrågan gör att Fed, enligt vår bedömning, ser inflationsuppgången som tillfällig och med liten risk för spridningseffekter till löner och andra priser. Vi tror att Fed sänker räntan tre gånger per år 2025 och 2026, något mer än i vår förra prognos. Trump pressar Fed och vill se lägre ränta; vi tror att Fed behåller sitt oberoende, att ordförande Powell sitter kvar och att räntepolitiken sköts från Fed och inte Vita huset. Gradvis lägre inflation och en måttlig återhämtning med negativa tillväxtrisker gör att ECB sänker räntan tre gånger till i år till 1,50 procent. Nivån är under det som vi ser som neutral.

Planerna kan snabbt förändras. En turbulent miljö gör att centralbanker snabbt kan behöva ändra planerna. Stora rörelser för räntor, valutor och börs, samtidigt som många länder behöver emittera stora mängder obligationer kan skapa en miljö där centralbanker behöver rycka in för att stabilisera marknader. Det gör att vi inte ska avskriva något i centralbankernas verktygslåda kommande år som räntepaus, snabbare sänkningar eller att obligationsköp påbörjas eller avslutas.

Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	30 apr	2025	2026
Federal Reserve	4,50	3,75	3,00
ECB*	2,25	1,50	1,50
Bank of England	4,50	3,75	2,75
Norges Bank	4,50	4,00	3,50
Riksbanken	2,25	2,00	2,00

* Inlåningsränta Källa: SEB

Långräntor: Motstridiga krafter

Liksom finansmarknaderna i stort så har räntor med längre löptid haft en turbulent start på året med flera krafter som drar i olika riktning. Fortsatta centralbanks-sänkningar, lite fler i denna prognos än tidigare, brukar ge lägre långräntor. Men hög, och i flera fall ökande, statsupplåning ger en motsatt effekt. Höga offentliga skulder och underskott gör att den statsfinansiella risken och osäkerheten är förhöjd vilket ger volatilitet och det är inte osannolikt att centralbanker kan behöva stötta marknaden kommande år.

Mer lånefinansiering i USA och EU. Osäkerheten kring Trumps finanspolitik och skattesänkningar som kan komma att öka underskotten ytterligare, bidrar till högre långa USA-räntor och även en ökad misstro till hållbarheten i politiken. Det gör även att investerare i större utsträckning söker sig till Europa, vilket bidrar till ränteuppgången i USA, och begränsar uppgången för exempelvis tyska räntor. USA:s 10-åriga statsräntor rör sig i ett politik- och nyhetsstyrt intervall på 4,10-4,50 procent kommande månader och mot knappt 5 procent i slutet av 2026. Europeiska och tyska räntor hålls tillbaka av ECB:s räntesänkningar och i viss mån rotation bland investerare till Europa men stiger på ökad statsupplåning. Uppgången för tyska räntor blir måttlig, till knappt 3 procent i slutet av 2026.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	30 apr	Dec 2025	Dec 2026
USA	4,17	4,50	4,80
Tyskland	2,45	2,60	2,80
Sverige	2,31	2,55	2,85
Norge	3,86	3,80	3,95

Källa: Centralbanker, SEB.

Fortsatt dollarförsvagning

Valutamarknaden har rört sig rejält under våren där framför allt dollarn försvagats och alla övriga G10-valutor stärkts. Utvecklingen är både förvånande och väntad. Förvånande i bemärkelsen att vi trodde på

starkare dollar initialt drivet av att USA:s politik skulle skapa allmän osäkerhet men också vara tillväxtvänlig. Väntad i och med att det som ligger bakom dollarns försvagning är just de drivkrafter som vi tidigare pekat på borde vända dollarn åt det svagare hållet.

Synen på USA har svängt om. Kaotisk politik har strukturellt skadat synen på USA:s ekonomi och omsvängningen från tesen om USA:s exceptionalism har bidragit till svagare dollar. Samtidigt har synen på EU och euroområdet svängt om i mer positiv riktning bl a från ökade främsta satsningar på infrastruktur och försvar. Den dollarförsvagning vi sett under våren väntas fortsätta, om än med risk för rekyl. Även om tullnivåer förhandlas ner är förtroendeskadan för USA-ekonomin bestående och synen på dollarn har svängt om långsiktigt. Effekten blir bl a att placerare omallokerar från USA till Europa och att företag i större utsträckning väntas valutasäkra vilket skapar en självförstärkande effekt, omvänt mot den som tidigare sänkt euron men framför allt t ex svenska kronan.

Valutakurser, i slutet av perioden

	30 apr	Dec 2025	Dec 2026
EUR/USD	1,14	1,18	1,22
USD/JPY	143	132	125
EUR/GBP	0,85	0,88	0,91
EUR/SEK	10,97	10,60	10,20
EUR/NOK	11,79	11,55	11,20

Källa: Bloomberg, SEB.

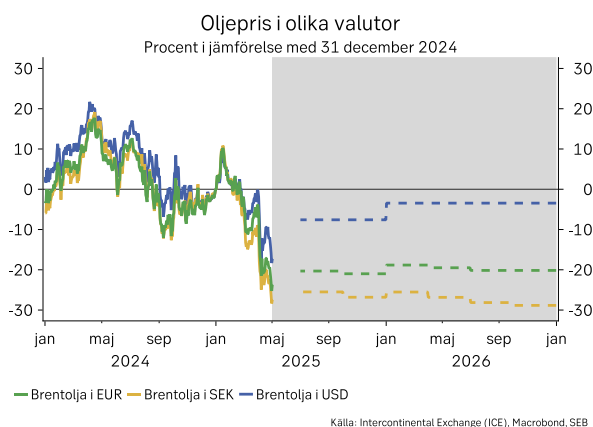
Normalisering mer än svag dollar/stark euro.

Valutarörelsen är rejäl och fortsätter. Samtidigt är det från för dollarn starka nivåer vilket gör att vi ser det mer som en normalisering och rörelse mot jämviktsnivåer. Vår prognos är att EUR/USD går mot drygt 1,20 mot slutet av 2026. Svenska kronan har en lång väg till jämvikt, den stärks i våra prognoser, men blir inte stark. Vi går från historiskt svaga nivåer till mer normala som är i linje med våra modeller; det innebär att EUR/SEK når 10,20 vid slutet av 2026.

Utbud och efterfrågan håller ner oljepriset

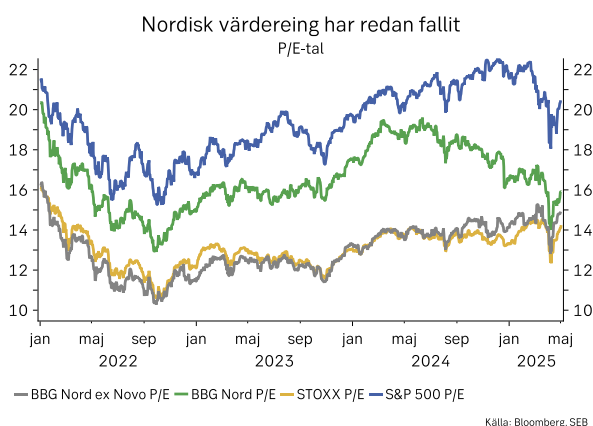
Efter det kraftiga oljeprisfallet i början av april, på några dagar som mest drygt USD 15/fat, så har Brentoljan tagit tillbaka ungefär halva fallet och kostar nu kring USD 65/fat. Nivån i t ex euro och kronor har pressats ner ytterligare av apprecierande valutor. Oljepriset pressas av en kombination av faktorer: svagare efterfrågan till följd av tillväxtoron, produktionsökningar från OPEC+ samt prissänkningar från Saudiarabien. Vår prognos är att oljepriset ligger kring USD 70/fat 2025 och 2026 mätt som årsgenomsnitt. Även naturgaspriset

har fallit. Europeiska gaslager ligger något under det historiska snittet, och klart lägre än för ett år sedan. Att Kina stoppat amerikansk naturgasimport ger en temporär lättnad för Europa.



Aktier: Nedjustering av vinstprognoser

Börsåret har hittills varit turbulent när synen på USA prisats om och oron över negativa effekter av tullkrig har ökat. Från toppen har USA-index fallit mer än i Europa och med en svagare dollar har nedgången i lokala europeiska valutor blivit än större för USA:s börsindex. Vi väntar oss att reviderade vinstprognoser kommer att sätta ytterligare nedåtpress på värderingar, framför allt i USA där P/E-talen fortfarande ligger högt jämfört med perioden 2010-2025. Utsikterna är osäkra men vi ser mer nedsida i USA än i Europa och utsikterna för Norden är snäppet bättre än för resten av kontinenten.



Tema:

Global handel

Stor omställning om världshandelns obalanser ska justeras

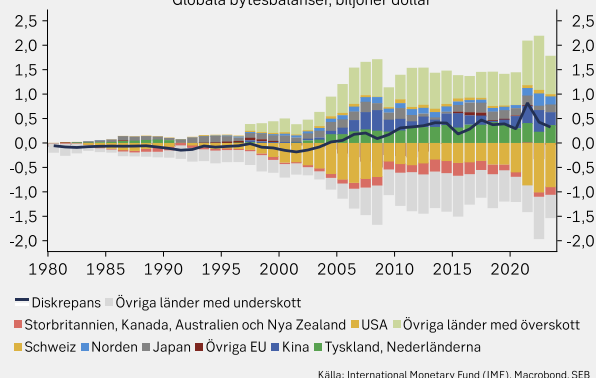
Storleken på de "reciproka" (ömsesidiga) tullar som president Trump annonserat mot omvärlden har, i alla fall i utgångsläget, varit kopplade till hur stora underskott USA har i handeln med olika länder. Denna artikel analyserar hur de globala obalanserna ser ut och diskuterar de bakomliggande drivkrafterna.

USA har underskott mot nästan alla

Även om bytesbalansen innehåller andra delar, som kapitalavkastning, är handel med varor och tjänster över- och underskottens stora drivkrafter. USA har under lång tid haft stora underskott i handeln och USA stod för mer än 60 procent av de globala bytesbalansunderskotten 2023. Efter finanskrisen minskade USA:s underskott på grund av att konsumtion och investeringar föll mer än i andra länder, men som andel av BNP har underskotten förblivit på historiskt höga nivåer. Diagrammet på nästa sida visar bytesbalansen i biljoner (dvs. tusental miljarder) dollar för ett urval av länder.



USA är det stora underskottslandet
Globala bytesbalanser, biljoner dollar

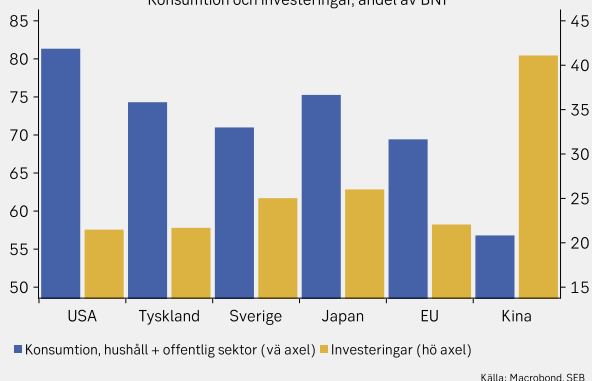


Länder med överskott återfinns i stor utsträckning i Europa och Asien. Störst överskott har Tyskland, men även de nordiska länderna och Schweiz placerar sig högt på listan. Kinas överskott är nästan lika stora som Tysklands. Även Japan tillhör överskottsgruppen. Balanserna för tillväxtekonomierna varierar ganska mycket. Många oljeproducerande länder har överskott och detsamma gäller många exportorienterade tillväxtekonomier i Sydostasien. De flesta fattigare länderna i Asien, Mellanöstern och Sydamerika har dock underskott. Större länder som Mexiko, Indien och Brasilien har relativt små underskott, cirka 1–2 procent av BNP.

Handelsbalansens drivkrafter är mångfacetterade och påverkas av ekonomiska strukturer i respektive land. En egenskap bland flertalet länder med stora överskott är att man har många multinationella företag som kanaliserar investeringar till utlandet. Men även USA har många multinationella företag som i många fall dominerar världsmarknaden, vilket är särskilt tydligt för IT-tjänster, banktjänster och mobiltelefoner.

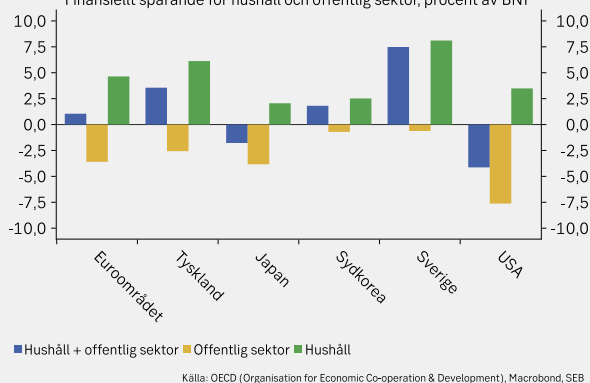
En annan viktig faktor är inhemsk efterfrågan. USA sticker ut med en mycket hög konsumtion, framför allt bland hushållen. Konsumtion som andel av BNP ligger över 80 procent, vilket är 5–10 procentenheter högre än i överskottsländerna Sverige, Tyskland och Japan.

Hög konsumtion i USA
Konsumtion och investeringar, andel av BNP



Sparandet en viktig faktor. Hög konsumtion återspeglas i ett lågt sparande, och USA har både ett lågt sparande bland hushållen och stora underskott i offentlig sektor. Länder med överskott har i stället ofta ett högt sparande i hushållssektorn och små underskott i offentlig sektor. Pensionssparande är typiskt sett den viktigaste drivkraften för länder med högt hushållssparande.

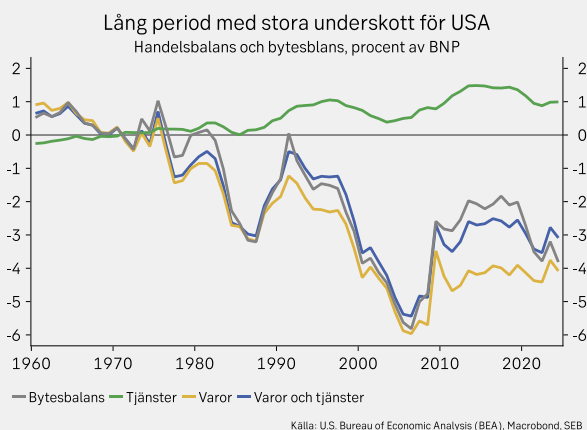
Lågt hushållssparande och stora offentliga underskott i USA
Finansiellt sparande för hushåll och offentlig sektor, procent av BNP



Högt sparande som går till utlandet. Länder med högt sparande kanaliserar ofta mycket av sina investeringar till utlandet och främst till USA, med sina välutvecklade och öppna kapitalmarknader, vilket speglas i bytesbalansöverskott gentemot USA. Kapitalinflödet till USA återspeglas dock inte av högre reala investeringar, det går i stället till finansiella investeringar. Faktum är att investeringskvoten som andel av BNP ligger på ungefär samma nivå i EU och USA. Sverige, Japan och framför allt Kina har högre investeringar som andel av BNP. Lättillgängliga börser med många expansiva företag och höga räntor har attraherat kapitalinflöden från stora delar av världen vilket resulterat i en starkare dollar och högt värderade börser (se även Tema Ny geofinansiell värld, sid 22).

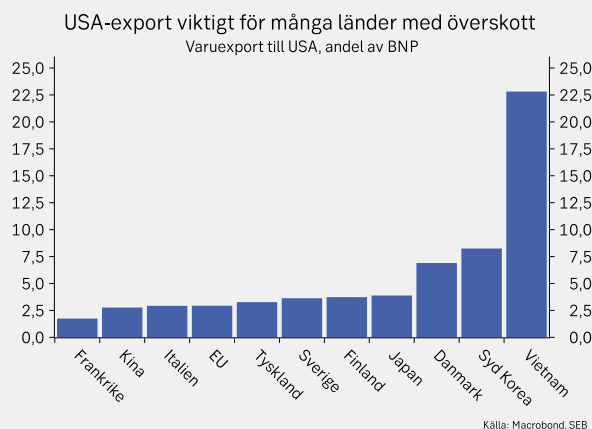
En svår process att balansera handeln

Amerikanska handelsunderskott är inget nytt fenomen. Underskotten började växa som andel av BNP i mitten på 1970-talet och uppgången har mestadels fortsatt med tillfälliga minskningar under perioder med konjunktur nedgångar.



Minska import och underskott? Idén bakom att höja tullarna syftar till att gynna inhemsk produktion framför import och på det sättet minska underskotten i handeln. Det kommer troligen i viss utsträckning att ha önskad effekt, men frågan är till vilket pris. Analysen ovan antyder att det är hög konsumtion, snarare än låg export, som driver underskotten. Att ersätta billiga importvaror med inhemsk produktion kommer att innebära kostsamma och tidskrävande investeringar och dessutom kommer det att bli svårt att hitta arbetskraft i ett läge med redan låg arbetslöshet. Varuimporten skulle behöva mer än halveras för att uppnå balanserad handel mot Kina, och minska med en fjärdedel för att uppnå detsamma mot Japan och EU.

Minskad USA-import, lägre USA export. Många länder med stora handelsöverskott riskerar om exporten till USA minskar att växa långsammare. Varuexporten till USA motsvarar ungefär 3–4 procent av BNP för EU, och lite mindre för Kina. För flera andra ekonomier i Asien utgör exporten till USA en betydligt större andel av BNP.



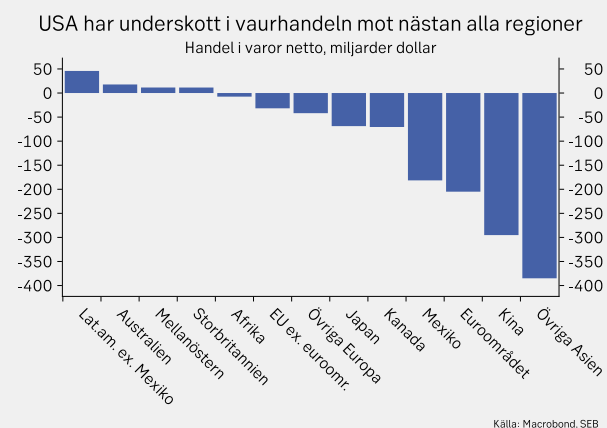
Tullar en kostsam lösning på global obalans

Ett alternativt och kompletterande sätt att minska obalanserna är att länder med stora överskott ökar sin konsumtion och sina investeringar. I många länder är en sådan process redan delvis på väg genom ökade

investeringar i infrastruktur och försvar, till exempel i Europa. Efterfrågan på export från USA kommer därför att stiga, men USA:s omfattande underskott mot omvärlden innebär att stora ökningar krävs för att balansera handeln. Varuexporten till Japan och EU behöver öka med över 40 procent och den behöver nästan tredubblas till Kina för att underskotten mot respektive land ska elimineras.

Hur snabbt och hur mycket utan kris? Frågan är hur snabbt och hur mycket handelsunderskotten kan minska utan en djup kris för den globala ekonomin. Under Trumps förra mandatperiod minskade underskotten inte alls, vilket inte hindrade att de handelsavtal som skrevs då framhölls som en stor framgång. Tonläget är dock högre under denna mandatperiod och tullarna ser ut att höjas betydligt mer. En höjning av samtliga tullar med 10 procent skulle innebära en kostnadsökning för importen med nästan 1,5 procent av BNP. Enligt vår bedömning kommer det öka priserna för konsumenterna med 1-1,5 procent under de närmaste 12-18 månaderna. För de exporterande länderna skulle en sådan kostnadsökning vara hanterbar; även om det innebär en motgång och lägre försäljning så är det inte avgörande för de närmaste årens tillväxt. De högre tullarna i vår prognos bedöms ge relativt liten effekt på handelsobalanserna, men om tullarna blir betydligt högre skulle de ge stora effekter för konsumenter i USA och producenter i överskottsländerna.

Mer balans bra på sikt. En mer balanserad handel skulle vara bra för stabiliteten på lång sikt. IMF konstaterar i sin årliga rapport om handeln att anpassningen bör göras från båda sidor, dvs, att länder med överskott vidtar åtgärder för att minska dessa och vice versa. Höga tullar riskerar att skada tillväxt i både USA och globalt, särskilt om de leder till ett eskalerande handelskrig. En mer gradvis anpassning av handeln med USA skulle därför vara att föredra.

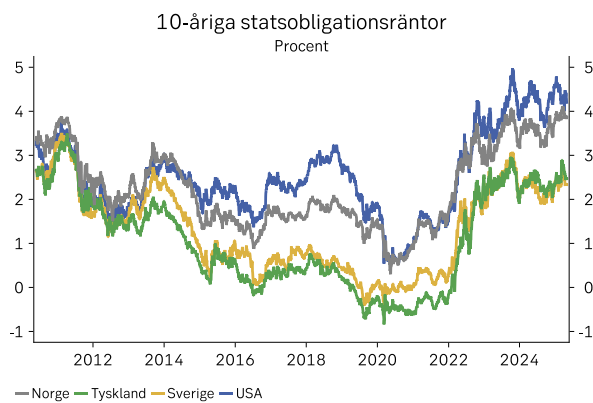


Räntemarknaden

Motstridiga krafter i osäker miljö

Politisk osäkerhet och motstridiga marknadskrafter gör att räntemarknaden förblir volatil. Mot slutet av år och 2026 väntar vi oss en måttlig uppgång i amerikanska och tyska obligationsräntor då räntesänkningar, finanspolitik och positionering samverkar i en komplex miljö.

De globala räntemarknaderna har fått en turbulent start på året, driven av betydande skiften i styrränteförväntningar och oro för stigande underskott. Marknaderna ställs inför motstridiga krafter framöver; den positiva effekten av förväntade och faktiska styrräntesänkningar motverkas av stora upplåningsbehov. Volatiliteten väntas hålla i sig i den höga politiska osäkerheten, där nyhetsrubriker fortsätter ge stora marknadsreaktioner de kommande månaderna. I denna miljö är ränteintervall och riktning det mest användbara när punkttestimat i prognoser blir mer osäkra än vanligt.



USA: Måttligt högre räntor. Räntesänkningar fortsätter att begränsa uppgången i statslåneräntorna. Oro för att Trumps skattesänkningar kommer att öka underskott och federal upplåning verkar i motsatt riktning. USA:s underskottsproblematik bidrar till en ökad tvekan bland investerare att investera i amerikanska tillgångar vilket påverkar statslånemarknaden negativt. Ränteuppgången kan mildras om Fed återstartar statsobligationsköpen för att stabilisera balansräkningens storlek i förhållande till ekonomin, vilket verkar sannolikt längre fram. Utsikterna för amerikanska statslåneräntor

kommer därför att avgöras av den relativa inverkan dessa nyckelfaktorer har och de senaste veckorna har redan visat att långräntan i allt högre grad påverkas av andra faktorer än styrräntan. Vi räknar med att 10-årsräntan mestadels kommer att röra sig mellan 4,10 och 4,50 procent under de kommande månaderna och stiga mot knappt 5 procent under 2026.

Euroområdet: Hög upplåning motverkar räntesänkningar. Tysklands nya finanspolitiska giv gav stora marknadsreaktioner, med tydligt stigande europeiska statslåneräntor i början av mars. Ytterligare räntesänkningar från ECB och i viss mån en efterfrågerotation från USA till euroområdet kommer att ge fortsatt stöd åt europeiska obligationer. Detta motverkas dock av strukturellt höga upplåningsbehov och den pågående minskningen av ECB:s balansräkning. Vi räknar med att den tyska 10-årsräntan kommer att handlas nära 2,50 procent de närmaste månaderna för att sedan stiga mot knappt 3 procent 2026.

10-åriga statslåneräntor

Procent

	30 apr	Dec -25	Dec -26
USA	4,17	4,50	4,80
Tyskland	2,45	2,60	2,80
Sverige	2,31	2,55	2,85
Norge	3,86	3,80	3,95

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: Brantare räntekurva. Svenska statslåneräntor har rört sig i stort sett som de tyska sedan början av året. Utbudet av statsobligationer kommer att stiga betydligt i spåren av ökade försvarsutgifter och en potentiell utbyggnad av kärnkraften under de kommande åren. Detta kommer troligen att få störst genomslag bortom 2026, men den finanspolitiska expansionen är redan i gång. När Riksbanken sänkt klart och i takt med att obligationsutbudet stiger väntas längre räntor stiga mer än de korta, vilket leder till en brantare räntekurva. Vi räknar med att långa statsobligationsräntor stiger till ungefär samma nivåer som Tysklands under 2025 och 2026.

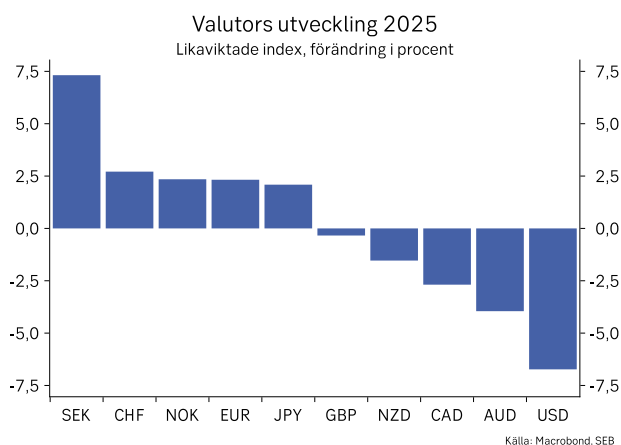
Norge: Begränsat upplåningsbehov. Tyska räntor fortsätter bestämma riktningen för norska statsobligationer. Långa statslåneräntor får dock stöd av kommande räntesänkningar och begränsat upplåningsbehov. Finanspolitiken är expansiv, och försvarsutgifter kan stiga ytterligare, men det finansieras av en ökad användning av oljeinkomster i stället för högre marknadsupplåning. Norska långräntor rör sig i stort sett sidledes och norsk ränteskillnad mot Tyskland minskar.

Valutamarknaden

Trump försvagar dollarn

Dollarstyrkan har avtagit snabbare än vi hade räknat med när USA-eufori efter Trumps valvinst vände till ett väldigt negativt sentiment. Samtidigt har förutsättningarna för Europa blivit bättre i och med planerna på rejält ökade investeringar i försvar och infrastruktur samt en möjlig fred i Ukraina. Det ger ytterligare stöd till europeiska valutor och inte minst svenska kronan. Vi tror på en svagare kinesisk yuan och att övriga asiatiska valutor tillsammans med AUD och NZD stärks mindre än de europeiska.

Svagare dollar. Det har varit fortsatt svängigt på valutamarknaden där framför allt dollarn har vänt från styrka inför och efter det amerikanska presidentvalet till svaghet efter att Donald Trump tillträtt som president. Se mer om detaljerna bakom utvecklingen i tema på sid 18. Som framgår i grafen nedan har det negativa USA-sentimentet gjort dollarn till den svagaste G10 valutan hittills i år.



Starkare svensk krona, europeiska valutor och Yen.

Något förvånande är den valuta som stärkts mest hittills i år den svenska kronan som är i gott sällskap av de flesta andra europeiska valutorna och den japanska yenen. Utvecklingen fanns i vår målbild men först till hösten efter en tuffokuserad period med starkare USD. Förloppet har dock tydligt tidigare lagts på en dollarnegativ effekt av Trumps politik. Lägre amerikansk tillväxt och omallokering ut ur amerikanska tillgångar har i mångt och mycket dirigerats mot Europa som framgår som den mest tydliga positiva motpolen.

