



# Innehåll

## Augusti 2024

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: USA går till val	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	16
Aktiemarknaden	17
USA	18
Tema: USA:s underskott	21
Japan	24
Kina	25
Tema: Kinas överkapacitet	27
Indien	30
Emerging markets	31
Euroområdet	33
Storbritannien	36
Norden	37
Sverige	38
Tema: Svensk finanspolitik	42
Norge	45
Danmark	47
Finland	49
Baltikum	50
Litauen	51
Lettland	52
Estland	53
Nyckeltal	54
Kontaktuppgifter	59



## Kapplöpning mellan sänkta räntor & recessionsrisker

Vi kommer från en dramatisk sommar som till stor del dominerades av politisk turbulens, nervösa finansmarknader och global osäkerhet. Mordförsöket på Donald Trump och bytet från Joe Biden till Kamala Harris som demokraternas presidentkandidat har ritat om kartan inför höstens val i USA. Plötsligt är det helt jämnt i opinionen igen och det är lika svårt att veta vem som kommer att vinna som det är att säga något säkert om vilken politik som kommer att föras när en ny president väl installerats. Det vi vet är att retoriken är högt uppskruvad, att risken för ett globalt handelskrig är påtaglig vid framför allt en Trump-seger och att ingen av kandidaterna verkar särskilt intresserad av att göra något åt USA:s ohållbart stora budgetunderskott.

I den geopolitiska världen tog både kriget i Ukraina och oroligheterna i Mellanöstern nya vändningar när ukrainska trupper började erövra terräng inne på ryskt territorium och Iran lovade att hämnas mot Israel efter dödandet av ledare för Hizbollah och Hamas i Libanon respektive Iran. Hizbollah genomförde nyligen ett anfall mot Israel och världen väntar nu på Irans vedergällning, något som både kan påverka och påverkas av de pågående förhandlingarna mellan Israel och Hamas.

Ekonomiskt och finansiellt såg sommaren länge bra ut. Fortsatta inflationsnedgångar bäddade för räntesänkningar och på optimistiska aktiemarknader sattes nya all-time-high ända in i juli. I månadsskiftet juli-augusti skakade det dock till rejält. En olycklig kombination av sämre amerikanska konjunktursignaler, en japansk räntehöjning, geopolitisk oro och sviktande tilltro till AI-relaterade teknikaktier, skickade kalla kårar genom aktiemarknaden. Japanska Nikkei föll med över 12 procent på en dag och börser världen över drogs med i fallet. Med några veckors perspektiv kan reaktionen tolkas som överdriven, marknadens rykte som något av en "drama queen" förstärktes, och

det mesta av fallen har återtagits. Men händelsen är en viktig påminnelse om att vi lever i osäkra tider och att läget snabbt kan förändras.

När vi nu blickar framåt gör vi det trots allt med viss optimism. De räntesänkningar som bland andra Riksbanken och ECB har levererat fortsätter under hösten och dessutom – vilket är viktigt – hänger nu Federal Reserve på. Räntesänkningarna, tillsammans med lägre inflation, stigande reallöner och frånvaron av stora obalanser, gör att en recession i USA trots allt kan undvikas, till gagn för hela världsekonomin. Men det blir en ovisst och intensiv höst med ett antal nyckelfrågor att hålla ögonen på.

- Hur snabbt bromsar amerikansk ekonomi in?
- Vem vinner presidentvalet och accepteras resultatet?
- Vad väntar Europa när tysk ekonomi hackar, fransk politik stöps om och EU kläms mellan USA och Kina?
- Åt vilket håll utvecklas de pågående geopolitiska konflikterna; mot vapenvila eller eskalering?

Det är stora och viktiga frågor som vi ser fram emot att fortsätta bevaka och diskutera med er.

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

- USA går till val
- USA:s ohållbara underskott
- Kinas överkapacitet
- Svensk finanspolitik

Vi önskar er en intressant läsning!

---

**Jens Magnusson**  
Chefsekonom

**Daniel Bergvall**  
Prognoschef

# Global ekonomi

---

## **USA | sid 18**

Tillväxten bromsar in men undviker hårdlandning. Inflation och löner växlar ner vilket öppnar för Fed att sänka räntan i september. Höstens presidentval skapar frågetecken, för USA och omvärlden, kring politiken kommande år.

## **Kina | sid 25**

Kinas politiker kämpar med reformer och att lyfta tillväxten. Förtroendet i ekonomin är bräckligt och fastighetssektorn har inte bottnat. Handelsrelationerna med USA är fortsatt i fokus. Tillväxten når 5 procent i år och faller kommande år.

## **Euroområdet | sid 33**

Tillväxten är tillbaka och BNP ökar, om än i måttlig takt. Robust arbetsmarknad, lägre inflation och fortsatta, nästa gång i september, räntesänkningar från ECB gör att inhemsk efterfrågan växlar upp.

## **Storbritannien | sid 36**

Utmaningar kvarstår och en stram arbetsmarknad driver upp löner och tjänstepriser. Nya Labour-regeringen är finanspolitiskt bakbunden och Bank of England tvingas ta huvudansvaret för att stötta brittisk ekonomi.

# Internationell översikt

## Snabbare räntesänkningar ger tillväxtstöd

Efter sensommarens börsturbulens, räntefall och svagare dollar har marknaderna lugnat ner sig och anpassat sig till en miljö med USA-inbromsning och Fed-sänkningar. Inflationskampen har varit framgångsrik och centralbankerna är på väg att ta tydligare steg mot en normalisering av styrräntorna. Fed inleder sin sänkingscykel med minst 25 punkter i september. Tillväxtskillnaderna minskar när USA och Kina bromsar in och euroområdet växlar upp i måttlig takt. Fortsatt motståndskraftiga arbetsmarknader och stigande reallöner, samt lägre räntor, ger tillväxtkraft.

**Sommaren 2024 har varit dramatisk, politiskt och finansiellt**, men inte ekonomiskt. Krigsläget i Mellanöstern och Ukraina är fortsatt mycket allvarligt och spelplanen för USA-valen har skakats om. Globala finansmarknader – börser och räntemarknader – hyperventilerade i början av augusti när plötslig oro för en USA-recession sammanföll med både en japansk räntehöjning på 0,15 procentenheter och ökade tvivel kring lönsamheten i amerikansk teknik- och AI-sektor. Volatiliteten enligt VIX (S&P 500) steg till 66, tredje högsta noteringen någonsin, men föll därefter snabbt tillbaka.

**Vår bedömning är att tillväxtbilden** inte har förändrats i någon större utsträckning sedan *Nordic Outlook* i maj, trots historiskt höga realräntor. Inflationskampen har i de flesta fall varit en framgång och att USA nu sjösätter sin räntesänkingscykel minskar spänningarna i centralbanksvärlden och ger tillväxtstöd under 2025–2026.

**Trots att konjunkturen i stora drag följer vår prognos** är det flera faktorer som bidrar till hög oförutsägbarhet. Det säkerhetspolitiska läget kan försämrats ytterligare – med spridningsrisker – på ett sätt som sänker tillväxten och höjer priser. Det ger centralbankerna nya dilemman med potentiellt stora negativa effekter på bl a börserna. Utgången av presidentvalet i USA i höst spelar också en viktig roll för den globala utvecklingen samtidigt som trög tillväxt pressar Kina i ett läge där t ex EU och USA i ökad omfattning använder handels- och industripolitik för att reducera ett stort Kina-beroende. Vart AI är på

väg, och i vilken takt, styr aktievärderingar, tillväxt och arbetsmarknader – både cykliskt och strukturellt.

**Det säkerhetspolitiska läget är fortsatt allvarligt** och har försämrats under sommaren. I skrivande stund väntar världen på Irans motattack mot Israel som allvarligt kan förvärra läget i Mellanöstern. Hur Kievs offensiv in i Ryssland kan påverka utgången av Ukraina-kriget återstår att se. Fraktpriserna har stigit p g a läget i Mellanöstern men även klimateffekter spelar roll för t ex den för handeln viktiga Panamakanalen. Även naturgaspriset omges av riskpremier. Global konjunktur och inflation har dock hittills uppvisat motståndskraft mot denna utveckling.

### Global BNP-tillväxt

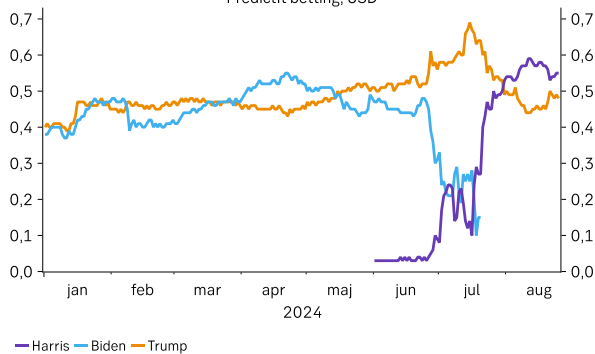
Årlig procentuell förändring

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

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

**Supervalåret 2024 fortsätter nu med USA i fokus** och med stor dramatik. Valen i Indien, EU och Storbritannien ger skäl till att tro på något justerad ekonomisk-politisk färdriktning. Frankrikes politiska läge är komplicerat och fortfarande oklart; politisk positionering präglar regeringsdiskussionerna; nytt presidentval sker 2027. Utgången av USA:s president- och kongressval är osäker efter den dramatiska sommaren som innehöll både ett mordförsök i juli på Republikanernas presidentkandidat Donald Trump och ett "sista-minuten-byte" av Demokraternas kandidat från Joe Biden till Kamala Harris. I såväl Europa som USA ger en redan hög offentlig skuldsättning begränsade frihetsgrader för en offensiv reform- eller tillväxtstöttande politik. Historiskt höga offentliga skulder och redan stora underskott är en riskfaktor för tillväxten och globala räntemarknader. Harris har en viss opinionsmässig medvind och vi väljer att i vårt huvudscenario för denna *Nordic Outlook* utgå från relativt oförändrad USA-politik; vi analyserar olika utfall och effekter i Tema: USA går till val på sidan 12.

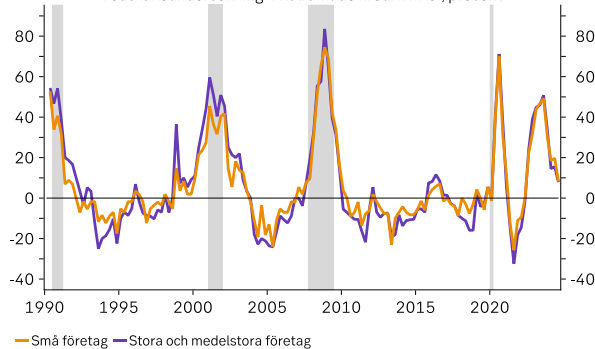
Små skillnader mellan kandidaterna enligt vadslagningsfirmor  
Predictit betting, USD



Källa: Predictit, Macrobond, SEB

**Inbromsning möjlig utan recession.** Vi står fast vid bedömningen att inflationen når målen utan en djup lågkonjunktur, även om det går emot såväl historiska mönster som signaler om annalkande recession (negativt lutande avkastningskurva och Sahms-arbetsmarknadsregel). Varje cykel har sina unika egenskaper, t ex ökar arbetslösheten i USA och euroområdet till stor del genom stigande arbetsutbud och inte på grund av ökade uppsägningar. Vidare saknas den klassiska obalans från hög skuldsättning i USA:s privata sektor som brukar ingå i upptakten till större ekonomiska sättningar och dränera tillväxtkraft. Färre banker stramar åt kreditvillkoren, privat skuldkvot har dragits ned sedan pandemin, räntor är på väg ner och förmögenhetsställningen är god och ger tillväxtstöd.

Tillväxten har trotsat kreditykeln  
Feds låneundersökning: Åtstramade kreditvillkor, procent



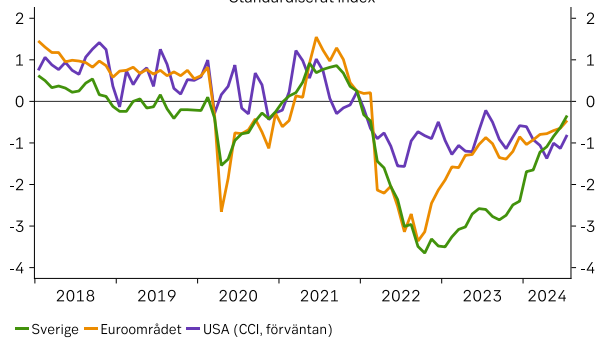
Källa: Federal Reserve, Macrobond, SEB

**Tillväxten mer i takt.** Tillväxtskillnaderna minskar nu när ett tidigare motståndskraftigt USA mjuklandar samtidigt som euroområdet lämnat senaste årets stagnation. Den tyska kräftgången fortsätter men länderna i södra Europa drar upp regionens tillväxt. Tillväxtekonomierna växer med drygt 4 procent per år men Kina bromsar till följd av svag inhemsk efterfrågan, problem i fastighetssektorn, halvhjärtade ekonomisk-politiska stimulansförsök och en exportinriktad politik som möter alltmer motvind (se Tema på sid 27).

**Lägre inflation centralt för tillväxten.** Inflations-siffrorna pekar i rätt riktning i både USA och euro-

området, vilket bäddar för lägre räntor. Kinesisk överkapacitet dämpar prisutvecklingen. Samtidigt fortsätter sysselsättningen att öka i både USA och euroområdet och löneökningstakten är i framför allt Europa kvar på en hög nivå. Lägre inflation gör att reallöner nu stiger och ger stöd åt konsumtionen. Barometrar, främst i Europa, bekräftar att hushållen ser mer positivt på läget. Samtidigt väntas bostadsbyggande och investeringar öka när räntor väl växlar ner.

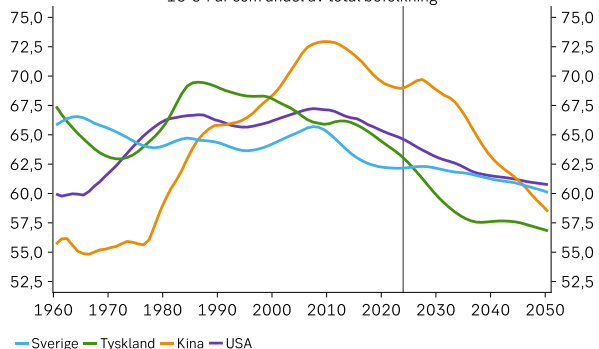
Konsumentförtroendet på väg upp  
Standardiserat index



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

**Inte mycket potential på uppsidan.** Prognoshorisonten förlängs nu till 2026. Analysen så långt fram i tiden blir mer strukturell än konjunkturrell. Global tillväxt ligger 2022–2025 några tiondelar under förpandemismittet; svagt i ett historiskt perspektiv men ett gott betyg till hushålls, politikernas och företags förmåga att hantera en på många sätt turbulent värld. USA:s inbromsning och en måttlig tillväxt i Europa ger en BNP-nivå som i många fall ligger under trend vilket normalt ger en tillväxtupp-  
växling mot slutet av prognoshorisonten. Men utbudssidan, främst arbetsmarknaden, är i många fall ansträngd. Arbetslösheten ökar bara måttligt och åldrande befolkning och åtstramande migration dämpar utbudet. Dessutom är finanspolitiken åtstramande, prisnivån hög och realräntor faller långsamt. Hopp finns om t ex en AI-driven produktivitetsupp-  
växling, men innan vi ser mer konkreta bevis är det en potential. Global tillväxt ligger kvar på drygt 3 procent 2026.

Minskad andel av befolkningen i arbetsför ålder  
15-64 år som andel av total befolkning

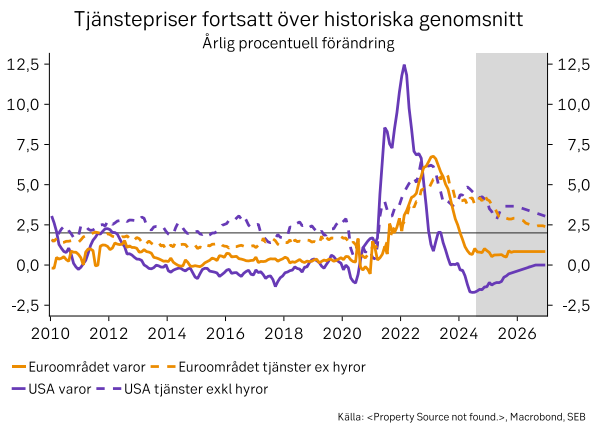


Källa: World Bank, Macrobond, SEB

**Kan centralbankerna rädda konjunkturen?** Att Fed nu går snabbare fram med räntesänkningar underlättar för andra centralbanker. Finanspolitiken har i många fall ett begränsat manöverutrymme och en stor konjunkturparerande uppgift ligger därför på centralbankerna. Med tanke på att räntepolitiken verkar med en viss fördröjning finns en osäkerhet kring stimulans-effekten på kort sikt, när lägre inflation dessutom gör att realräntor hålls uppe. Räntekänsliga länder som de nordiska gynnas mer på kort sikt än t ex USA. De länder som dessutom har lite mer finanspolitiskt manöverutrymme, återigen de nordiska, är i ett mer tillväxtvänligt läge om utrymmet faktiskt utnyttjas. När styrräntor börjar sänkas har det historiskt sett gått rätt snabbt, något snabbare än vad som återspeglas i vår prognos. Om det visar sig en bit in i 2025 att tillväxt eller inflation bromsar in snabbare, eller att lägre räntor ger alltför svaga och långsamma effekter än vad som behövs för att stabilisera ekonomier, kan räntor mycket väl sänkas i snabbare takt, eller i större steg.