Europa trumfar Asien. Framöver tror vi att europeiska valutor kommer fortsätta att ha medvind. Kinesiska yuanen ser vi som en av få valutor som kommer att

tappa mot USD medan övriga asiatiska valutor kommer att stärkas men inte i samma utsträckning som de europeiska då medvinden i nuvarande miljö är svagare (se sammanfattning av drivkrafter för regionerna i tabellen nedan). AUD och NZD med deras tydliga koppling till Kina och Asien bör följa övriga asiatiska valutor. För CAD ser vi en möjlighet till kraftigare förstärkning liknande den som kronan fick i början av året då det finns positiva faktorer som kan få spekulativa aktörer att snabbt gå från en kort- till en lång positionering. GBP bör utvecklas svagare än övriga europeiska valutor på egna meriter där bl a Bank of England ligger efter i räntesänkingscykeln och bör sänka kraftigare än andra framöver. Även JPY bör fortsätta vara en vinnare då den i likhet med SEK och NOK tillhör de mest undervärderade emot USD (se temaartikel) och därmed har mycket att ta igen i en fortsatt korrigering med en allmänt svagare USD. Slutligen så tror vi att CHF-styrkan kan komma av sig något, framför allt mot euron. En försvagande kraft för CHF är att dess centralbank framöver till och med kan tänkas försöka bromsa valutastyrkan genom att återinföra negativa räntor.

Stilistisk syn på regionala drivkrafter

	USA	EU	Asien	Latinamerika
Handelspolitik	--	-	--	?
Geopolitik	-	+	-	+
Kapitalrotation	--	+	?	+
Inhemsk stimulans	?	+	+	?

Källa: SEB

Risker. Dollarförsvagningen har gått väldigt fort och det finns därmed en ökad risk för en tillfällig mer kortsiktig korrektion. En sådan skulle kunna triggas av bättre förutsättningar för USA:s tillväxt (tex genom mer fokus på avregleringar, skattesänkningar eller rejält lägre tullar efter pausen) eller försämring i vyn på främst Europa (tillväxtåterhämtningen dröjer längre än väntat t ex svenska hushåll håller hårdare i plånboken än förväntat).

Valutakurser

	30 Apr	Dec -25	Dec -26
EUR/USD	1,14	1,18	1,22
USD/JPY	143	132	125
EUR/GBP	0,85	0,88	0,91
EUR/SEK	10,97	10,60	10,20
EUR/NOK	11,79	11,55	11,20
USD/SEK	9,65	8,98	8,36
USD/NOK	10,37	9,79	9,18

Källa: Bloomberg, SEB

Tema:

Valuta

Fokus på kronan och dollarn

Valutamarknaden har präglats av stora rörelser i år där framför allt dollarn har försvagats. Alla G10-valutor har stärkts mot dollarn men den svenska kronan har gått allra starkast med en förstärkning på närmare 14 procent. Det kan jämföras med euron som varit näst bäst hittills i år med ca 10 procents förstärkning. För att hitta valutor som dollarn har förstärkts mot behöver man inkludera diverse valutor från tillväxtländer där den argentinska peson har gått allra svagast (-12 procent).

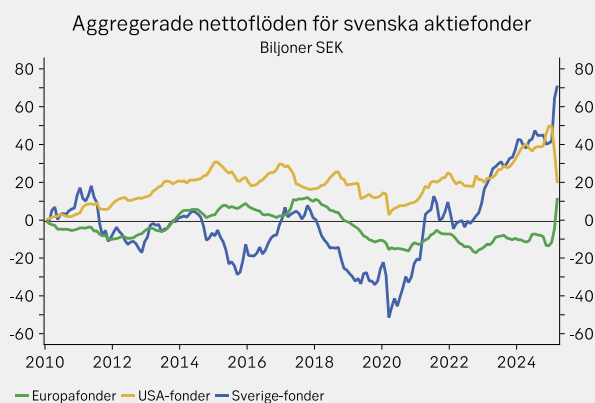
Utvecklingen är på samma gång förvånande och väntad. Förvånande på det sättet att de flesta inför året trodde på en starkare dollar i kölvattnet av osäkerhet utlöst av Trumps tullar och handelskrig. Väntad på det sättet att det som ligger bakom dollarförsvagningen är just de drivkrafter som vi tidigare pekat på som så småningom skulle vända dollarn åt det svagare hållet.

Vilka är då dess dollarförsvagande faktorer som har svängt om? Det rör sig framför allt om att det som Trump hittills har beslutat eller aviserat – eller kanske snarare det smått kaotiska sättet han gjort det på genom att lägga på tullar för att senare dra tillbaka och sedan lägga till dem igen – främst har skadat marknadens tilltro till USA.

Inför Trumps installation trodde de flesta att hans politik skulle fortsätta, eller till och med förstärka, den "USA exceptionalism" som länge präglat synen på USA, dess ekonomi och finansmarknader.



Med detta begrepp menas att USA har haft, och väntas fortsätta ha, relativt bättre tillväxt, starkare aktiemarknad och högre räntor. Dessa faktorer har samverkat och gjort att kapital från tillgångsförvaltare har sökt sig till USA och därigenom indirekt skapat stora inflöden i dollarn som i sin tur har stärkts. Utöver vanlig strategisk allokering i aktier, som ofta låg i linje med MSCI World index vilket 2024 hade 73 procent amerikanska aktier, visade enkäter på en stor taktisk övervikt från de flesta tillgångsförvaltare när 2025 inleddes. Sedan dess har läget förändrats drastiskt och samma enkäter visar nu på en rekordstor neddragning i allokeringen till amerikanska aktier. Samma mönster gäller för svenska fondsparare som tydligt dumpade amerikansk aktieexponering i februari och mars till förmån för Sverige och Europa.



Flera orsaker till USA-exceptionalismens fall.

Orsakerna är många men den gemensamma nämnaren är Trumps politik och de förväntade negativa effekterna av den. Dels förväntas politiken ge en negativ effekt på USA:s tillväxt medan andra länder klarar sig bättre, dels ser europeiska aktier attraktiva ut när stora investeringar inom försvar och infrastruktur ska genomföras. Till det ska läggas bakslag för de teknikbolag (Magnificent 7) som tidigare varit det stora dragloket för de amerikanska börserna.

Många tillgångsslag och transaktioner som minskar dollarexponeringen. Utöver omallokeringen av aktier sker troligen även en diversifiering ut ur amerikanska räntetillgångar. Centralbankernas valutareserver har länge diversifierats ut ur USD – som annars är deras största innehav då USD alltjämt är den stora reservvalutan – men det har troligen intensifierats den senaste tiden. Läger man till att så länge USD har förstärkts, vilket den generellt har gjort sedan finanskrisen, så har det varit mest opportunt att lämna sina amerikanska tillgångar valutaosäkrade eller i alla fall med en så låg säkringsgrad som möjligt. Om USD nu fortsätter att försvagas, vilket vi och många andra tror,

förändras strategin. Många tillgångsförvaltare och icke-amerikanska exportbolag kommer därmed troligen att öka sina valutasäkringsgrader. Det innebär allt annat lika en större andel USD försäljning och köp av egna landets valuta. Utvecklingen bli då en nästan självspelande försvagningsmekanism, en omvänd effekt av det vi sett under den långa perioden med en stark dollar.

Taktiskt vs strukturellt. Dollarns omsvängning har varit kraftig hittills i år och ska den fortsätta behövs mer än förändrade taktiska allokeringar. Även mer långsiktiga och strategiska allokeringarna behöver gå i samma riktning. För att det ska ske måste nuvarande krafter visa sig beständiga och av mer strukturell natur. Innan detta bekräftas är risken stor för rekyl med tillfälligt starka dollar. En sådan rörelse skulle t ex kunna utlösas av åtgärder från Trump-administrationen som får marknaden att gå från att tolka politikens effekter tillväxtnegativt till positivt, t ex. om det blir betydligt lägre tullnivåer efter pausen på 90 dagar eller genom avregleringar och skattesänkningar som skulle kunna få fart på ekonomin. Det senare är också ett vallöfte som Trump hittills inte levererat mycket på. Allt troligare är dock att Trumps politik ger långsiktigare avtryck på dollarn i den riktning vi hittills sett, dvs nedåt, och därmed kan vi stå inför större strukturella valutaförändringar än på mycket länge.

Period	Förändring	Drivkraft
Kv4 2024	Starkare USD	Förväntan om bättre tillväxt och börser i USA
Kv1 2025	Svagare USD	Osäker politik. Försämrade tillväxt i USA, bättre i EU
Kv2 2025	Svagare USD	Mindre förtroende för USA och diversifiering dvs mindre amerikanska tillgångar
Framöver	Svagare USD	Strukturell diversifiering ur USA-tillgångar, ökad säkring av amerikanska tillgångar

Vad händer med valutakurser vid strukturell förändring? Trumps politik sedan han tillträdde i januari tycks syfta till ett paradigmskifte och verkar redan ha startat sådana strukturella förändringar. I en sådan miljö kan kortsiktiga valutavängningar vara av mindre intresse och snarare bör de stora dragen vara i fokus. Genom att tillämpa ett långsiktigt jämviktsramverk hoppas vi kunna se igenom kortsiktigt brus och fokusera på att identifiera valutors strukturella felvärderingar och potential för utveckling framöver.

Vad ska vi utgå ifrån för att hitta en jämvikt? För att kunna göra det har vi valt att använda perioden från

mitten av 2014 till slutet av 2015 som ett jämvikts-ankare. Den tidsperioden var en fas av normalisering efter först finans- och därefter eurokris men före den amerikanska policy- och värderingsdivergens som har definierat det senaste decenniet. Under 2014-2015 handlades EUR/USD nära köpkraftsparitet, vilket indikerar en begränsad avvikelse mellan faktisk växelkurs och skattningar av långsiktig jämvikt. Ränteskillnaden mellan USA och euroområdet låg nära skillnaden i uppskattade neutrala räntor och aktie-marknaderna handlades nära sina långsiktiga P/E-snitt.

Hur ska valutor utvecklas vid en strukturell

korrigering? För att bedöma i vilken riktning olika valutor ska gå i en strukturell korrigering utvidgar vi den faktormodell som vi använder i vår kvartalsvisa valuta-rapport FX Pilot. Vi gör det genom att mäta långsiktiga förändringar på räntor, råvaror och aktievärderingar och kvantifiera deras påverkan på valutorna. Därefter beräknar vi hur förändringar av dessa variabler bör påverka valutorna. Räntor antas gradvis återgå till varje centralbanks uppskattade neutrala nivå. Aktievärderingarna förväntas normaliseras mot historiska genomsnittliga P/E-tal. Oljepriset antas redan vara nära jämvikt efter nedgången i april och har därmed ingen påverkan på en vidare strukturell korrektion.

Strukturell korrigering ger fortsatta dollarfall. Vår analys visar att dollarn kan drabbas av en bred strukturell försvagning om räntor och aktievärderingar korregerar mot 2014-nivåerna. Framför allt japanska yenen och skandinaviska valutor har återhämtningspotential vis-a-vis dollarn. Även det brittiska pundet sticker ut i modellen men man bör inte läsa in för mycket i det då det delvis återspeglar en Brexit-relaterad "värderingsbrytning" som gör att pundet nu ska vara svagare än vad data innan Brexit indikerar. JPY och CHF är bäst positionerade för att dra nytta av en räntenormalisering vilket indikerar att särskilt JPY kan appreciera betydligt om Bank of Japan (som vi tror) fortsätter att höja räntan. Eftersom amerikanska aktier handlas till en premie jämfört med icke-amerikanska, skulle en normalisering av aktiemultiplarna (P/E-tal) fungera som en bred motvind för dollarn – vilket är precis vad vi har sett hittills under 2025.

EUR/USD mot 1,20 utan att dollarn kan ses som svag eller euron som stark. Jämviktsnivåerna från analysen ger en fingervisning om vilka nivåer en strukturell justering kan generera. EUR/USD kan gå till 1,20 utan att vi ser euron som stark eller dollarn som svag; en sådan utveckling är enbart en återgång till ett jämviktsläge – en nivå som dessutom inte avviker nämnvärt från valutaparets långsiktiga genomsnitt på 1,18.

Strukturell återställning

Nivåer

Valuta	Spot (1)	Jämvikt (2)	Differens (1-2) i %
EUR/USD	1,14	1,20	5,0%
NZD/USD	0,60	0,63	5,5%
AUD/USD	0,64	0,67	5,5%
USD/CAD	1,39	1,26	-8,9%
USD/CNH	7,29	6,62	-9,4%
USD/CHF	0,83	0,74	-9,5%
USD/NOK	10,44	9,37	-10,7%
USD/SEK	9,70	8,56	-11,0%
GDP/USD	1,33	1,51	-13,7%
USD/JPY	143,7	118,0	-17,0%

Källa: Bloomberg, SEB

Lång väg kvar mot jämvikt för kronan mot dollarn. För USD/SEK är jämviktsnivån enligt modellen 8,56 vilket ger en modellbaserad jämviktsnivå för EUR/SEK på 10,27. För EUR/SEK ligger modellen lite högre än de 10,00 som större svenska valutamarknadsaktörer i slutet av mars bedömde som nuvarande jämviktsnivå, medan de bedömer att jämvikten för USD/SEK låg lite högre på 9,00.

Starkare, men inte en stark krona. Jämviktsmodellen och våra prognoser (EUR/SEK 10,20 kv 4 2026) pekar mot en starkare krona, men det ska främst ses som en korrektion från nyligen historisk svaga nivåer. Kronan har trendmässigt försvagats mot USD och EUR sedan 2014 men vi ser enligt ovanstående resonemang möjligheten att en del av den strukturella förklaringen till detta nu håller på att förändras. Kronan föll framför allt under inflations- och räntehöjningschocken 2022-2023 och vi ser en förstärkning av kronan mot 10,20 i EUR/SEK mot slutet av 2026 främst som en korrektion av den tidigare väl kraftiga försvagningen. Historiskt är nivåer kring 10 mot dollarn inte särdeles låga och indikerar därmed inte en stark krona utan mer en normalisering. Utan en strukturell förändring med svagare USD är det dock svårt att tänka sig en så pass stor appreciering av kronan och därmed är valutan alltså mer i klorna på den globala utvecklingen än den rent svenska. Med det sagt spelar givetvis även inhemska faktorer en roll. Vi förväntar oss en relativt stark tillväxt i svensk ekonomi. I annat fall kan inhemsk ekonomi bli en bromskloss för kronans återhämtning.

Aktiemarknaden

Nedjusterade vinstprognoser i korten

Hög osäkerhet präglade det första kvartalet då marknaderna försökte smälta tullarna som president Trump aviserat. De globala aktiemarknaderna föll mer än 10 procent från toppen och S&P 500 undkom med nöd och näppe ett ihållande negativt scenario. När tullarna stabiliserades studsade aktiemarknaderna tillbaka. Vårt huvudscenario är en vinstnedgång, men inte någon kraftig sådan. Det finns därmed en viss ytterligare nedsida, med betydande risker för avvikelser både uppåt och nedåt.

USA den största förloraren i den turbulenta

korrigeringen. Årets första fyra månader blev mer turbulenta än vad vi hade förväntat oss. Utvecklingen i april tyder på att den ekonomiska chocken från handelskriget kommer att bli större än väntat. Värderingen är högre i amerikanska aktier, och det ser ut som att policychocken kommer att skada USA:s ekonomi mer än Europas. Trump har dock dragit tillbaka vissa tullar, vilket ger kortsiktiga lättnader.

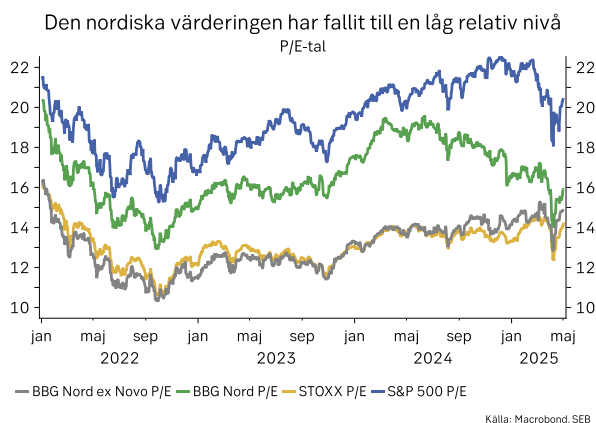
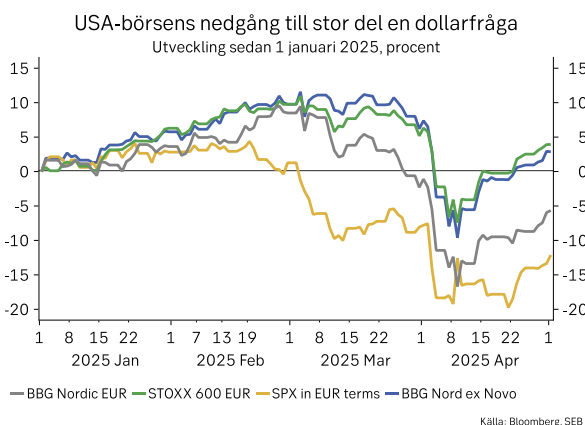
Den globala aktiemarknaden är i det närmaste oförändrad sedan årsskiftet, med betydande skillnader. S&P 500 är ned 4,7 procent, men för en eurobaserad investerare innebär den svagare dollarn att tappet är 12 procent. Europeiska STOXX 600 steg med 5,4 procent under samma period. Bloomberg NORD Index har tappat 3,8 procent, men utan jätten Novo Nordisk har index stigit 4 procent. Vi tror att Europa och Norden kommer att fortsätta att prestera bättre än USA.

Sentimentet har studsat tillbaka efter att president Trump började backa avseende tullar. En reell ekonomisk chock från tullarna är dock att vänta, men det dröjer 1-2 månader innan vi vet omfattningen. Eftersom huvuddelen av den handelspolitiska turbulensen uppstod efter utgången av första kvartalet finns det begränsad information i de kvartalsrapporter som nu släpps och företagen har svårt att ge tydlig vägledning. De makroprognoser vi presenterar här indikerar dock att vi inte står inför en fullskalig recession, snarare en avmattning som är tillräckligt stor för att utlösa en nedgång i vinsterna.

Baserat på historiska nedrevideringar skulle detta motsvara en vinstnedgång för 2025 och 2026 på cirka 15 procent i Norden. Nedsidan begränsas av att vinsttillväxten redan förväntas vara nära noll i år. Detta står i kontrast till den amerikanska marknaden som har en förväntad vinsttillväxt en bra bit över noll i år. Med en BNP-tillväxt på runt 1 procent både 2025 och 2026, kan nedjusteringarna mycket väl bli större i USA.

Den amerikanska marknaden är dyr, Norden är billigt. När marknader närmar sig en cykel med vinstnedjusteringar börjar värderingen sjunka i väntan på lägre estimat. Frågan är när värderingarna har nått en nivå där man vill äga aktier även med hänsyn till den förväntade vinstnedgången. De nordiska och europeiska börserna har ett P/E-tal strax över 14, nära medianen för 2010-2025. Däremot är P/E-talet för S&P 500 drygt 20, dvs mer än 20 procent över historiska medianen.

Detta lämnar tre viktiga slutsatser: 1. Sentimentet kan driva vinster på kort sikt, men den ekonomiska chocken kommer inom 1-2 månader. 2. Vinstestimaten för 2026 har troligen 15-20 procents nedsida i ett avmattningsscenario. 3. De europeiska och nordiska marknaderna har en begränsad nedsida i basscenariot, medan USA ser mer sårbart ut. Vi tycker fortfarande att det är vettigt att hålla oss riskneutrala.



Tema:

Ny geofinansiell värld

Konturerna av en förändrad global finansarkitektur

Geopolitiska motsättningar har snabbt skärpts och ekonomisk nationalism har fått tydligt fäste. Politiska utspel och beslut, som för bara några månader sedan var helt otänkbara, är numera dyster verklighet. Våren 2025 har US-dollar och amerikansk räntemarknads stabiliserande funktion blivit ifrågasatt på grund av USA:s ekonomisk-politiska kursomläggning. Vi ser samtidigt att kapitalbehoven växer påtagligt i en värld präglad av förhöjda säkerhetspolitiska hot, snabb teknologisk utveckling, stora klimatförändringar och en åldrande befolkning. Det internationella monetära systemet står inför ett möjligt skifte – från öppenhet och långvarigt samarbete till selektivitet och ökad splittring. Vi ser en olycklig rörelse mot ökad finansiell protektionism.

Global finansarkitektur verkar vara på väg att ritas om.

Den geofinansiella fragmenteringen, dvs en strategisk användning och begränsning av globala kapitalflöden, betalningssystem och finansiella allianser, är inte längre bara ett teoretiskt hot. Den bör ses som en realitet vars sannolikhet ökar. USA:s president Trump har uppenbart påbörjat genomgripande förändringar i de geopolitiska och handelsrelaterade arrangemang som i 80 år utgjort stommen för världsekonomin, den globala handeln och det internationella monetära systemet.

Det är i dagsläget oklart hur den nya världen kommer att se ut. Efter kalla kriget präglades den globala ekonomin generellt av öppenhet, integration och förutsägbarhet. I dag behöver vi hantera slutenhet, fragmentering och osäkerhet. Den geoeconomiska fragmenteringens samspel med geofinansiell fragmentering väntas omforma hur världen handlar och investerar och väljer att strukturera sina finansiella system. Dessa parallella fragmenteringar kan förstärka varandra i en nedåtgående spiral.



Bekräftad geoeconomisk fragmentering

Statistiken talar ett tydligt språk: Världen bevittnar idag en pågående geoeconomisk fragmentering. Den innebär att politiska spänningar och säkerhetspolitiska intressen nu styr ekonomiska relationer snarare än effektivitet och global konkurrens. Länder "glider isär" och delas upp i ekonomiska block, eller grupper av länder, som i en allt högre grad handlar, investerar och samarbetar med varandra, men inte över blockgränserna. USA, som under 80 år ansetts tillhöra västblocket, tar i dag steg för att distansera sig från omvärlden och globalt ekonomiskt samarbete. Det är en oönskad trend som sänker global tillväxt och höjer inflationsriskerna.



Politiska ingrepp i marknadsekonomens funktionssätt

riskerar nu att också följas av motsvarande ingrepp i det internationella monetära systemet (IMS). Vi ser oroande steg i riktning mot geofinansiell fragmentering och en ny finansiell protektionism som kan byggas upp med hjälp av t ex centralbankers strategiska beslut om valuta-reservers innehåll, valutainterventioner, sanktioner mot finansiella institut, förändringar i globala betalnings-system, kapitalkontroller och eventuella begränsningar av centralbankers likviditetsstöttande swap-linor. Ökad finansiell fragmentering kan på längre sikt förstärka makrofinansiell volatilitet p g a minskade möjligheter till global riskdiversifiering vid negativa inhemska och externa chocker.

Ibland tar vi saker för givna. IMS:s motståndskraft har imponerat de senaste fem åren. Trots t ex pandemi, krig, kostnadskris och historiska räntechocker har IMS varit en stabiliserande faktor i en annars instabil värld. Att kretsen kring Trump tycks se behov av omstrukturering av såväl globala handelssystemet som IMS, med ingrepp i prissättningen av dollarn och amerikanska statspapper – ger anledning till stor oro. USA:s politik de senaste månaderna har medverkat till att globala investerare på allvar omprövar vad som är en riskfri placering dit t ex amerikanska statspapper alltid har räknats.

En värld där globalt kapital rör sig långsammare och selektivt, och är politiskt styrt, får betydande effekter. Dels innebär det ett strukturellt tryck nedåt på global tillväxt, dels uppåtrisk för inflationen. Kapital väntas i

mindre utsträckning allokeras dit det gör mest nytta. Det hämmar produktivitet, innovation och omställning. Ett integrerat och väl fungerande globalt finansiellt system är en kritisk drivkraft för ekonomisk tillväxt.

Vidare förväntas den finansiella volatiliteten öka

framöver. Investerare tvingas omvärdera både sin syn på risk och sina långsiktiga allokeringar, i en värld där politiska utspel och beslut snabbt kan ändra spelplanen. Tillväxtekonomier riskerar särskilt stora påfrestningar, både genom kapitalutflöden och minskat marknadstillträde.

Finansiell protektionism och obalanser

Finansiell protektionism gör att obalansfrågan får ny aktualitet. Om länder med stora överskott inte längre investerar i underskottsländer, tvingas de senare till betydande intern omställning, ofta genom smärtsamma åtstramningar (se temaartikel "Global handel"). Samtidigt påverkas valutakurser, räntor och kapitalmarknader globalt.

En central del av det globala finansiella systemet är

just att hantera internationella sparobalanser, d v s skillnaden mellan nationers sparande och investeringar. För en totalt sett högre ekonomisk tillväxt måste kapital kunna slussas från överskotts- till underskottsländer. Här behöver problemet inte vara obalanserna i sig utan vad som har drivit fram dem. I flera fall är obalanserna cykliska och påverkade av bl a ränteläge och tillfälliga politikskiften. Sett över tid är dessa obalanser självkorrigering. De kan också vara strukturella, men likväl motiverade, när de är ett resultat av demografiska trender, teknologisk transformation och institutionell ineffektivitet. I det senare fallet behövs dock ekonomisk politik som minskar de långsiktiga utmaningarna.

Största importörer och exportörer av kapital

Miljarder amerikanska dollar. IMF-prognos

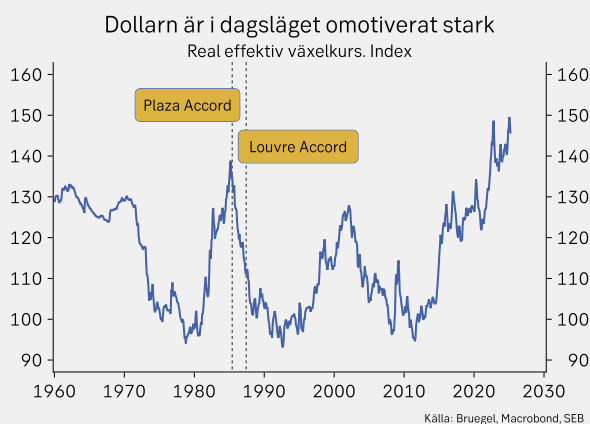
Importörer	2025	Exportörer	2025
USA	-934	Kina	317
Storbritannien	-106	Tyskland	313
Indien	-56	Japan	159
Brasilien	-41	Nederländerna	128
Turkiet	-30	Taiwan	119
Kanada	-29	Singapore	99
Rumänien	-28	Schweiz	76
Ukraina	-27	Syd Korea	70
Egypten	-22	Irland	66
Australien	-21	Norge	64

I dag står bl a Europa inför ett akut behov av att mobilisera kapital till investeringar i försvar, säkerhet, grön omställning och kritisk infrastruktur. Till skillnad från USA, och i likhet med t ex Japan, saknas inte ”inhemskt” kapital. Det betyder att geofinansiell fragmentering främst drabbar USA – och viss mån även Storbritannien – genom högre upplåningskostnader.

Rädslan för ett stort statsobligationsutbud i EU är därför något överdriven. IMF:s prognos säger att EU de närmaste fem åren har ett finansiellt sparöverskott i privat och offentlig sektor på netto 3 100 miljarder euro. Utmaningen ligger i att uppmuntra den privata sektorn att investera i annat än enbart lågavkastande tillgångar. Förslaget från EU om en spar- och investeringsunion som hjälper kapitalet att hitta fram till olika investeringar är ett välkommet steg i rätt riktning.

Skadad trovärdighet för dollartillgångar

Idén om Mar-a-Lago Accord (MALA) har skapat debatt på senare tid. Personer i kretsen kring USA:s president har skissat på förslag som ska reformera det globala handelssystemet. Namnet anspelar både på tidigare globala uppgörelser som Plazaavtalet (1985) och på dagens maktcentrum i amerikansk politik (Florida).



I korthet handlar MALA om att USA vill ha en svagare dollar som ger stöd till USA:s tillverkande industri. Under hot om bl a tullar ska omvärldens centralbanker tvingas sälja amerikanska statspapper, och därmed dollar. De ska enligt förslaget även tvingas byta ut kvarvarande amerikanska statspapper till obligationer med i princip oändlig löptid. I praktiken innebär detta att USA ställer in betalningarna. Det kan i sin tur göra att globala investerare tvingas sälja USA:s statspapper. Det är ett scenario som leder till kraftigt stigande räntor.

Dessa politiska ingrepp i USA:s räntemarknad och avsteg från regelverk, normer och praxis – om de blir verklighet – motiverar riskpremier som bör leda till högre USA-räntor på grund av befogad ökad ovilja att investera i USA-papper. Allt fler investerare börjar

tänka i dessa banor. Och om USA-räntorna stiger utmanas uthålligheten i USA:s statsfinanser där räntekostnader utgör runt hälften av statens budgetunderskott.

I praktiken innebär allt detta högre kapitalkostnader, minskad tillgång till finansiering och ökad komplexitet i handel och värdekedjor. För stater med stora skulder och beroende av internationella investerare ökar sårbarheten. Parallellt kan finansiella aktörer tvingas justera sina riskmodeller – inte bara utifrån konjunktur och penningpolitik, utan utifrån geopolitiska riskpremier. Finansiell protektionism leder till ökad komplexitet i bl a finansiering av handel och globala värdekedjor. Det ger därmed ännu en faktor som vid sidan om tullkriget riskerar att ytterligare bromsa den globala handeln och därmed den ekonomiska tillväxten.

Strategiskt behov av anpassning till ny värld

För beslutsfattare, företag och investerare innebär det nya läget ett strategiskt behov av anpassning. Vi kan inte längre ta global finansiell öppenhet för given. Steg mot ökad finansiell protektionism och geopolitiska riskpremier förändrar spelplanen för kapitalflöden, investeringar och riskbedömning. För stater med höga skulder och beroende av externa investerare ökar sårbarheten. Den offentliga skuldsättningen ligger i dag på historiskt höga nivåer och stigande räntor utmanar den statsfinansiella stabiliteten även i ett land som USA.

Det handlar i dag om att förstå nya risker, bygga upp redundans och flexibilitet. Den öppna frågan är: går världen mot mer motståndskraftig multipolär ordning, där flera finansiella centrum samexisterar och balanserar varandra? Eller riskerar vi att vrida klockan tillbaka till vintertid; en tid präglad av kapitalrestriktioner, finansiell nationalism och osäker tillgång till likviditet?

För beslutsfattare gäller det att bygga robusta institutioner, främja kapitalmarknadsintegration och säkra tillgången till finansiering i kritiska sektorer som försvar, grön teknik och infrastruktur. Regleringar och incitament måste utformas så att privat sparande kanaliseras till långsiktigt produktiva investeringar – särskilt i Europa. För investerare blir det avgörande att omvärdera risk, öka flexibilitet och bygga portföljer som klarar geopolitisk stress. Fragmenteringen är ett faktum – men rätt respons kan fortfarande forma framtiden.

USA

Trumps handelskrig sänker både tillväxt och förtroende

President Trump har rivstartat sin andra period med radikala och ryckiga omläggningar av handels- och utrikespolitik, drastiska nedskärningar i statsapparaten, hård för deportationspolitik och försök att utvidga gränserna för presidentmakten. Vi räknar med att höjda tullar och osäkra spelregler leder till en tydlig inbromsning i ekonomin under 2025 och nedåtrisker även på längre sikt. Riskerna från USA:s ohållbart höga underskott i budgeten ökar när förtroendet urholkas av en oförutsägbär administration.

Donald Trump ärvde en stark ekonomi med hög produktivitetstillväxt, en arbetsmarknad i balans och en inflation som närmade sig målet. Nu hotas ekonomin av chocker när politiken radikalt läggs om och det positiva stämningsläget efter valet har sedan installationen ersatts av en växande oro kring Trumps stora tullhöjningar. Vi drar ned våra BNP-prognoser kraftigt jämfört med NO februari, från 2,4 respektive 1,9 procent för 2025 och 2026 till en tillväxt på 1,1 procent 2025 och 1,3 året efter. Svagare konsumtion och investeringar är främsta anledningen när högre priser och finansiell och politisk osäkerhet pressar hushåll och företag.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	2,9	2,8	1,1	1,3
Arbetslöshet*	3,6	4,0	4,3	4,6
Löner	4,4	4,0	3,7	3,6
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	4,1	2,8	3,0	2,8
Offentligt saldo**	-7,2	-7,3	-7,5	-7,5
Offentlig bruttoskuld**	119	121	124	128
Fed funds rate, % ***	5,50	4,50	3,75	3,00

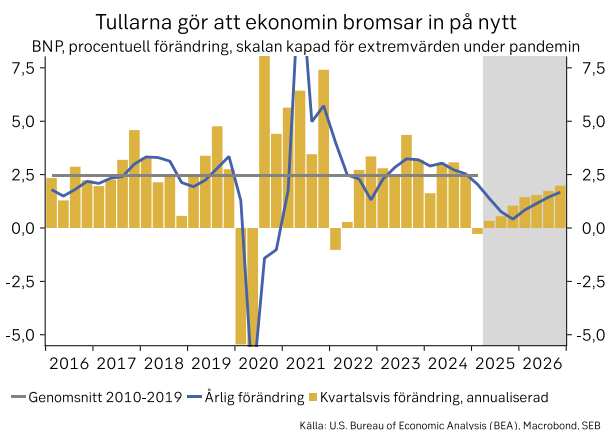
*% av arbetskraften, ***% av BNP, ***övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB

Svackan i ekonomin väntas bli mild i jämförelse med tidigare kriser. En viktig anledning är att inbromsningen beror på politiska beslut och inte på underliggande obalanser i privat sektor. Starka balansräkningar hos

hushållen och måttliga investeringar i företagen minskar behovet av att anpassa skulder, liksom risken för kreditförluster.

Tillväxtrisker inte bara från tullar

Strykt inflöde av arbetskraft och deportationer av delar av de uppskattningsvis över 12 miljoner papperslösa immigranterna i USA, riskerar att hålla tillbaka tillväxten även på längre sikt. Minskad importkonkurrens riskerar också att skada tillväxtpotentialen, dels genom ökad inhemsk produktion inom områden där USA saknar komparativa fördelar, dels genom ett minskat omvandlingstryck. Vi antar att trendtillväxten avtar till runt 2 procent, från 2,5 procent innan pandemin. Stöd för produktiviteten från avregleringar, skattesänkningar och AI kan dock verka i motsatt riktning.



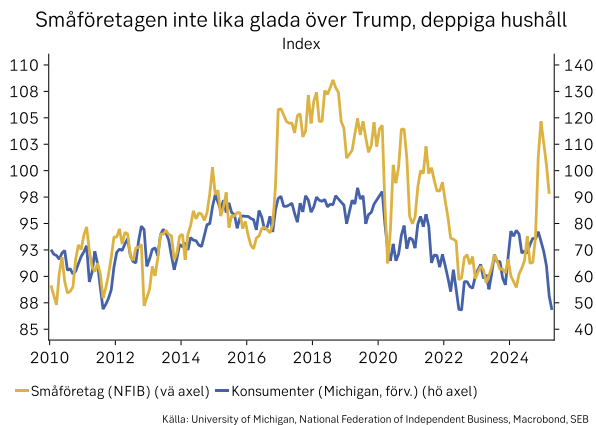
Den genomsnittliga tillämpade tullsatsen låg vid publiceringen av denna rapport på 28 procent, enligt beräkningar av Yale Budget Lab, högre än under Smoot-Hawleys Act på 1930-talet och i paritet med tullarna under president McKinley på 1890-talet. De i nuläget extremhöga tullarna mot Kina (145 procent), gör det dock omöjligt att upprätthålla handeln mellan länderna. Den effektiva tullsatsen (betalda tullar som andel av import) när handeln med Kina tagit nya vägar – eller uteblir – blir betydligt lägre, enligt Yale Budget Lab 18 procent.

Vita Huset har pausat de landsvisa tullarna, på 20 procent för EU och upp till 50 procent för flera asiatiska länder, till 9 juli för att ge utrymme för förhandlingar. Samtidigt har vissa produkter undantagits. Vi antar att tullarna mot de flesta länder behålls på den nya generella nivån på 10 procent, som en form av dold konsumtionsskatt, och att tullarna mot Kina sänks i enlighet med de senaste signalerna från Vita Huset. Vi tror också att USA behåller högre tullar på upp till 25 procent inom ett antal sektorer där man vill se en ökad inhemsk produktion. Vi tror att dessa sektortullar kan komma att utvidgas från stål, aluminium och bilar till att

även omfatta halvledare och andra elektronikprodukter, läkemedel och möjligen också koppar och timmer. Sammantaget tror vi att den effektiva tullsatsen, när olika förhandlingar avslutats och handeln anpassat sig, kan landa kring 15 procent, högre mot Kina än flertalet andra länder, vilket leder till ett tydligt importfall. Återhållsamma mottullar från handelspartners och en svagare dollar väntas dock mildra exportnedgången något.

Pessimistiska företag och hushåll

Sentimentsmätningar i näringslivet har fallit men faktiska data har hållits uppe, tillsammans med en kraftig ökning för importen, sannolikt beroende på att både hushåll och företag tidigare lagt köp för att förekomma tullhöjningar. Humöret bland småföretagen sköt i höjden efter Trumps seger, precis som efter valet 2016, men sjunker nu snabbt, om än fortfarande klart över nivåerna innan valet. Förutom ökade kostnader för insatsvaror från tullar utmanas näringslivet av en utdragen handelsosäkerhet, vilket väntas få företagen att skjuta på investeringar och anställningar. Investeringsplanerna har fallit enligt regionala industrienkäter och bland småbolag och vi tror att detta kommer att avspeglar sig i svagare investeringar i näringslivet framöver. Husmarknadssentimentet har åter försvagats och vi ser en risk för att fortsatt höga långräntor och osäkra utsikter fortsätter att pressa bostadsbyggandet.



Sysselsättningen fortsatte att stiga i snabb takt i april, men vi räknar med att den faller tillbaka framöver. Enligt enkäter har företag börjat anpassa arbetsstyrkan, huvudsakligen genom naturlig avgång, medan småbolagens anställningsplaner åter vänt ner. DOGE:s (Department of Government Efficiency) radikala nedskärningar i statsapparaten har ännu haft liten påverkan på statistiken för nyanmälda arbetslösa. Enligt Challenger, Gray & Christmas hade dock 217 000 federalt anställda varslats till och med mars. Åtminstone 100 000 bedöms ha accepterat frivilliga

avgångskontrakt som löper ut i september medan andra har blivit arbetsbefriade med lön. Den fulla effekten av neddragningarna kommer därför troligen inte att börja synas förrän i sommar. DOGE:s besparingar kommer inte bara drabba statsanställda (drygt 2,4 miljoner i slutet av 2024) utan också anställda hos annan federalt finansierad verksamhet. Om den historiska relationen står sig riskerar enligt en analys av Atlanta Fed 1,2 miljoner av totalt över 8 miljoner direkt eller indirekt statligt anställda att förlora sina jobb, över en halv procent av total sysselsättning. Arbetslösheten har stigit från en botten på 3,4 procent år 2023 till 4,2 procent i april, oförändrad sedan i augusti i fjol när Fed inledde sina räntesänkningar. Vi tror att uppgången tar ny fart framöver och att arbetslösheten passerar 4,5 procent, något över Feds estimat för jämvikt på 3,5-4,5 procent.

Humöret i hushållssektorn föll enligt

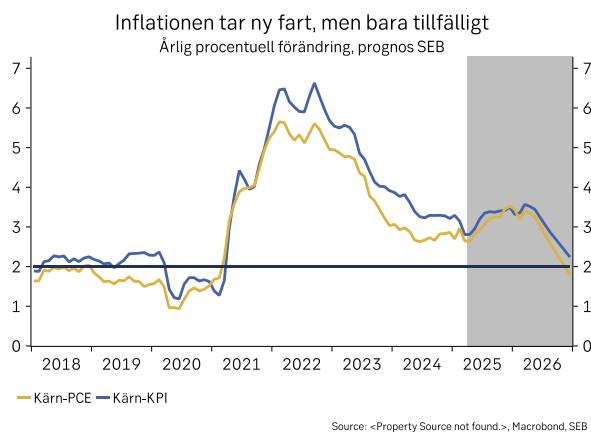
Michiganuniversitetets mätning i april till den lägsta nivån sedan inflationschocken sommaren 2022, drivet av förväntningar om stora uppgångar i både inflation och arbetslöshet. Resultaten skiljer sig markant beroende på partisympatier, men synen bland oberoende har i stort följt utvecklingen för indexet som helhet. Delindex, så som köp av varaktiga konsumentvaror, har dock hållit emot bättre. Vi förväntar oss att privat konsumtion bromsar in från nära 3 procent under 2024 till 2,0 procent i år och knappt 1,5 under 2026, under snittet innan pandemin på drygt 2 procent per år, när realinkomsterna pressas av högre inflation och en svagare arbetsmarknad.

Låga hushållsskulder, som andel av BNP, och måttliga betalningar på bolån (räntor plus amorteringar som andel av disponibelinkomster) minskar risken för kraftiga sättningar. De extra pandemistöden är dock sedan länge spenderade och betalningsproblemen på andra typer av lån har stigit de senaste åren, vilket tyder på att delar av hushållen blivit mer pressade. Fallande aktiekurser riskerar att urholka de senaste årens kraftiga förmögenhetsuppgång och är en risk givet ett i utgångsläget lågt hushållssparande.

Övergående inflation öppnar för sänkningar

Inflationen har sjunkit gradvis, men låg i mars fortfarande på 2,4 procent, något över Feds två-procentsmål. Våra tullantaganden väntas nu höja KPI-inflationen med som mest 1 procentenhet jämfört med prognoserna innan Trump drog igång sitt handelskrig. Tullhöjningarna drabbar inte bara priserna på importerade varor. Också USA-producerade varor påverkas. Enligt en rapport från USA:s handelsdepartement i januari utgörs ungefär hälften av

det som produceras i USA direkt eller indirekt av importerat innehåll. Att prishöjningarna drivs av utbudsnarare än efterfrågeeffekter, och under antagande om små spridningseffekter till löner och andra priser talar för att effekterna ändå klingar av efter 2026. Sammantaget stiger KPI-inflationen från 2,9 procent i fjol till 3,1 procent respektive 3,2 procent under 2025 och 2026. Feds favoritmått kärn-PCE ligger kvar på nivåer runt 3 procent under båda åren.



Fed ställs inför ett besvärligt dilemma när både inflation och arbetslöshet stiger. Feds bedömning är att tullarnas effekt på priserna sannolikt blir tillfällig, vilket talar för att de kan bortses från i räntebesluten. Flera Fed-ledamöter har dock uttryckt oro för en mer bestående uppgång och att detta är ett skäl att avvakta med ytterligare sänkningar. Vi tror att Fed åter sänker när arbetslösheten börjar stiga och att nästa steg kommer i juni i år följt av ytterligare sänkningar i september och december. Under 2026 sänks räntan tre gånger till en nivå på 2,75-3,00 procent i december, i linje med Feds bedömning av neutral ränta och 50 punkter under vår prognos i januari. En förutsättning är att långsiktiga inflationsförväntningar ligger kvar kring målet. Fed har tonat ned den kraftiga uppgången i Michigans mätningar och ser ut att lägga större vikt vid marknadens inflationsförväntningar. Dessa tyder alltså på att inflationsuppgången från tullarna blir tillfällig.

Powells mandat går ut i maj 2026. Att Fed inte skyndar på med nya räntesänkningar har retat upp Trump som börjat diskutera möjligheten att byta ut Powell i förtid. En sådan utmaning av Feds oberoende, om den ens är laglig, skulle underminera trovärdigheten för inflationsmålet och riskera att trycka upp nivån på långa räntor. Det ser i skrivande stund dock ut som om Trump övergett tanken på att tvinga bort Powell.

Ingen lösning i sikte för underskotten

Den republikanska majoriteten i Kongressens bägge kamrar har enats om ramarna för ett paket med satsningar på gränsbevakning/deportationer och skattesänkningar. Finansieringen blir troligen nedskärningar på övriga områden så som Bidens gröna reformer och i välfärd (Medicaid). Vi räknar med att förslaget klubbas till sommaren och att det inkluderar en höjning av skuldtaket. Hur ett sådant paket fördelas över tid är oklart, men vi antar att finanspolitiken blir neutral till lätt expansiv 2026. Skattesänkningarna väntas omfatta avskaffade skatter på bl a dricks och övertid, samt höjda avdrag för skatter på lokal och delstatlig nivå. Republikanerna ser samtidigt ut att vilja permanenta inkomstskattesänkningarna från Trumps första mandatperiod, som annars skulle löpa ut 2026, utan motsvarande besparingar. Ambitionen verkar i stället vara att använda tullinkomster. Ett krav för att använda dessa i budgeten kan dock vara att tullarna beslutats av Kongressen. Ett större problem är att underskotten riskerar att bita sig fast på ohållbart höga nivåer samtidigt som budgeten bygger in ett beroende av bestående höga, och för tillväxten skadliga, tullar, som Trump dessutom kan vilja använda som förhandlingsverktyg.

Statsskulden har nu passerat 100 procent av BNP

(netto för interna skulder) och räntekostnader står för en allt större del av utgifterna, mer än t ex försvarsutgifterna. USA:s ekonomiska dominans, dollarns ställning som reservvaluta och ett stabilt institutionellt ramverk har tidigare bidragit till ett starkt förtroende för USA:s statsskuld, trots att den vuxit snabbt och trots återkommande konflikter kring skuldtaket. De senaste månadernas ovanliga mönster, där fallande börser gått hand i hand med en försvagning av dollarn och stigande räntor, kan tolkas som att synen på amerikanska statspapper som en säker hamn i oroliga tider är på väg att eroderas. Obligationsmarknaden skakade till under ett par dagar i början av april och lugnade ner sig först när Trump-administrationen backade på en del av sina tullbeslut. Några av Trumps rådgivare har lyft tankar på att tvinga allierade att betala för USA:s försvarsstöd inom NATO genom lån till förmånliga villkor. Sådana påtryckningar skulle inte stärka förtroendet för USA som låntagare. Det ska dock påpekas att detta inte är något som Trump själv diskuterat.

Japan

Räntenormaliseringen utmanas av omvärlden

BNP-tillväxten 2025 lyfter från stillastående nivåer 2024 men nedåtriskerna dominerar utsikterna på grund av växande utmaningar i omvärlden. Inflationen faller till runt 2 procent med hjälp av lägre energi- och råvarupriser. Bank of Japan (BoJ) höjer räntan till 1,00 procent. Det är nära neutral nivå. Rättepolicen förblir tillväxtstödande under både 2025 och 2026.

BNP-tillväxten 2025 lyfter till 0,8 procent vilket är nära potentiell takt på 0,5–1,0 procent. Privat efterfrågan förväntas ersätta offentlig konsumtion som huvudsaklig tillväxtmotor. Med en lönetillväxt som fortsätter att ligga över inflationen stärks hushållens köpkraft. Risken för ett klart sämre BNP-utfall har dock ökat i början på 2025 p g a försämrat säkerhetspolitiskt läge och USA:s tillväxthämmande handelskrig.

Tillväxten utmanas även av klart högre räntor. Japans hushåll fortsätter att upprätthålla ett högt sparande och kan därmed gynnas av högre sparräntor. Men låneräntor stiger även om det är från fortsatt låga nivåer. Företagsinvesteringar fördyras med högre räntor men vinsterna är likväl höga. Vinsterna i förhållande till försäljningen har stigit de senaste två åren och stabiliserats på de högsta nivåerna sedan 2003. Det dämpar den negativa ränteeffekten. Sammantaget bedöms BoJ:s normalisering av rättepolicen (se nedan) få en relativt begränsad tillväxteffekt. Hoten mot Japans tillväxt är externa.

Nyckeltal

Procentuell förändring

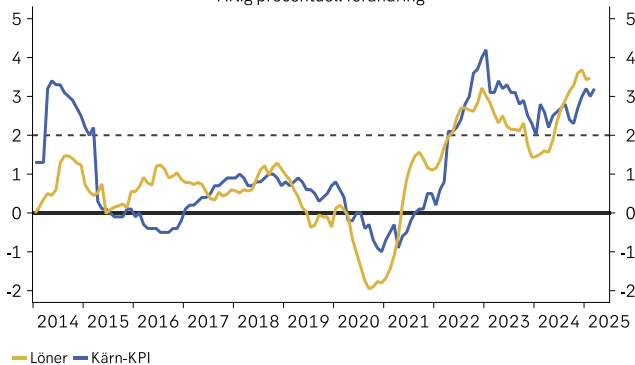
	2023	2024	2025	2026
BNP	1,5	0,1	0,8	0,8
Arbetslöshet*	2,6	2,6	2,6	2,6
KPI	3,3	2,7	3,2	2,0
Offentligt saldo**	-2,3	-2,5	-2,8	-3,1
Offentlig bruttoskuld**	240	237	235	234
Styrränta, %***	-0,10	0,25	0,75	1,00

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

BNP-tillväxten 2026 ligger kvar på 0,8 procent på grund av omvärldsrisker och en strukturell motvind. Den snabbt åldrande befolkningen sänker Japans potentiella tillväxttakt till 0,5 procent. Arbetskraftsbrist håller arbetslösheten nära 2,6 procent. Teknologiframsteg inom t ex robotisering, AI och grön omställning ger visst lyft för tillväxten. Regeringens politik väntas främja arbetsmarknadsflexibilitet, främja arbetskraftsdeltagande bland kvinnor och äldre och förbättra effektiviteten i sociala välfärdssystem.

Japans höga offentliga skuld på 237 procent av BNP utmanas av dels stigande upplåningskostnader, dels ett växande behov av försvarssatsningar. Från 2030 och framåt bedömer IMF att skulden kommer att stiga ytterligare p g a höga räntekostnader och ökade utgifter för hälso- och sjukvård när befolkningen åldras. Det faktum att Japan finansierar sitt offentliga sparunderskott mer än väl inom landet minskar dock sårbarheten vid global oro.

Högre lönetillväxt viktigt steg på vägen - men räcker det?
Årlig procentuell förändring



Källa: Japanese Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications, Japanese Ministry of Health, Labour & Welfare, Macrobond, SEB

Japan behöver expansiv rättepolic. Vår slutsats är att det finns ett politiskt tryck riktat mot BoJ att gå försiktigt fram med räntan trots att inflationen ligger över 2 procent. Inflationen dämpas gradvis 2025–2026 och faller tillbaka mot 2-procentsmålet. Negativa realräntor under prognosperioden ger stöd åt tillgångspriser och företagsinvesteringar och hämmar privat sparande. BoJ:s budskap tycks vara att politikens normalisering ska ske med fokus på att stötta inhemsk efterfrågan.

Yenen förblir undervärderad. Valutan var volatil 2024 och utvecklingen har styrts av faktiska och förväntade förändringar i räntedifferensen mellan Japan och USA. Våra förväntningar på BoJ och Fed gör att yenen förblir undervärderad under prognosperioden trots att BoJ höjer räntan till 1,00 procent. USD/JPY handlas till 132 och 125 i slutet av 2025 respektive 2026.

Kina

Konsten att balansera en handelschock

Mycket höga USA-tullar och stora utmaningar med att styra om exporten hotar Kinas tillväxtstrategi men en mer expansiv finanspolitik och andra insatser för att stärka inhemsk efterfrågan gör att tillväxtinbromsningen mildras. I avsaknad av en större devalvering av yuanen bör en fortsatt måttlig depreciering och utrymme för ytterligare exportdiversifiering också minska handelschocken. Tillväxtriskerna har dock ökat betydligt.

Nyckeltal

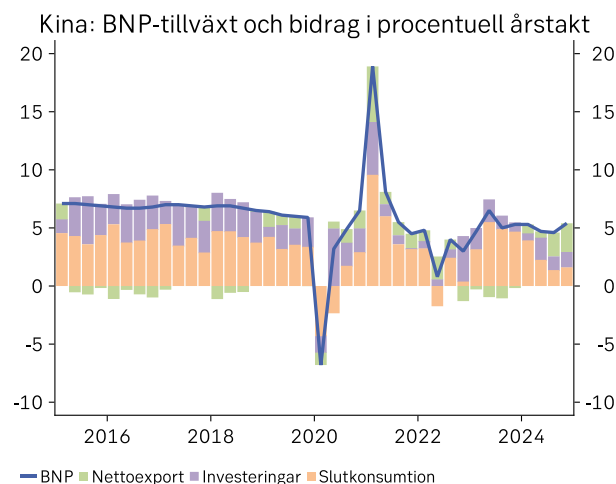
Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	5,4	5,0	4,2	4,0
Inflation	-0,3	0,2	0,8	1,0
Budgetsaldo*	-4,5	-4,8	-5,6	-5,7
1-årig låneränta, %**	3,4	3,1	2,8	2,6
7d omvänd reporänta, %**	1,8	1,5	1,2	1,0
USD/CNY**	7,1	7,3	7,5	7,3

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

Exporten drev tillväxten 2024. I fjol gav exporten ett oproportionerligt stort bidrag till tillväxten som nådde 5 procent, i linje med regeringens mål. Inhemsk efterfrågan var fortsatt svag, investerare väntade förgäves på en finanspolitisk "bazooka" regeringen var förhållandevis återhållsam och budgetunderskottet ökade endast med 0,3 procent av BNP. Tillväxten under första kvartalet var dock över förväntan och kan ge en viss buffert inför en avtagande takt framöver. Dämpad inhemsk efterfrågan återspeglades även i inflationsutvecklingen. KPI steg med svaga 0,2 procent 2024 och i mars i år var inflations-takten fortsatt negativ. Samtidigt fortsätter producentprisdeflationen efter att priserna fallit med 2,1 procent under 2024. Penningpolitiska lättnader fortsatte förra året och vi tror på ytterligare sådana detta år. Men i och med den s.k. "arbetsrapporten", som publicerades vid den nationella folkkongressen, sänktes inflationsmålet med en hel procentenhet (från 3 till 2 procent) och kan tolkas som att deflationstryck kommer tolereras även i fortsättningen.

Försiktiga tecken på finansmarknadsstabilisering. De stödåtgärder som hittills har aviserats för fastighetssektorn under 2025 kan ge visst stöd till utvecklingen även om nedåtriskerna finns kvar. Februari månads statistik, som visar på både ökning för både bygg- och fastighetsinvesteringar, ökade pekar på en viss stabilisering i början av året.