**Fortsatt inflationsoptimism**

Inflationen fortsätter att gå i rätt riktning och förutsättningarna för stabilisering kring målen är goda. Men det är tydligt att det tar tid för en omfattande inflationschock att fullt ut ta sig igenom systemet. Trögheter kvarstår framför allt för tjänster, vars inflations-takt ligger kvar över det normala ytterligare en tid.

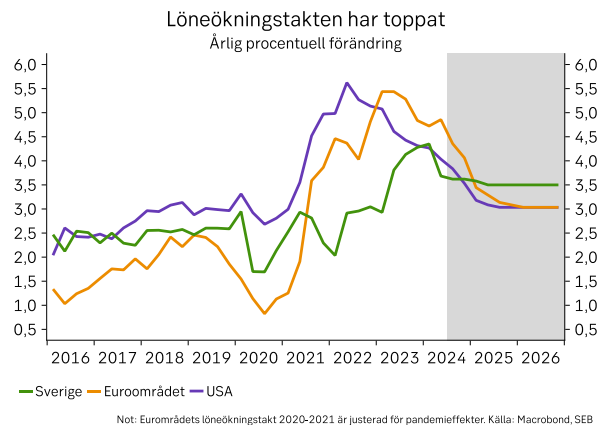


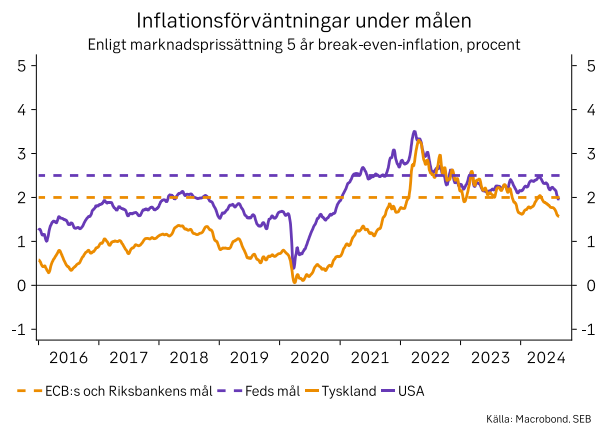
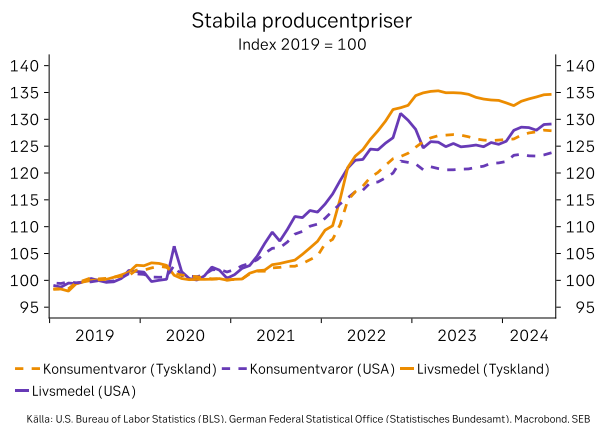
**På väg ner men en fortsatt spretande bild.** Inflation-dynamiken skiljer sig delvis åt mellan ekonomier och inom KPI-korgen. Inflationen drivs nu främst av fortsatt hög prisökningstakt på tjänster. Tjänstepriser, och till viss del hyror, ligger sist i inflationsledet och påverkas fortfarande av eftersläpningar från tidigare höga prisuppgångar, höga löneökningar och stark efterfrågan på tjänster. I vår prognos är löner en viktig förklaringsfaktor för i vilken hastighet inflationen stabiliseras kring målen. Lönetillväxten i USA, som reagerar relativt snabbt på arbetskraftsefterfrågan, har växlat ner i takt med att arbetsmarknaden normaliserats. I Europa är

följsamheten mellan läget i ekonomin och löner mindre; löneökningarna är höga och ligger kvar över det historiska snittet men de bromsar in 2025–2026. I Storbritannien bidrar en fortsatt stram arbetsmarknad till att löneökningstakten knappt har mattats av alls, vilket också återspeglas i att inflationsnedgången fortsätter att vara trögare än i andra ekonomier, trots att ekonomin har problem. Relativt återhållsamma lönekrav i Sverige, i kombination med att effekterna av en svag krona avtar, väntas bidra till att svensk inflation kommer ner snabbare i ett internationellt perspektiv.



**Blandad riskbild.** Vi väntar oss mindre svängningar i priserna kommande år, trots gott om risker på både upp- och nedsidan. På uppsidan har vi en eskalerande konflikt i Mellanöstern som snabbt kan förändra energipriserna. Nedgången i prisnivån på olika råvaror, som inleddes från toppen 2022, har mattats av och priserna har stigit något under delar av 2024. Vi ser också högre priser på sjötransporter men vi räknar inte med större spridningseffekter. För framför allt Europa finns en uppåtrisk i närtid om krav på inflationskompensation blir större än vi väntar oss. Risker finns även på nedsidan. Vi har ännu inte sett att varors höga prisnivåer reverserats till förpandeminivåer. En svag inflation i Kina ger en dämpande inflationseffekt globalt, med ett visst tryck nedåt på varupriser och en prispress som kan sprida sig.





## Mer framtunga räntesänkningar

Första halvårets turbulens med inflations- och tillväxtdivergens med kraftiga svängningar i vad marknaden förväntar sig från centralbanker ska nu förhoppningsvis ligga bakom oss. Inflations- och tillväxtdynamiken skiljer sig visserligen en del mellan ekonomier men att Fed och ECB går i samma riktning tar bort problemet vi diskuterade i Nordic Outlook Maj om graden av Fed-oberoende för andra centralbanker. Inflationstrenden är nedåtgående, även om det tar ytterligare en tid innan inflation och inflationsförväntningarna uthålligt stabiliserats. Efter att Fed vid senaste räntebeskedet vänt blicken mer mot arbetsmarknaden är dörren öppen för att Fed gör sällskap med ECB (som sänkt en gång) och centralbankerna i t ex Sverige, Kanada och Schweiz (som sänkt två gånger) och startar räntesänkingscykeln. Att realräntor stiger när inflationstakten faller, gör att styrräntor behöver sänkas för att penningpolitiken inte ska bli mer åtstramande.

**Ligger Fed efter?** Den senaste svaga arbetsmarknads-siffran från USA väckte frågor om Fed avvaktat för länge med att sänka räntan. Vi tror att det till viss del kan vara så när nu både ekonomin och inflationen skickar räntesänkningssignaler. Vi tror även att centralbankerna rör sig från att vara databeroende till att tro mer på sina prognoser. Det gör arbetet lättare när inflationsutfall i många (men inte alla) fall ligger kvar över målen ett tag till. Fed börjar räntesänkingscykeln försiktigt med 25 punkter i september och följer upp med 50 respektive 25 punkter i november och december. I nuläget prisar marknaden in totalt ca 100 punkter lägre ränta under 2024. Lönedynamiken i euroområdet oroar men inflationen är på väg ner och ekonomin är svag; styrräntan sänks en andra gång i september, följt av ytterligare en i slutet av i år. ECB och Fed följer upp med ytterligare fem respektive sex räntesänkningar 2025. Bank of Japan, som höjde räntan i somras, når nivån 0,75 procent (idag 0,25 procent) nästa sommar och håller därefter räntan oförändrad.

**Styrräntor på i stort sett neutral nivå 2026.** Centralbanker ligger med styrräntor över neutral nivå fram till slutet av nästa år. Under 2026 ligger inflationen vid målen och centralbanksräntorna i USA och euroområdet ligger still. Olika gap-mått för BNP och arbetsmarknad pekar på att mängden lediga resurser i ekonomierna är begränsade och att penningpolitiken då ska vara neutral. Bakbunden finanspolitik och lågt genomslag av lägre räntor kan innebära att takten i räntesänkningarna kan behöva skruvas upp och slutnivån ner.

## Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	22 aug	2024	2025	2026
Federal Reserve	5,50	4,50	3,00	3,00
ECB*	3,75	3,25	2,00	2,00
Bank of England	5,00	4,50	3,50	2,75
Norges Bank	4,50	4,25	3,25	2,50
Riksbanken	3,50	2,75	2,00	2,00

\* Inlåningsränta

Källa: SEB

## Volatil höst för långräntor

Minskad inflationsoro har fått USA:s 10-åriga statsränta att falla med 70 räntepunkter sedan slutet av maj till nuläget på ca 3,80 procent. Med lägre startnivåer i euroområdet och Sverige är nedgången ungefär hälften så stor. Lägre korta räntor ger normalt även lägre långräntor och centralbanksförväntningarna fortsätter styra även längre löptider. Geopolitik och USA-valet är orosmoln men kommer just nu i andra hand. Redan låga långräntenivåer, väldigt låga i vissa länder, gör dock att potentialen för ytterligare nedgångar är begränsad.

**För USA kommer Fed-sänkningar i spåren av** svalare arbetsmarknad och ekonomi att pressa ner långräntor, som brukar bottna kring tidpunkten för den sista räntesänkningen. USA:s 10-åriga ränta går mot 3,60 procent i mitten av 2025 och stiger därefter något. Svaga ekonomiska data kan i närtid ge marknaden viss recessionsoro och därmed ytterligare räntepress.



Redan låga tyska och svenska räntor gör att lång-räntorna i dessa länder inte faller, trots lägre styrräntor. ECB:s minskade balansräkning bidrar till att tyska räntan planar ut på 2,20–2,50 procent under resten av 2024 och 2025. Svenska ränteskillnaden mot Tyskland (10 år) har fallit till rekordlåga nivåer under sommaren. Mindre aggressiva riksbanksförväntningar och ett ökat obligationsutbud väntas pressa upp svenska långräntor till nivåer som ligger strax över de tyska mot slutet av prognosperioden. Norska långräntor följer ofta de globala rörelserna. Ett minskat norskt obligationsutbud kommande år gör att ränteskillnaden mot Tyskland faller.

## Finanspolitiska utmaningar

I flertalet länder är det offentligfinansiella läget bekymmersamt med höga skulder och stora budgetunderskott. Svag eller måttlig tillväxt ger ingen lättnad även om lägre räntor mildrar en del kostnadstryck av höga skulder. Samtidigt är utmaningarna många; växande populism, klimatproblem, energiomställning, säkerhetspolitik, konsumenter som pressas av höga priser och demografisk motvind för att nämna några. Balansgången är svår och finanspolitiken blir i de flesta fall neutral eller till och med svagt åtstramande. Även om offentliga skulder är höga väntar vi oss ingen generell misstro från marknaden i närtid, men vissa länder kan hamna i rampljuset med en viss räntepågång som resultat, så som skedde i t ex Frankrike efter att Macron i somras utlyst nyval. Det, och lärdomen efter det brittiska budgetdebaclet 2022, gör att vi tror att politiker kommer att vara försiktiga.

**De som skulle kunna kan inte.** Situationen är annorlunda för en del länder som visserligen har låg skuld, men som är bakbundna av självpåtagna regelverk. Tyskland är ett exempel där politiken trots en relativt låg skuld är låst av en skuldbroms som sätter stopp för en politik som skulle kunna stötta konjunkturen och finansiera en strukturomvandling. Många länder måste i stället hitta andra vägar för att klara nödvändiga investeringar så som att skapa incitament för att mobilisera privat kapital eller att flytta finansieringen så att den inte sker över statsbudgeten, via t ex garantier. Inom EU finansierades en del pandemistöd genom att Bryssel lånade upp pengar; det är möjligt att liknande verktyg kan komma att användas inom EU:s försvars- och industripolitik för att ta igen tappad mark gentemot USA och Kina.

## Balanserade risker

Vi ser riskbilden som balanserad, vilket är oförändrat jämfört med Nordic Outlook Maj. Det är gott om orosmoln som kan kasta en skugga över konjunkturen,

samtidigt som senaste statistiken stödjer att USA mjuklandar och att Europas tillväxt har bottnat ur; prognosjusteringarna är relativt små. Även om riskbilden är balanserad ser vi fortsatt en större avvikelser från huvudscenariot på nedsidan. Det beror främst på att arbetslösheten trots allt är relativt låg redan i utgångsläget vilket begränsar potentialen vid en positiv tillväxtövertäckning.

## Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

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

Källa: SEB

## Mjuklandning eller policymisslyckande och konflikter?

Inflationsnedgången är central för huvudscenariot och en snabbare nedgång kan förbättra tillväxten ytterligare. Hushållen har i många länder haft ett par jobbiga år med svag eller till och med negativ utveckling av realinkomsterna, samtidigt som räntebördan stigit. Positiva inflationsövertäckningar ger flera tillväxt drivkrafter i form av bättre realinkomster och snabbare räntesänkningar. Det lägger i det positiva scenariot grund för bättre sentiment, konsumtion och investeringar. Det bör även ge en positiv miljö för olika tillgångsslag, som bostäder och börstillgångar. På nedsidan går det att göra en lång lista med utlösande faktorer. Ett scenario är att centralbanker väntat för länge med att sänka räntan och att vi inte sett den fulla åtstramningseffekten. Får vi samtidigt en tilltagande geopolitisk oro med stigande transport-, mat- eller energipriser kan räntesänkningar snabbt rinna ut i sanden samtidigt som finanspolitiken är bakbunden av redan höga skulder.

## Opec+ fortsätter att styra oljepriset

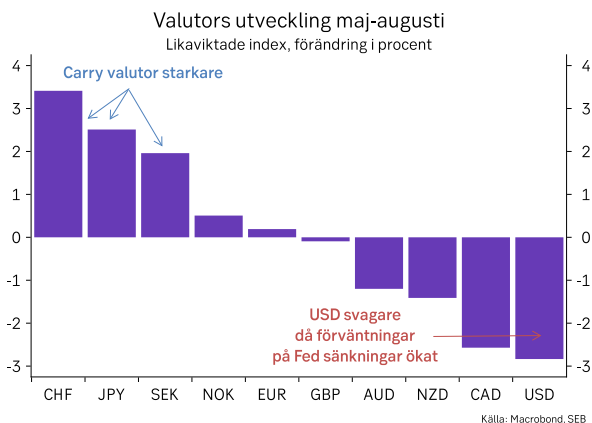
Det genomsnittliga oljepriset har hittills i år varit ungefär i linje med snittet för 2023 och volatiliteten har varit låg med bara hälften så stora skillnader mellan toppar och bottnar som normalt. Förklaringen är att Opec+ håller igen på produktionen och styr priset. Stabila priser är en fördel för Opec+ men de kommer till priset av kraftiga produktionsneddragningar. Opec+ har nu en reservkapacitet som tydlig minskar risken för kraftiga prisuppgångar, vilket bidrar till att oljepriset t ex inte reagerat mer på konflikterna i Mellanöstern. Vi väntar oss ett oljepris strax över USD 80/fat mot slutet av innevarande år och att en något ökad produktion sätter viss nedåtpress under 2025. Geopolitiken kommer dock

att finnas kvar som en uppåtrisk under hela prognosperioden.

**Utdragen normaliseringsprocess för naturgas.** Även om pris och volatilitet minskar på naturgasmarknaden är utmaningarna fortsatt stora. Jämfört med oljemarknaden är lagringskapaciteten låg, vilket ger en större osäkerhet kopplad till säsong och konflikter. Situationen i Europa har förbättrats tydligt både genom minskad användning, efterfrågan ligger fortfarande ca 10 procent under tidigare nivåer, och genom ökad import av flytande naturgas (LNG). Vägen mot ny balans är utdragen och vissa förseningar i nya LNG-projekt ger ett mer ansträngt läge fram till 2026–2027. Det är en något längre tid än vi tidigare bedömt och något som också kan ge mer volatilitet, beroende på väder och utbudsstörningar. Vår prognos är att naturgaspriset ligget kring 35 euro/MWh resten av året. Därefter stiger priset något innan det faller ner mot 30 euro/MWh 2027.

### Vändning för dollarn när Fed sänker

Vårens amerikanska inflationsbesvikelser och att Fed därmed sköt upp starten på räntesänkingscykeln gav dollarstyrka och med det svagare räntekänsliga valutor, som svenska kronan, norska kronen och japanska yenen. I takt med att USA:s inflation kommit ner och tillväxtdata under sommaren visade tydligare tecken på inbromsning kom en omsvängning och dollarförsvagning. Det syntes främst mot så kallade carry-valutor (valutor i länder med låg ränta som används som finansieringsvalutor, d v s investerare lånar med låg ränta och säljer valutorna för att investera i andra länder med högre avkastningspotential). Det gäller till exempel schweiziska franc, yen och i viss mån svenska kronan men även den norska kronen och euro har stärkts mot dollarn.



**Centralbanker och tillväxt i fokus för valutor.** Framför allt Feds väg framåt är central för valutaanalysen. Om Fed börjar sänka styrräntan i september fortsätter de

senaste veckornas utveckling med dollarförsvagning. Det gäller under hösten framför allt mot de mer räntekänsliga valutorna. Under 2025, när räntesänkingscykeln är i full gång bland G10-valutorna, försvinner en del centralbanksfokus och det blir viktigare hur en lägre ränta påverkar ländernas ekonomier. Det innebär att länder med hög räntekänslighet, t ex orsakad av stora bostadslån med rörlig ränta, gynnas mer tillväxt- och valutamässigt. Även euron får stöd i en sådan miljö, dels genom att Fed sänker räntan snabbare än ECB d v s ränteskillnaden minskar, dels genom att tillväxtskillnaden mellan euroområdet och USA minskar.