Handelskriget hotar Kinas exportstrategi. Det tillväxtnål på 5 procent som tillkännagavs tidigare i år såg då ambitiöst ut och kommer att bli en än större utmaning efter Trumps tullhöjningar. När denna text skrivs har USA höjt de bilaterala tullarna till 145 procent, om än med vissa undantag där tullarna på t ex konsumentelektronik tillfälligt sänkts till 10 procent. Innan dess hade också en 90-dagars paus för USA:s ömsesidiga tullar mot andra länder annonserats, efter betydande finansmarknadsvolatilitet.

Kina svarar när andra avvaktar. Medan många världsledare flockas för att försöka blidka president Trump, är det mer sannolikt att Kinas ledning kommer att fortsätta att inta en mer ståndaktig hållning. Landet har redan har höjt sina egna tullar på import från USA till 125 procent, samtidigt som även andra åtgärder vidtagits, inklusive exportkontroll av kritiska mineraler. Följaktligen borde den direkta handeln mellan de två länderna minska drastiskt även om tullarna sänks från dagens extrema nivåer.

Utmanande att omdirigera export framöver. Det är frestande att förvänta sig att tullarbitrage och omdirigering av export via andra länder i Asien ska kompensera för nedgången i den bilaterala handeln. Men Trump-administrationen lär även rikta in sig på kinesisk export till USA via tredjeland, antingen via genom åtgärder som beaktar kinesiskt produktionsvärde eller genom Trumps uttryckliga fokus på bilaterala handelsbalanser. Trots amerikanska uttalanden om vikten av

både tullar och andra handelshinder från USA:s handelspartners, var den amerikanska administrationens ömsesidiga tullar i slutändan helt och hållet en funktion av USA:s bilaterala handelsunderskott och import. Detta borde oroa asiatiska regeringar eftersom ökad kinesisk export till USA (utan ökad import från USA) via deras länder, i så fall kan leda till motåtgärder. Med detta sagt kan nyligen aviserade tull-undantag vara ett tecken på att den kinesisk-amerikanska värdekedjeintegrationen och bristen på effektiva icke-kinesiska produktalternativ, i slutändan kommer att innebära mindre betungande restriktioner än befarat. Betydande osäkerhet kring de slutliga tullsatserna består dock.

Risk för stor negativ BNP-effekt. Om de höjda amerikanska tullarna kvarstår – både i absoluta tal och i förhållande till jämförbara länder – innebär de i vilket fall som helst en betydande negativ chock på kinesisk BNP. Om vi antar att den kinesiska exporten till USA minskar med cirka två tredjedelar skulle detta kunna motsvara ett BNP-fall på cirka två procent.

Verktyg finns för att motverka en stor handelschock. Den totala effekten kommer sannolikt att bli mycket mindre eftersom Kina har flera ekonomisk-politiska instrument för att tillgå. Till exempel skulle en ökning av den offentliga sektorns budgetunderskott och särskild finansiering i form av specialobligationer med ytterligare 2 procent av BNP (till 10 procent av BNP, i motsats till de 8 procent som vi förväntade oss i Emerging Markets Explorer) kunna innebära en förändring av ungefär samma storleksordning som under pandemin. Med antaganden om av IMF vedertagna kinesiska finanspolitiska multiplikatorer skulle detta i sig motverka ungefär halva den negativa tillväxteffekten från tullar.

Yuanen lär falla mer på handelsvägd än på bilateral basis. Den reala effektiva växelkursen har deprecierat med ca 5 procent sedan Trump valdes till president och vi förväntar oss ytterligare två procents försvagning av yuanen fram till årsskiftet. En bredare dollarsvaghet lär därtill bidra till en större depreciering på handelsvägd basis. Kombinationen av ett pågående deflationstryck och visst utrymme för ytterligare exportdiversifiering bör stödja kinesisk konkurrenskraft, särskilt på marknader utanför USA, och därmed ytterligare mildra tillväxtinbromsningen.

Resultatet är lägre tillväxt framöver. Effekterna blir sammantaget att BNP-tillväxten kommer att vara lägre kommande år än vi tidigare väntat oss och vi räknar med en tillväxt på 4,2 procent 2025 och 4 procent 2026. Detta förutsätter att USA:s tullar förblir straffande höga (trots tillfälliga undantag den senaste tiden), att omläggningen av exporten inte kan kompensera för USA:s

bortfall, att det blir en måttlig depreciering men ingen större devalvering av valutan och att finanspolitiken expanderar kraftigt.

Insatserna för att främja den inhemska efterfrågan har hittills varit mer vägledande än substantiella.

Prognososäkerheten har ökat och är till stor del på nedsidan. Det pågående handelskriget kan leda till förändringar i regeringens ekonomiska strategi men de åtgärder som hittills har aviserats för att stimulera konsumtionen har varit mer indikativa än substantiella. Fokus på inbyteskampanjer för att temporärt höja köpen av bl a bilar, vitvaror och konsumentelektronik kan ge en engångshöjning av hushållens konsumtion i år, men gör inte mycket för att ta itu med det underliggande problemet med ett högt försiktighetssparande. Krafttag för att stärka de sociala skyddsnäten (inklusive sjukvård, pensioner och reformer av exempelvis hushållsregistreringssystemet "hukou") skulle vara en positiv överraskning men större förändringar väntas inte inom vår prognoshorisont. Ökat fokus på inhemsk efterfrågan skulle kunna leda till en större import från asiatiska grannländer. Det skulle också kunna leda till en ökad distansering från de politiska tillväxtmålen (vilket leder till mindre snedvridande ansträngningar för att nå en viss, men ändå lägre, tillväxttakt).

Kinas "geopolitiska uppoeringskvot" kan vara större än USA:s. Att Kina gett sig in i en vedergällningsspiral och upptrappningen i handelskriget med USA kan vara ett tecken på att Kinas "geopolitiska uppoeringskvot" är högre än USA:s. Till skillnad från USA påverkas Kinas ledarskap mindre av valcykler och förmodligen också mindre av den allmänna opinionen. Detta kan tyda på att Kina kan klara av större ekonomiska svårigheter än USA, som står inför mellanårsval nästa år, om det innebär att man stärker eller behåller en viss geopolitisk position.

Beroendet större än vad handelssiffror ger. Bakom de aggregerade handelssiffrorna finns också sektor-specifika beroenden som är av mer strategisk karaktär i USA och här har Kina utökat sin kapacitet för motåtgärder (s.k. "statecraft") under de senaste åren. Till exempel produceras ungefär hälften av ingredienserna i amerikanska antibiotika i Kina (läkemedelsprodukter har hittills undantagits från USA:s tullhöjningar), och amerikanska militära jetplan och drönare är beroende av komponenter med sällsynta jordartsmetaller där Kina är en dominerande producent. Kina skulle dessutom kunna störa Trumps diplomatiska ansträngningar i Mellanöstern och i kriget mellan Ryssland och Ukraina, eller genom att öka spänningarna i Taiwansundet.

Indien

Bättre motståndskraft mot Trump-chocker

Begränsad exponering mot USA och pågående handelsförhandlingar kan leda till att Indien klarar av global tull-osäkerhet relativt väl. Disinflation ger RBI utrymme att sänka räntan vilket stöttar ekonomin som visat svaghetstecken. Genomsnittlig årlig BNP-tillväxt under 2025–2026 bör ligga runt 6,5 procent.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP*	9,2	6,3	6,5	6,5
KPI	5,7	4,9	4,3	4,4
Styrränta	6,50	6,50	5,75	5,75
USD/INR	83,1	85,6	88,5	90,0

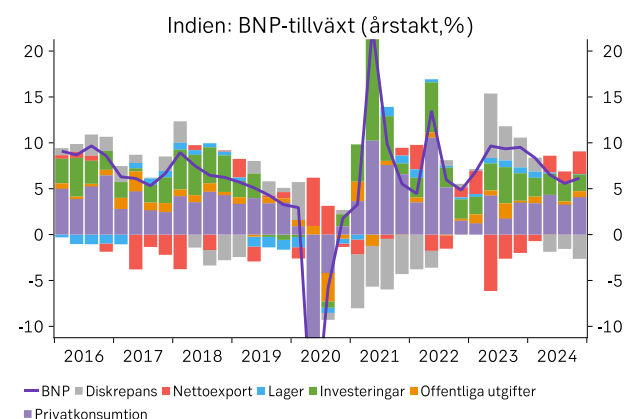
Not: Indiens räkenskapsår går från 1 april till 31 mars följande år. 2024 går därför från april 2023 till mars 2024. Källa: IMF, SEB.

Indien i bättre utgångsläge än andra EM-länder. Indien drabbades ursprungligen av 27 procent i ömsesidiga tullar den 2 april men liksom för många länder har de nu sänkts till 10 procent under en 90-dagarsperiod. De kraftiga amerikanska tullhöjningarna på kinesiska varor bör öka takten för omlokalisering av produktion till Indien. Hittills har den indiska aktiemarknaden klarat sig betydligt bättre än sina EM-kollegor. Samtidigt kommer förhandlingarna med USA sannolikt att ta ny fart. Målet är att slutföra den första fasen av ett avtal i september-oktober i år, vilket skulle kunna leda till att den bilaterala handeln når 500 miljarder USD 2030, jämfört med i nuläget cirka 191 miljarder USD. Det skulle innebära att Indien ligger före många andra länder i förhandlingsprocessen. Men än så länge ser en noll-till-noll-tullstrategi osannolik ut.

Hökaktiv penningpolitik bidrog till svagare aktivitet i slutet av 2024. Ekonomin hade ett svagt andra halvår 2024 på grund av en kombination av hög inflation och höga räntor, återhållsam utlåning och en relativt stram finanspolitik. En del av dessa motvindar kommer sannolikt att fortsätta, bland annat räknar regeringen med att underskottet i de offentliga finanserna kommer att minska de närmaste åren.

Lägre inflation banar väg för mer penningpolitiska

lätnader Samtidigt håller andra motvindar för tillväxten på att försvinna. Inflationen har sjunkit markant de senaste månaderna. Den totala inflationen föll ytterligare under målet i mars (3,5 procent i årstakt) och bör ligga nära Reserve Bank of Indias (RBI) mål på 4 procent kommande månader, vilket gör det möjligt för centralbanken att fortsätta att lätta på penningpolitiken. Trots fortsatt volatila livsmedelspriser tror vi KPI-inflation fortsätter på låg nivå även framöver.



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

Lägre inflation, lägre ränta. Bättre inflationsutsikter har gjort det möjligt för Reserve Bank of India (RBI) - som nu har en ny chef - att sänka räntan. På senare tid har banken även lättat på utlåningsrestriktionerna för mindre låntagare, aviserat likviditetstillskott till banksektorn samt sänkt reporäntan med två på varandra följande sänkningar på 25 punkter. Vid det senaste policymötet fastställdes också centralbankens hållning till ackommoderande från neutral i ett medföljande uttalande. Vi ser utrymme för ytterligare 25 räntepunkter i kumulativa sänkningar fram till slutet av året (till 5,75 procent).

Tillväxten hamnar i genomsnitt på runt 6,5 procent

2025 och 2026. Trots en liten konsumtionsuppgång under första kvartalet är riskerna för konsumtionen ändå på nedsidan. Sammantaget räknar vi med en BNP-tillväxt på 6,5 procent både 2025 och 2026. Om regeringens reformtakt skulle accelerera kan det finnas uppåtrisker för denna prognos.

RBI behåller deprecieringsbias. Även om rupien redan har deprecierat kraftigt sedan den nya RBI-chefen tillträdde i slutet av 2024 (ca 3,8 procent i handelsvägda termer) är deprecieringsbiasen fortsatt stark. Vi räknar med att rupien faller ytterligare till 88,5 per USD i slutet av året.

Emerging markets Efter tullchocken

Ett nytt handelskrig samt ökad global osäkerhet tynger både export och sentiment. Bortsett från Brasilien och Kina fortsätter den finanspolitiska konsolideringen vilket innebär att penningpolitiken och förhandlingarna med USA kommer att bli viktiga faktorer för att begränsa tillväxtnedgången. Nedåtriskerna dominerar när den geopolitiska konflikten mellan Kina och USA eskalerar och Trumps nyckfulla ekonomisk-politiska svängningar fortsätter.

BNP-tillväxt

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
Kina	5,4	5,0	4,2	4,0
Indien	9,2	6,3	6,5	6,5
Brasilien	3,2	3,4	1,8	1,9
Ryssland	4,1	4,1	2,0	1,0
SEB EM-aggregat	4,5	4,3	3,9	3,8

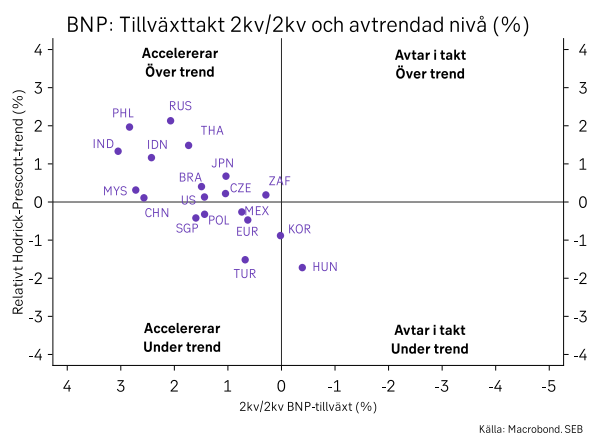
Källa: IMF, SEB

EM-länder skakas av drastiskt höjda USA-tullar. Den 2 april införde Trump-administrationen kraftiga tullar baserade på enkla omvandlingar av bilaterala handelsbalanser och import, vilket straffade länder med höga handelsöverskott med USA som andel av deras totala USA-export. Detta resulterade inte bara i jämförelsevis höga tullar mot Kina, 145 procent inklusive efterföljande upptrappning, utan även mot många andra asiatiska EM-länder. På vilka nivåer tullarna i slutändan kommer att hamna är fortfarande oklart, men om ett betydande gap i tullarna mellan Kina och andra exportländer (särskilt i Asien) kvarstår kan detta innebära en mildare chock för tillväxten bland de senare än vad de första marknadsreaktionerna indikerade.

Tullpaus tillfällig lättnad för EM. EM-aktier föll kraftigt efter att de så kallade ömsesidiga tullarna tillkännagavs, men har delvis vänt upp igen sedan de pausades i 90 dagar (vilket sänkte respektive tullsats till 10 procent) och ytterligare när betydande undantag för konsumentelektronik infördes gentemot Kina. Jämfört med nivåerna i mitten av mars steg räntedifferenser för ett brett EM-index på statliga kreditswappar med så mycket som 70 punkter under veckan efter införandet av tullarna. Valutareaktionerna var mer blandade och drevs till stor del av den generellt svagare dollarn.

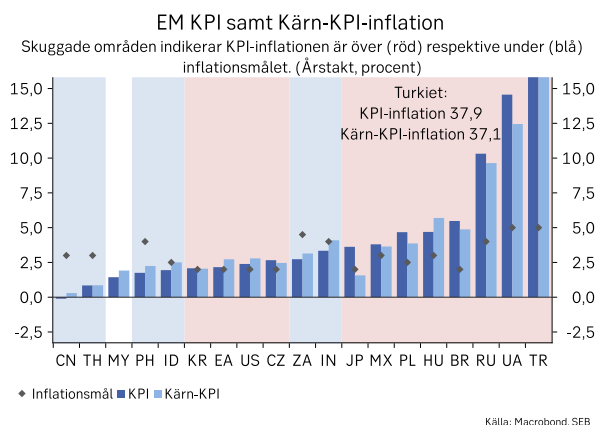
Vidare har betydande oljeprisfall åtföljts av oro för global efterfrågan på olja i ett läge med växande utbud, vilket bör leda till lägre exportintäkter för exportörer samtidigt som det också indikerar potentiellt lägre energiinflation framöver.

Nedreviderad Kina-tillväxt, Indien klarar sig hyfsat. Osäkerheten är stor om alla EM-länder, som drabbas särskilt hårt av åtgärderna, kommer att kunna förhandla ned tullarna innan pausen tar slut. I Kina-kapitlet noterar vi hur en försämring mellan Kina och USA gör att vi reviderar ned vår tillväxtprognos, men att finanspolitiken och en försvagad valuta i viss mån kommer att motverka handelschocken. I vårt Indien-kapitel noterar vi relativt bättre utsikter för landet, givet redan igångsatta handelsförhandlingar samt potential för ökad reshoring.

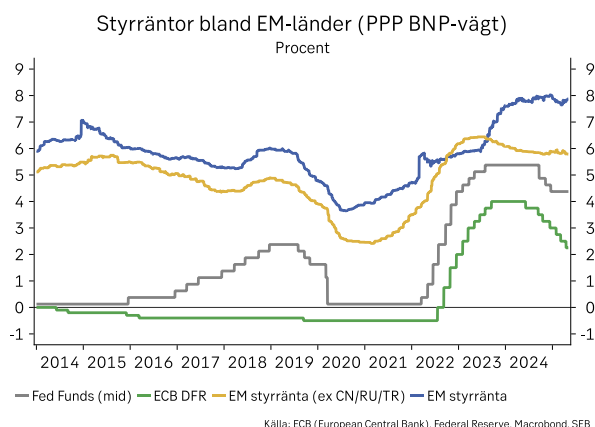


Exportnedgång och osäkerhet ger bred EM-nedrevidering. Under det sista kvartalet 2024 såg tillväxten ut att återhämta sig något, även om länder som Ungern och Sydkorea fortfarande befann sig i en svacka och Polen och Turkiet fortfarande växte under trend. PMI-utfallen är fortfarande relativt robusta och PMI-differensen mellan EM och DM (rikare länder) är fortsatt positiv, om än med en lägre magnitud de senaste månaderna. För närvarande har tillväxten i hela EM reviderats ned för 2025, mot bakgrund av lägre förväntade tillväxtbidrag från export och hög global osäkerhet som sannolikt kommer att tynga sentimentet och försena investeringar.

Inflation över målen för många. Samtidigt ligger inflationen kvar över målet i många länder, med undantag för asiatiska länder och Sydafrika. Turkiets disinflationsprocess har satts i gungning i samband med en politisk kris och den inflationsdrivande konsumtionstillväxten i Brasilien har åtföljts av räntehöjningar från centralbanken. I Central- och Östeuropa är inflationsnedgången fortsatt trög, trots något lägre lönetillväxt i t ex Polen.



Penningpolitiska lättnaderna har fortfarande en bit kvar. Sammantaget tog räntesänkingscykeln i EM en paus i mars, men vi räknar med att den tar ny fart kommande månader. Bortsett från Kina, där vi tror att finanspolitiken har utrymme att stimulera ytterligare, förväntar vi oss för de flesta EM-länder någon form av finanspolitisk konsolidering. Eftersom högre tullar hotar den exportdrivna tillväxten har marknaderna prisat in ytterligare räntesänkningar 6–12 månader framåt. I exportberoende länder (utan mandat för valutastabilitet) kan lägre räntor också leda till svagare valutor, vilket kan ge exporten en buffert mot vad som förhoppningsvis slutligen blir mer måttliga tullhöjningar. Men med det fokus Trump-administrationen verkar ha på bilaterala handelsbalanser (vilket framgår av hur 'ömsesidiga' tullar beräknats), riskerar sådana länder att stämplas som valutamanipulatorer, särskilt inför juniutgåvan av det amerikanska finansdepartementets rapport om valutor.



Tillväxt och inflation i CE3, skillnader i policy-mix i Latinamerika och uppmuntran till autokrater.

Tillväxtpotentialen har ökat i Central- och Östeuropa till följd av EU:s finanspolitiska satsning på försvar och infrastruktur (se SEB Emerging Markets Explorer april). Samtidigt förblir det underliggande inflationstrycket högt och utrymmet för centralbankerna att sänka räntan i år bedömer vi är mindre än vad marknaden

prisar in. Samtidigt pågår en ekonomisk-politisk divergens mellan Brasilien och Mexiko. I Brasilien innebär presidentvalet 2026 en fortsatt expansiv finanspolitik vilket tvingar centralbanken att vara hökaktig och gör landet sårbart för investeraroro över skuldållbarhet. Mexiko befinner sig däremot på andra sidan av valcykeln och vi väntar oss en välbehövlig finanspolitisk konsolidering samtidigt som försämrade handelsutsikter driver tillväxten ned mot noll i år. Detta innebär att centralbanken kommer att behöva sänka räntan, tillräckligt mycket för att kompensera för den handelsrelaterade tillväxtchocken, men samtidigt ska landet undvika en alltför svag peso. Slutligen kan Trump-administrationens agerade komma att uppmuntra en utveckling i autokratisk riktning. Detta ser vi exempel på i Turkiet där ett bredare skifte i det politiska systemet ser ut att vara på väg.

Oöverträffad politisk osäkerhet och tillhörande risker kommer att tynga EM-länderna. Den nyckfulla och ofta godtyckliga karaktären i Trump-administrationens utrikes- och handelspolitik utgör en nedåtrisk för EM-länderna. Förutom tullarna har Trump gått till verbal attack mot Sydafrika för dess landreformer, ifrågasatt allierades suveränitet i fallet Grönland och skyndat på de bilaterala förhandlingarna med Ryssland om dels kriget i Ukraina, samt bredare ekonomiska och säkerhetsmässiga frågor. Samtidigt har risken för en konflikt med Iran återigen dykt upp till ytan efter USA:s militära uppbyggnad i regionen, och orosmoln kring Taiwansundet och Syd kinesiska sjön kvarstår.

Det sitter långt inne, men avtal kan ge positiva effekter, i alla fall för vissa.

Om Trump-administrationen lyckas sluta bilaterala handelsavtal inom den utsatta tidsramen på 90 dagar, och om dessa i slutändan leder till lägre handelshinder än de som annonserades andra april, så kan de negativa effekterna begränsas. Om förhandlingar landar i en tydligare uppdelning av världen i länder med bättre respektive sämre USA-relationer, kan en del i alla fall i relativa termer gynnas. Framför allt om vissa länder lyckas få relativt låga USA-tullar samtidigt som USA:s tullar på Kina består. För närvarande ser dock sådana scenarier mindre sannolika ut och nedåtrisker dominerar. Dessa inkluderar intensivare rivalitet mellan Kina och USA, med ett handelskrig som eskalerar till en bredare geopolitisk konflikt, med en ökad användning av statliga verktyg som exportkontroller, tullar och sanktioner.

Euroområdet

Motverkande krafter

Den gradvisa återhämtningen fortsätter men är omgärdad av stor osäkerhet. Två krafter drar i olika riktningar. USA-tullarna mot EU drar ner tillväxten. Ökade investeringar och försvarssatsningar ger tillväxtkraft men först på lite sikt. Inflationsnedgången fortsätter och ECB kan därför fortsätta att sänka räntan trots svårbedömda effekter av tullar och finanspolitiska stimulanser.

Efter två svaga år, 2022 och 2023, växlade BNP-tillväxten upp 2024, om än till svaga 0,9 procent. Kvartalstillväxten har det senaste året bara varit strax under trend och den måttliga återhämtningen fortsätter. Första kvartalet i år ökade BNP visserligen mer än väntat men olika indikatorer, som inköpschefsindex (PMI) och konsumentförtroende, ligger på nivåer som talar för fortsatt svaga tillväxttal den närmaste tiden. Skillnaden mellan PMI i tjänstesektorn och tillverkningsindustrin (som legat under 50 i nästan tre år) har dock minskat på sistone. Att tillförsikten i tillverkningsindustrin har ökat är positiva nyheter för framför allt Tyskland där industriproduktionen till följd av både strukturella och konjunkturella orsaker sjunkit i flera år. Fortfarande spretar utvecklingen mellan länderna. Spaniens tillväxt är hög medan tysk BNP i fjol krympte för andra året i rad. Fransk BNP minskade i slutet av förra året efter att tillfälliga effekter från OS i Paris lagt sig.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,4	0,9	1,0	1,2
Arbetslöshet*	6,6	6,4	6,3	6,3
Löner	5,3	4,5	3,1	2,6
KPI	5,4	2,4	2,1	1,7
Offentligt saldo**	-3,5	-3,1	-3,3	-3,4
Offentlig bruttoskuld**	87,3	87,4	88,7	89,7
Inlåningsränta, %***	4,00	3,00	1,50	1,50

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

Arbetsmarknaden fortsätter visa god motståndskraft

med en arbetslöshet som trots allt gradvis minskat. Små tecken på avmattning finns, men någon tydlig uppgång syns inte i hårddata, förutom i Tyskland där arbetslösheten stigit (om än från låga nivåer). Arbetsmarknadens motståndskraft beror på att företagen valt att behålla personal för att inte stå utan när tillväxten växlar upp, svag reallöneutveckling samt demografiska utmaningar med en allt högre andel äldre i befolkningen. Ovannämnda faktorer, särskilt demografin, lär fortsätta motverka en alltför stor uppgång i arbetslösheten.

Inrikespolitiken fortsatt i fokus. Som väntat blev den konservativa unionen CDU/CSU störst i det tyska valet i februari och landet kommer att styras av en alliansregering bestående av CDU/CSU och Socialdemokraterna, SPD. Partierna har precis förhandlat om politikens inriktning kommande mandatperiod. Men mycket har hänt sedan valet och den händelserika utvecklingen i omvärlden tvingade den blivande regeringen till kraftfulla åtgärder redan innan den bildats. Kort efter valet presenterade CDU/CSU och SPD ett stort paket för att öka infrastrukturinvesteringarna med 500 miljarder euro (10 procent av BNP) över 12 år. En del av medlen till infrastruktur ska avsättas till klimatåtgärder. Försvarsutgifter över en procent av BNP ska dessutom undantas från skuldbromsen (som innebär ett årligt strukturellt budgetunderskott på max 0,35 procent av BNP). Förslaget har röstats igenom i förbundsdagen och bedöms ha positiva tillväxteffekter inte bara på tysk ekonomi, utan på hela euroområdet. Men högre tillväxt syns först efter 2026 och framåt.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

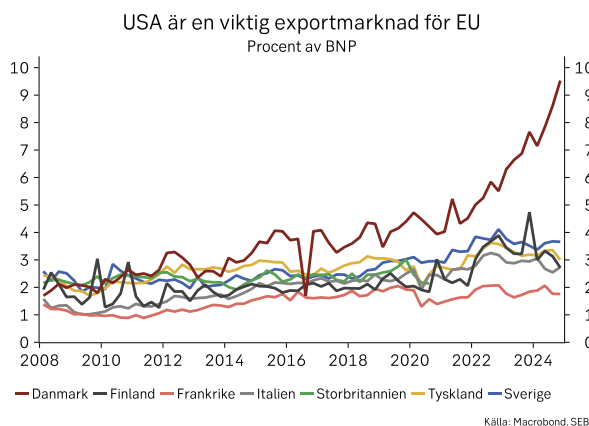
	2023	2024	2025	2026
Tyskland	-0,3	-0,2	0,2	1,1
Frankrike	0,9	1,1	0,6	1,0
Italien	0,7	0,7	0,6	0,8
Spanien	2,7	3,2	2,3	1,8
Euroområdet	0,4	0,9	1,0	1,2

Källa: Eurostat, SEB

Skört politiskt läge i Frankrike. I Frankrike röstades premiärminister François Bayrous budget för 2025 igenom i början av februari men risken för nyval finns kvar. Minoritetsregeringen är skör och står inför svåra avvägningar; det höga budgetunderskottet måste minska i ett geopolitiskt osäkert landskap samtidigt som vänsterfalangen inte vill dra ner på utgifterna. Nästa presidentval är om 2 år och frontfiguren Marine Le Pen från ytterhögerpartiet Nationell Samling ser just nu inte

ut att få ställa upp efter att ha dömts för bedrägeri. President Macron får heller inte kandidera en gång till. En ny världsordning med tidigare allianser som ser ut att lösas upp ökar kraven på stabila regeringar och ledarskap i EU. Inrikespolitiskt lugn i Tyskland och Frankrike, och starka relationer mellan länderna, är av yttersta vikt för att ena EU och hantera relationerna med Kina och USA.

Tullar negativa för tillväxten. USA-administrationens tullpolitik svänger fram och tillbaka och skapar stor osäkerhet för det handelsberoende EU. I nuläget omfattas Europa av de 25-procentiga tullarna på stål och aluminium, samma nivå gäller biltillverkare, samt generella tullar på 10 procent. Att uppskatta effekterna på tillväxt och inflation av ökade tullar är svårt och behäftat med stor osäkerhet, särskilt eftersom Trump frekvent ändrar sig kring storlek och vad som ska omfattas. Olika studier visar att tullar på all amerikansk import från EU minskar EU:s BNP med 0,2–0,6 procent på kort- till medellång sikt. Att effekterna varierar beror på antaganden om tullsatser, motåtgärder, priselasticiteten samt möjligheter att hitta nya marknader. Vår bedömning är att de tullar som hittills presenterats sänker tillväxten med drygt 0,5 procentenheter de kommande två åren. Skulle EU svara med mer aggressiva motåtgärder finns det en risk att de negativa tillväxteffekterna underskattas. Ökad osäkerhet som sänker företagets investeringsvilja innebär troligen att tulleffekterna i olika makromodeller underskattas.



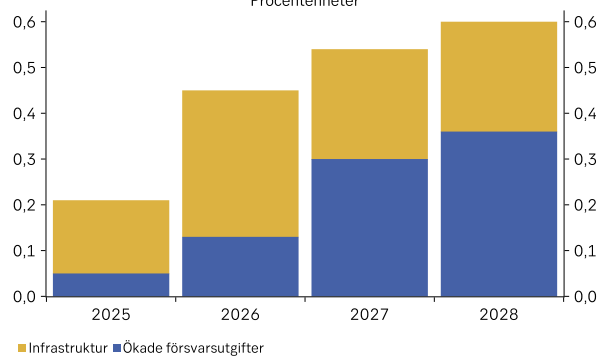
Investeringar och försvarssatsningar höjer tillväxten.

Kriget i Ukraina och osäkerheten kring USA:s del i Europas försvar framöver innebär att Europa måste öka sina försvarssatsningar. Sedan årsskiftet har det presenterats stora försvarssatsningar, både på EU- och nationell nivå. Mest uppmärksamhet, och en av de större konkreta satsningarna, är de tyska inom försvar och infrastruktur (se tidigare avsnitt). Även på EU-nivå har det presenterats en försvarsplan med åtgärder för

att öka medlemsländernas försvarsutgifter. EU-länderna ska bland annat få aktivera undantagsklausuler från EU:s budgetregler för att öka försvarsutgifterna. EU har också presenterat ett nytt instrument som ska kunna tillhandahålla 150 miljarder euro i lån till medlemsländerna för försvarsinvesteringar.

Tillsammans kan undantag från budgetregler och nya lån mobilisera runt 800 miljarder euro på fyra år (ca 5 procent av EU:s BNP). Givet att många länder redan i dagsläget har stora budgetunderskott och höga skulder är dock utrymmet för större utgiftsökningar begränsade. Andra delar i Europas försvarsplan är att mobilisera privat kapital genom EU:s sparande- och investeringsunion samt att använda Europeiska investeringsbanken (EIB) för investeringar inom försvarsområdet.

Ökade investeringar och försvarsutgifter lyfter tysk BNP
Procentenheter



Tillväxten ökar mer om Europa satsar själv.

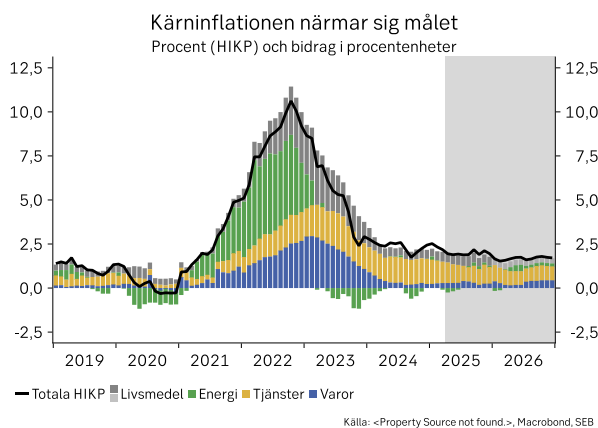
Hur mycket tillväxten påverkas av ökade utgifter för investeringar och försvar beror på 1) hur mycket som behöver importeras (ju högre importinnehåll desto lägre tillväxteffekter) och 2) när uppväxlingen sker, det vill säga hur snabbt pengarna kan komma ut i ekonomin och hur fort europeiska företag kan öka sin produktion. Vilka antaganden som görs kring importinnehåll och i vilken utsträckning de medel som satsas faktiskt genererar ökad produktion (den så kallade multiplikatoreffekten) ger stora prognoskillnader. Vår bedömning är att effekterna av infrastrukturinvesteringarna och försvar blir positiva, men framför allt från och med 2026–2027. Ambitionen hos EU att öka försvarsproduktionen på hemmaplan innebär att importinnehållet på sikt bör minska. För Tyskland blir tillväxteffekten drygt 0,5 procentenheter 2025–2026 medan tillväxteffekterna för hela euroområdet blir mindre, drygt 0,3 procentenheter. Att effekterna blir lägre för euroområdet än för Tyskland beror på att höga budgetunderskott begränsar andra stora ekonomier att stimulera lika mycket.

Tull- och finanspolitiska effekter tar nästan ut varandra.

Den sammanlagda BNP-effekten av ökade tullar och försvars- och investeringssatsningar är små eftersom de nästan tar ut varandra (de negativa tulleffekterna dominerar dock). Sammantaget ökar BNP med runt 1 procent i år och 2026, något lägre än vår förra prognosuppdatering. En sådan tillväxttakt är strax under trend och BNP-gapet som vuxit de senaste åren sluts inte under prognosperioden. Konsumtionen, men även investeringarna, blir viktiga tillväxtdrivkrafter.

Inflationen fortsätter ner

Inflationen har fallit rejält sedan toppnoteringen 2022 och ligger nära ECB:s mål på två procent. Kärninflationen är dock fortfarande för hög. Att nedgången i kärninflationen varit utdragen beror framför allt på höga tjänstepriser. Utvecklingen håller i sig 2025–2026; inflationsbidraget från konsumentvaror är förhållandevis litet även om det stigit något på sistone och tjänstepriserna ökar fortsatt i lite för snabb takt.

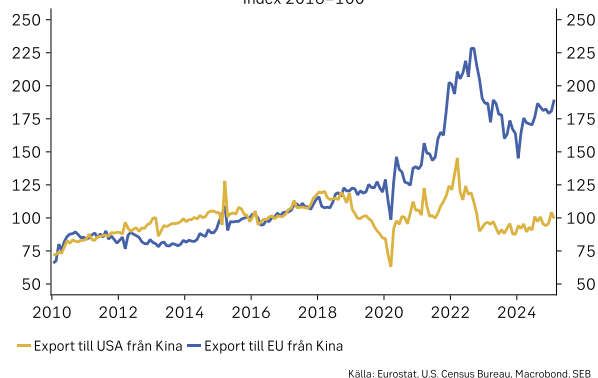


Osäkra inflationseffekter. I närtid tror vi att den nedåtgående löneökningstrenden fortsätter dämpa uppgången i tjänstepriser, om än långsamt. Handelseffekterna av tullar kan både öka (via högre importpriser från USA, exempelvis om EU väljer att avsluta sin 90 dagar långa paus mot USA när det gäller tullsvaret på USA:s stål- och aluminiumtullar) och minska inflationen (via lägre efterfrågan, svagare tillväxt och billigare import från andra länder). Vi tror att de negativa tillväxteffekterna dominerar och att inflationstrycket dämpas. De senaste veckorna har dessutom euron stärkts mot dollarn vilket dämpar inflationstrycket för importerade varor. Att Kina (och andra asiatiska ekonomier) möter högre tullar från USA kan också resultera i ökad export 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.

Lite trögare nedgång för kärninflationen.

Inflationstakten minskar från 2,4 procent 2024 till 1,7 procent 2026. Kärninflationen (exklusive energi, alkohol, livsmedel och tobak) minskar något långsammare. Den senaste tidens marknadsturbulens har pressat priserna på energi, både på drivmedel och på den för Europa viktiga naturgasen. På kort sikt dominerar oljeprisets inverkan, men om naturgaspriserna fortsätter ner bör det påverka företagets kostnadsbild och kan ytterligare dämpa prisutvecklingen på både varor och tjänster. Inflationen kan ta en annan riktning än i huvudscenariot om löneökningarna minskar långsammare än väntat, om handelskonflikten förvärras och om kapacitetsutnyttjandet i Europa blir högt (till följd av försvarssatsningarna).

Europa kan bli en ännu större marknad för kinesisk export
Index 2016=100



ECB sänker under neutral nivå. Gradvis lägre inflationstakt och en måttlig ekonomisk återhämtning innebär att ECB kan känna sig komfortabla med att fortsätta att sänka räntorna. ECB lär i närtid bedöma att de negativa tillväxtriskerna från USA:s handelspolitik dominerar. Så länge inflationen fortsätter att minska tror vi därför att ECB fortsätter med sina räntesänkningar. Särskilt viktig blir utvecklingen av löner och tjänstepriser, som båda behöver komma ner. Vår bedömning är att ECB sänker styrräntan vid varje möte fram till september 2025 (dvs i juni, juli och september). Den viktiga inlåningsräntan når därmed 1,5 procent i september 2025. Nivån på inlåningsräntan är då strax under en neutral nivå, dvs nivån som varken stramar åt eller stöttar ekonomin. Om tulloron dämpas och finanspolitiska satsningar i Europa kommer på plats kan en räntehöjning mot slutet av prognoshorisonten inte uteslutas.

Tema:

Fragmenterad energiomställning

Kortsiktiga uppoffringar och långsiktiga vinster

Vår miljö och vårt klimat förändras, och vi matas med nyheter om nya temperaturrekord, torka och ogynnsamma väderförhållanden. Omställningen mot mer hållbarhet står inför utmaningar med en fossilvänlig ny administration i Vita huset som lämnat Parisavtalet. Men det finns hopp. I den här artikeln tittar vi på energidelen av den gröna omställningen, där kostnadsbilden långsiktigt gynnar vägen mot nettonollutsläpp, även om det finns kortsiktiga hinder. Den geopolitiska fragmenteringen innebär att övergången till ren energi sker med olika hastighet i olika regioner. Den försvagar dock inte argumenten för förnybar energi.

Fragmenteringen påverkar energiomställningen

Kina fortsätter framåt, medan USA ser ut att hamna klart på efterkälken. Mycket tyder på att Europa kommer att behöva snabba på omställningen, något som medför betydande initiala kostnader. Dessa investeringar kommer dock att bidra till att minska den långsiktiga ekonomiska bördan som kommer med import och subventioner av fossila bränslen för europeiska företag och skattebetalare. Nya EU-initiativ, som Clean Industrial Deal (CID) och banken för minskade koldioxidutsläpp på 100 miljarder euro (Decarbonisation Bank), syftar till att lösa finansierings- och samordningsutmaningar för att frigöra investeringar från den privata sektorn, minska beroendet av import av fossila bränslen och öka Europas konkurrenskraft.



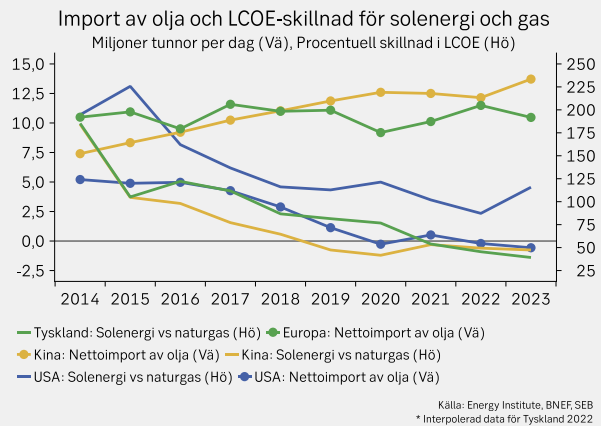
En fragmenterad värld. Global Risks Report 2025 från World Economic Forum belyser ett djupt splittrat globalt landskap, präglad av geopolitiska, miljömässiga, samhälleliga och tekniska utmaningar som hotar stabiliteten och försvårar framsteg på energiomställningsområdet. I en globaliserad värld med djupgående ekonomisk integration har beslutsfattarna starkare incitament att prioritera gemensamma risker som den globala uppvärmningen. I en splittrad värld med rivalitet mellan stormakter är det osannolikt att dessa frågor kommer att ha något större politiskt inflytande.

Även om oron för krig och geopolitisk konfrontation fortfarande är hög, fortsätter globala företagsledare ranka extrema väderhändelser, föroreningar, förlust av biologisk mångfald och ekosystemkollaps – som alla drivs av klimatförändringar – som de största riskerna på kort till medellång sikt.

Världens tre stora ekonomiska block centrerade kring USA, Kina och Europa, har tydliga skillnader i sina strategier för energiomställning. I slutändan beror dessa skillnader på att förnybara energikällor inte längre enbart värderas utifrån renhet – utan också utifrån betydande fördelar när det gäller livscykelkostnader, snabb utbyggnad och energisäkerhet. Särskilt i Europa ses förnybar energi i allt högre grad som ett strategiskt verktyg för att stärka energisjälvförsörjningen och den ekonomiska konkurrenskraften.

Ekonomi förbättras för ren energi. Investeringarna i ren energi översteg 2 biljoner dollar för första gången 2024, vilket är dubbelt så mycket som investerades i fossila bränslen. Detta är en betydande förändring jämfört med för tio år sedan då de totala energiinvesteringarna uppgick till cirka 2,8 biljoner dollar, varav endast 40 procent gick till ren energi.

Energitrygghet och överkomliga priser är de främsta orsakerna till att den globala energiomställningen går olika snabbt i olika regioner. Under de senaste fem åren har Kina gått om Europa som den största importören av fossila bränslen i världen. Samtidigt har politiken för ren energi i Europa och tillverkningsframstegen i Kina gjort förnybara energikällor till den mest prisvärda källan till elektricitet i båda regionerna. LCOE (Levelized Cost of Electricity) – nuvärdet av den genomsnittliga nettokostnaden för nybyggd elproduktion – för nya solenergiprojekt är ungefär hälften av kostnaden för nya naturgasanläggningar. Klyftan kommer sannolikt att öka i takt med att tekniken för förnybar energi går snabbt framåt.



Förnybara energikällor erbjuder lägre etableringsrisker och marginalkostnader nära noll. Enligt Oxford University överstiger sol- och vindkraftsprojekt budgeten med i genomsnitt 1–8 procent, jämfört med kärnkrafts-, olje- och gasprojekt som i genomsnitt överstiger sin ursprungliga budget med 120 respektive 34 procent. Och när förnybara energikällor väl har installerats genererar de energi utan några utländska insatsvaror och med minimala driftskostnader, vilket är ett starkare argument i Kina och Europa än i USA, som är självförsörjande på fossil energi.

Kinas ligger fortfarande före

Ur ett globalt perspektiv har Kina gått om Europa och är på väg att nå en 50-procentig andel ren energi under 2030-talet. Kinas strategi för energiinvesteringar är pragmatisk och gäller inte bara förnybar energi. Det investeras också aggressivt i batterilagringsteknik för att klara den oregelbundenhet som förnybar energiförsörjning innebär, enligt uppgifter från BloombergNEF (BNEF).

Samordning av hela energikedjan. Kina verkar också förstå behovet av samordning av omställningsinvesteringar i hela värdekedjan. Uppsvinget för förnybar energi är bara en del av ansträngningarna för att påskynda processerna avseende tillgång, överföring, distribution och efterfrågan på el.

Tack vare sin konsekventa politiska ram kommer Kinas utsläpp och energianvändning sannolikt att nå sin topp före 2030. Även om det krävs ytterligare ansträngningar för att Kina ska nå sitt mål om koldioxidneutralitet till 2060, kommer landet fortfarande att slutföra energiomställningen mycket snabbare än sin huvudkonkurrent, USA.

USA skruvar ner tempot på övergången

Energipolitiken har varit en viktig del av Trumps övergripande inrikespolitiska agenda. Han visade omedelbart sin brist på klimatfokus med åtgärder som att lämna Parisavtalet. Trumps senaste beslut att

avbryta byggnationen av Equinors havsbaserade vindkraftpark utanför New Yorks kust var visserligen väntat, men illustrerar ändå den nya regeringens inställning till förnybar energi. Han gav även ordern "Unleashing American Energy".

USA trappar ned. Även om det finns en hel del spekulationer, återstår det att se vad resultaten blir, efter att pausperioderna har hävts och myndigheternas slutsatser har dragits. Det vi vet är att presidenten har förklarat en "nationell energikris" och att 350 "nödenenergiprojekt" har identifierats i en presidentorder.

Flera gröna investeringar i röda stater. Det råder ingen tvekan om att Trump-administrationen är angelägen om att minska stödet till ren energi avsevärt, men alla förändringar av IRA måste godkännas av Kongressen, och när det gäller investeringar i förnybar energi var regeringen aldrig den främsta drivkraften. De största investeringarna i vindkraft har huvudsakligen gjorts i republikanska delstater i Mellanvästern, där väderförhållandena är särskilt gynnsamma och vinden ger stora kostnadsbesparingar. Investeringar i solenergi är särskilt populära i sydöstra USA, där republikanerna också dominerar. Privata teknikföretag, driver också investeringar genom så kallade energiköpsavtal.

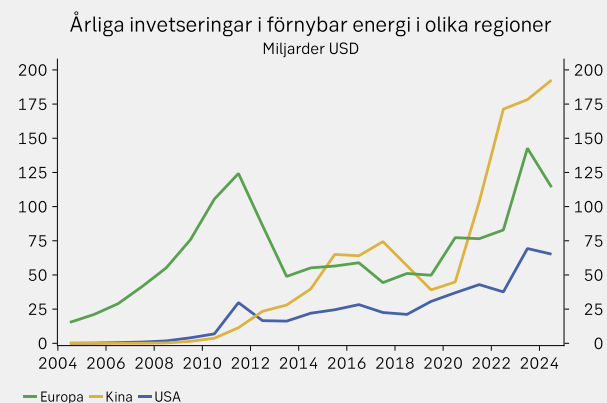
Omställningen kommer att fortsätta i USA om än i långsammare takt. Utan aktivt stöd från beslutsfattare kommer övergången sannolikt att följa det historiska mönstret för marknadsdriven teknikspridning och omställningen slutföras runt 2080, nästan 30 år efter Kina enligt BNEF och IEA (International Energy Agency).

Omställningen gynnar EU:s strategiska mål

Omställningen till ren energi har de senaste åren stagnerat i Europa. I början av omställningen var regionen ledande, men investeringarna minskade efter den globala finanskrisen 2007-2008. Återhämtningen under 2020-talet avbröts av politiska bakslag och de senaste två åren, av ökat kostnads- och säkerhetsfokus.

Påskyndandet av utvecklingen i Europa står inför ekonomiska och tekniska utmaningar. Förnybara energikällor är mer känsliga för ökande kapitalkostnader på grund av högre initial investeringskostnad. En procents ökning av kapitalkostnaderna ökar kostnaden för nya energikällor med 10-20 procent (för konventionell energi endast 2-5 procent). Dessutom kräver ett kraftsystem som domineras av oregelbundna förnybara energikällor betydande investeringar i utbyggnad av elnätet och energilagring. En övergång till ett flexibelt kraftsystem kräver också ny utformning av marknaden där efterfrågan på el bättre matchar det varierande utbudet. Dessutom kommer elektrifieringen

av transporter och industri sannolikt att öka efterfrågan och trycka upp priserna på energi.



De långsiktiga fördelarna med energiomställningen är värda kortsiktiga uppoffringar.

För att uppnå EU:s klimat- och energitrygghetsmål på kort sikt måste investeringarna i ren energi öka med 60 procent eller nästan 500 miljarder euro per år t o m 2030. Siffrorna inkluderar en fördubbling av investeringarna i lösningar för energibehov inom industri och bostäder, t ex energieffektivitet och uppvärmningssystem. Siffrorna ska ses mot bakgrund av det pris som Europa betalar för sitt energiberoende. Under 2023 betalade EU cirka 427 miljarder euro för import av fossila bränslen, vilket motsvarar cirka 2,5 procent av BNP. Samma år var subventionerna i EU till fossila bränslen (111 miljarder euro) större än subventionerna till förnybar energi (61 miljarder euro). De geopolitiska fördelarna med förnybar energi börjar få mer uppmärksamhet i EU, inte minst efter nytt tvivel om den transatlantiska alliansen.

EU:s Clean Industrial Deal (CID) markerar ett stort steg i denna riktning.

EU vill göra energi billigare för konsumenter och företag, göra energiförsörjningen säkrare genom att minska beroendet av utländska leverantörer och som en bonus också bidra till att minska klimatriskerna. I planen konstateras att samordning över hela värdekedjan är den största svårigheten för att påskynda energiomställningen. Betydelsen av nätinvesteringar tydliggörs, ett investeringsområde där aktiviteten har släpat efter.

Det potentiellt mest betydelsefulla i CID är att stimulera ren industri och energi genom att ändra utformningen av EU:s energimarknad och stödja små och medelstora företag och energiintensiva industrier i upphandlingen av förnybar el. Detta skulle skapa en starkare koppling från den privata sektorn till investeringar i ren energi. Större tillgång till finansiella garantier, effektivare regler för statligt stöd och lösare tillståndsregler kan hjälpa EU att komma i kapp Kina och återfå sin globala konkurrenskraft.

Storbritannien

Mångfacetterad balansgång

Ekonomin befinner sig nära stagnation och inflationen överstiger målet hela 2025. Bank of England balanserar mellan tillväxstödjande räntesänkningar och inflationsbekämpning, och fortsätter därför att endast gradvis sänka styrräntan i år. Långa marknadsräntor har stigit till nya höjder trots centralbankens räntesänkningar, vilket pressar såväl hushåll och företag som finanspolitiken.

Den brittiska ekonomin bromsade in mot slutet av 2024. BNP-tillväxten under det fjärde kvartalet var måttliga 0,1 procent i kvartalstakt. Trots ett svagt ekonomiskt sentiment finns det tecken på att ekonomin växlar upp i början av i år. Mycket av uppgången kan dock härledas till en tillfällig exportökning till USA innan tullarna trädde i kraft. De inhemska förutsättningarna för en återhämtning är alltså dämpade och den tilltagande globala osäkerheten sänker tillväxtutsikterna. Vi reviderar ned vår prognos för 2025 till 0,9 procent.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,4	1,1	0,9	1,2
Arbetslöshet*	4,1	4,3	4,6	4,9
Löner	7,1	5,3	4,8	3,7
KPI	7,3	2,5	3,1	2,3
Offentligt saldo**	-6,1	-5,7	-4,5	-4,0
Offentlig bruttoskuld**	100,4	101,2	104,0	106,0
Styrränta, %***	5,25	4,75	3,75	2,75

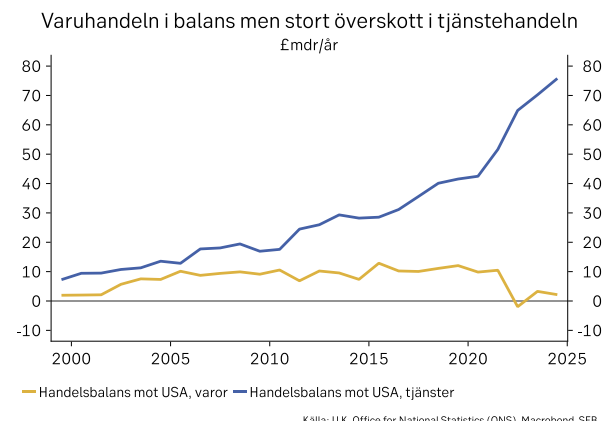
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: IMF, ONS, SEB

Relativt begränsat genomslag från handelskriget

Storbritannien är ett av få länder som har balans i varuhandeln med USA. Landet belönades därför med en lägre tullsats (10 procent) jämfört med EU (20 procent) i Donald Trumps tullpaket den 2 april. Trumps handelspolitik har ändrats sedan dess, och lär komma att ändras många gånger över de kommande åren, men den initialt lägre tullsatsen indikerar en relativ fördel för Storbritannien mot Europa framöver.

Inte balans i all handel. Balans i handeln gäller varor men Storbritanniens tjänstebalans mot USA visar däremot ett betydande överskott. Än så länge har

Donald Trump visat begränsat intresse över att vilja korrigera eventuella obalanser i handeln med tjänster. Storbritannien kan därmed bli relativt förskonat om USA:s handelskrig framförallt begränsas till varuhandeln. Storbritannien kommer trots det inte undan negativa effekter av tullar och allmän osäkerhet, men effekten blir mindre än för jämförbara ekonomier. Varuexporten till USA utgör samtidigt en relativt liten andel av BNP – knappt 2 procent, jämfört med EU-snittet på 3 procent.



Ensam är inte stark – starten på en "Brexit reset"?

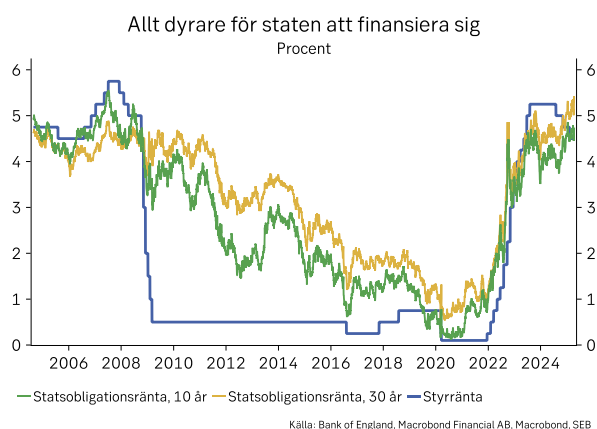
Den frostiga relationen mellan EU och Storbritannien börjar tinas upp. Sedan Keir Starmer blev premiärminister förra året har budskapet varit att han vill "återställa" relationen till EU. Hans möte med det Europeiska rådet i februari var första gången sedan Brexit som en brittisk premiärminister träffade de 27 europeiska länderna samtidigt. Samtalen ägde rum i kölvattnet av USA:s hot om att dra tillbaka sina säkerhetsgarantier för kontinenten och dra in det militära biståndet till Ukraina. Starmer vill fördjupa det säkerhetspolitiska samarbetet med EU och har visat tydligt att han vill vara en ledarfigur i arbetet med att stärka den europeiska säkerheten och stödja Ukraina.