**Se upp för bakslag.** Vi gick i *Nordic Outlook* i maj (Tema: Valutasценарier) igenom ett antal risker i valutaprognoserna och potentiella effekter. Liksom i somras kan marknader reagera rejält om ekonomiska data inte kommer in som förväntat. Vi såg exempel på det i somras med breda effekter på valutor, börser och räntor. Möjliga utlösande faktorer är, förutom ekonomiska data och recessionsoro kopplad främst till den amerikanska men även den europeiska ekonomin, USA-valet och politiken efter det. Bl a tror vi att höjda USA-tullar leder till minskat stöd för euron, vilket även skulle minska stödet för kronan och kronen.

### Korrigerig men börsstöd finns

Börsommaren har varit turbulent med all-time high i juli, följt av rejäl marknadsoro med lägre räntor och börser och svagare dollar i månadsskiftet juli/augusti. De senaste veckorna har dock turbulensen lagt sig och börserna vänt upp igen. Sommarens oro gav stora prisrörelser men verkar ha varit en överreaktion utan stöd i underliggande ekonomiska data, i kombination med en snabb omallokering bland investerare. Utvecklingen påminner oss om hur oförutsägbart läget är, att finansmarknader kan överreagera på ekonomiska data och att det finns spänningar i systemet.

**Saker som börserna håller ögonen på.** Flera frågor är nu i fokus för börserna. Det handlar om USA:s tillväxt, hur snabbt Fed sänker räntan, tech-bolagens värdering, vem som vinner USA-valet och hur konflikterna i Mellanöstern utvecklas. Vår prognos med USA-mjuklandning, Fed-sänkningar, att USA:s politik inte förändras markant efter presidentvalet och att det säkerhetspolitiska läget inte väsentligt försämras, är börspositivt på sikt när företagens vinster väl förbättras. Kommande 1–2 månader är vi dock i en avvaktande fas.

Tema:

# USA går till val

Jämn kamp med fokus på skatter, tullar och familjepolitik

Bytet av demokratisk presidentkandidat har ritat om kartan inför USA:s presidentval 5 november. Det väger just nu jämnt mellan Harris och Trump. Vi har därför valt att inte anta några stora förändringar av politiken i vårt huvudscenario. I detta tema går vi i stället igenom hur Demokraternas agenda förändras med Harris, skillnaderna mellan Harris och Trumps politik och hur dessa kan väntas påverka ekonomi och marknad.

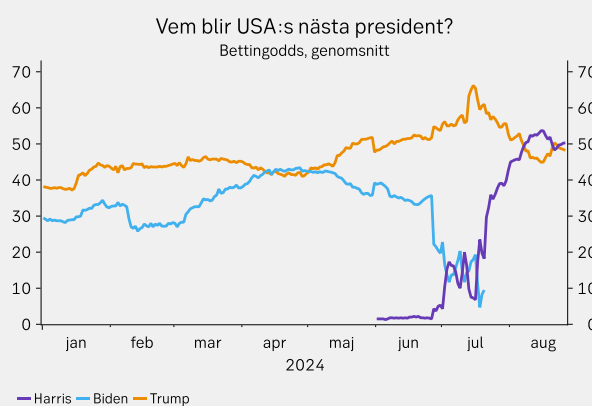
Bidens avhopp och nomineringen av vicepresident Kamala Harris har ingjutit ny energi i höstens presidentvalskampanj. Valet avgörs i ett mindre antal vågmästarstater där opinionsläget, när denna rapport skrivs, väger jämnt mellan Kamala Harris och Donald Trump. Bettingoddsen har efter Bidens avhopp svängt om mer till Harris fördel. Inte ens en demokratisk storslam – där partiet tar hem både Vita Huset och kongressens båda kamrar – kan längre helt uteslutas. Demokraterna har dock uppförtsbacke när det gäller att behålla makten över senaten. Republikanerna behöver bara en ytterligare senatsplats om Trump vinner, eftersom vicepresidenten har utslagsröst, och två om Harris blir president. West Virginia skiftar sannolikt till republikanerna när demokratiska senatören Joe Manchin slutar men det är osäkert vem som vinner i Ohio respektive Montana, två andra traditionellt ”röda” (republikanska) delstater med i nuläget ”blå” (demokratiska) senatorer.



Våra huvudscenarion är en delad kongress om Harris vinner men majoritet för Republikanerna i båda kamrarna om Trump blir president. Det innebär att Trump får större möjligheter att få igenom sin ekonomiska politik än Harris.

**Vad avgör valet?** Att få de egna väljarna att gå till valurnorna är en nyckel till att vinna val. Mätningar visar att Harris ökat entusiasmen bland kärnväljare till samma nivåer som Trump. Harris är starkare än Biden i traditionella demokratiska väljargrupper som unga och minoritetsväljare och hon har lockat tillbaka väljare som tidigare lutade mot en tredje kandidat. Trump åtnjuter dock fortfarande större förtroende i väljarnas viktigaste frågor – ekonomin och inflationen – samt för immigrationen, medan Harris ses som bättre för vården och demokratin, två andra frågor som också ligger högt på agendan.

**Hushållen i fokus för Harris.** Vi väntar oss att Harris håller fast vid Bidens preliminära valplattform men flyttar tonvikten från grön industripolitik och infrastrukturinvesteringar till satsningar på barnfamiljer, inklusive stöd för bostadsbyggande och bostadsköp, utbyggd barnomsorg och betald föräldradaghet. Även dessa områden ingick i Bidens Build Back Better-program men hade svårt att få stöd i kongressen. Därtill vill Harris bekämpa "ockerpriser" för att få ned matpriser och delar Bidens förslag om hyresregleringar. Det sammantagna intrycket är en agenda med något tydligare vänsterprägel än de reformer som kännetecknade Bidens första period. Samtidigt är det reformer som blir svåra att få igenom kongressen utan egen majoritet.



**Hanteringen av Trumps skattereform kommer att prägla politiken under nästa mandatperiod.** Delar av 2017 års Tax Cuts and Jobs Act (TCJA), främst de sänkta inkomstskatterna, upphör i slutet av nästa år. Trump har lovat att förlänga hela TCJA och har även föreslagit fortsatta sänkningar av bolagsskatten samt slopad skatt på dricks och – mer kontroversiellt – på

pensioner. En del skattelättnader i Bidens klimatpaket IRA, som skatteavdrag för elbilar, kommer Trump å andra sidan sannolikt att skrota. Harris har ställt sig bakom Bidens löften om att inte höja skatten för någon som tjänar under 400 000 USD per år, vilket gäller 95 procent av alla inkomsttagare, finansierat av höjda skatter på höginkomsttagare, bolag, kapital och reavinster. Harris väntas också vilja behålla och utöka TCJA:s skattekrediter för barnfamiljer, en dyr reform som kan äta upp större delen av de planerat ökade skatteintäkterna. Hon har även ställt sig bakom Trumps förslag om slopad skatt på dricks. Enligt tankesmedjan Tax Foundations analys blir underskotten större med Trumps förslag (ca 1,3 procent av BNP per år, förslaget om slopad skatt på pensioner ingår dock inte i denna kalkyl) än med Harris (ca 0,7 procent). Skillnaderna är inte dramatiska i förhållande till de totala federala underskotten på drygt 6 procent av BNP i fjol (se Tema USA:s underskott på sida 21).

**Handelskrig är inte bra för ekonomin.** Trumps plan är att finansiera sänkta skatter med inkomster från nya tullar. Generella importtullar ska höjas från dagens cirka 3 procent till 10-20 procent och på import från Kina ska de uppgå till 60 procent. Enligt Tax Foundation skulle tullarna kunna betala för två tredjedelar av Trumps planerade skattesänkningar men skadeverkningarna från ett nytt handelskrig – inklusive mottullar från USA:s handelspartners – bedöms mer än radera skattereformens positiva tillväxteffekter. Analysen är i linje med vår syn om att Trumps agenda är sämre för tillväxten än om Harris blir president och styr med en delad kongress.

**Vill kongressen ha ett nytt handelskrig?** Ett av förslagen i Trumps valplattform är att ändra Kinas handelsstatus som mest gynnad nation (eller som det heter i USA "permanent normal trade relations", PNTR), vilket ger ett land rätt till samma behandling som andra WTO-länder. Sådana planer mötte motstånd i Representanthuset i fjol bland företrädare från bl a jordbruksberoende delstater. Heritage-stiftelsens Project 2025, som leds av personer som står Trump nära men vars förslag inte nödvändigtvis stöds av Trumps team, innehåller två motsatta agendor på handelsområdet, vilket visar att Republikanerna är splittrade i frågan. Trump kan också väntas hålla ett öga på borsreaktionerna. Demokraterna är heller inga frihandelsvänner, men vi räknar inte med en lika aggressiv handelspolitik som under Trump. Biden har behållit alla Trumps tullar på kinesisk import och infört nya på som mest 100 procent (elbilar). Dessa tullar omfattar dock bara en liten del av det totala importvärdet från Kina. Viljan att uttryckligen prioritera

inhemsk tillverkning och sysselsättning – ”America First” – är gemensam för bägge partierna. En annan handelsfråga framöver är den planerade utvärderingen av Trumps nordamerikanska handelsavtal med Kanada och Mexiko (USMCA) i mitten av 2026.

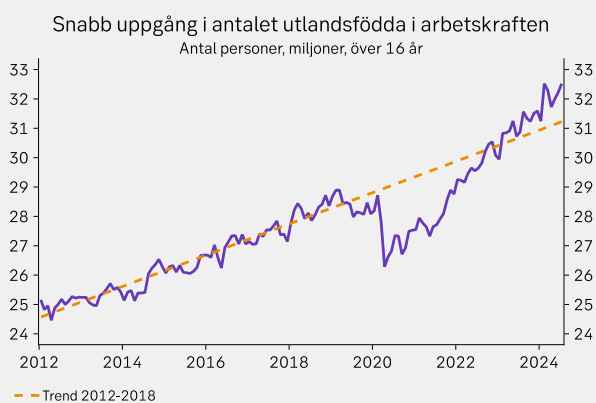
### Invandringen har blivit ett problem även för

**Demokraterna.** Inflödet av arbetskraft från utlandet har överträffat alla prognoser de senaste åren. Den höga immigrationen har haft positiva effekter på ekonomin och bidragit till en mindre överhettad arbetsmarknad och starkare efterfrågan men även ökad brist på bostäder. Situationen vid gränsen mot Mexiko beskrivs dock som krisartad eller som ett stort problem av över 75 procent av den totala väljarkåren när bland annat bussning av flyktingar till Demokratiska storstäder har synliggjort utmaningarna i en större del av landet. En majoritet av de amerikanska väljarna vill nu minska invandringen och även Demokraterna har infört åtgärder för att minska den illegala invandringen över gränsen mot Mexiko. Det är dock stora skillnader mellan partierna och bland väljarna vad gäller synen på legal invandring, möjligheterna att söka asyl och hur hårt myndigheterna ska gå fram när det gäller att deportera personer som befinner sig illegalt i landet. Vi räknar med en politisk press på att minska invandringen oavsett vem som vinner valet, men Trumps politik är även på detta område mer drastisk. Vår slutsats är att migrationspolitiken kommer att stramas åt och gradvis dämpa tillväxten i arbetsutbudet om Harris vinner och mer kraftfullt om Trump tar över i Vita Huset.

styrräntesänkningar. Mot den bakgrunden är det kanske inte förvånande att Trump även börjat tala om att öka presidentens inflytande över penningpolitiken. Idag utövar presidenten sin makt över Fed genom rätten att nominera ledamöter till perioder på 14 år. Presidenten har rätt att avsätta ledamöter men inte för att han ogillar deras politik. Det är dock möjligt att Trump skulle kunna tvinga Powell att lämna ordförandeposten och ersätta honom med någon av de existerande ledamöterna. Powells mandat går ut 2026, vilket kommer ge nästa president en chans att utse en ny Fed-ordförande; i Trumps fall antagligen någon som delar hans syn på räntan och dollarn.

### Ökad inflationsoro kan sätta press uppåt på räntan.

Ett politiskt följsammare Fed skulle kunna skada förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken generellt. Det kan trycka upp inflationsförväntningarna – som varit anmärkningsvärt stabila även under de senaste årens inflationschock – och långa räntor. En parallell är Fed-chefen Arthur Burns, som i början av 1970-talet pressades av dåvarande president Nixon att sänka räntorna inför kommande val. Det var först när Paul Volcker tog över Fed i slutet av 1970-talet och drev in ekonomin i flera recessioner i början av 1980-talet som Fed åter fick kontroll över inflationen.

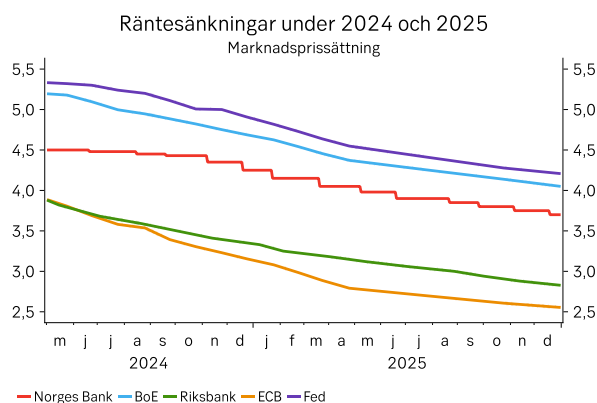


**Fed kan åter hamna i skottgluggen för Trump.** Ett uttalat syfte med Trumps tullar är att minska USA:s handelsunderskott, men det finns inte mycket stöd för att en sådan politik fungerar i ett land där stora underskott i budgeten samtidigt håller uppe efterfrågan. Trump har också diskuterat att stimulera exporten genom en svagare dollar. Erfarenheten är dock att tullar snarare sätter press upp på valutan samtidigt som inflationsimpulser från tullarna kan försvåra fortsatta

## Räntemarknaden Stökig höst för obligationsräntor

Inflationslättning och svagare tillväxtindikatorer har öppnat upp för relativt snabba styrräntesänkningar. Lägre styrräntor brukar ge stöd åt fallande statsräntor, men dessa är redan på låga nivåer och riskerna på nedsidan är begränsade om ekonomin mjuklandar, som vi väntar oss. Tillfälliga fall i statsobligationsräntor kan dock bli anseliga.

Det första halvåret 2024 präglades av tecken på högre inflation, avsevärt stramare centralbanksförväntningar och en snabb uppgång i statsräntor. Sedan juni har inflationsoron dock lättat och svagare tillväxtindikatorer gjutit nytt liv i förväntningar om räntesänkningar, vilket tryckt ned statsobligationsräntorna. Förväntningar på centralbankerna kommer fortsätta att vara den huvudsakliga drivkraften i räntemarknaden framöver. Geopolitisk oro och det amerikanska valet adderar ett lager av osäkerhet men spelar mindre roll än centralbankerna.



**USA: Potentiellt stökig väg till mjuklandning.** En svalare arbetsmarknad och bättre förutsättningar för räntesänkningar väntas fortsätta ge stöd åt den nedåtgående trenden i amerikanska räntor de kommande månaderna. Tidigare episoder indikerar att den 10-åriga statsräntan borde handla lägre än Federal Reserves styrränta en bra bit in i räntesänkingscykeln, för att nå botten när Fed sänker en sista gång. Vår prognos utgår från att marknaden prissätter att Feds styrränta bottnar på 2,75-3,00 procent, vilket innebär att 10-årsräntan handlar nära 3,60 procent i mitten av 2025. Övrigt svag ekonomisk utveckling skulle dock

kunna utlösa recessionsoro och förväntningar på fler räntesänkningar. I så fall kan statsräntorna tillfälligt falla till nivåer som inte består om ekonomin mjuklandar som vi väntar oss.

**Euroområdet: Ingen nedåtrisk i långa statsräntor om inte styrräntan sänks till under 2 procent.** Långa räntor i euroområdets kärnländer är mycket låga i relation till vår styrränteprognoz, som bottnar ur på 2,00 procent. ECB har börjat snabba på balansräkningsminskningen, vilket innebär att långa euroräntor sannolikt hålls uppe trots fallande korträntor. Vi tror att den tyska 10-årsräntan kommer röra sig mestadels inom ett spann på 2,20-2,50 procent under 2024-2025. Potentiella fall mot 2,00 procent borde vara av tillfällig karaktär om inte förutsättningarna ändras och styrräntan sänks till 1,75 procent eller lägre.