"Brexit Reset Summit". Storbritannien har därför bjudit in EU till ett toppmöte den 19 maj som har döpts till "Brexit Reset Summit". Huvudsaklig målsättning, och den lägst hängande frukten, är att komma överens om en säkerhetspakt. Det finns även försiktiga förhoppningar om att nå överenskommelser inom handel och ekonomi, men det förutsätter att Storbritannien först fullföljer sina åtaganden mot EU från utträdesavtalet TCA. EU är måna om att Storbritannien inte "plockar russin ur kakan" och Starmer kommer att behöva göra avkall på flera viktiga Brexit-principer för att nå ett meningsfullt närmande till unionen. Det finns med andra ord gott om hinder i vägen när EU och Storbritannien försöker hitta tillbaka till varandra. Den säkerhetspolitiska utvecklingen i Europa

och Donald Trumps handelstullar kan dock leda till mer ömsesidig pragmatism. Med färre allierade i världen har båda sidor mer att vinna på förbättrade relationer.

Den finanspolitiska elefanten i rummet. Höstens skattehöjningar tynger ekonomin och tillväxten är svagare än vad finansminister Reeves räknat med. Den tilltagande osäkerheten i världshandeln och en mer ansträngd relation till USA kommer i ett för Storbritannien skört ekonomiskt läge. Pressen ökar på regeringen att bemöta dessa utmaningar med finanspolitik för att stödja ekonomin. Det finanspolitiska läget är dock ansträngt och Reeves tvingades i mars istället att minska de offentliga utgifterna efter en nedrevidering av de ekonomiska prognoserna. Beslutet att minska utgifterna berodde dels på svagare tillväxt än vad som antogs i höstbudgeten, dels på grund av stigande statsskulsräntor.

Räntor åter upp reformutrymme. Räntor med lång löptid har fortsatt att klättra trots Bank of Englands (BoE) räntesänkningar. Räntan på 30-åriga statsobligationer nådde i början av april den högsta nivån sedan 1998, vilket talar för att budgetutrymmet fortsätter att ätas upp av högre finansieringskostnader. Risken är överhängande att finansministern återigen ställs inför dilemmat att höja skatter eller minska utgifter, vilket skulle dämpa tillväxtutsikterna ytterligare. Ett annat alternativ är att bryta mot regeringens finansiella regelverk och tillåta mer upplåning, men det skulle sannolikt inte tas emot väl av marknaden – med stigande räntor som följd.



Hur ska försvarssatsningarna finansieras? En ytterligare försvårande omständighet i jakten på balanserade offentliga finanser är att Storbritannien, precis som övriga Europa, vill stärka försvaret. Försvarsutgifterna ska i ett första steg höjas till 2,5 procent, från 2,3 procent av BNP, till 2027. Finansiering ska ske genom en sänkning av biståndsbudgeten och försämrar därmed inte statsbudgetens saldo. Regeringen har dessutom uttryckt en "ambition" att höja

anslagen till 3,0 procent av BNP till 2030, men det är oklart hur detta ska finansieras. Givet en redan hög offentlig skuld, är större underskott inte ett alternativ. Reeves skulle återigen tvingas välja mellan skattehöjningar och sänkta utgifter.

Gradvis försämring på arbetsmarknaden. Regeringens höjning av arbetsgivaravgifterna samt högre minimilöner innebär ökade arbetskraftskostnader. Delar av näringslivet har protesterat högljutt och varnat för omfattande uppsägningar. Läget på arbetsmarknaden har försämrats gradvist. Arbetslösheten ökar långsamt men ligger kvar på en historiskt låg nivå och sysselsättningen har planat ut. Indikatorer pekar mot en tydligare inbromsning på arbetsmarknaden under början av året. Vi räknar med att arbetslösheten fortsätter att stiga till 4,6 procent i slutet av året från 4,4 procent i januari.

Inflationen över 3 procent under resten av året. Den strama arbetsmarknaden har varit ett viktigt skäl till den höga löneökningstakten, som i sin tur höjer inflationen och oroar Bank of England. En fortsatt inbromsning på arbetsmarknaden ger utrymme för löneökningstakten att avta framöver, vilket banar vägen för fler räntesänkningar från Bank of England i år. Inflationen är fortsatt för hög och väntas förbli över 3 procent under större delen av i år, främst driven av tjänsteinflation samt livsmedels- och energipriser. Energipriserna har dock kommit ned och det finns tecken på en bredare inbromsning i tjänsteinflationen. Det sistnämnda förutsätter dock att löneökningarna bromsar in. Hyresökningarna har trotsat den svaga ekonomiska utvecklingen och ökade med knappt 8 procent i årstakt i början av i år. Vi ser tecken på en vändning och räknar med att hyreshöjningarna ökar i något långsammare takt framöver.

Svår balansgång för Bank of England. Bank of England har endast sänkt styrräntan tre gånger sedan räntesänkingscykeln inleddes i augusti förra året. Styrräntan hölls oförändrad vid senaste mötet i mars med hänvisning till inflationsriskerna, trots sänkta tillväxtutsikter. Vi räknar med att BoE fortsätter att balansera mellan svag tillväxt och hög inflation och sänker styrräntan gradvist en gång per kvartal. Det innebär en styrränta på 3,75 procent i slutet av året.

Norden

Sverige | sid 43

Osäkerheten har ökat men hushållens stora inkomstökning talar för att svensk ekonomi växer snabbare än euroområdet kommande år. Starkare krona gör att kärninflationen faller under målet 2026. Riksbanken sänker räntan i juni.

Danmark | sid 49

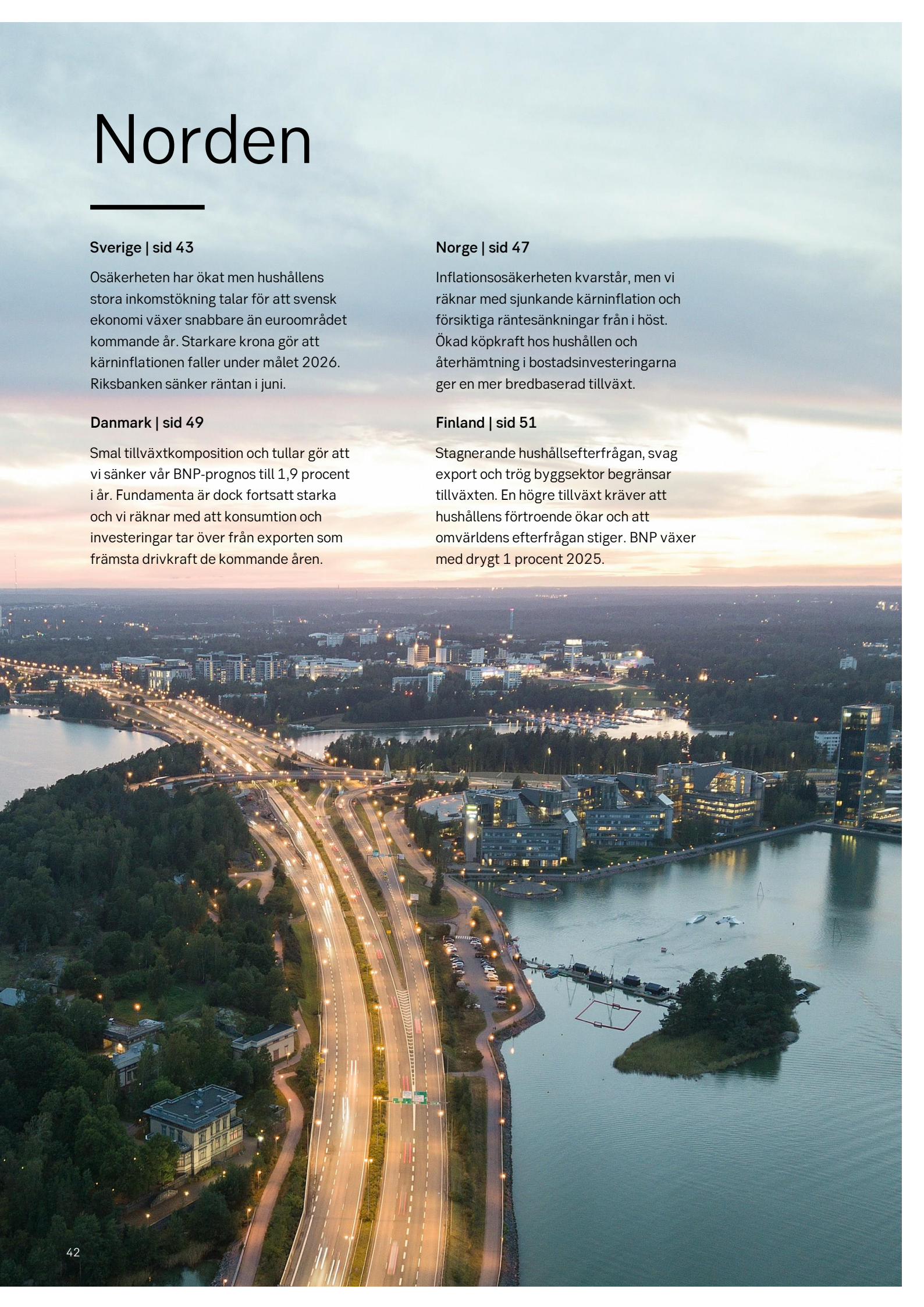
Smal tillväxtkomposition och tullar gör att vi sänker vår BNP-prognos till 1,9 procent i år. Fundamenta är dock fortsatt starka och vi räknar med att konsumtion och investeringar tar över från exporten som främsta drivkraft de kommande åren.

Norge | sid 47

Inflationsosäkerheten kvarstår, men vi räknar med sjunkande kärninflation och försiktiga räntesänkningar från i höst. Ökad köpkraft hos hushållen och återhämtning i bostadsinvesteringarna ger en mer bredbaserad tillväxt.

Finland | sid 51

Stagnerande hushållsefterfrågan, svag export och trög byggsektor begränsar tillväxten. En högre tillväxt kräver att hushållens förtroende ökar och att omvärldens efterfrågan stiger. BNP växer med drygt 1 procent 2025.



Sverige

Hushållen avgör tillväxten

Osäkerheten har ökat för både export och konsumtion men hushållens stora inkomstökning talar fortfarande för att svensk ekonomi växer snabbare än euroområdet kommande år. Starkare krona och pressade internationella priser gör att kärninflationen faller under målet 2026. Att inflationen pekar ner bidrar till Riksbanken sänker räntan i juni.

Trots stigande inkomster och högt sparande fortsätter hushållen att vara försiktiga, men under de senaste månaderna finns ändå tecken på stigande konsumtion. Utsikterna för industrin är mer blandade men tullar och betydligt svagare tillväxt i USA bidrar till att även prognoserna för export och investeringar har justerats ned. Trots att tillväxten i slutet av förra året var starkare än väntat har BNP-prognosen för i år justerats ned till 1,6 procent från 2,2 procent i januari. Fortsatt expansiv finanspolitik talar för att konsumtionstakten växlar upp mot slutet av året och BNP växer snabbare än den långsiktiga trenden. Även tillväxten för 2026 justeras ned till 2,9 procent från 3,1 procent. Trög tillväxt och lägre inflation bidrar till att Riksbanken sänker räntan i juni till 2,00 procent. Regeringen lägger i september fram en ny expansiv budget inför valåret 2026 med reformer på ungefär 60 miljarder. Stöd från finanspolitiken och ett starkt utgångsläge för industrin talar för att bilden av svensk ekonomi som starkare än de flesta jämförbara länder fortfarande håller.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	-0,1	1,0	1,6	2,9
Arbetslöshet*	7,7	8,4	8,8	8,5
Löner	3,8	4,1	3,8	3,5
KPIF	6,0	1,9	2,5	1,9
Offentligt saldo**	-0,8	-1,5	-1,0	-1,0
Offentlig bruttoskuld**	31,4	33,8	34,1	34,4
Styrränta, %***	4,00	2,50	2,00	2,00

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

Expansion i Europa, inbromsning i USA

Industrin har stått emot svaghet i Europa, en viktig förklaring till att BNP växte med 0,8 procent sista kvartalet i fjol. Stark USA-efterfrågan har varit viktig för industrins motståndskraft de senaste åren men både svagare tillväxt och höjda tullar talar för att exporten till USA faller i år. Samtidigt finns det livstecken för europeisk industri, antagligen drivet av planerade satsningar på försvar och infrastruktur i främst Tyskland, som är Sveriges viktigaste handelspartner. Att bedöma vilken av krafterna som kommer dominera är osäkert.

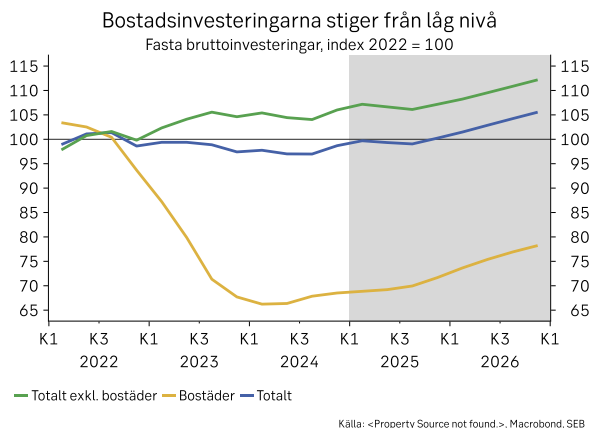
Total export ökar, minskar till USA. Vi antar att USA:s tullar kommer att hamna på drygt 10 procent i genomsnitt och svensk export kommer troligen att påverkas mer negativt än EU. Utgångsläget för svensk industri är dock betydligt starkare än för många länder i Europa, inte minst Tyskland. Bilindustrin var pressad redan tidigare och även om USA är en viktig exportmarknad för Volvo, både bilar och lastvagnar, så har båda produktion i USA och därmed möjlighet att flytta viss produktion och delvis undvika tullar. En ytterligare styrka är en stor exportandel för investeringsvaror och försvar, som gynnas av infrastruktur- och försvarsinvesteringar i Europa. Vi räknar med att exporten till USA faller med 10 procent i år; total export trots det ökar med 2,5 procent. Nästa år sker en viss återhämtning för USA-exporten när tillväxten återhämtar sig.

Svensk varuhandel med USA

	Andel av exporten	Andel av BNP	Andel av importen	Andel av BNP
Varor tot.	9,8	3,6	6,4	1,2
Andel USA	100		100	
Livsmedel	2,0	0,1	2,0	0,0
Råvaror	3,7	0,1	2,0	0,0
Oljeprod.	2,9	0,1	26,7	0,3
Läkemedel	17,4	0,5	26,2	0,3
Metall, trä & papper	10,7	0,3	5,1	0,1
Maskiner	30,0	0,9	22,6	0,2
Fordon	23,9	0,7	2,6	0,0
Övrigt	9,4	0,3	12,8	0,1

Starka investeringar trots fall för bostäder. Trots stora nedgångar för bostadsinvesteringar har de totala investeringarna bara minskat med 1-1,5 procent då andra delar fortsatt att öka i god takt. Uppgången har varit relativt bredbaserad med stark tillväxt för industrin, energiproduktion och transmission samt offentlig sektor. Ökat osäkerhet till följd av tullar kommer med stor sannolikhet att göra industriföretagen

mer försiktiga och dessutom kommer investeringar i batteritillverkning och grönt stål i norr att falla. Försvarsutgifter räknas dock i relativt stor utsträckning som investeringar och fortsatt höga investeringar i produktion och transmission av energi kommer att ge stöd. Vi räknar dessutom med svagt stigande bostadsinvesteringar vilket bidrar till att totala investeringar ökar svagt under både 2025 och 2026.

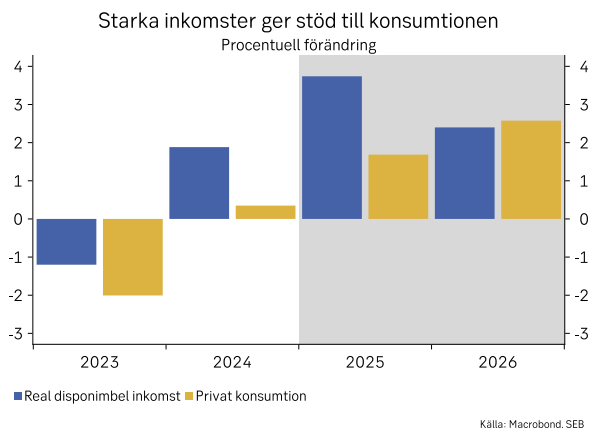


Hushållen har nyckeln till återhämtningen

Trots stigande inkomster fortsätter hushållen att vara försiktiga med att öka konsumtionen och osäkerheten för utvecklingen under 2025 är stor. Konsumentförtroendet har fallit men konsumtionen har till slut ändå börjat öka lite. Förutsättningarna för en uppgång är ur flera aspekter goda. Hushållens reala inkomster började öka i en tilltagande takt redan under 2024 och ökningen ser i år ut att närma sig fyra procent. Stigande reallöner och sänkta skatter är de främsta drivkrafterna men även lägre ränteutgifter och högre aktieutdelningar bidrar. Sänkta skatter ökar inkomsterna med ungefär 25 miljarder i år och vi räknar med ytterligare 30 miljarder 2026. Stigande inkomster har hittills främst använts till ett högre sparande och sparkvoten steg under 2024 till i linje med historiska toppnivåer. Hushållen kommer kunna öka konsumtionen utan att sparandet behöver minska kommande år.



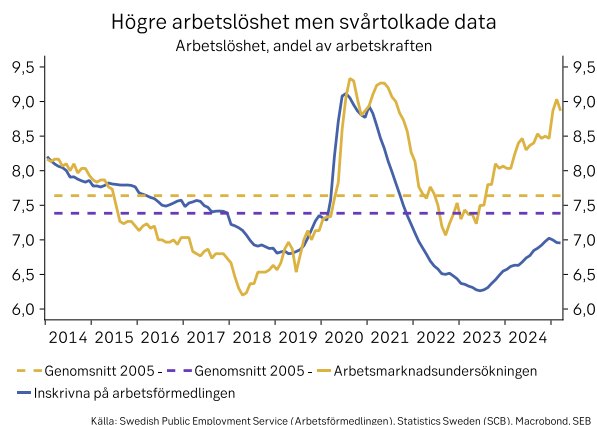
Svaga hushållsindikatorer. Konsumentförtroendet enligt KI:s barometer tyder dock än så länge på fortsatt tvekan. Osäkerhet om arbetsmarknad och stigande inflationsförväntningar verkar vara viktiga drivkrafter. Vår bedömning är att inflationsförväntningarna återspeglar att många hushåll är fortsatt pressade av skyhöga kostnadsökningar 2022 och 2023, som dessutom förvärrades av stigande boräntor. Osäkerhet om tullar och turbulenta finansmarknader gör att konsumentförtroendet faller ytterligare under våren men på lite längre sikt talar mycket för att förtroendet återhämtar sig, särskilt om arbetsmarknaden vänder upp vilket är vår prognos. Osäkerheten är stor men den starka inkomstillväxten gör att konsumtionen i år gradvis accelererar. Vi räknar med att konsumtionen växer med 1,5–2,0 procent i år och nästan 3 procent 2026. Prognosen för 2025 har justerats ned med drygt 0,5 procentenheter jämfört med januari.



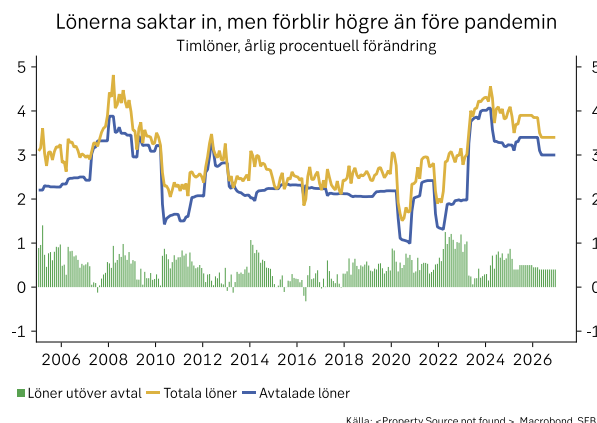
Svagt stigande bostadspriser. Efter att ha stigit med ungefär 5 procent under 2024 så har bostadspriserna under första kvartalet i år fallit tillbaka med ett par procent. Vår boprisindikator har också vänt ned men ligger fortfarande på nivåer som tyder på gradvis stigande priser. Vi har justerat ned vår prognos och räknar med att bostadspriserna stiger med tre procent i år och med fyra procent 2026.

Vissa tecken på bättre arbetsmarknad. Arbetskraftsundersökningen (AKU) har varit mer svängig än vanligt i början av 2025 och det är svårt att bedöma trenden för både arbetslöshet och sysselsättning. Arbetsmarknadsläget är svagare än normalt men arbetslöshetsmått ger olika bilder av hur mycket. AKU-arbetslösheten, som är det officiella måttet och som Riksbanken gör prognos på, är nära historiska toppnivåer. Andelen arbetslösa inskrivna hos arbetsförmedlingen är däremot lägre än det historiska snittet. Båda måtten visar dock att arbetslösheten stigit tydligt sedan mitten av 2023. Sysselsättningen har fallit med 1–1,5 procent under samma period, vilket är mindre än under finanskrisen och

pandemin, men lite större än under IT-krisen i början av 2000-talet. Riksbankens resursindikator, som ofta ger en bra beskrivning av arbetsmarknadsläget, visar att resursutnyttjandet är lägre än normalt men högre än de historiska bottennivåerna. Indikatorer för arbetsmarknaden har förbättrats något och stigande tillväxt gör att arbetslösheten planar ut efter sommaren.



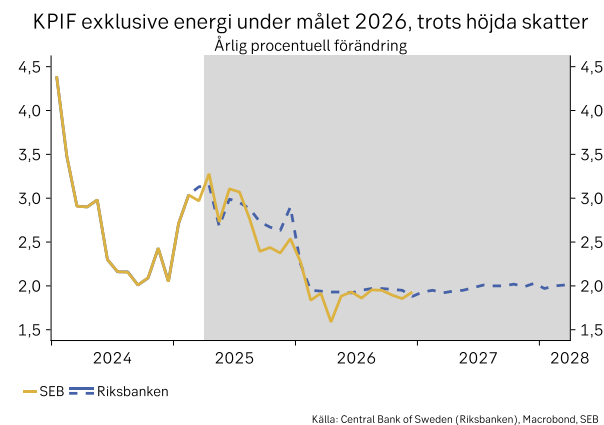
Löneförhandlingarna drog ut på tiden, men i samband med att föregående avtal löpte ut slöt industrin ett 2-årsavtal som ger 3,4 procent i år och 3,0 procent 2026. Många fackföreningar har slutit avtal på samma nivå och allt tyder på att industrins norm (märket) även denna gång blir vägledande. Avtal på i snitt 3,2 procent per år innebär att förhandlingarna slutade på ca 75 procent av fackföreningarnas krav, vilket är i linje med genomsnittet historiskt och våra (och antagligen även Riksbankens) förväntningar. Löneglidningen har dock varit lite högre och vår bedömning är att timlönerna ökar med 3,8 procent i år och 3,5 procent 2026, vilket är någon tiondel per år högre än Riksbankens prognos (3,6 procent per år 2025 och 2026).



Livsmedel är ett mörkt moln på ljus inflationshimmel.

Efter två månader med stora överraskningar på uppsidan blev mars en stor lättnad då KPIF exklusive energi var oförändrad på 3,0 procent. Riksbankens mest använda mått på underliggande inflation ligger

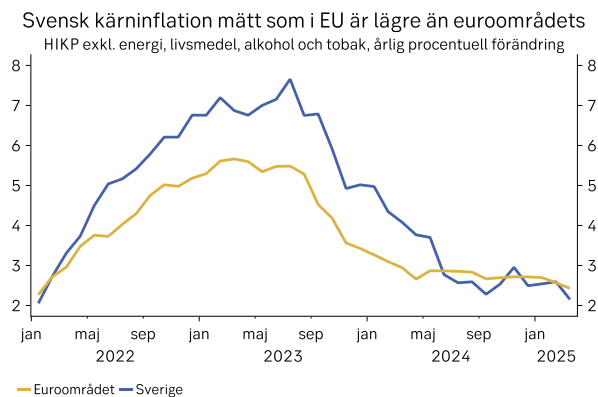
fortfarande långt över målet, men en ovanligt stor korgeffekt, som försvinner i januari nästa år, förklarar 0,4 procentenheter. Den underliggande inflationen är fortfarande över målet men dynamiken är mindre dramatisk och ett omslag från ett ovanligt stort nedåtryck förra året gör att korgeffekten även för KPIF exkl. energi förklarade större delen av ökningen i januari.



Tillfälligt högre underliggande inflation. Den underliggande inflationen förväntas tillfälligt stiga under våren och sommaren. En betydligt högre vikt för paketresor gör att den säsongsmässiga prisuppgången under sommaren kommer ge betydligt större avtryck på den totala inflationen än förra året och en normalisering av ovanligt låga flygpriser i mars förstärker uppgången. Dessutom väntas livsmedelspriserna stiga ytterligare, främst beroende på stora prishöjningar på kaffe. Uppgången i inflation kommer att motverkas av det utökade ROT-avdraget som minskar inflationen med 0,2–0,3 procentenheter mellan maj och december i år. Avskaffad flygskatt minskar KPI en halv tiondel under sommaren medan höjda tak för läkemedelssubventioner ökar inflationen en tiondel under andra halvåret. Förutom livsmedel är den underliggande pristrenden positiv och HIKP exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak, måttet på underliggande inflation som används i Europa och USA, föll till 2,2 procent i mars och är ett par tiondelar lägre än motsvarande inflation i euroområdet.

Kärninflationen under målet 2026. Under 2026 talar mycket för att kärninflationen hamnar under målet. Import- och producentpriser kommer att pressas av skiften i handelsflöden till följd av USA:s tullar och att en starkare krona pressar priserna ytterligare under de närmaste 9–12 månaderna. Nedgången motverkas av en normalisering av ROT-avdraget som lyfter inflationen med 0,2–0,3 procentenheter från januari och dessutom fortsätter hyror att öka i en högre takt än tidigare, även om takten avtar jämfört med i år. Höjda subventioner för tandläkarvård sänker inflationen med en tiondel i januari. Sammantaget blir KPIF exklusive

energi lite lägre än målet under 2026. Trots låga priser på både elektricitet och olja väntas energipriserna inte ge några stora effekter på inflationen framöver då låga marknadspriser motverkas av högre nätavgifter för el och ökad reduktionsplikt för drivmedel.



Riksbanken sänker minst en gång till

Trots oväntat hög inflationen var Riksbankens prognos för styrräntan oförändrad i den penningpolitiska rapporten (PPR) i mars och bedömning var att räntan ligger kvar på 2,25 procent till början av 2028. Enligt direktionen bedömdes riskerna för styrräntan vara balanserade. Högre inflation på grund av handelshinder och låg produktivitet lyftes fram som den främsta uppåtrisen, medan svag internationell efterfrågan var den främsta nedåtrisen för räntan. Kärninflationen i mars var lite lägre än Riksbankens prognos och även BNP-tillväxten var betydligt lägre, enligt det i och för sig osäkra snabbestimatet. Riksbanken kommer att skriva ned prognoserna för global tillväxt, främst för USA, men prognosen för Sverige ser fortfarande ganska rimlig ut, även om osäkerheten ökat betydligt.