### 10-åriga statslåneräntor Procent

	22 aug	Dec -24	Dec -25	Dec -26
USA	3,86	3,55	3,70	4,10
Tyskland	2,24	2,10	2,25	2,50
Sverige	1,98	1,95	2,45	2,75
Norge	3,27	3,07	3,10	3,30

Källa: Centralbanker, SEB

**Sverige: Räntorna stiger med ökat utbud.** Ränteskillnaden för 10-åriga statsobligationer jämfört med Tyskland har sjunkit trendmässigt sedan slutet av 2023 och föll till historiskt låga nivåer under sommaren. Till viss del förklaras den senaste nedgången av ett uppehåll i både Riksbankens obligationsförsäljningar och Riksgäldens auktioner under sommaren. Ökande förväntningar om räntesänkningar från Riksbanken har också bidragit till en minskad ränteskillnad. Ökande utbud och en korrigering av de i dagsläget alltför aggressiva förväntningarna på räntesänkningar indikerar att ränteskillnaden mot Tyskland ökar framöver. Vi förväntar oss att svenska räntor är något högre än dess tyska motsvarigheter nästa år.

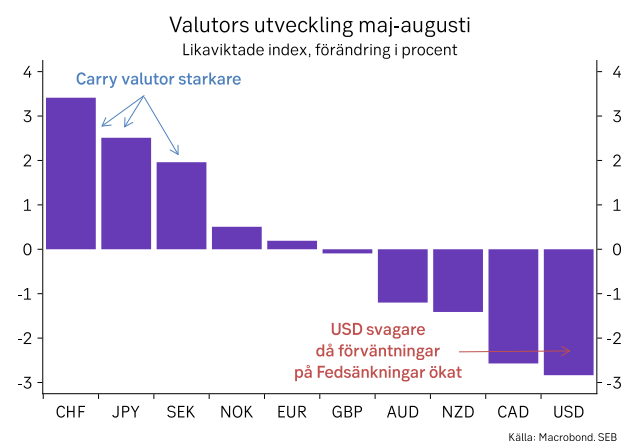
**Norge: Närmar sig sakta europeiska motsvarigheter.** Emissionsvolymerna är höga i år och en stor del av upplåningen sker i obligationer med längre löptid. Norska räntor har till stor del följt omvärldens under året, en trend som sannolik fortsätter framöver. Vi spar att upplåningstakten sjunker de kommande två åren, vilket leder till gradvis minskande ränteskillnad mot andra europeiska motsvarigheter.

# Valutamarknaden

## Vändning då Fed-sänkningar närmar sig

Sommaren har bjudit på stora rörelser där svagare USD mot framför allt JPY och EUR sticker ut. För den svenska och norska kronan har det varit lite mer av en berg-och-dalbana, men vi närmar oss tidpunkten för en mer ihållande kronstyrka. Katalysatorn är att Federal Reserve inleder sin räntesänkingscykel i september. Osäkerheten är osedvanligt stor, bl a på grund av det amerikanska valet, men under 2025 är vårt huvudscenario fortsatt en starkare svensk krona, norsk krone samt generellt svagare USD.

**Vändning på valutamarknaden.** Sedan Fed i början av november 2023 meddelade att deras räntehöjningscykel var färdig har förväntningarna på sänkningar från Fed varit den främsta drivkraften för valutor. I början av året kom förväntningar om tidiga sänkningar på skam vilket ledde till en starkare USD och svagare räntekänsliga valutor som den svenska kronan (SEK), den norska kronen (NOK) och den japanska yenen (JPY). Sedan juni har minskad inflationsoro och svagare tillväxtdata ökat förväntningarna på att Fed ska börja sänka räntan i en snar framtid vilket lett till den förväntade försvagningen av dollarn.



**Carry trades komplicerande valutadrivkraft under sommaren.** Under sommaren har framför allt USD försvagats mot carry-valutorna CHF och JPY och även uppgången i EUR/USD är iögonfallande. SEK och NOK hängde först inte med men har i augusti gått starkt mot både EUR och USD. Kräftgången under sommaren kan dels förklaras av inhemska faktorer där överraskande

låga inflationsutfall och för NOK fallande oljepris sticker ut. Dels, främst för SEK, genom att carry trades först ökade under sommaren (d v s där valutor med låg ränta som JPY och SEK säljs) för att sedan, när Fed blev mer duvaktiga och BoJ överraskade marknaden med en större räntehöjning än väntat, dessa positioner snabbt skalades ner (och marknadsaktörer därmed köpte tillbaka SEK och JPY).

### Centralbankerna är fortfarande i fokus under hösten.

Geopolitisk oro och det amerikanska valet bidrar med osäkerhet under hösten men förväntningar på och hur centralbankerna agerar, med extra fokus på Fed, kommer fortsatt att vara de viktigaste drivkrafterna.

### Valutakurser

	22 Aug	Dec -24	Dec -25	Dec -26
EUR/USD	1,11	1,11	1,17	1,16
USD/JPY	146	140	130	132
EUR/GBP	0,85	0,87	0,90	0,91
EUR/SEK	11,38	11,10	10,75	10,55
EUR/NOK	11,76	11,15	10,90	10,85
USD/SEK	10,24	10,00	9,19	9,09
USD/NOK	10,58	10,05	9,32	9,35

Källa: Bloomberg, SEB

**Tillväxtfokus 2025.** 2025 förväntar vi oss att räntesänkingscykeln är i full gång bland G10 länderna och därmed försvinner lite centralbanksfokus. En tydligare drivkraft blir då hur räntesänkningarna påverkar de olika ländernas ekonomier. Med andra ord förväntar vi oss att valutor som tog stryk under räntehöjningscykeln (b la SEK och NOK) p g a hög räntekänslighet, nu får stöd när räntesänkningarna i stället ger mer och snabbare tillväxtstimulans. Vi tror även att EUR i en sådan miljö kommer att få stöd mot USD, dels genom att Fed sänker styrräntan snabbare och ränteskillnaden minskar och dels av att USA:s stora tillväxtövertag jämfört med euroområdet minskar.

### Hårdlandning, amerikanska valet och europeisk tillväxt

är de tre viktiga riskerna som kan kullkasta vårt huvudscenario (se även *Nordic Outlook*, maj 2024). Amerikanska data har under sommaren pekat mer mot en inbromsning och mjuklandning men som tumultet på marknaderna efter de svagare arbetsmarknadssiffrorna (NFP) i början av augusti visade, finns det fortfarande en oro för recession på marknaden. Återkommer denna oro kan vi framöver få perioder med tillfälligt svagare SEK och NOK. Leder amerikanska valet till kraftigt ökade tullar och/eller återhämtar sig europeisk tillväxt sämre än vi förväntar oss, får EUR mindre stöd under 2025 vilket även skulle minska potentialen för SEK- och NOK-styrka.

# Aktiemarknaden

## Nya börsuppgångar att vänta efter turbulensen

Globala aktiemarknader nådde nya rekordnivåer i juli, bara för att vända nedåt kraftigt i slutet av månaden och i början av augusti på grund av recessionsoro. Den kraftiga reaktionen tyder på ett inslag av påtvingade aktieförsäljningar, men den viktigaste frågan är samspelet mellan avtagande tillväxt och ränteförväntningar. Vårt huvudscenario är att en svagare taktisk period kommer att pågå i 1–2 månader innan vinsttillväxten tar fart igen.

Det har varit turbulent på de globala aktiemarknaderna sedan förra utgåvan av *Nordic Outlook*. Först i slutet av april började Federal Reserve prata ner ränteförväntningarna, vilket ledde till nya all-time high för globala aktier i början av sommaren. I slutet av juli och början av augusti kom vändningen till det sämre. Marknaderna reagerade initialt positivt när Bank of Japan höjde sin styrränta och Fed höll sin ränta oförändrad, men svaga makrodata under de följande dagarna ledde till försäljningar på bred front.

**En kraftig (över)reaktion utlöstes.** Måndagen den 5 augusti steg volatilitetsindex (VIX) kortvarigt över 65 efter att ha börjat dagen på 23, den största intradagsrörelsen någonsin. VIX har bara varit över 50 två gånger; efter Lehman Brothers-kraschen 2008 och när pandemin slog till 2020. Inget av sådan karaktär hade inträffat denna gång, och VIX backade snabbt tillbaka.

**Reaktionen är oproportionerlig med tanke på ekonomiska data.** Marknadsturbulensen i början av augusti kom efter en rad svaga ekonomiska data. Börsnedgångarna stod dock inte i proportion till de ekonomiska besvikelserna, vilket tyder på att vissa investerare tvingades avveckla sina positioner. Aktier har sedan dess studsat tillbaka, vilket tyder på att denna process är klar.

### Fem saker att hålla ögonen på

Det underliggande problemet finns dock kvar; värderingarna är höga, den globala tillväxten är för låg för att lyfta vinsterna och Fed har ännu inte sänkt sina

styrräntor. Vad händer nu? Vi tror att följande fem teman kommer att forma utsikterna för resten av året:

**1) Är USA på väg mot recession?** Rädslan för recession ökade efter arbetslöshetsstatistiken i juli, men den stöds inte av andra indikatorer. Bankernas utlåning ökar igen, vilket tyder på att tillväxten kan ta fart före årsskiftet med lite hjälp av räntorna.

**2) Kommer Fed att sänka räntan?** Marknaderna förväntar sig nu att Fed sänker styrräntan med 100 baspunkter före årets slut. Svaga makrodata, fallande inflation och finansiell oro har öppnat dörren, men vi behöver att Fed säger – och gör – det.

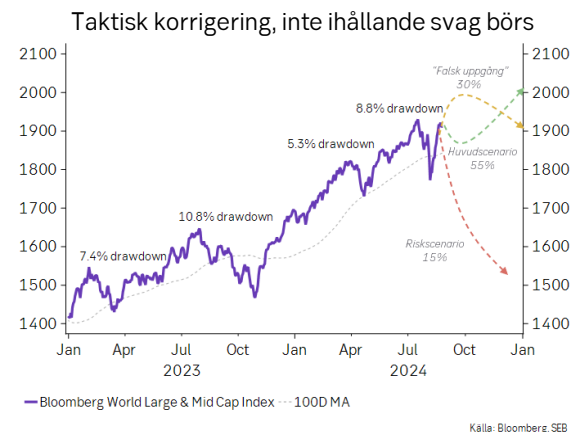
**3) Är teknikaktier övervärderade?** Den AI-relaterade tillväxten har drivits av stora investeringar i datacenter och även om det kommer att dröja ett tag innan dessa investeringar betalar sig, kommer de att fortsätta, vilket bör stödja teknikaktier.

**4) Kommer Trump att återvända till Vita huset?** Efter att Harris blev presidentkandidat har sannolikheten för en demokratisk seger ökat. Marknaderna skulle nog välkomna det, men det är ännu tidigt i valrörelsen.

**5) Kommer situationen i Mellanöstern att eskalera?** Geopolitiska risker utlöser sällan några större marknadsrörelser. Med två pågående stora krig går det dock inte att utesluta chocker. Övervaka riskerna, men agera inte innan saker och ting har hänt.

### Nya börsuppgångar sannolikt att vänta

Just nu är den globala ekonomin inte tillräckligt stark för att lyfta företagets vinster, men med hjälp från Fed kan en "riktig" vinstdriven börsuppgång komma före nyår. Vi förespråkar neutral aktieallokering, men är i närtid beredda på ökad volatilitet. Strategiska investerare kan förbereda sig på att återgå till cyklisk övervikt när recessionsrädslan avtar, något som även gynnar småbolag och värdeaktier.



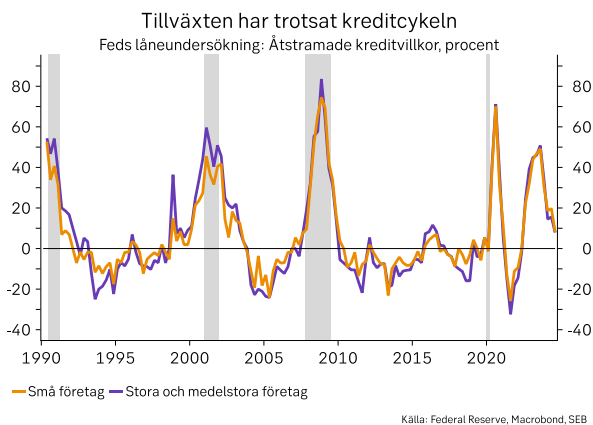


# USA

## Snabbare Fed-sänkningar räddar mjuklandningen

Arbetsmarknaden bromsar in och indikatorer har blivit mer blandade. Att inflationen närmar sig målet gör att Fed nu kan skifta fokus efter en aggressiv höjningscykel. Styrräntan sänks i snabba steg under hösten och nästa år. Prognosen är att tillväxten bromsar in under trend men att en recession undviks. Frånvaron av obalanser i privat sektor stärker tron på en mjuklandning – historiskt ett ovanligt fenomen.

Synen på USA:s ekonomi svängde i slutet av sommaren hastigt om mot en oro för en annalkande recession. Vår bedömning är att en sådan hårdlandning kan undvikas men att den inbromsning vi länge sett framför oss nu är här. Att inflation och löneökningar växlar ner ger Fed utrymme att sänka styrräntan kraftfullt med start i september vilket minskar risken för en nedåtgående spiral i ekonomin. De obalansrisker i privat sektor som historiskt ofta föregått recessioner saknas den här gången; skuldsättningen har sedan pandemin sjunkit som andel av BNP. Räntebördan har förblivit måttlig eftersom både hushåll och företag kunde lägga om sina lån till låga räntor i början av pandemin och nu åtnjuter högre räntor på likvida tillgångar. Kreditcykeln, som varit en tillförlitlig konjunkturindikator, ser ut att vara på väg att normaliseras igen utan att en recession utlösts.



**Nedreviderade utsikter för nästa år.** Ökade nedåtrisker på arbetsmarknaden gör ändå att prognosen sänks. Den starka avslutningen på 2023 och god fart

under första halvåret i år gör att tillväxtprognosen för i år är oförändrad på 2,5 procent, även med antagande om en tydligare inbromsning under andra halvåret i år. 2025-prognosen dras ned till 1,5 procent (maj 1,8 procent), följt av 1,8 procent för 2026.

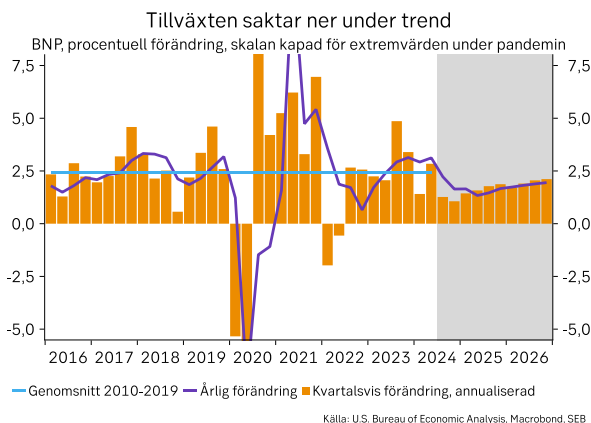
### Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	2,5	2,5	1,5	1,8
Arbetslöshet*	3,6	4,1	4,5	4,3
Löner	4,5	3,8	3,1	3,0
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	4,1	2,7	2,0	1,9
Offentligt saldo**	-7,6	-8,0	-7,8	-7,5
Offentlig bruttoskuld**	121	124	128	132
Fed funds rate, % ***	5,50	4,50	3,00	3,00

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

**Tillväxt under osäker trend.** Tillväxten ligger kvar under den historiska trenden (2,4 procent i genomsnitt 2010-2019) under 2026 men i linje med Feds bedömning av en uthållig tillväxttakt (1,8 procent).



Feds syn framstår som alltför försiktig i ljuset av de senaste årens starka tillväxt i produktivitet och arbetsutbud. Vi tror inte på en riktigt lika stark utbudstrend framöver. Utländsk arbetskraft har stått för hela uppgången i arbetskraften sedan 2019 men ett utbrett väljarmissnöje med immigrationen bland väljare talar för att inflödet dämpas framöver, oavsett vem som tar över i Vita Huset nästa år. Utvecklingen för produktiviteten är svårbedömd. Ökade krav på effektiviseringar under de senaste årens arbetskraftsbrist, en ökad rörlighet på arbetsmarknaden och ökat nyföretagande är några faktorer som drivit upp produktivitetstillväxten efter pandemin och som sannolikt dämpas när konjunkturen mattas. Ökade investeringar i ny teknologi bör dock även framöver

kunna lyfta produktiviteten. Vi tror därför ändå att potentiell BNP-tillväxt ligger något över 2 procent.

**Höstens presidentval ökar osäkerheten.** Opinionsundersökningarna väger, när denna rapport skrivs, jämnt mellan Harris och Trump. Kandidaternas plattformar är ännu inte helt klara. Det är osäkert vilket stöd Trumps mest radikala förslag kan få i kongressen; varken Harris eller Trump väntas få en så kallad supermajoritet i senaten (oftast 60 av 100 senatorer) vilket stoppar större policyändringar utanför budgeten. Historiskt höga budgetunderskott begränsar manöverutrymmet för finanspolitiken, oavsett vem som vinner valet. Vi antar i prognosen att det inte sker några dramatiska policyskiften. Kandidaternas ekonomisk-politiska förslag och förväntade effekter på ekonomin samt utsikterna för statsfinanserna diskuteras i två tema-artiklar på sid 12 och 21.

### Indikatorer signalerar inbromsning

Sentimentsindikatorer för näringslivet stödjer tron på en inbromsning framöver. ISM:s industri-index, som historiskt varit en av de mest tillförlitliga konjunktur-signalerna, föll oväntat i juli. Småföretagen fortsätter att deppa och ISM:s index för tjänstesektorn ligger på svagt expansiva nivåer. Bilden är dock inte entydig. PMI:s tjänsteindex, som omfattar fler företag och enbart fokuserar på utvecklingen i den inhemska ekonomin, har stigit under våren. ISM:s industriindex är alltså över nivåer som historiskt signalerat en recession.