Skifte i syn på tulleffekt på inflationen. Det stora skiftet gäller både marknadens och många analytikers bedömning att tullar kommer ge lägre, inte högre, inflation i Europa vilket var Riksbankens riskscenario. Vi tror att direktionen kommer dela synen att risken för inflationen skiftat till nedsidan och att räntan sänks med 25 punkter i juni. Vår bedömning är att det bara blir en sänkning. Att inflationen under sommaren kommer vara lite högre än Riksbankens prognos ger visst stöd till den bedömningen. Riskerna för inflationen nästa år är dock större på nedsidan och ytterligare sänkningar är troliga om hushållens konsumtion inte tar fart. Riksbanken var tidigt ute med att sänka och styrräntan är nu på samma nivå som ECB:s. Vi tror inte att direktionen känner någon press att agera snabbt och att de i den politiska uppföljningen i början av maj väljer att upprepa det balanserade budskapet om riskerna för räntebanan men framhålla att man är redo att agera om läget ändras.

Expansiv politik under valåret

Regeringen presenterade reformer för ytterligare 11,5 miljarder kronor i vårbudgeten för 2025, utöver budgetpropositionens 60 miljarder från i höstas. Störst tillskott kommer från en tillfällig ökning av ROT-avdraget från 30 till 50 procent i år (4,3 miljarder kronor). Under 2025 motsvarar reformerna drygt en procent av BNP; relativt stora delar är dock ökningar av anslag som inte är inflationsindexerade. Enligt regeringens skattning, som tar hänsyn till automatiska stabilisatorer, uppgår den finanspolitiska stimulansen till 0,4 procent av BNP. Vi räknar med att reformerna och den finanspolitiska stimulansen 2026 blir ungefär lika stor som i år.

Lite mer hushållsfokus 2026. Att 2026 är ett valår talar för att reformerna riktas lite mer mot hushållen; vi tror att lägre skatter och ökade bidrag ökar hushållens inkomster med ungefär 30 miljarder, motsvarande nästan en procent av hushållens inkomster. Ytterligare ett jobbskatteavdrag och lägre skatt för pensionärer är troliga men vi räknar också med något högre bidrag för sjuka och arbetslösa. Någon form av stöd för bostadssektorn, kanske i form av en förlängning av ROT-avdraget, är också troligt. Statsbidragen till kommunerna kommer också att höjas, vilket sker i stort sett varje år eftersom bidragen inte är indexerade.

Underskott, men fortsatt starka finanser. Efter att en tid ha varit svagare än väntat har statsfinanserna den senaste tiden varit i stort sett i linje med Riksgäldens prognos. Budgeten visar ett underskott på ungefär 1,5 procent av BNP, men en kapitalinjektion till Riksbanken bidrar med 25 miljarder och exklusive denna engångskostnad är underskottet drygt en procent av BNP. Stöd till Ukraina och ökade försvarsutgifter gör att statens budgetunderskott ökar nästa år. Regeringens beslut att öka försvarsutgifterna från knappt 2,5 till 3,5 procent av BNP bedöms ha en ganska liten effekt på underskottet nästa år. Underskotten i kommunsektorn väntas minska betydligt 2025 och 2026 efter att ha varit höga under ett par år på grund av stora pensionsavsättningar. Dessutom ökar sparandet i pensionssystemet och underskottet i den totala offentliga sektorn blir ungefär en procent av BNP både 2025 och 2026.

Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP

	2023	2024	2025	2026
Staten	0,0	-1,0	-1,2	-1,4
Kommuner och regioner	-1,0	-0,9	-0,3	-0,4
Pensionssystemet	0,2	0,5	0,5	0,7
Offentlig sektor	-0,8	-1,5	-1,0	-1,0

Källa: SCB, SEB

Norge

Alltmer bredbaserad tillväxt

Expansiv finanspolitik och hög oljeefterfrågan har gett stöd åt tillväxten, vilket har motverkat svagheten i räntekänsliga sektorer. En stram arbetsmarknad och en långsam inflationsnedgång har fördröjt Norges Banks räntesänkningar. Även om osäkerheten kring inflationen kvarstår räknar vi med att kärninflationen sjunker och banar väg för försiktiga räntesänkningar med start i höst. Ökad köpkraft hos hushållen och en återhämtning i bostadsinvesteringarna leder till en mer bredbaserad tillväxt under de kommande åren.

Finanspolitik och oljerelaterad efterfrågan har stöttat aktiviteten och förhindrat en kraftigare inbromsning, men tillväxten i fastlandsekonomin har varit måttlig under de senaste två åren. En fortsatt stram arbetsmarknad och en långsam nedgång i inflationen har fått Norges Bank att avvakta med räntesänkningar. Höga kostnader och räntor har tyngt inhemsk efterfrågan, men framöver får ekonomin stöd av hushållens starka reallönetillväxt och en stundande återhämtning i bostadsinvesteringarna. Det gör att tillväxten blir mer bredbaserad och fastlands-BNP väntas återhämta sig 2025-2026, medan tillväxten i ekonomin som helhet dämpas av fallande oljeinvesteringar.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,1	2,1	1,8	0,9
Fastlands-BNP	0,7	0,6	1,3	1,4
AKU-arbetslöshet*	3,3	4,0	4,1	4,0
Löner	5,2	5,6	4,5	3,8
KPI-JAE inflation	6,2	3,7	3,1	2,5
Styrränta, %	4,50	4,50	4,00	3,50

*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Finanspolitiken håller uppe tillväxten

Redan aviserade åtgärder, inklusive ytterligare stöd till Ukraina, kommer att öka de offentliga utgifterna i den reviderade budgeten för 2025 som presenteras den 15 maj. Finanspolitiken fortsätter att vara expansiv under

2026, delvis driven av högre försvarsutgifter, även om regeringens optimistiska prognos indikerar en mindre efterfrågeimpuls än under 2025. Budgeten för 2026 presenteras i oktober, men innan dess ska landet hålla parlamentsval den 8 september. Opinionsmätningar indikerar ett skifte till en center-högerregering, men någon större ändring i finanspolitiken är inte trolig.

Osäkra tider för företagen

Ökad osäkerhet, särskilt relaterad till global efterfrågan och handelskonflikter, hämmar investeringar och export. Företagsinvesteringarna väntas dock återhämta sig något i år, drivet av energi- och elförsörjningsbehov. Handelskonflikten påverkar främst Norge genom lägre exportefterfrågan. Eftersom exporten till USA utgör mindre än 2 procent av fastlandsekonomin väntas USA:s 15-procentiga tull på norska varor endast ha liten effekt. Exporten av andra varor än petroleum står för mindre än 20 procent av fastlandsekonomin, varav 70 procent går till Europa. EU har gett lugnande signaler om att Norge kommer att ingå i tullunionen om bredare EU-tullar införs. Nettoexportens bidrag förblir försumbart 2026 på grund av svagare utländsk efterfrågan och högre import till följd av stigande inhemsk efterfrågan.

Avtagande impulser från oljesektorn. Höga oljeinvesteringar har stöttat produktion och investeringar i oljerelaterad industri, men impulsen blir negativ under det kommande året. Investeringar i oljesektorn har drivits av gynnsamma pandemirelaterade skattelättnader, vilka har resulterat i rekordhöga investeringar under de senaste två åren. Många projekt är nu nära att slutföras och med få nya utvecklingsprojekt på gång väntas investeringstakten bromsa in från 9,6 procent 2024 till 1,5 procent 2025, för att därefter falla med 6,5 procent 2026. Fortsatt låga oljepriser skulle förlänga snarare än fördjupa den förväntade nedgången.

Mer bredbaserad tillväxt

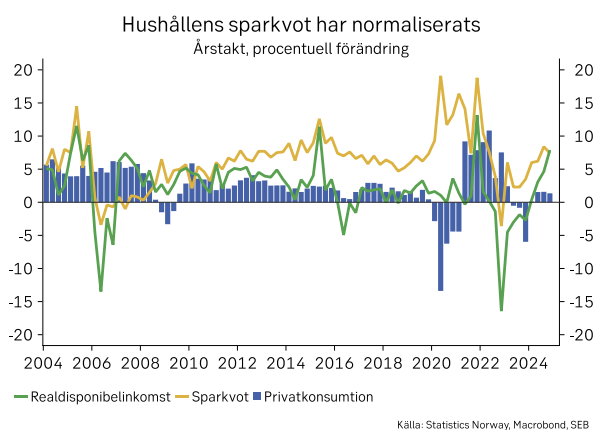
Den ekonomiska tillväxten har varit påtagligt ojämn, där finanspolitik och skattelättnader för oljeinvesteringar har kompenserat för svag privat efterfrågan i fastlandsekonomin och bidragit till att förhindra en djupare inbromsning. Utsikterna för räntekänsliga sektorer har förbättrats trots att Norges Bank har senarelagt sina styrräntesänkningar, vilket banar väg för en mer bredbaserad tillväxt.

Bostadsinvesteringarna har rasat 41 procent sedan toppen första kvartalet 2022. Kostnadsinflationen är fortfarande hög, men ökad optimism bland fastighetsutvecklare och stigande priser på befintliga bostäder ger stöd. Byggstarternas lyfts av en kraftig uppgång i försäljningen av nya bostäder, vilket pekar på att

bostadsinvesteringarna bottnar ur i sommar. Vi spår att bostadsinvesteringarna faller 10,5 procent i 2025 men sedan stiger med 9,5 procent i 2026.

Reallöneökningar lyfter hushållens konsumtion. Höga räntor och inflation har dämpat hushållens konsumtion, och flyttat fokus till att återställa sparandet.

Accelererande löneökningar har återställt sparkvoten till genomsnittet för 2010-2019. Ökad optimism bland hushåll och i detaljhandeln speglar delvis förväntningar om nära förestående räntesänkningar, men eftersom räntesänkningarna ännu inte materialiserats och den allmänna osäkerheten har ökat fortsätter hushållen att vara försiktiga i början av 2025. Från mitten av 2025 och framåt lyfter ökad köpkraft och låg arbetslöshet konsumtionstillväxten från 1,2 procent 2024 till 2,2 respektive 2,6 procent 2025 och 2026.



Arbetslösheten är fortsatt låg. Den registrerade arbetslösheten har ökat marginellt från bottennoteringen på 1,7 procent sommaren 2022 och ligger kvar under de nivåer som rådde före pandemin. En sidledes trend för nya jobbtillfällen och stabila anställningsplaner tyder på en fortsatt stram arbetsmarknad. Vi räknar med att registrerad arbetslöshet ligger kvar nära 2,0 procent de kommande åren. Årets normerande löneavtal fastställdes på 4,4 procent, vilket dämpar reallönetillväxten från 2,4 till 1,7 procent. En stram arbetsmarknad och låg arbetskraftsandel i industrin talar för fortsatt positiva reallöneökningar där nominella löner väntas stiga med 3,8 procent 2026.

Inflationsbakslog ger färre räntesänkningar

Efter att ha fallit snabbare än väntat sedan mitten av 2023 steg inflationen oväntat under första kvartalet i år. Även om osäkerheten kring inflationsutvecklingen har ökat räknar vi med att KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) fortsätter att falla. Öväntat höga livsmedelspriser är den främsta drivkraften till uppgången de senaste månaderna. Livsmedelspriser nådde 8-9 procent i mars, sannolikt på grund av ovanligt

låga priser i början av förra året och en sen påsk. Vi räknar med att livsmedelsinflationen kommer att dämpas de närmaste månaderna och normaliseras till cirka 2,5 procent 2026. Hyror är också en viktig förklaring till att KPI-JAE ligger över målet, främst eftersom hyror väger betydligt tyngre i kärninflationen än i många andra länder. I takt med att inflationen dämpas väntas indexerade hyror stiga långsammare. Årstakten i hyror har fallit från 4,6 till 4,0 procent det senaste halvåret och vi räknar med att den faller till strax under 3,5 procent i slutet av 2025.



Kärninflationen under Norges Banks prognos. Den underliggande inflationen, som exkluderar energi, livsmedel, alkohol, tobak och imputerade hyror för egna hem, har legat nära 2 procent det senaste halvåret, lägre än motsvarande mått i Sverige och euroområdet. Utsikterna för övriga priser är mer blandade. Trots höga löneökningar har tjänsteinflationen varit måttlig, delvis beroende på tillfälligt fallande priser på administrativa tjänster. Tjänstepriserna väntas accelerera under de kommande 6-9 månaderna, men vår prognos för KPI-JAE är fortfarande betydligt lägre än Norges Banks prognos från andra halvåret i år. KPI-inflationen väntas bli något lägre än KPI-JAE under både 2025 och 2026 på grund av subventioner och lägre skatter på el.

Färre och långsammare räntesänkningar. Norges Bank planerade att börja sänka styrräntan i mars, men oväntat hög inflation och tydliga tecken på starkare underliggande pristryck fick centralbanken att senarelägga sänkningarna. Norges Bank behöver bli mer övertygad om utsikterna för inflationsnedgången för att inleda räntesänkningarna. Det handlar dock mer om tidpunkt än om riktning; ett avtagande pris- och lönetryck kommer så småningom att skapa utrymme för lägre räntor även som penningpolitiken förblir stram. I takt med att osäkerheten minskar väntas försiktiga räntesänkningar inledas i september. Styrräntan når 4,00 procent i slutet av 2025 och 3,50 procent i slutet av 2026.

Danmark

Tillväxtboomen pausad

Tillväxten 2024 var exceptionella 3,7 procent, men drevs upp av läkemedelsexport. Den smala tillväxtstyrkan, i kombination med stigande tullar bidrar till att vi sänker BNP-prognosen för 2025. Fundamenta är dock fortsatt starka och vi räknar fortfarande med att konsumtion och investeringar tar över från exporten som främsta drivkraft de kommande åren, med stöd av viss finanspolitisk lättnad.

Tillväxtmotgångar men återhämtning 2026. BNP-tillväxten avslutade 2024 starkt med en ökning på 1,8 procent under fjärde kvartalet vilket ledde till att helårstillväxten landade på 3,7 procent, klart över vår prognos på 2,8 procent. Även om vi har exportstyrkan har drivit upp tillväxttalen de senaste tre åren, är vår bedömning att den senaste kvartalssiffran delvis överskattar ekonomins styrka. I kombination med den negativa effekten av stigande USA-tullar sänker vi BNP-prognosen för 2025 från 2,6 procent till 1,9 procent 2026 med nästa lika mycket. Kvartalsprofilen är fortsatt volatil, vilket förstärks av på vilket sätt produktionen av Novo Nordisks medicin för viktnedskning påverkar exporten och att även Danmarks Statistik även uppger sig ha problem med säsongrensningen efter pandemin.

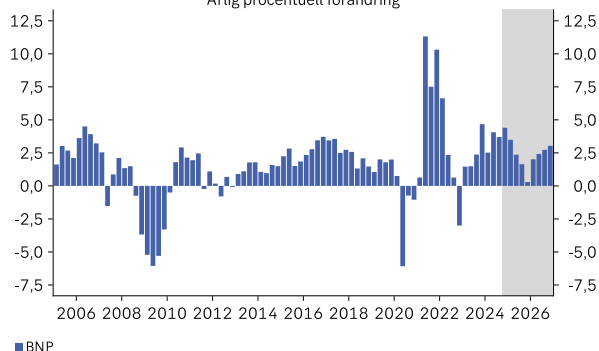
Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	2,5	3,7	1,9	2,5
KPI	3,3	1,4	1,9	1,8
Löner	3,3	4,0	3,7	3,9
Offentlig sektors saldo*	3,4	3,5	3,0	3,5
Offentlig sektors skuld*	29,3	29,0	28,0	27,0
Bytesbalans*	10,0	12,0	11,0	9,0
Styrränta (CD rate), %	3,35	2,60	1,10	1,10

*% av BNP. Källa: Danmarks Statistik, DØRS, SEB

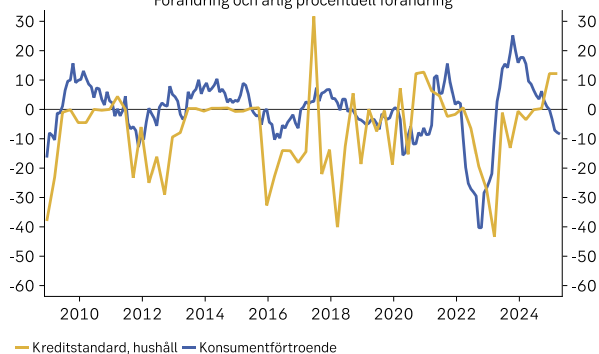
BNP-tillväxten återhämtar sig 2026
Årlig procentuell förändring



Källa: Danmarks Statistik, Macrobond, SEB

Lågt konsumentförtroende. Bankerna lättar nu på utlåningsvillkoren för hushållen, vilket brukar göra hushållen mer konsumtionsbenägna. Det finns dock en växande klyfta mellan kreditvillkoren och konsumentförtroendet, som har sjunkit till en lägre nivå än under finanskrisen. Nedgången drivs av hushållens oro för ekonomin som helhet snarare än för sin egen ekonomi, något som vi ser primärt kopplat till riskerna för tullar. Om tillförsikten fortsätter ned härifrån, och konsumtionen försvagas, kan få sparkvoten att stiga från redan höga 8,9 procent. Vi tror dock sentimentsfallet främst är en psykologisk reaktion på senaste tidens negativa nyhetsflöde.

Lättare kreditförhållande men fallande konsumentförtroende
Förändring och årlig procentuell förändring



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

Konsumtionen hittills robust. Trots fallande konsumentförtroende har konsumtionen fortsatt som om tillförsikten var betydligt bättre, med en detaljhandelstillväxt omkring 3 procent, jämfört med året innan, de senaste månaderna. Det speglar det faktum att det finns andra positiva drivkrafter som stöder konsumtionen, nämligen stigande reallöner, lägre bolåneräntor, stigande bostadspriser och rekordhög sysselsättning. Alla dessa faktorer tyder på att det för närvarande är osannolikt att ett svagt konsumentförtroende kommer att ha någon betydande inverkan på hushållens konsumtion.

Återhämtningen på bostadsmarknaden fortsätter. Även om bolåneräntorna fortfarande är höga jämfört

med för några år sedan och ännu inte har nått en nivå som kan driva på en refinansieringsvåg, fortsätter återhämtningen på bostadsmarknaden. Bostadspriserna steg med 5 procent under 2024 och både data från fastighetsmäklare och låtnader i utlåningsvillkoren för hushållen tyder på att ökningstakten har tagit ny fart under de första månaderna 2025. Byggaktiviteten ser också ut att ta fart i spåren av detta. Påbörjade bostäder ökade med 13,6 procent under 2024 och bostadsinvesteringarna med 5 procent.

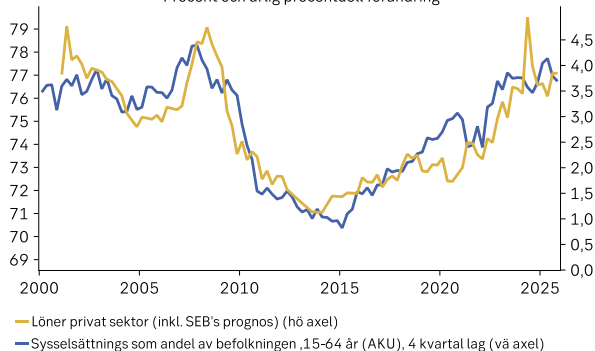
Företagsinvesteringar lyfts av speciella faktorer.

Fasta bruttoinvesteringarna ökade med mer än 10 procent under fjärde kvartalet, men det drevs delvis av en 32-procentig ökning av köp av immateriella rättigheter och köp av flygplan utomlands. De investeringarna är dock lite av engångskaraktär och kommer sannolikt inte att upprepas. Dessa investeringar motsvaras av en högre import (med samma belopp) och har därför ingen positiv effekt på BNP-tillväxten. Det finns dock också allt starkare tecken på en uppgång i övriga företagsinvesteringar, drivet av ett högt kapacitetsutnyttjande. Bygginvesteringarna minskade under fjärde kvartalet i fjol, men vi väntar oss att den svagheten var tillfällig eftersom byggloven är fortsatt starka.

Fortsatt stark arbetsmarknad.

Arbetsmarknadsindikatorerna har gått isär under det senaste året. Sysselsättningen nådde en ny rekordnivå på 3,25 miljoner under fjärde kvartalet i fjol, en ökning med 1 procent jämfört med ett år tidigare. Samtidigt ökade arbetslösheten från 6 procent till 6,6 procent. Vi lägger större vikt vid sysselsättningssiffrorna, som också verkar ha ett starkare samband med lönebildningen. Den nuvarande sysselsättningsgraden i åldersgruppen 15-64 år på 76,7 procent är hög i ett historiskt perspektiv, men inte extrem, och tyder på att löneökningstakten kommer att ligga kvar i intervallet 3,5-4,0 procent 2025.

Sysselsättningsgraden indikerar löner runt 3,5-4
Procent och årlig procentuell förändring

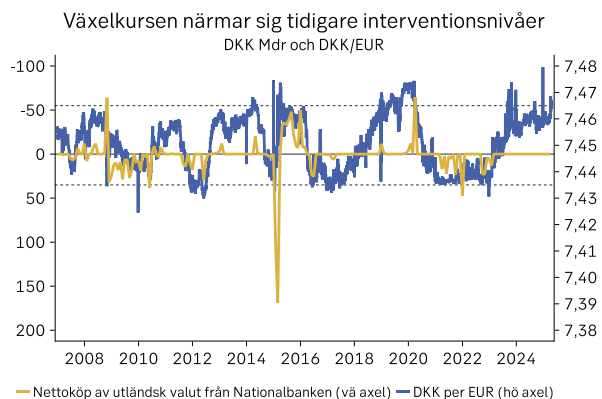


Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

USA:s handelspolitik är en den stora risken. Den starka tillväxten de senaste åren har delvis drivits av en kraftig ökning av läkemedelsexporten just till USA, särskilt av Novo Nordisks mediciner mot övervikt. Men konkurrenterna börjar komma ikapp och det gör att den positiva utvecklingen inte fortsätter på obestämd tid. Därtill finns nu en ökad osäkerhet på grund av USA:s handelspolitik. Det är fortfarande oklart på vilket sätt läkemedelsprodukter drabbas av tullar, men Novo Nordisk har redan investerat kraftigt i produktion i USA, vilket bör ge ett visst skydd. Å andra sidan verkar USA fortfarande sträva efter någon form av kontroll över Grönland, vilket skulle kunna leda till ett särskilt tryck på danska exportörer. Vi har därför antagit att exporttillväxten bromsar in till en nivå som är mer i linje med efterfrågan på andra huvudmarknader och att Grönlands status förblir oförändrad.

Ökade militärutgifter. Regeringen har i år tillkännagett en betydande ökning av militärutgifterna. Ytterligare 50 miljarder tilldelas under 2025 och 2026 som en del av en "accelerationsfond" som syftar till att snabbt öka den danska försvarskapaciteten. Tillskottet ökar försvarsutgifterna till mer än 3 procent av BNP 2025 och 2026. Finansieringen är inte beslutad, men då budgetöverskottet fortsätter att överskrida tidigare prognoser tror vi inte att regeringen blir tvungen att höja skatterna eller skära ner på andra utgifter. Det leder därför sannolikt till en viss lättnad i finanspolitiken.

Turbulensen pressar DKK. Den danska kronan fortsätter att handlas i den svaga delen av Nationalbankens föredragna intervall mot euron och under marknadsoron i april nåddes även gränsen en bit över 7,46 då man tidigare har intervenerat. Den senaste försvagningen ser ut att hänga samman med det globala bakslaget för aktier, som minskar pensionsfondernas säkringskrav och sannolikt är tillfälligt. Om det blir nödvändigt att intervensera är en minskad styrränteskillnad mot ECB det naturliga förstasteget, men vi räknar nu med en oförändrad skillnad på 40 räntepunkter mot ECB's inlåningsränta.



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

Finland

Återhämtning på efterkälken

Finlands återhämtning har ännu inte fått fäste, trots att närliggande länder visar tecken på en förbättrad ekonomisk utveckling. Stagnerande hushålls-efterfrågan, svag export, en trög byggsektor och begränsade offentliga utgifter fortsätter att begränsa tillväxten. BNP ökar med drygt 1 respektive knappt 2 procent 2025 och 2026. En högre tillväxt kräver att hushållens förtroende förbättras och att omvärldens efterfrågan ökar.

Uppsvinget i utrikeshandeln bara tillfälligt. I mitten av 2024 visade tillverkningsindustrin tecken på återhämtning och industriproduktionen ökade snabbt. Återhämtningen visade sig dock vara kortvarig och produktionen har sedan dess stagnerat. Även om det finns några ljuspunkter – särskilt inom trä- och pappersindustrin – räcker det inte för att kompensera för nedgångar i andra viktiga sektorer. Den senaste tidens turbulens i USA:s handelspolitik ökar också osäkerheten och riskerna för ekonomin, särskilt med tanke på att 10 procent av varuexporten och 15 procent av tjänsteexporten 2024 gick till USA. Vi förväntar oss fortfarande att omvärldsefterfrågan förbättras något under andra halvåret, vilket resulterar i en exportökning på 2,5 procent i år och 3,0 procent 2026.

Fortsatt svag arbetsmarknad. Arbetslösheten har stigit de senaste två åren och framåtblickande indikatorer visar inte på någon förbättring i närtid, men inte heller någon större försämring. Arbetslösheten väntas bli 8,8 procent 2025 och sjunka till 8,3 procent 2026 när tillväxten gradvis förbättras.

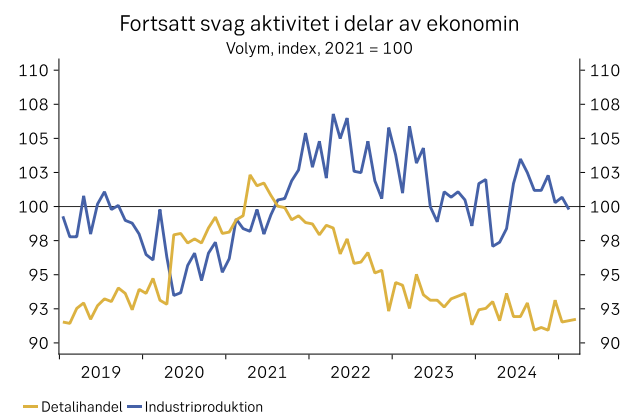
Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	-1,2	-0,1	1,1	1,8
Hushållens konsumtion	0,5	-0,1	0,6	1,4
Export	-0,3	1,0	2,5	3,0
Arbetslöshet*	7,2	8,4	8,8	8,3
Löner	4,2	3,0	3,0	2,8
Inflation	4,3	1,6	1,5	1,8
Offentligt saldo**	-3,0	-4,5	-3,5	-2,8

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

Tufft för hushållen. Hushållens efterfrågan är fortsatt svag till följd av ökad osäkerhet, neddragningar i sociala transfereringar och höga räntor. Detaljhandelns försäljning har varit oförändrad i över två år och är fortfarande 10 procent lägre än toppnivåerna tidigt 2021. Lågt konsumentförtroende i kombination med svagt momentum på andra håll i ekonomin innebär att konsumtionen återhämtar sig måttligt och gradvis. Konsumtionen ökar med 0,6 procent i år. Nästa år – när arbetslösheten minskar och hushållens förutsättningar förbättras – ökar konsumtionen något snabbare, med strax under 1,5 procent.