Bostadsbyggandet dämpades åter under andra kvartalet och indikatorer signalerar en fortsatt nedgång. Att långa räntor åter fallit begränsar dock fallhöjden. Övrigt byggande har planat ut efter det starka stödet i fjol från Biden-administrationens stimulansprogram, inte minst skattesubventionerna till inhemska produktion av halvledare. Maskininvesteringarna tog fart under andra kvartalet men svag orderingång och förnyad nedgång i företagets investeringsplaner i enkätdata gör att det är för tidigt att tro på en uthållig vändning. IT-investeringar bör dock fortsätta att växa.

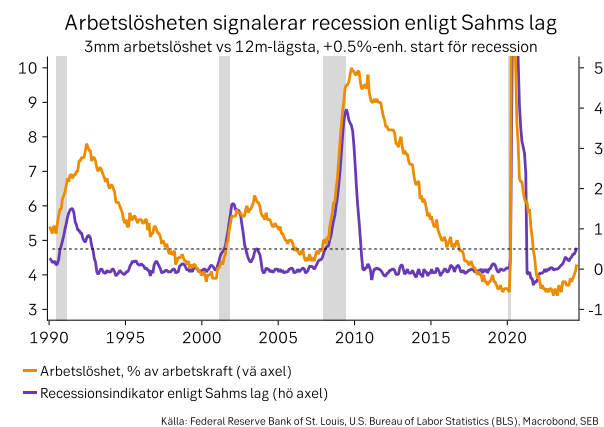
### Oro för jobben väntas dämpa konsumtionen

Hushållens konsumtion har fortsatt att stiga i en god takt, med stöd av stigande reallöner och en förnyad nedgång i sparkvoten. Sparbuffertarna från pandemin bedöms nu vara slut. Stigande aktiekurser och fastighetspriser efter pandemin har dock lett till en, i nominella termer, rekordstark förmögenhetsställning. Stigande kreditkortsskulder och betalningsproblem på konsumtionslån visar att delar av hushållssektorn är under mer press. Sentimentsundersökningar för hushållen fortsätter att teckna en blandad bild. Inflationsförväntningarna har växlat ner men ersatts av

en ökad oro för arbetsmarknaden. Vi tror att en försämrad arbetsmarknad kommer att slå igenom i ett mer försiktigt beteende från hushållen samtidigt som löneinkomsterna växer i långsammare takt när arbetsmarknaden bromsar in. Privat konsumtion, som är den enskilt viktigaste drivkraften för BNP, ökar med drygt 2 procent i år följt av knappt 1,5 respektive 2 procent under 2025 och 2026, något under takten innan pandemin på ca 2,25 procent.

### Ökade nedåtrisker från arbetsmarknaden

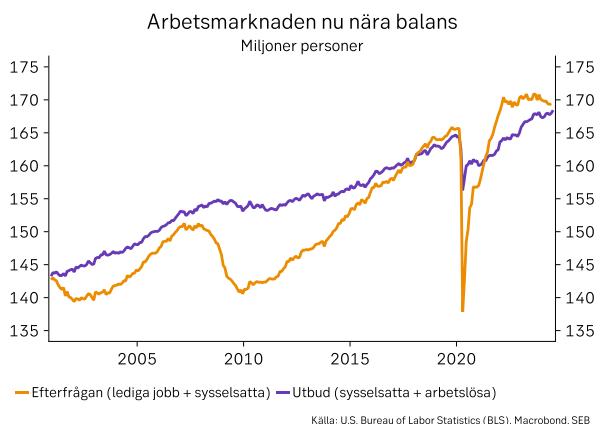
Arbetsmarknaden bromsar in men hur snabbt är mer svårbedömt. Oron för en recession fick näring av den svaga arbetsmarknadsrapporten för juli som visade en fortsatt snabb uppgång i arbetslösheten. Den historiska erfarenheten är att det har varit omöjligt att undvika en recession när arbetslösheten stigit med en halv procentenhet (den så kallade Sahms regel, se diagram). Att uppgången i arbetslösheten denna gång drivits av ett ökat utbud gör denna tolkning mer osäker. Immigrationen har varit den främsta drivkraften för det stigande utbudet. Arbetskraftsdeltagandet bland aktiva åldrar (25 till 54 år) är det högsta sedan början av 2000-talet. Arbetskraftsdeltagandet bland högre åldrar har dock ännu inte hämtat sig från fallet i början av pandemin, vilket hållit tillbaka uppgången för den sammanlagda deltagandegraden.



**Jobbstatistiken är skakig och revideras ofta.** Att arbetsmarknadsstatistiken bygger på två olika undersökningar komplicerar bilden. Sysselsättningen enligt hushållsundersökningen, som ligger till grund för arbetslöshetsstatistiken, har utvecklats betydligt svagare än antalet nya jobb i den hårdbevakade och normalt mer tillförlitliga företagsundersökningen ("payrolls"). Hushållsundersökningen är mer volatil men över tid brukar de två undersökningarna sammanfalla. Preliminära reviderade data visar dock att payrolls sannolikt växte i en betydligt lugnare takt fram till åtminstone första kvartalet i år än vad som tidigare indikerats

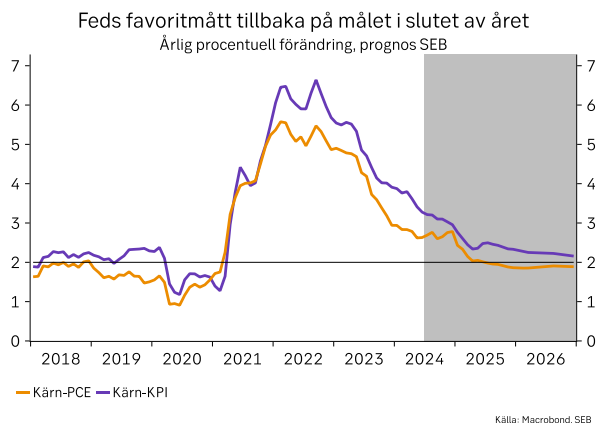
**Under ytan syns svaghetstecken**, vilket vi lyft fram i tidigare rapporter. Icke-konjunkturkänsliga sektorer (offentlig sektor och privat hälso- och sjukvård) står för merparten av sysselsättningstillväxten. Vi tror att dessa anställningar delvis speglar demografiska trender, som kan väntas hålla i sig, men också övergående effekter från de federala stöden till delstater och lokala myndigheter under pandemin. Att arbetsmarknaden gått från tydlig överhettning till att nu vara mer i balans ökar nedåtriskerna om sysselsättningen fortsätter att bromsa in. Vi ser en risk för att företagen blir mindre benägna att hamstra personal när arbetskraftsbrist inte längre ses som ett problem. Den historiska erfarenheten är att omsvängningar på arbetsmarknaden ofta skett snabbt och brutalt.

**Arbetsmarknaden är fortfarande inte svag.** Vecko-statistiken för nyanmälda arbetslösa har visat en tydligt stigande trend i år men från historiskt låga nivåer. Trots den senaste uppgången är arbetslösheten på 4,3 procent inte långt från Feds syn på långsiktig jämvikt (4,2 procent). Huvudscenariot är att sysselsättningstillväxten avtar under hösten och en bit in i nästa år men att total sysselsättning inte faller. Arbetslösheten väntas stiga till strax över 4,5 procent.



**Lägre inflation öppnar för Fed-sänkningar**  
Inflationen har under de senaste åren utvecklats ojämnt. Perioder av långsammare prisökningar har följts av ny acceleration, senast under första kvartalet i år. Under de senaste månaderna har den månatliga prisökningstakten åter avtagit och närmat sig en mer normal takt, i linje med inflationsmålet. Dämpningen sker nu också på bredare front, inom inte bara varor utan också tjänster. Lönerna har växlat ner när arbetsmarknaden normaliserats och växer nu, omräknat till årstakt, med cirka 3,5 procent, vilket bör vara förenligt med inflationsmålet. Även hyror, som varit den enskilt viktigaste drivkraften för kärninflationen (inflation exklusive mat och energi), ökar nu långsammare och utvecklingen för nya hyreskontrakt stödjer en fortsatt

inbromsning. Inflationen ligger enligt Feds favoritmått, kärn-PCE, fortfarande en bit över målet (juni 2,6 procent). Baseeffekter – från lägre prisökningar i fjol – kommer att bromsa nedgången under hösten, men under nästa vår bedöms den vara tillbaka vid målet.



**Fed inleder snabba sänkningar i september.** Fed ändrade i juli sin syn på riskbilden till att lägga lika stor vikt vid båda sina mål för inflation och sysselsättning. Detta åtföljdes av tydliga signaler om en kommande räntesänkning från Feds ordförande Powell. Den senaste nedväxlingen i inflationen bör enligt vår syn räcka för att övertyga Fed om att inflationen uthålligt är på väg tillbaka till målet, vilket är det villkor som Fed satt för att inleda räntesänkningar. Det har nu gått över ett år sedan Feds sista räntehöjning, i juli 2023, vilket är en lång period i förhållande till genomsnittet på 9 månader från sista höjning till första sänkning under de senaste sju höjningscyklerna. Att inflationen nu ser ut att vara under kontroll samtidigt som arbetsmarknaden visar tydligare tecken på att bromsa in ökar pressen på Fed att snabbt lägga om politiken för att säkerställa en mjuklandning i ekonomin. Vi tror nu att Fed sänker vid varje möte under hösten (september, november och december), vid ett av tillfällena i ett större steg om en halv procentenhet, vilket tar styrräntan till 4,50 procent (övre gränsen) vid slutet av året. Under nästa år sänks räntan ytterligare till 3,0 procent för att därefter ligga still under 2026.

Tema:

# USA:s underskott

## Ohållbar skuldökning men politisk vilja saknas

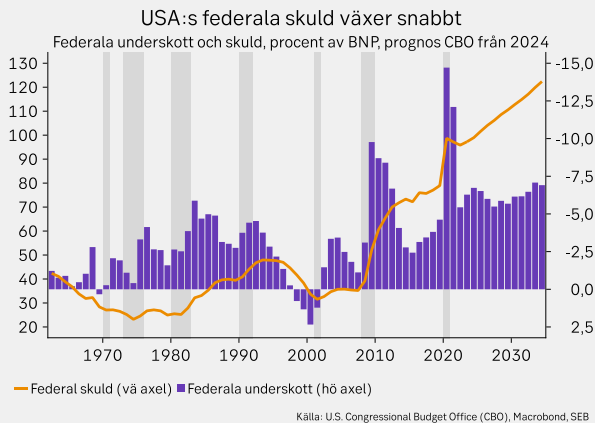
USA:s budgetunderskott har bitit sig fast på ohållbart höga nivåer efter pandemin och den offentliga skulden närmar sig historiska rekordnivåer. Växande utgifter för pensioner och sjukvård till en åldrande befolkning och stigande räntekostnader på den allt högre skulden är nu de främsta drivkrafterna. Dollarns ställning som reservvaluta ger USA bättre möjligheter att finansiera en växande skuld än de flesta andra ekonomier. Den växande skulden minskar det framtida svängrummet för finanspolitiken och det finns en gräns även för hur stor USA:s statsskuld kan bli utan att orsaka förtroendekriser. Den politiska viljan att hantera de växande underskotten saknas dock och nya förslag inför höstens presidentval riskerar att ytterligare försämra situationen.

**USA:s offentliga skuld har, som andel av BNP, fördubblats de senaste 20 åren.** Det offentliga underskottet uppgick i fjol till nära 8 procent av BNP och den offentliga skulden till omkring 120 procent, de högsta nivåerna sedan andra världskriget. Inom OECD-området är det bara Italien, Grekland och Japan som har en högre skuldkvot.

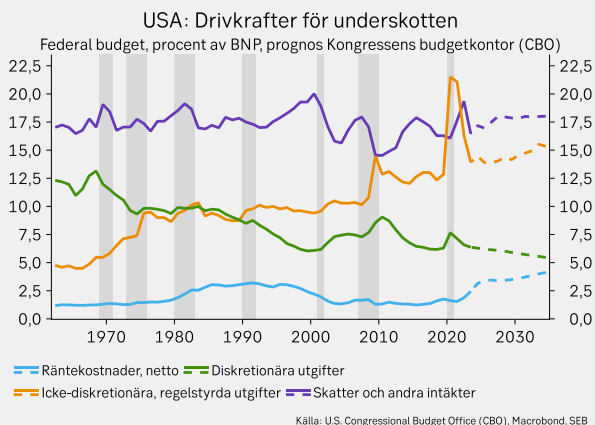
**Explosiv utveckling för federal skuld.** Den federala skulden, som är mer relevant för finansmarknaderna, är nu på väg att passera 100 procent av BNP (exklusive interna lån från olika fonder). Enligt den senaste 10-årsprognosen från Kongressens budgetkontor (CBO) kommer den federala skulden om tre år att passera det tidigare rekordet – 106 procent av BNP – från precis efter andra världskriget (1946) och nå 122 procent av BNP år 2034. De senaste decenniernas kraftiga uppgång har flera orsaker: Enorma finanspolitiska stimulanser under djupa recessioner i samband med den globala finanskrisen 2007–2010 och Covid-19 pandemin, militära utgifter för flera krig, växande utgifter i socialförsäkringssystemet och upprepade skattereformer som slagit mot intäktsidan.



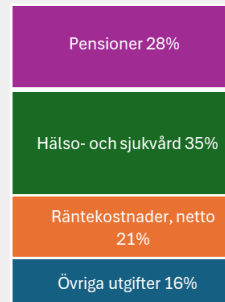
**Höga underskott här för att stanna?** Historiskt har underskotten minskat till mer normala nivåer efter ekonomiska kriser. Så har inte skett efter pandemin. Årets underskott väntas, trots den starka återhämtningen i ekonomin, bita sig fast på nivåer som historiskt bara skådats under lågkonjunkturer eller krig. Enligt CBO kommer underskotten att ligga kvar kring dessa nivåer under det kommande decenniet.



**Bristande budgetdisciplin och stora reformer.** USA:s finanspolitik har varken under Donald Trump eller Joe Biden präglats av någon större återhållsamhet. De diskretionära utgifter som Kongressen fattar beslut om i budgetens årliga anslagsprocess ser ut att vara tillbaka under kontroll, men ger inte hela bilden av politiken. President Biden och republikanernas tidigare talman McCarthy enades i fjol om ett tak för utgifterna, men vid sidan om detta har Kongressen klubbat igenom extraordinära hjälpinsatser till bland annat Ukraina och Israel. Bidens infrastruktursatsningar har fortsatt att kosta pengar, också utanför den reguljära budgetprocessen. Amerikanska politikernas benägenhet att driva igenom sin politik genom skattekrediter snarare än bidrag försvårar också en genomlysning.



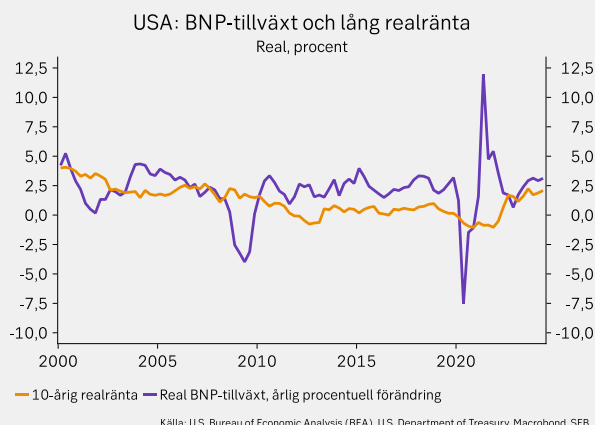
Andel av federala utgiftsökning 2024-2034



Källa: Committee for a responsible federal budget (CRFB), CBO

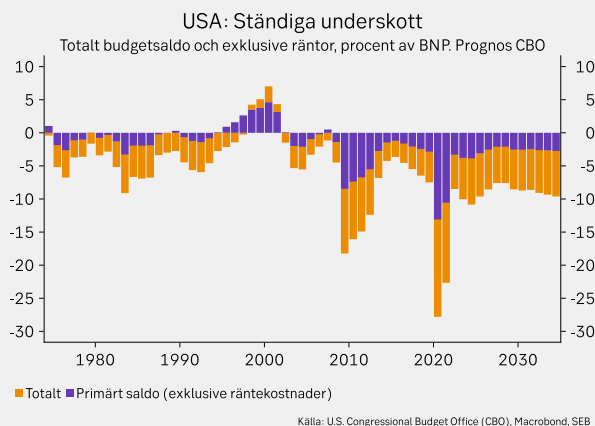
**Höga räntor och åldrande befolkning.** De främsta förklaringarna till fortsatt höga och växande underskott är snabbt växande räntebetalningar på en allt högre skuld och stigande utgifter för hälso- och sjukvård samt pensioner. CBO:s prognos tecknar samtidigt i vissa avseenden en alltför ljus bild av utsikterna för budgeten. Dels antar CBO att delar av Trumps skattereform från 2017 (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) upphör efter 2025, vilket väntas öka skatterna som andel av BNP. Det ser inte ut att bli fallet om Trump vinner presidentvalet eftersom han både vill bevara TCJA och dessutom sänka vissa skatter ytterligare. Det ser inte heller ut att bli fallet med Harris, som lovat oförändrade skatter för de allra flesta amerikaner om än delvis finansierat genom skattehöjningar inom andra områden, till exempel högre bolagsskatt. Dels antar CBO att de diskretionära utgifterna växer i samma takt som inflationen men Kongressen har alla möjligheter att fatta beslut om nya utgiftsexpansioner.