Källa: Statistics Finland, Eurostat, Macrobond, SEB

Låg inflation. Svag efterfrågan har tryckt ner inflationen, som legat runt 1,7 procent de senaste månaderna. Kärninflationen är något högre, 2,5 procent. Inflations-takten väntas avta ytterligare i år för att sedan växla upp till strax under 2 procent nästa år när efterfrågan gradvis ökar.

Stagnation i byggsektorn. Trots lägre räntor finns det inga tydliga tecken på återhämtning i byggsektorn. Omsättningen på bostadsmarknaden sjönk sista kvartalet 2024 till den lägsta nivån sedan data finns tillgänglig. Byggloven följer en liknande trend. Med tanke på den stora eftersläpningen i byggsektorn väntas aktiviteten vara låg till och med 2026. Det är dock positivt att företagsinvesteringarna tycks ta fart. Nyutlåningen till icke-finansiella företag har de senaste månaderna nått de högsta nivåerna på flera år, vilket stöder en investerings-återhämtning. Sammantaget ökar investeringarna med 2,5 respektive 4,5 procent 2025 och 2026.

Budgetproblem. Precis som många andra europeiska länder innebär de geopolitiska spänningarna ökade försvarsutgifter. Det försätter regeringen i ett svårt läge eftersom den har förbundit sig att minska de totala utgifterna och hålla tillbaka skuldökningen. Trots en mer osäker omvärld räknar vi med fortsatt finanspolitisk konsolidering och att budgetunderskottet hamnar under 3 procent under prognosperioden.

Baltikum

Litauen | sid 53

Sjunkande räntor och fortsatt stigande reallöner stöttar konsumtionen. Ränteutvecklingen och en kraftig ökning av försvarsutgifterna ger ett bättre investeringsklimat. USA:s handelspolitik dämpar exporttillväxten.

Lettland | sid 54

Tillväxten återhämtar sig trots förnyad global motvind. Stigande reallöner och lägre räntor ger stöd åt konsumtionen. Inflationen växlar upp under 2025, men mattas något 2026. Exportutvecklingen förblir volatil.

Estland | sid 55

Tillväxten hålls tillbaka av skattehöjningar och ihållande inflation som fortsätter att dämpa inhemsk efterfrågan. Vår prognos är en tillväxt på 1,8 procent i år och en starkare återhämtning till 2,8 procent för 2026.



Litauen

Fokus på högre försvarsutgifter

Ekonomin har inlett året starkt. Sjunkande räntor och fortsatt hygglig ökning av reallönerna stöttar konsumtionen. Ränteutvecklingen ger även, ihop med toppnoteringar i EU-medel och en kraftig ökning av försvarsutgifterna, ett bättre investeringsklimat. Motvinden kommer från USA:s handelspolitik som dämpar exporttillväxten. Möjligheten att ta ut pengar från pensionsfonderna kan ge ytterligare fart åt konsumtionen nästa år. Ändrad beskattningen av företagsvinster, inkomster och fastigheter 2026 motverkar dock något.

Något lägre tillväxtprognoser. Förra årets BNP-tillväxt om 2,8 procent utmärkte sig samtligt som alla sektorer i ekonomin bidrog. Samma trend fortsatte under första kvartalet 2025, men vi reviderar ändå ned BNP-prognosen några tiondelar per år 2025 och 2026 på grund av negativa effekter från USA:s nyligen införda importtullar och något svagare tillväxt i euroområdet.

USA, den sjätte största varuexportmarknaden. Den största delen av litauisk export till USA är olje- och kemiska produkter, möbler och gödningsmedel. Men mer än 25 procent av exporten är än så länge befriad från de 'ömsesidiga' tullarna. Utöver tullhoten är också en eventuell minskning av USA:s utländska direktinvesteringar en risk för ekonomin.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,3	2,8	2,7	2,5
Hushållens konsumtion	-0,3	3,5	3,4	3,0
Export	-3,4	2,1	1,0	2,5
Arbetslöshet*	6,8	7,1	6,8	6,8
Löner	12,2	10,4	8,5	7,5
Inflation	8,7	0,9	3,7	2,5
Offentlig sektors saldo**	-0,7	-1,3	-2,4	-3,2

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

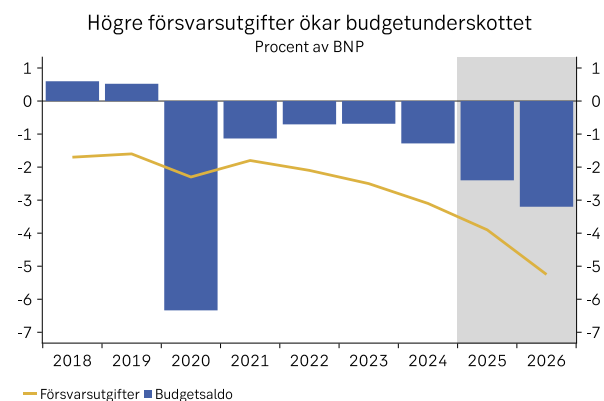
Konsumentförtroendet backar från toppnivå. Högre inflation, ökad geopolitisk osäkerhet och diskussioner om skatteförändringarna har försämrat hushållens

tillförsikt. Konsumtionstillväxten är dock fortsatt stark, läget på arbetsmarknaden är stabilt och vi ser ingen märkbar försämring de närmaste åren. Löneökningarna väntas avta, men de ligger fortfarande klart över inflationen. Lägre räntor har bidragit till högre aktivitet på bostadsmarknaden den senaste tiden.

Reformen av pensionssystemets andra pelare är på gång. Pensionsreformen skulle möjliggöra förtida uttag av pensionspengar och undersökningar pekar mot att ganska många har för avsikt att göra det. Det kommer på kort sikt ge extra tillskott och öka konsumtionen, men på sikt finns risken att många till slut bara har tillgång till den grundläggande statliga pensionen.

Högre inflation i närtid. Inflationen har varit högre än väntad under första kvartalet 2025, med livsmedel som starkt bidragande orsak. Ökningstakten i tjänstepriser har gradvis minskat i takt med en långsammare ökning av arbetskostnaderna. Inflationen går ner till 2,5 procent nästa år, men mycket beror på statliga beslut om punktskatter, energiprisutveckling och importpriser.

Försvarsutgifterna ökar till mer än 5 procent av BNP. De snabbt stigande försvarsutgifterna 2026–2030 och betydande investeringar i försvarsinfrastruktur ger en direkt positiv inverkan på BNP. Enbart investeringarna i en större militärbas där en tysk brigad ska stationeras väntas uppgå till 1,6 miljarder euro.



Regeringen planerar att höja skatterna för att finansiera försvaret. De ökade försvarsutgifter finansieras primärt med ökad upplåning, men regeringen planerar också att öka skatteintäkterna och minska utgifterna för offentliga förvaltning. Om försvarsutgifterna ligger kvar över 5 procent av BNP de närmaste fem åren är det troligt att statsskulden närmar sig 60 procent av BNP i slutet av 2030.

Lettland

Mot alla odds – återhämtningen fortsätter

Trots förnyad global motvind räknar vi med att tillväxten tar fart under 2025 och 2026. Stadigt stigande reallöner och lägre räntor ger stöd åt konsumtionen, medan inflöden från EU-fonder och ökade försvarsutgifter stöttar investeringar. Inflationen växlar upp under 2025, men mattas något 2026. Exportutvecklingen förblir volatil.

BNP krympte med 0,4 procent helåret 2024, men tillväxten kom delvis tillbaka under fjärde kvartalet och hittills i år ser vi ytterligare tecken på expansion. Tullkriget gör att tillväxten blir svagare än vad vi räknade med i januariprognosen. Nedrevideringen görs trots att effekterna av USA:s tullar är begränsade; den indirekta effekten av svagare tillförsikt och tillväxt i euroområdet är viktigare. Lettisk export till USA uppgick i fjol till 531 miljoner euro, ca 2,5 procent av total varuexport. Men den största gruppen, träprodukter, är än så länge tullbefriade. Tillväxtåterhämtningen drivs i stället av ökad konsumtion, med stöd av stigande realinkomster, och av att investeringar återhämtar sig med stöd av EU-medel. Vi ser trots det att riskerna ligger på nedsidan.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	2,9	-0,4	1,6	1,9
Hushållens konsumtion	-1,0	0,5	1,5	2,4
Export	-4,7	-1,6	2,1	2,5
Arbetslöshet*	6,5	6,9	6,6	6,3
Löner	11,9	9,8	7,4	6,7
Inflation	9,1	1,3	3,4	2,2
Offentlig sektors saldo**	-2,4	-1,8	-3,0	-3,0

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

Lägre inflation efter tillfällig uppgång. Högre livsmedels- och energipriser (nätavgifter) lyfter inflationen 2025, men den underliggande trenden i början av året är svagare och helårssiffran för 2026 blir lägre. De främsta utmaningarna för konsumenterna är fortfarande stigande priser på livsmedel och tjänster, även om dessa delvis kommer att kompenseras av att energikostnader ser ut att bli lägre längre fram.



Källa: Official Statistics of Latvia, Macrobond, SEB

Konsumtion och investeringar tar åter fart. Efter en uppgång i januari sjönk detaljhandelns försäljning i februari, men aktiviteten väntas gradvis återhämta sig. En kraftig ökning av saldon på bankkonto indikerar förbättrad köpkraft. Men konsumtionsviljan är avhängig konsumentförtroendet, som fortfarande är känsligt för prisförändringar. Det framgår av nedgången i dagligvaruhandeln, som sannolikt är en reaktion på stigande priser. Den starkaste tillväxten i detaljhandeln väntas inom sällanköpshandeln, som troligen tar fart de kommande månaderna. Bland annat ökade nybilsregistreringarna under första kvartalet med 22,3 procent jämfört med samma period föregående år.

Lägre räntorna ger ytterligare stöd åt fastigheter och utlåning. EU-medel bidrar till återhämtningen i byggsektorn och även övriga investeringar. Trots kvardröjande osäkerhet fortsätter fastighetsmarknaden att expandera, med stöd av lägre lånekostnader. Utlåningen till både hushållen och företagen har stadigt förbättrats, medan fastighetspriserna steg med 5,3 procent under fjärde kvartalet 2024.

Industriproduktionen tar fart igen. Två av de tre största industrisektorerna, livsmedels- och träproduktionen, ökade produktionen kraftigt. Exportutvecklingen visar på en kontinuerlig, om än svag, förbättring. Höga energipriser är fortfarande en utmaning, men handelskriget mellan USA och Kina kan öppna nya möjligheter för tillverkning och export. Arbetsmarknaden förbättras av återhämtningen inom bygg- och tillverkningsindustrin. Arbetslösheten väntas sjunka till 6,3 procent 2026, och lönetillväxten bromsar in under 2025–2026.

Ansträngda offentliga finanser. Försvarsutgifterna väntas i år uppgå till 3,45 procent av BNP och fortsätta stiga mot 4–5 procent. Budgetunderskottet väntas ligga kvar kring 3 procent av BNP, vilket ökar trycket på att fortsätta budgetkonsolideringen och ytterligare skattehöjningar.

Estland Återhämtningen har börjat

De senaste månaderna har indikatorer återhämtat sig snabbare än förväntat. Tillväxten hålls dock tillbaka av skattehöjningar och ihållande inflation som fortsätter att dämpa inhemsk efterfrågan. Vi behåller prognosen om en tillväxt på 1,8 procent för i år och en starkare återhämtning till 2,8 procent för 2026.

Efterfrågan har överraskat på uppsidan. Flera indikatorer och än mer hårddata har visat på en snabb återhämtning, dock från låga nivåer. Även om konsumentförtroendet fortfarande är på historiskt låga nivåer, är återhämtningen i inhemsk efterfrågan tydlig. Detaljhandelns försäljning har visat hög tillväxt och volymerna har närmat sig den långsiktiga trenden efter en lång svacka. Optimismen har också ökat inom tjänstesektorn. Förutom detaljhandeln så har inhemsk efterfrågan visserligen varit motståndskraftig under lågkonjunkturen, men återhämtningen har nu breddats. Exempelvis är turismen åter på nivåer motsvarande de som rådde före pandemin.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

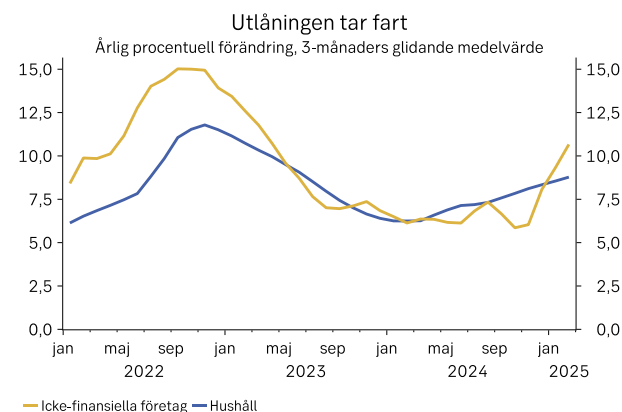
	2023	2024	2025	2026
BNP	-3,0	-0,3	1,8	2,8
Hushållens konsumtion	-1,3	-0,3	1,7	2,6
Export	-9,0	-1,1	3,5	4,5
Arbetslöshet*	6,4	7,6	7,2	6,8
Löner	11,4	8,1	6,5	6,0
KPI	9,1	3,7	4,7	3,2
Offentligt saldo**	-2,8	1,7	-2,3	-2,0

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

Seglivad inflation. Vid sidan av den ökade efterfrågan har inflationen också överträffat förväntningarna och uppgick i genomsnitt till 4,4 procent under första kvartalet. De främsta drivkrafterna är högre energi- och livsmedelspriser, medan tjänsteinflationen som driver inflationen i många länder har varit relativt måttlig. Ytterligare press uppåt på priserna väntas från och med juli, när mervärdesskatten höjs med två procentenheter. Inflationförväntningarna, som varit höga sedan mitten av 2024, gör det troligt att detaljhandeln kan föra vidare större del av skattehöjningen till konsumenterna. Vi har

därför reviderat upp inflationsprognosen för 2025 till 4,7 procent.

Lägre räntor har ökat investeringarna. Aktiviteten på fastighetsmarknaden har varit mycket hög sedan hösten 2024. Omsättningen av nya bostadslån har ökat med över 50 procent i årstakt och antalet lägenhetsaffärer i Tallinn har stigit cirka 20 procent. Företagsutlåningen ökar också, med mer än 10 procent i årstakt. Utvecklingen indikerar att tidigare uppskjutna investeringar nu genomförs när ekonomiska förhållanden förbättrats.



Källa: Bank of Estonia (Eesti Pank), Macrobond, SEB

Återhämtning i den exportorienterade industrin. Trots osäkerheten i världshandeln har exporten och industriproduktionen ökat stadigt. Det största hindret för båda är den svaga nordiska byggmarknaden. Bättre sentiment och ökad orderingång talar dock för att tillväxten kommer att fortsätta. Den direkta handelsexponeringen mot USA, som är cirka 4 procent av den totala varuexporten, är i praktiken mindre betydande eftersom ett enskilt företag står för ungefär en tredjedel av den siffran.

Arbetsmarknaden är fortsatt stark.

Sysselsättningsgraden är historiskt hög och bland de högsta i EU. Löneökningstakten har mattats av, trots att arbetslösheten gradvis minskat. Arbetslösheten väntas sjunka till 7,2 procent i år och löneökningstakten bromsar in från 8,1 procent i fjol till 6,5 procent i år.

Utmanande finanspolitiska vägval. Regeringen har vidtagit kraftfulla åtgärder för att minska budgetunderskottet genom att höja skatterna och minska utgifterna. Den senaste tidens geopolitiska händelser har dock gjort det politiska beslutsfattandet ännu mer komplicerat. Samtidigt som åtstramningarna på utgiftssidan fortsätter ökar försvarsutgifterna till 5 procent av BNP nästa år. En nyligen genomförd regeringsombildning, som uteslöt Socialdemokraterna ur koalitionen, kommer sannolikt att påverka finanspolitiken. Den planerade höjningen av bolagsskatten kommer sannolikt att dras tillbaka.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP OECD	1,7	1,8	1,3	1,4
BNP världen (PPP)	3,5	3,2	2,8	2,8
KPI OECD	6,9	5,3	3,7	3,4
Oljepris, Brent (USD/fat)	82	80	70	70

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr USD	2023	2024	2025	2026
BNP	27 721	2,9	2,8	1,1	1,3
Hushållens konsumtionsutgifter	18 823	2,5	2,8	2,0	1,3
Offentlig konsumtion	3 724	2,9	2,5	0,2	-0,1
Bruttoinvesteringar	5 930	3,7	4,2	0,4	0,5
Lagerbidrag i % av BNP	42	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Export	3 052	2,8	3,3	0,9	-0,2
Import	3 850	-1,2	5,3	3,9	-2,7
Arbetslöshet (%)		3,6	4,0	4,3	4,6
KPI		4,1	2,9	3,1	3,2
Kärn-KPI		4,8	3,4	3,2	3,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,2	-7,3	-7,5	-7,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		119	121	124	128

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	14 600	0,4	0,9	1,0	1,2
Hushållens konsumtionsutgifter	7 730	0,5	1,1	1,3	1,2
Offentlig konsumtion	3 093	1,4	2,7	1,6	1,6
Bruttoinvesteringar	3 195	1,7	-1,8	1,6	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		-0,8	-0,3	0,1	0,0
Export	7 382	-0,8	1,1	0,9	1,8
Import	6 859	-1,4	0,3	2,0	2,4
Arbetslöshet (%)		6,6	6,4	6,3	6,3
HIKP		5,4	2,4	2,1	1,7
Kärn-HIKP		4,9	2,8	2,2	1,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,5	-3,1	-3,3	-3,4
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		87,3	87,4	88,7	89,7

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

		2023	2024	2025	2026
Storbritannien	BNP	0,4	1,1	0,9	1,2
	Arbetslöshet (%)	4,1	4,3	4,6	4,9
	Inflation	7,3	2,5	3,1	2,3
Japan	BNP	1,5	0,1	0,8	0,8
	Arbetslöshet (%)	2,6	2,6	2,6	2,6
	Inflation	3,3	2,7	3,2	2,0
Tyskland	BNP	-0,3	-0,2	0,2	1,1
	Arbetslöshet (%)	3,0	3,4	3,9	3,7
	Inflation	6,0	2,5	2,3	1,8
Frankrike	BNP	0,9	1,1	0,6	1,0
	Arbetslöshet (%)	7,3	7,4	7,7	7,6
	Inflation	5,7	2,3	1,2	1,8

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

		2023	2024	2025	2026
Kina	BNP	5,4	5,0	4,2	4,0
	Inflation	0,3	0,2	0,8	1,0
Indien	BNP	9,2	6,3	6,5	6,5
	Inflation	5,7	4,9	4,3	4,4
Brasilien	BNP	3,2	3,4	1,8	1,9
	Inflation	4,6	4,4	5,4	5,0
Ryssland	BNP	4,1	4,1	2,0	1,0
	Inflation	5,9	8,5	10,0	7,0
Polen	BNP	0,1	2,9	3,9	3,4
	Inflation	11,4	3,8	4,2	3,1

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	4,50	4,25	3,75	3,25	3,00
Japan	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Euroområdet, inlåningsränta	2,25	2,00	1,50	1,50	1,50
Storbritannien	4,50	4,25	3,75	3,25	2,75

Oblighationsräntor, 10 år	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	4,17	4,40	4,50	4,65	4,80
Japan	1,32	1,60	2,10	2,45	2,80
Tyskland	2,45	2,50	2,60	2,70	2,80
Storbritannien	4,44	4,45	4,40	4,30	4,20

Växelkurser	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USD/JPY	143	140	132	127	125
EUR/USD	1,14	1,16	1,18	1,21	1,22
EUR/JPY	162	162	156	154	153
EUR/GBP	0,85	0,86	0,88	0,90	0,91
GBP/USD	1,34	1,35	1,34	1,34	1,34

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr SEK	2023	2024	2025	2026
BNP	6 212	-0,1	1,0	1,6	2,9
BNP, dagkorrigerat		0,1	1,0	1,8	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	2 790	-2,1	0,3	1,6	2,9
Offentlig konsumtion	1 628	1,4	1,2	0,9	0,8
Bruttoinvesteringar	1 554	-1,5	-1,1	2,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	-9	-1,5	0,3	0,3	0,2
Export	3 440	3,7	2,3	2,5	4,1
Import	3 190	-0,8	1,7	3,0	4,1
Arbetslöshet (%)		7,7	8,4	8,8	8,5
Sysselsättning		1,4	-0,6	0,2	0,6
KPI		8,5	2,8	0,6	1,7
KPIF		6,0	1,9	2,5	1,9
KPIF exkl. energi		7,5	2,6	2,8	1,9
Timplöneökningar		3,8	4,1	3,8	3,5
Hushållens sparkvot, %		13,6	15,7	15,8	14,9
Real disponibel inkomst		-1,2	1,9	3,7	2,4
Bytesbalansen, % av BNP		7,0	7,4	6,0	5,5
Budgetsaldo, mdr SEK		19	-104	-77	-87
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,5	-1,0	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		31,4	33,8	34,1	34,4

Finansiella prognoser	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Styrränta	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	2,32	2,10	2,10	2,10	2,10
10-års ränta	2,31	2,40	2,55	2,75	2,85
10-års räntedifferens mot Tyskland	-14	-10	-5	5	5
USD/SEK	9,65	9,48	8,98	8,60	8,36
EUR/SEK	10,97	11,00	10,60	10,40	10,20
KIX	118,3	117,7	112,4	109,3	106,9

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	273	-1,2	-0,1	1,1	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	140	0,5	-0,1	0,6	1,4
Offentlig konsumtion	70	2,8	0,7	-0,2	-0,5
Bruttoinvesteringar	63	-7,9	-7,1	2,5	4,5
Lagerbidrag i % av BNP		-0,4	0,2	-0,1	0,0
Export	118	-0,3	1,0	2,5	3,0
Import	117	-7,1	-2,4	2,0	2,7
Arbetslöshet (%)		7,2	8,4	8,8	8,3
HIKP		4,3	1,6	1,5	1,8
Timplöneökning		4,2	3,0	3,0	2,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,6	0,2	0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	-4,5	-3,5	-2,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		77,1	82,1	84,5	85,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr NOK	2023	2024	2025	2026
BNP	5 102	0,1	2,1	1,8	0,9
BNP (fastland)	3 879	0,7	0,6	1,3	1,4
Hushållens konsumtionsutgifter	1 959	-1,2	1,2	2,2	2,6
Offentlig konsumtion	1 116	3,4	2,4	2,1	2,6
Bruttoinvesteringar	1 105	-1,5	-1,9	0,4	1,7
Lagerbidrag i % av BNP	132	-0,5	-0,5	0,0	0,0
Export	2 444	0,4	5,7	1,7	-1,1
Import	992	-1,5	3,7	1,2	0,2
Arbetslöshet (%)		3,3	4,0	4,1	4,0
KPI		5,5	3,1	2,7	2,3
KPI-JAE		6,2	3,7	3,1	2,5
Årslöneökningar		5,2	5,6	4,5	3,8

Finansiella prognoser	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Folioräntan	4,50	4,50	4,00	3,75	3,50
10-års ränta	3,86	3,85	3,80	3,85	3,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	141	135	120	115	115
USD/NOK	10,37	10,17	9,79	9,42	9,18
EUR/NOK	11,79	11,80	11,55	11,40	11,20

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr DKK	2023	2024	2025	2026
BNP	2 805	2,5	3,7	1,9	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	1 300	1,4	0,9	2,5	4,0
Offentlig konsumtion	636	0,2	1,5	2,6	2,0
Bruttoinvesteringar	633	-6,2	3,0	5,6	6,1
Lagerbidrag i % av BNP	7	-1,4	-0,5	-0,7	0,2
Export	1 906	10,4	7,6	3,6	2,4
Import	1 677	3,8	3,0	5,3	5,3
Arbetslöshet (%)		6,1	6,7	6,4	5,6
HIKP		3,3	1,4	1,9	1,8
Timplöneökning		3,3	4,0	3,7	3,9
Bytesbalans, % av BNP		12,5	12,0	11,0	9,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,5	3,0	3,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		29,3	29,0	28,0	27,0

Finansiella prognoser	30-apr	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Styrränta	1,85	1,60	1,10	1,10	1,10
10-års ränta	2,33	2,30	2,40	2,50	2,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	-12	-20	-20	-20	-20
USD/DKK	6,57	6,42	6,31	6,16	6,11
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	67	0,3	2,8	2,7	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	39	-0,3	3,5	3,4	3,0
Offentlig konsumtion	11	-0,2	1,4	0,3	0,1
Bruttoinvesteringar	15	9,3	-1,3	5,0	3,0
Export	59	-3,4	2,1	1,0	2,5
Import	60	-5,3	2,4	1,5	2,7
Arbetslöshet (%)		6,8	7,1	6,8	6,8
HIKP		8,7	0,9	3,7	2,5
Löner		12,2	10,4	8,5	7,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-1,3	-2,4	-3,2
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		37,3	38,2	41,9	44,9

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	39	2,9	-0,4	1,6	1,9
Hushållens konsumtionsutgifter	23	-1,0	0,5	1,5	2,4
Offentlig konsumtion	8	7,0	7,6	3,5	2,7
Bruttoinvesteringar	10	9,9	-6,7	4,8	5,5
Export	26	-4,7	-1,6	2,1	2,5
Import	28	-2,0	-2,3	1,4	2,2
Arbetslöshet (%)		6,5	6,9	6,6	6,3
HIKP		9,1	1,3	3,4	2,2
Löner		11,9	9,7	7,4	6,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,4	-1,8	-3,0	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		44,6	46,8	49,3	50,7

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	38	-3,0	-0,3	1,8	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	20	-1,3	-0,3	1,7	2,6
Offentlig konsumtion	8	0,9	0,3	-0,5	0,3
Bruttoinvesteringar	11	7,6	-6,9	3,5	4,7
Export	30	-9,0	-1,1	3,5	4,5
Import	29	-6,7	0,0	2,5	3,5
Arbetslöshet (%)		6,4	7,6	7,2	6,8
HIKP		9,1	3,7	4,7	3,2
Löner		11,4	8,1	6,5	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,8	-1,7	-2,3	-2,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		20,2	23,6	25,8	27,5

Jens Magnusson Chefsekonom + 46 70 210 22 67	Daniel Bergvall Prognoschef +46 73 523 52 87	Karl Steiner Analyschef +46 70 332 31 04
Robert Bergqvist Japan Tema: Ny geofinansiell värld +46 70 445 14 04	Erica Dalstø Norge +47 70 739 32 66	Pia Fromlet Euroområdet +46 70 739 32 66
Dainis Gaspuitis SEB Riga Lettland +371 67779994	Gustav Helgesson Storbritannien +46 8 506 231 67	Jussi Hiljanen Räntemarknaden +46 8 506 231 67
Olle Holmgren Sverige Tema: Global handel +46 70 763 80 79	Cecilia Kohonen Kommunikatör +46 70 763 79 95	Elisabet Kopelman USA +46 70 655 30 17
Elizabeth Mathiesen SEB Köpenhamn Danmark +45 285 517 47	Erik Meyersson Kina, Indien, 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 Norge, Räntemarknaden +46 70 462 20 17
Thomas Thygesen SEB Köpenhamn Aktier, Danmark Tema: Fragmenterad omställning +45 214 796 56	Gregor Vulturius Tema: Fragmenterad omställning +46 70 739 20 16	Marcus Widén Makroprognoser +46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 6 maj 2025.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 30 april 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.