**Osäker skulldynamik.** Minskade militärutgifter efter det kalla krigets slut bidrog till att den federala budgeten under andra halvan av 1990-talet visade överskott och prognoserna pekade mot att USA snart skulle vara på väg att betala av sin federala skuld. Under de senaste 20 åren har USA däremot visat konstanta federala underskott och bara haft ett år med primära överskott (budgetsaldo exklusive räntekostnader). De senaste tio årens kombination av hög tillväxt och låga räntor bidrog ändå till att hålla skulden någorlunda i schack. Det fanns inom akademiska kretsar en diskussion innan pandemin om att USA borde bedriva en ännu mer expansiv finanspolitik. De senaste årens snabba räntehöjningar från Fed gör dock att USA inte längre uppvisar samma positiva skulldynamik.



### Försiktiga styrränte- och tillväxtantaganden.

Officiella prognosmakare som Fed och CBO gör försiktiga antaganden för både tillväxt och ränta framöver. Bedömningen av potentiell BNP-tillväxt på 1,8 procent speglar försämrade demografi och svagt växande arbetskraft. De senaste åren har dock hög produktivitet och invandring lett till ett rejält lyft i USA:s tillväxtförmåga. Enligt IMF ligger potentiell BNP-tillväxt nu kring 2,5 procent för att sedan gradvis sjunka till strax över 2 procent. Feds bedömning av en neutral styrränta har stigit från cirka 2,5 till nära 3 procent, men även detta kan vara alltför pessimistiskt. En återgång till räntenivåerna innan pandemin skulle underlätta en stabilisering av skulden. En förutsättning är dock att USA kommer till rätta med de primära underskotten, d v s underskotten exklusive räntor, i budgeten.



**Fruktlösa budgetbråk.** Många politiker, inte minst bland republikanerna, har ställt högljudda krav på att bromsa skuldökningen. Budgetbråken brukar framför allt utkämpas i samband med de återkommande justeringarna av USA:s skuldtak. Men detta har inte varit en fungerande metod för att komma till rätta med underskotten. Skuldtaksstrider har flera gånger följts av sänkta kreditbetyg och därmed snarast resulterat i att sänka förtroendet för USA:s statsfinanser. De stora utmaningarna är kopplade till faktorer utanför den ordinarie budgetprocessen: Åldrande befolkning och

det faktum att USA per capita har de högsta kostnaderna för hälso- och sjukvård i OECD-området (men inte den bästa hälsan). Det ställer krav på impopulära beslut samtidigt som löftena inför nästa val går i motsatt riktning. Både Trump och Harris har lovat att inte röra ersättningssystemen för äldre (pensioner och medicare). USA:s pensionsfonder väntas vara uttömda under den närmaste 10-årsperioden men Trumps förslag om att slopa skatten på sådana pensionsinkomster skulle tidigarelägga denna tidpunkt. Historiskt har Demokrater och Republikaner visat förmåga att kompromissa om budgeten, men dessa har ofta ökat, inte minskat, utgifterna. Även med undantag för pandemistöden har runt 60 procent av utgiftsökningarna under både Trump och Biden klubbats igenom av båda partierna.

**Var går smärtgränsen?** Dollarns ställning som reservvaluta gör USA:s finansiella tillgångar attraktiva och medger en upplåning som skulle vara svår att hantera i många andra länder. Till skillnad från i Japan, där stora offentliga underskott matchas av ett högt inhemskt sparande, är USA beroende av att dra till sig kapital från omvärlden. Men att USA finansierar sig i den egna valutan ger ökad flexibilitet. En förtroendekris skulle avspegla sig i krav på stigande räntor snarare än ett abrupt köpstopp. Marknaden ser i dagsläget inte ut att kräva en premie för riskerna i USA:s statsfinanser men fortsätter nuvarande trender kommer skulden vid någon tidpunkt bli omöjlig att finansiera. Räntorna kan väntas börja stiga redan innan skulden når sådana nivåer. Misslyckade statspappersauktioner skulle vara en varningssignal.

**Minskat manöverutrymme för finanspolitiken.** Ett mer närliggande problem är att utrymmet för nya krispaket begränsas. Svagare automatiska stabilisatorer – som gör finanspolitiken mer expansiv i lågkonjunkturer även utan aktiva beslut – är ett skäl till USA:s jämfört med andra länder stora krisstöd. Politisk motvilja mot att låta skulden växa kan fördjupa nästa lågkonjunktur, vilket skulle spilla över även på resten av världen. Därtill möter USA liknande utmaningar som andra länder från klimatomställning och eftersatt infrastruktur, även om Bidens reformer förbättrat situationen. USA:s försvarsutgifter är lägre som andel av BNP än vad de historiskt varit, samtidigt som de geopolitiska riskerna växer. Den amerikanska ekonomen Herbert Stein (1916-1999) sa i ett berömt uttalande att "om något inte kan fortsätta i evighet, så kommer det att upphöra". Det gäller även USA:s växande statsskuld men det finns risk för volatilitet på vägen dit.

# Japan

## Utmaningar med att normalisera styrräntan

Uthålligheten i inflationseffekterna av vårens löneavtalen ifrågasätts medan penningpolitikens normalisering tvingas gå långsamt för att inte utlösa nya dramatiska börsfall. Tillväxten 2025-2026 ligger nära 1 procent. Bank of Japan höjer räntan igen till sammantaget 0,75 procent i en omvärld med lägre styrräntor. Penningpolitiken, inklusive tidigare tillgångsköp, förblir klart expansiv under hela prognosperioden.

Förhoppningarna är fortsatt stora att Japan äntligen lämnat deflationscykeln bakom sig. Merparten av hushållen är dock ovana vid prisökningar och högre räntor. Sensommarens börsfall ökar hushållens försiktighet. Läget stressar landets politiker och centralbanken och reser rimliga frågor om graden av uthålliga inflations- och tillväxteffekter av de nya och historiskt höga löneavtalen. En fortsatt expansiv monetär politik gör yenen logiskt undervärderad mot t ex dollarn medan inhemskt och utländskt långsiktigt kapital lockas till de japanska börserna – trots dramatiken i början av augusti.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

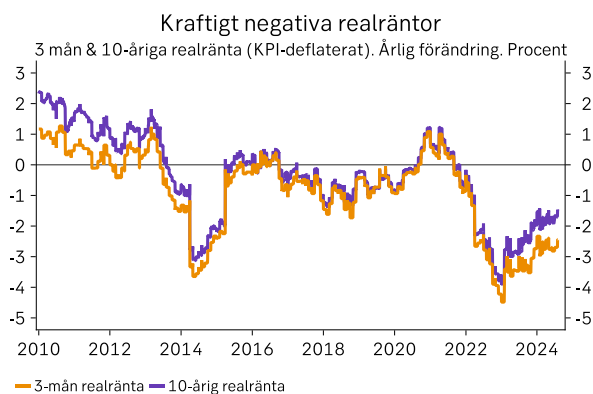
	2023	2024	2025	2026
BNP	1,7	0,4	1,0	1,1
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,4	2,4
KPI	3,3	2,5	2,0	1,8
Offentligt saldo**	-5,8	-6,5	-3,2	-2,9
Offentlig bruttoskuld**	252	255	253	251
Styrränta, %***	-0,10	0,50	0,75	0,75

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

Tillväxten hämmas långsiktigt av en stark demografisk motvind med en åldrande befolkning, vilket bidrar till en påtagligt stram arbetsmarknad. Arbetsmarknaden förblir stark med en arbetslöshet på nära 2,5 procent. Investeringstillväxten hålls uppe av höga företagsvinster, vilka även påverkas positivt av en svag yen. Det

finns förhoppningar att nya satsningar på AI och digitalisering ska höja Japans produktivitet långsiktigt.

Den monetära kursändringen, d v s höjningar av räntan i mars och juli samt minskade kvantitativa lättnader, bedöms få endast marginella effekter på tillväxten. BNP växer med runt 1,0 procent per år 2025-2026, vilket är strax över potentiell tillväxt som antas ligga i intervallet 0,5-1,0 procent. Inhemsk ekonomi fortsätter att gynnas av uppdämt konsumtionsbehov efter pandemin, ökade försvarsinvesteringar och ökad turism som delvis är ett resultat av en svag yen. Det säkerhetspolitiska läget i världen och Asien är dock nedåtrisker för prognosen. Samtidigt förblir landets höga offentliga skuld på 255 procent av BNP en potentiellt destabiliserande faktor men den kan finansieras av Japans privata sektor.



Utfallet av sommarens stödköp av yenen blev magert men höjningen av räntan med 15 räntepunkter till runt 0,25 procent 31 juli ses som en bidragande förklaring till ökad global börsstress och spekulationer om avveckling av sk "carry-trades". En överdriven förstärkning av yenen är oönskad eftersom en sådan minskar möjligheten att uthålligt uppnå inflationsmålet på 2 procent.

Utformningen av penningpolitiken och möjligheten att till sist normalisera den och samtidigt åstadkomma en starkare yen underlättas av att andra centralbanker nu sänker sina styrräntor. Vår prognos är att USD/JPY når 140 i slutet av 2024 och 130 i slutet av 2025. I december 2026 ligger USD/JPY på 132.

# Kina

## Behov av ekonomisk-politiskt nytänkande

Kinas politiker har kämpat med att lyfta tillväxten och driva igenom reformer. Förtroendet i ekonomin är fortsatt bräckligt och fastighetssektorn har inte bottnat. Handelsrelationerna med USA är i fortsatt fokus. BNP-tillväxten blir 5 procent 2024 men den väntas falla kommande år. Styrräntorna hålls oförändrade under prognosperioden men centralbanken sänker reservkraven under innevarande kvartal. Yuanen stärks till 7,10 per US-dollar till årets slut.

### Tillväxtmomentum försvann under andra kvartalet.

Hårddata visar på en ekonomi som hankar sig fram, med en svag tillväxt på 4,7% i årstakt, fallande detaljhandelsförsäljning och en ihållande låg inflation. Stora offentliga infrastrukturinvesteringar ökade i omfattning vilket lyfte produktionssiffror men privata investeringar ligger kvar nära noll. Konsumtionstillväxten är fortsatt nedpressad och detaljhandelsförsäljningen har i stort sett legat stilla de senaste månaderna.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	5,2	5,0	4,5	4,3
Inflation	0,4	0,6	1,6	1,8
Budgetsaldo*	-4,6	-4,9	-4,9	-5,0
1-årig låneränta, %**	3,45	3,35	3,35	3,35
7d omvänd reporänta, %**	1,8	1,7	1,7	1,7
USD/CNY**	7,10	7,10	6,80	6,80

\*% av BNP \*\*Vid årets slut. Källa: IMF, SEB

### Divergens mellan produktion och konsumtion.

Tillväxten i industriproduktionen föll till 5,1 procent i årstakt i juli, ned från 5,3 procent månaden innan.

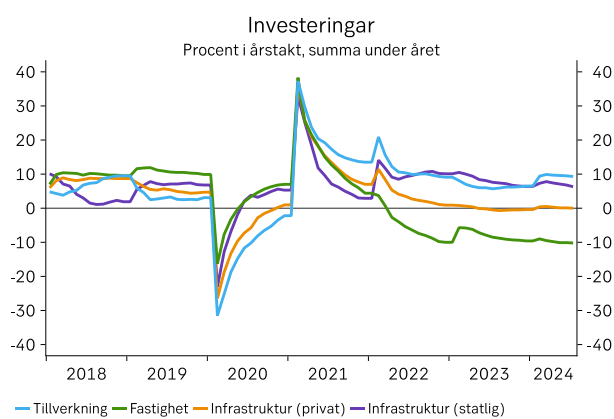
Divergensen mellan produktion och konsumtion har ökat ytterligare, vilket understryker hushållens svaga efterfrågan.

### Elefanten i rummet är strukturellt svag privat

**efterfrågan.** Som vi tidigare har lyft fram kommer BNP-tillväxten sannolikt att ligga kvar på en lägre nivå under överskådlig framtid p g a strukturella problem som hämmar hushållens efterfrågan. Med myndigheternas ovilja att tillhandahålla bredare socialt skyddsnet eller att

utöka välfärdssystemet, är det osannolikt att hushållens konsumtion kommer att bidra med mer än en svag tillväxt framöver. Liknande frågor lyfts av IMF i senaste genomgången av Kinas ekonomi (artikel IV-rapporten). IMF lyfter fram betydande behov av strukturella reformer: stärkt socialt skyddsnet, arbetsmarknadsreformer för att minska skillnaderna i kompetens, pensionsreformer, bättre marknadsintegration, främjande av konkurrensneutralitet mellan statligt och privat ägda företag samt förbättrade ramverk för insolvens och omstrukturering.

**Tillväxten bromsar in.** Vi håller vår BNP-prognos oförändrad på 5 procent i år och räknar med ännu lägre tillväxt på 4,5 procent 2025 och 4,3 procent 2026. IMF bedömer att Kinas BNP-tillväxt kommer att uppgå till 3,3 procent 2029, vilket är ett tecken på att landets ekonomi bromsar in ytterligare på lite sikt.



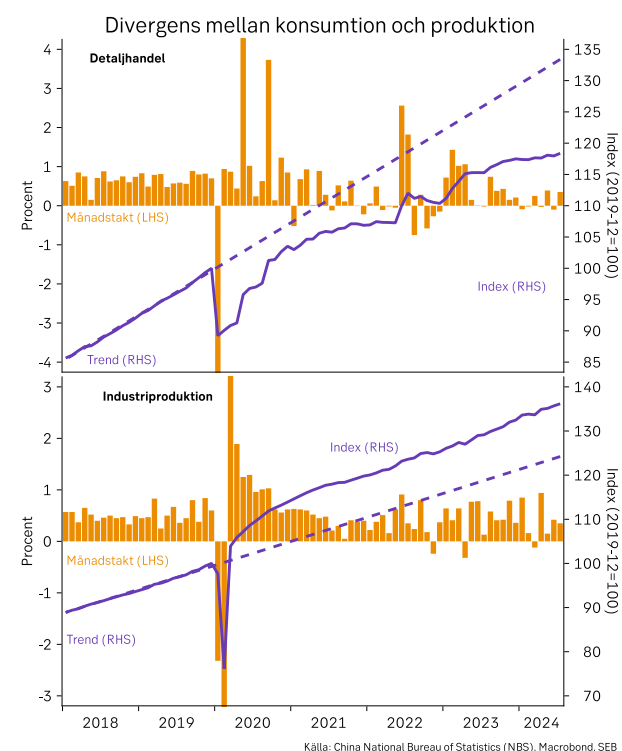
### Fastighetssektorn kvarstår som största inhemska

**ekonomiska hotet.** Fortsatt svaga bostadsindikatorer, trots visst polycystöd, tyder på att fallet inte är avslutat. Bostadspriserna fortsätter att sjunka och minskad bostadsförsäljning stressar bostadsutvecklarnas finanser. Det innebär att riskerna för betalningsinställelser förblir förhöjda. Första halvåret i år har präglats av fortsatta svagheter inom sektorn och vi förväntar oss endast en gradvis stabilisering under andra halvåret. Riskerna på nedsidan kvarstår.

**Finanspolitiken väntas driva tillväxten i år.** Regeringen har satt det breda budgetunderskottet (inklusive regioners utlåning samt obligationer med extra lång löptid) till 8,96 biljoner yuan, eller 6,6 procent av BNP. Detta inkluderar ett underskott på 4,06 biljoner yuan (3,0 procent av BNP) i den allmänna budgeten, 1 miljard yuan i särskilda obligationer som ska emitteras av centralregeringen och 3,9 miljarder yuan i särskilda lokala statsobligationer. Emissionerna av statsobligationer har ökat de senaste månaderna och den mjukare finanspolitiska hållningen som beskrevs vid den Nationella



folkkongressen tyder på att den statliga upplåningen bör förbli betydande kommande månader.



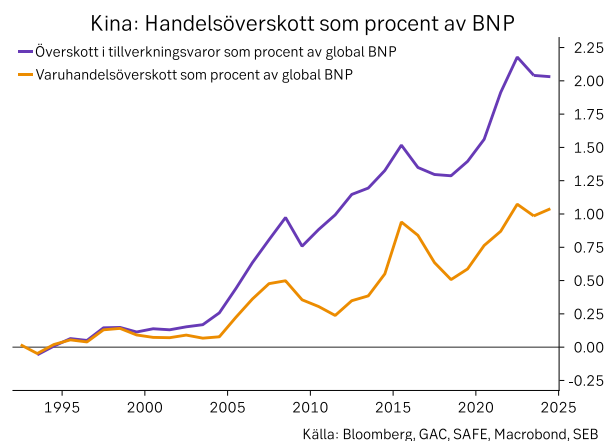
**Finanspolitiska reformer är på väg.** Ett område där regeringen ser ut att ta itu med reformarbetet är finanspolitiken. Fallande skatteintäkter och lägre inkomster från markförsäljning har pressat lokala och regionala budgetar, samtidigt som behovet av att omstrukturera skulderna ökat. Den finanspolitiska strukturen innebär utmaningar på grund av obalansen i fördelningen av intäkter och utgifter mellan regioner och centralstaten. I den avslutande rapporten från det Tredje plenumet angav regeringen finanspolitiska reformer som syftar till att stärka de lokala och regionala finanserna, särskilt genom att öka statliga transfereringar och även att de ska få en större andel av intäkterna från konsumtionskatter och vissa avgifter. Dessutom kommer centralregeringen att ta på sig ett större utgiftsansvar.

**In med de nya produktiva krafterna...** En av de främsta prioriteringarna för 2024 i regeringens rapporter i år har varit innovation och de så kallade "nya produktiva krafterna". Detta innebär främjande av högteknologiska sektorer och innovation för att förbättra tillväxten. Syftet är att stötta nya industrier och bryta utländsk kontroll av nyckel teknologier, öka leverantörskedjors oberoende och utveckla nya drivkrafter för ekonomisk tillväxt.

**... och ut med de gamla improduktiva krafterna?** Men även om nya produktiva krafter bör öka BNP-tillväxten måste Kina också ta itu med överkapaciteten (se temaartikel "Kinas överkapacitet", sidan 27). Analytiker har varnat för överkapacitet i en stor men krympande

fastighetssektor, en svagare stålsektor samt risken för "zombifiering" i den gamla fordonssektorn. Dessutom kämpar många fabriker i Kinas mer traditionella lågteknologiska tillverkningssektorer med svagt orderläge från västerländska köpare, handelsrestriktioner på utländska marknader och växande konkurrens från länder som Vietnam, Indonesien, Bangladesh och Indien.

**Exporttillväxten begränsas av geopolitik.** Kinas handelsöverskott för tillverkade varor har ökat stadigt och uppgår nu till strax under 2 procent av global BNP. Om Trump tar över Vita huset väntas högre tullar begränsa exportens bidrag till tillväxten. Som vi noterade i vår senaste Emerging Markets Explorer kan skillnaden mellan presidentkandidaterna Harris (och tidigare Biden) och Trump vara liten när det gäller den övergripande Kina-politiken, utöver nivån på tullarna. Till det kommer EU-kommissionens nyligen tagna beslut att införa tullar på kinesiska elbilar, vilket kan försämra handelsrelationer med EU och leda till att EU inför än mer protektionistiska åtgärder, vilket ytterligare begränsar de kinesiska exportintäkterna.



**Svag inflation, begränsat utrymme för PBoC.** Låg inhemsk efterfrågan bör bidra till lägre inflation. Utrymmet för centralbanken (PBoC), som nyligen sänkt styrräntan, begränsas av valutaoro. Inflationen uppgick i juli till 0,5 procent i årstakt och kärninflationen var något lägre, 0,4 procent. Vi räknar med en inflation på 0,6 procent 2024 och att den ligger kvar långt under treprocentsmålet 2025 och 2026. Vi räknar med att PBoC sänker reservkravsrentan (RRR) med ytterligare 25 räntepunkter under tredje kvartalet 2024 medan styrräntorna bör ligga kvar på dagens nivåer under hela prognosperioden. Trots den senaste förstärkningen för valutan tror vi på en ännu starkare yuan och ser en nivå på 7,1 vid årets slut och 6,8 vid nästa årsslut.

Tema:

# Kinas överkapacitet

## Växande huvudvärk för både Peking och omvärlden

Det råder överkapacitet i världens näst största ekonomi. Den bedöms ha cykliska, strukturella och statsstödsrelaterade orsaker. För att upprätthålla hög BNP-tillväxt tvingas Kina kanalisera en växande andel av varuöverskottet till den globala marknaden. Låg inflation och en svag valuta gör Kinas varor än mer konkurrenskraftiga. Kinas storlek gör detta till en global disinflationskraft. Oron är dock stor i bl a USA och EU för att Kinas uthålliga makroekonomiska obalanser och fortsatt omfattande statsstöd påverkar omvärldens tillväxt- och jobbsutsikter negativt. Kina-relationer har blivit komplicerade i takt med Pekings växande ekonomiska styrka och ett snabbt försämrat säkerhetspolitiskt läge. Risken fortsätter öka för ett eskalerande handelskrig och geoekonomisk fragmentering.

**Kinas statsstöd uppgår till 5 procent av BNP** per år enligt Center for Strategic & International Studies (CSIS). Det är tio gånger mer än vad regeringarna i t ex USA, Japan, Tyskland eller Brasilien spenderar. Statsstödet är även riktat till specifika industrier och branscher, som t ex halvledare, stål och aluminium. Kina uppvisar enligt CSIS ett beteende som just nu innebär en utökning av industristödet, trots rådande överkapacitet inom Kinas tillverkningssektor som utgör ca 30 procent av global tillverkningsindustri.

**EU-valen i juni, Nato-toppmötet i juli och USA-valen i höst** visar tydlig politisk vilja att i ökad utsträckning införa tullar och handelshinder mot Kina. Syftet är att *dels* skydda inhemsk industri mot statsstödda Kinavaror, *dels* minska den egna ekonomins sårbarhet och *dels* öka trycket på Peking att upphöra med sin varuförsörjning av den ryska ekonomin och därmed möjligheterna för Moskva att fortsätta sin oprovocerade, illegala och fullskaliga invasion av Ukraina.

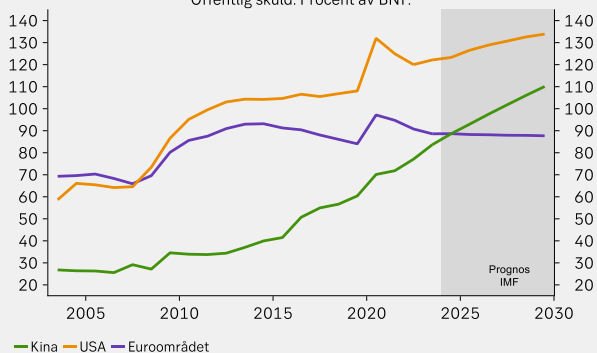
**Kinas inflation är för närvarande besvärande låg.** IMF (Internationella valutafonden) drar i en ny analys slutsatsen att framväxten av det mer uthålliga disinflationstrycket i Kina kan kopplas till såväl överkapacitet som lägre livsmedels- och råvarupriser. Exportprisdeflationen är för närvarande 5 procent. Detta läge utmanar inte bara Kina utan också omvärlden.



## Kina och världen sitter i samma båt

Kina är världens näst största ekonomi, efter USA men före Tyskland och bara snäppet mindre än ett sammanlagt EU. Vad som händer i Kina – positivt och negativt – får stora konsekvenser för resten av världen. Kinas ekonomi jobbar just nu i besvärlig motvind (se även sid 25). En snabbt stigande offentlig skuld de senaste 10 åren har skett samtidigt som privat sektor – dvs hushåll och företag – minskat sin skuldsättning enligt Bank for International Settlements (BIS) beräkningar av det sk ”kreditgapet”. Kina bedöms sammantaget fortfarande ha ekonomiskt-politiskt utrymme för att minska risken för att få en negativ spiral med fallande konsumentpriser.

Kinas offentliga skuld har stigit kraftigt de senaste tio åren  
Offentlig skuld. Procent av BNP.



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

**Kinas ekonomiska politik** verkar för närvarande främst vara inriktad på att förstärka, inte minska, tillverkningsindustrins roll som tillväxtmotor. Med en svag inhemsk efterfrågan behöver en allt större andel kinesiska varor ut på globala marknaden om tillväxtstrategin ska lyckas. Det innebär stor påverkan på företag i andra länder: prispress, sämre lönsamhet och risk för jobbförluster.

**Pekings utnyttjande av statsstöd** har enligt IMF varit omfattande, med ett betydande stöd riktat just till exportföretag medan importen missgynnats. Omfattande stöd ökar risken för oönskade negativa sidoeffekter som t ex felaktig resursallokering och mindre produktiva investeringar. Totalt har 5 400 statsstödsåtgärder genomförts för perioden 2009–2022 enligt Global Trade Alert. Det utgör två tredjedelar av alla statsstödsåtgärder som utvecklade länder inom G20 genomfört under samma tidsperiod. Fordon, datorer, kemiska produkter, metaller och industriutrustning är sektorer som erhållit mest stöd.

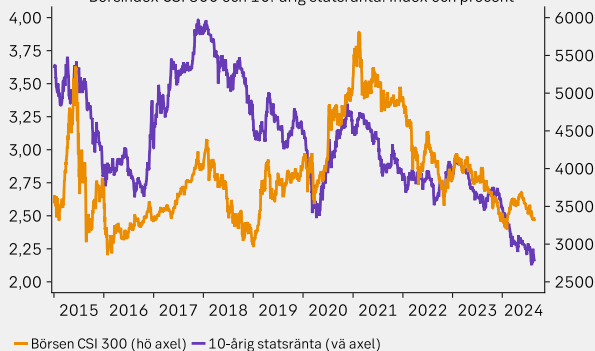
**Läget är besvärligt för Kinas hushåll.** Trots Pekings åtgärder för att syresätta en pressad fastighetsmarknad sjunker bopriserna, även om bilden inte är entydig. Kinas börser har också drabbats av bakslag i takt med sämre omvärldsrelationer och hot om tullar, regleringar och restriktioner för kinesiska varor. Sjunkande tillgångspriser

påverkar hushållens framtidstro och vilja att spendera. Så länge oron består finns en risk att expansiv finanspolitik riktad mot t ex hushållen – som allt fler ekonomer nu efterfrågar – blir ett slag i luften: Ett ökat offentligt sparunderskott blir istället ökat privat sparöverskott.

## Svårt att i närtid lösa Kinas obalanser

Kina har exceptionellt högt privat sparande. Sparandet har de senaste 20 åren legat på 45-50 procent av BNP, mer än dubbelt så mycket som ett historiskt genomsnitt för OECD och cirka 10-20 procentenheter högre än jämförbara östasiatiska ekonomier. Kina står för 28 procent av globalt sparande men blott 17 procent av global BNP. Konsekvensen av högt sparande är låg hushållskonsumtion. Att förmå hushållen att minska sparandet, i avsaknad av ett mer utbyggt trygghetssystem, ser ut att misslyckas. Högre realräntor stimulerar också sparandet. Makroobalanserna kvarstår därmed.

Pressade Kinabörser trots räntefall  
Börsindex CSI 300 och 10-årig statsränta. Index och procent



Källa: Macrobond, SEB

**EU och USA försöker bromsa Kinas varuflöde** av både ekonomiska och säkerhetspolitiska skäl. EU:s politiska positionsförskjutning högerut efter valen i juni, Nato-toppmötets ovanligt skarpa ord att ”Peking underhåller Rysslands krig mot Ukraina” och höstens USA-val ökar sammantaget risken för kinesisk isolering. Frågan blir då: går det att i ännu större utsträckning öka exporten till Ryssland (en utveckling USA och EU inte vill se)?

## Kinas 10 största handelsmotparter 2023

Export och Import. Miljarder dollar

Motpart	Belopp	Motpart	Belopp
EU	783	Taiwan	268
USA	664	Ryssland	240
Japan	318	Vietnam	230
Sydkorea	311	Australien	229
Hongkong	288	Malaysia	190

Källa: US Treasury 2024

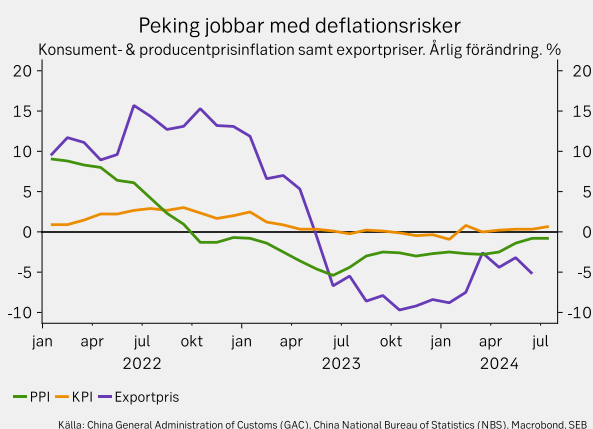
**Rysslands ekonomi är dock inte tillräckligt stor** för att Kina ska kunna styra om varuflödena mer i riktning mot

den ryska gränsen. Tabellen ovan bekräftar Kinas i dag omfattande handel med EU och USA. Ryssland hamnar först på 7:e plats som viktigaste handelsmotpart 2023.

**USA har under 2024 tagit beslut om tullar** på elbilar och annan teknologi samt inför exportkontroller på bl a AI-chip. Även EU inför tullar på elbilar från Kina. Att det finns goda säkerhetspolitiska skäl till ny handels- och industripolitik bör inte överskugga det faktum att Kinas produktion av vissa varor kan uppvisa imponerande innovationskraft och produkt- och kvalitetsutveckling. Kina stressas och pressas att ta ut ny kompassriktning. Frågan är åt vilket håll nålen pekar.

### Exportpriserna sjunker...

Deflationsrisken kan accentueras av t ex fortsatt högt sparande och svag konsumtion samt stress i fastighetssektorn. Nivån på överskottskapaciteten är svår att uppskatta för ett så komplicerat land som Kina. Enligt IMF:s estimat av det sk produktionsgapet (en negativ siffra är liktydigt med överskott av kapacitet) uppgår det till -1,2 procent för 2024 och -0,5 procent 2025. Vår slutsats är dock att Peking är mer rädd för inflation än deflation då högre priser kan skapa spänningar i samhället.

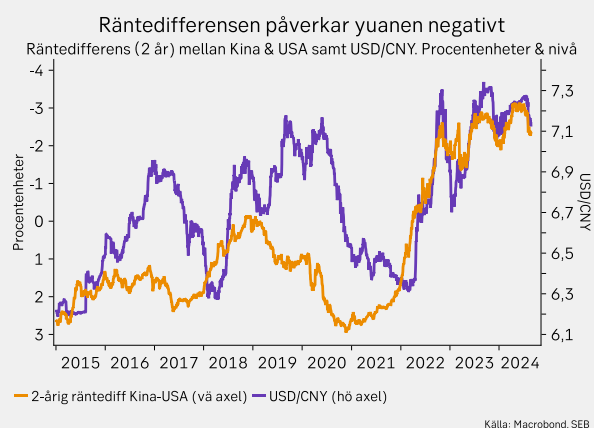


**Kinas exportprisdeflation på 5 procent** är en viktig global disinflationskraft genom lägre importpriser för omvärlden. Disinflationskraften går inte bara via lägre kinesiska exportpriser; en svag inhemsk efterfrågan i Kina bidrar också till att pressa internationella råvarupriser. BIS uppskattar i sin senaste [Annual Economic Report 2024](#) att under 2023 bidrog prisutvecklingen i Kina till att sänka årstakten i importprisökningar med i genomsnitt 6 procentenheter. BIS konstaterar vidare att detta kan översättas till att KPI-inflationen pressas ned med i genomsnitt 1,5 procentenheter (allt annat lika).

**Det tar dock tid innan effekten når inflationstakten** i enskilda ekonomier i o m att många av Kinas exportvaror även utgör insatsvaror i längre globala

produktionskedjor. Ökad konkurrens från Kina kan även leda till att globala producenter av liknande varor tvingas följa efter och sänka sina priser. Det pressar ned det globala inflationstrycket, framför allt vad gäller varor och i mindre grad på tjänstesidan.

**Dollarstyrkan 2022–2024** har medverkat till att Kinas yuan tappat ca 11 procent mot dollarn. Kinas centralbank PBoC har en valutareserv på hela 3 260 miljarder dollar. PBoC har således enorma finansiella muskler för att kunna stödköpa yuanen om den anses vara för svag. Likväl är PBoC:s valutareserv idag lika stor som i början av 2022. Följaktligen har Peking accepterat att yuanen tappat i värde. Det har gett exportsektorn extra möjligheter att hålla oförändrade priser eller kunna erbjuda sänkta priser. Yuanens tapp mot euron är under samma period ca 10 procent. Svenska kronan har dock försvagats ca 2 procent mot yuanen de senaste 2,5 åren.



### Lägre pris på pengar?

Hög riskaversion inom kinesisk privat sektor p g a det osäkra inhemska läget och i omvärlden, i kombination med snabbt åldrande befolkning, bidrar till ett ökat utbud av sparande på den globala kapitalmarknaden. Neutrala räntan, som är en viktig indikator för att avgöra graden av penningpolitisk stimulans/kontraktion, bestäms lite förenklat av utbud och efterfrågan på sparande på global nivå. Ökat utbud av sparande för en så stor ekonomi som Kina väntas bidra till att, allt annat lika, det globala priset på pengar (neutral ränta) pressas ned. Därmed påverkas hela den globala räntemarknaden.

**Oroande steg mot ökad geoeconomisk fragmentering** kan vara inflationsdrivande – trots att Kina just nu tillför disinflationskraft till världsekonomin. Vilken väg länder väljer i handels- och industripolitiken avgör de långsiktiga inflationsproblemen. I bästa fall kan dock AI fungera som en motkraft till dessa inflationsrisiker.

# Indien

## Reformer i antågande trots mindre stöd för Modi 3.0

Premiärminister Modis tredje mandatperiod bör ge betydande reformer, trots mindre stöd än väntat från väljarna i valet i april-juni och en något nedbantad budget. Institutionella problem och utmaningar kan dock blockera framstegen. Inflationen fortsätter att röra sig mot målet i måttlig takt. Penningpolitiska lättnader inleds först under sista kvartalet i år.

**Stark tillväxt på medellång sikt.** Indiens ekonomi har fortsatt att utvecklas väl de senaste kvartalen och nivån är nu 23 procent högre än innan pandemin. BNP ökade med 7,8 procent i årstakt under första kvartalet i år. BNP-data för de senaste två kvartalen kan till viss del ha överskattat styrkan (ett alternativt mått, bruttoförelämningsvärde, var svagare men visade fortfarande stark tillväxt på 6,3 procent under första kvartalet). Men Indien förblir en tillväxtavvikare jämfört med de flesta andra större ekonomier och fortsätter att accelerera över landets egen trend.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

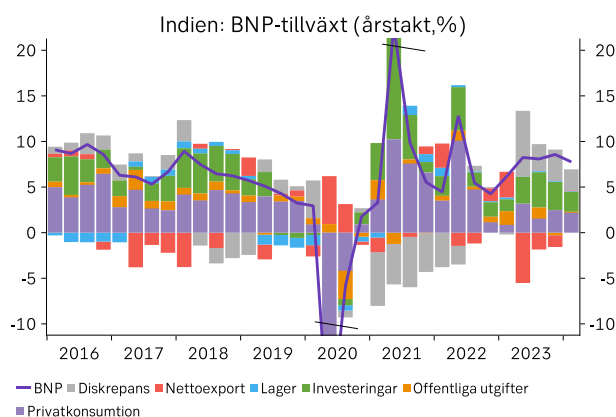
	2023	2024	2025	2026
BNP	7,6	6,5	6,5	6,4
KPI	5,7	4,5	4,4	4,5
Styrränta	6,50	6,25	5,75	5,75
USD/INR	83,10	82,50	81,00	81,00

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

### Något långsammare tillväxt när politiken blir

**åttstramande.** Tillväxten dämpas kommande kvartal, delvis på grund av att utlåningen, som varit oreglerad i volym, stramas åt, vilket sänker hushållens konsumtion samtidigt som en åttstramande penningpolitik fortsätter att dämpa total kredittillväxt. Underskottet i de offentliga finanserna sänktes till 4,9 procent av BNP för kommande budgetår (jämfört med 5,1 procent i föregående budget). En del av minskningen kan bero på överdrivna intäktsprognoser snarare än lägre utgifter. Premiärminister Modis nya beroende av koalitionspartners lämnar också frågor öppna om utgifterna i budgeten kan komma att styras av koalitionspolitik snarare än effektivitet. Som vi har pekat

på i tidigare publikationer kan Indien vinna på geopolitiska omställningar men hittills har de aggregerade effekterna på utländska direktinvesteringar varit blygsamma.



### Sammantaget räknar vi med en genomsnittlig årlig

**BNP-tillväxt på 6,5 procent 2024-2026.** Detta bör ge Indien platsen som den tredje största ekonomin i USD-termer inom ett par år. På den externa sidan bör bytesbalansunderskottet under kommande år ligga under 2 procent av BNP, om inte råvarupriserna stiger markant.

### Disinflation pågår men RBI har ingen brådska att sänka.

Inflationen steg till 5,1 procent i juni (upp från 4,8 procent i maj), vilket är inom Royal Bank of Indias (RBI) målintervall men fortfarande en bit från mittpunkten på 4 procent. Disinflationsprocessen har bromsats upp av den envist höga livsmedelsinflationen, som uppgick till 8,4 procent i juni och utgör ca 46 procent av priskorgen. En långsam nedgång mot inflationsmålet ligger kvar som vår prognos, liksom förväntningen att RBI kommer att börja sänka räntan, idag 6,50 procent, först under sista kvartalet i år. Efter att ha sänkt från 6,50 till 5,75 procent väntas RBI därefter ligga kvar på 5,75 procent 2025-2026.

### Modis "3.0-reformer" och institutionella problem.

Valet som avslutades i juni innebar att Modi fortsätter att styra, om än i koalition med allierade från olika indiska delstater. Bredare reformer bör fortfarande vara möjliga men ökade välfärdsutgifter kommer sannolikt att komma först inför nästa val 2029. Samarbetet ökar dock risken för sidospår och att resurser läggs på att hålla ihop koalitionen. I år kommer Modis agenda att kretsa kring ekonomiska reformer, infrastrukturutveckling och ytterligare bilaterala handelsavtal. Men institutionell försämring har förblivit en av de större riskerna för Indien framöver. Mätningar av politiska institutioner från flera olika källor har visat på en försämring under Modis styre och om detta skulle bidra till att minska tron på rättsstaten kan investerare se Indien i mindre positivt ljus.

# Emerging markets Utrymme för lägre räntor när Fed sänker

Kommande Fed-lättnader gör det möjligt för flera EM-centralbanker att sänka räntorna ytterligare. Det ger utrymme för tillväxten att ta fart. Men disinflationsprocessen har bromsat in och kvardröjande pristryck kvarstår i flera länder, med divergerande räntebanor som följd. Tillväxttakten varierar stort mellan Kina och Indien medan finanspolitiska risker är stora i Latinamerika. Geopolitik och osäkerhet runt amerikanska valet är viktiga risker framöver för EM.

**När Fed väl sänkt i september följer EM efter.** Flera EM-centralbanker pausade sin räntesänkingscykel tidigare i år, till följd av kvardröjande inflationstryck och färre förväntade Fed-sänkningar. Samtidigt har valutavagheten hittills i år satt ytterligare press på vissa centralbanker, vilket lett till att Indonesien och Ryssland har höjt räntorna. I takt med att Feds sänkningar faller på plats bör EM-valutorna återhämta en del av valutavagheterna vi har sett hittills i år.

**BNP-tillväxt över trend – vissa undantag.** Tillväxten har accelererat över trend med undantag för några östasiatiska länder samt Central- och Östeuropa. För samtliga EM-länder vi bevakar har tillväxten accelererat under de senaste två kvartalen jämfört med halvåret innan. Den konsekutiva tillväxten har tagit fart mest i Asien (exklusive Malaysia, Singapore och Korea) men utfallet för andra kvartalet är fortfarande ofullständigt bland EM-länderna. Jämfört med för ett år sedan har även Indien, Ryssland och Turkiet vuxit snabbt.

## BNP-tillväxt

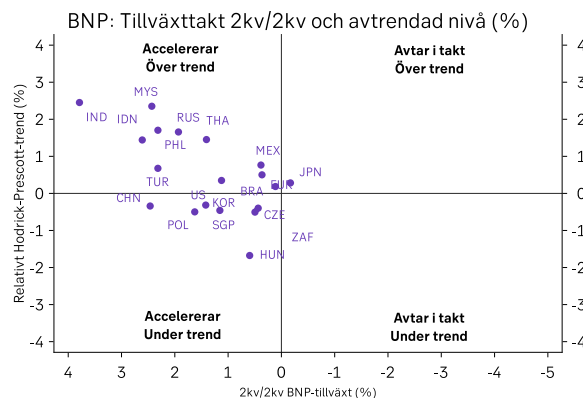
Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
Kina	5,2	5,0	4,5	4,3
Indien	7,6	6,5	6,5	6,4
Brasilien	2,9	2,0	2,0	2,2
Ryssland	3,6	3,0	1,6	1,5
SEB EM-aggregat	4,2	4,2	4,2	4,2

Källa: IMF, SEB

**Tillväxtuppväxling från hög nivå.** Alla våra täckta EM-länder förutom Ukraina ligger nu över BNP-nivån innan pandemin. Kina och Brasilien ligger nära sina respektive

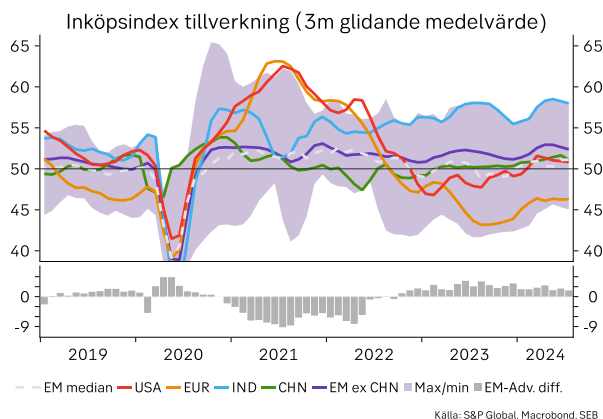
trendnivåer, medan Indiens höga tillväxttakt har lett till att landet ligger långt över. Både Tjeckien och Ungern visar i bästa fall blygsamma tecken på tillväxt efter de räntesänkningar som inleddes förra hösten, medan Polens ekonomi tog starkare fart under andra kvartalet i år. Den turkiska tillväxten är inflationsdrivande och den svaga utvecklingen i Sydafrika präglas av strukturella problem, även efter att en ny ANC-ledd koalition framgångsrikt bildats. I Ryssland döljer landets omvandling till en krigsekonomi de ohållbara drivkrafterna bakom de höga tillväxttalen.



Källa: Macrobond, SEB

## PMI för tillverkningsindustrin signalerar uppväxling.

Inköpschefsindex (PMI) i USA, EU och Japan har försämrats under de senaste månaderna och siffror för EU fortsätter peka på avmattning. EM-indikatorer pekar på ljusare utsikter än i de rikare länderna. Momentum i Indien ligger kvar på historiskt höga nivåer. Som vi noterade i vår senaste Emerging Markets Explorer gynnas länder som Mexiko och flera östasiatiska länder av att produktion flyttar från till exempel Kina till länder med bättre handelsutsikter med USA. Dessa handelsförskjutningar har dock ännu inte resulterat i betydande investeringsförskjutningar och har hittills haft begränsade tillväxteffekter.

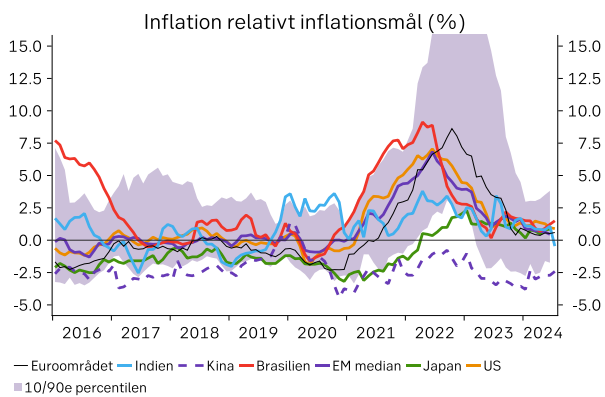


Källa: S&P Global, Macrobond, SEB

**Kina saktar in – Indien blir global nummer tre.** I år ser vi en årlig BNP-tillväxt i Kina på 5 procent, även om finanspolitiska stimulanser lär motverkas en del av

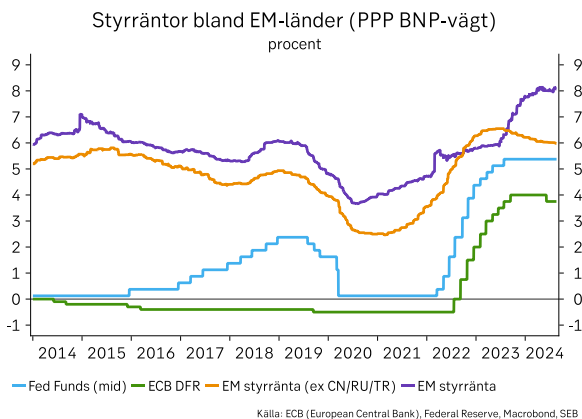
svagheten i den inhemska efterfrågan. Vi väntar oss en nedåtgående tillväxttrend 2025 och 2026 till 4,5 respektive 4,3 procent. I Indien bör BNP-tillväxten under en tredje mandatperiod för Modi uppgå till i genomsnitt 6,5 procent 2024–2026 vilket gör att landet kan gå om Tyskland som den tredje största ekonomin i dollar-BNP 2027. Sammantaget bör en lättad i penningpolitiken – om än försenad till följd av förväntningar om en senarelagd Fed-sänkning – öppna upp för en starkare efterfrågan från hushållen. Modis svagare än väntade stöd i valet bör inte stoppa, men möjligen dämpa, reformutsikterna på medellång sikt.

**I Centraleuropa stöttar reallöneutvecklingen efterfrågan** men begränsar samtidigt inflationsnedgången. Tillväxtländerna i Asien kan få lägre tillväxttal när stram penningpolitik får genomslag i ekonomin och den fortsatt svaga inhemska kinesiska efterfrågan begränsar exportutvecklingen. Latinamerikansk tillväxt, bl a i Brasilien och Mexiko, fortsätter att vara svag. I Brasilien kvarstår också frågetecken kring regeringens åtaganden till stramare finanspolitik. Budgetunderskottet har ökat under året och även om mer expansiv penningpolitik kan lätta något på räntebetalningarna så kan lägre nominell BNP-tillväxt ändå leda till sämre skulddynamik för landet.



**Inflationen ligger kvar över målet i flertalet EM-länder.** Disinflationen bland EM-länderna har bromsat in och inflationen ligger kvar över målet i de flesta av våra EM-länder, med undantag för Kina, Filippinerna och Thailand. Även de flesta centraleuropeiska länderna ligger över inflationsmålen; det underliggande inflationstrycket i Ungern och Polen är fortfarande betydande och den totala inflationen bör stiga igen under året. Fortsatt hög nominell och real lönetillväxt stöttar hushållens efterfrågan, men bör på sikt pressa upp inflationen igen. Turkiet sticker ut med en kärninflation på över 62 procent, ett resultat av inflationschocken från år av ekonomisk vanskötsel och ohållbar konsumtionsdriven tillväxt. Den kostnadsdrivna inflationen har också avtagit generellt. Median-

inflationen för producentpriser har varit i stort sett oförändrad sedan mitten av 2023 i de EM-länder vi bevakar; i både Brasilien och Kina pekar den på deflation. Framöver bör detta möjliggöra en viss kostnadsdrivande disinflation.



**Balanserade tillväxtrisker för EM.** Råvarupristoppar och spridningseffekter från regionala konflikter i Mellanöstern och Ukraina kan skapa negativa utbudschocker, komplicera disinflationsprocessen, fördröja penningpolitiska lättnader och i slutändan dämpa den ekonomiska tillväxten, med olika konsekvenser för råvaruexportörer och importörer. Högre energi- och livsmedelspriser kan leda till försämrade budgetbalanser i länder med betydande livsmedels- och bränslesubventioner och driva upp den totala inflationen. Tillsammans med bättre riskvilja kan detta tvinga centralbankerna i EM att inte bara skjuta upp räntesänkningar, utan till och med höja räntorna.

**Bräckligt Kina med spridningsrisker.** Bräckligheten i den kinesiska ekonomin innebär fortsatta risker när negativa chocker får globala effekter, t ex genom export av deflation och lägre exportpotential. Osäkerheten kring USA:s presidentval är fortfarande ett stort orosmoment. En till Vita huset återvändande Trump kommer sannolikt att innebära högre tullar. Beroende på om tullarna ökar lika mycket i alla EM, eller om oproportionerliga ökningar sker för Kina, får stor betydelse eftersom det påverkar hur mycket handel och investeringar som kommer att omdirigeras. Konflikten i Ukraina bör, förutsatt att jordbruksexporten inte påverkas negativt, få begränsade effekter för EM-länderna. Vi förväntar oss ett ökat fokus på förhandlingar med start nästa år, även om en fredsuppgörelse fortfarande verkar avlägsen. Fortsatta strider i Mellanöstern utgör en risk för den globala ekonomin, främst i händelse av ett regelrätt krig mellan Israel och Iran, vilket vi tidigare varnat för, och som potentiellt skulle kunna dra med sig andra länder i regionen och äventyra oljeinfrastrukturen.

## Euroområdet Politiken hinder för tillväxten

Efter att ha stagnerat under slutet av fjolåret är tillväxten tillbaka, om än i måttlig takt med Tyskland som fortsatt sänke. Lägre inflation och att ECB fortsätter att sänka räntan innebär att inhemsk efterfrågan växlar upp andra halvåret i år. Arbetsmarknaden är robust med endast små tecken på försvagning och arbetslöshetsuppgången blir marginell. ECB sänker räntan igen i september.

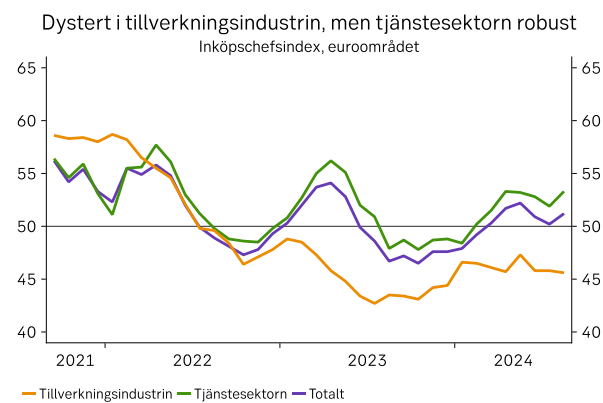
En återhämtning inleddes första halvåret i år och BNP steg med 0,3 procent i båda kvartalen – något starkare än väntat efter att ekonomin uppvisat nolltillväxt andra halvåret i fjol. Sammantaget är barometrar fortsatt svaga även om enkätundersökningar som inköpschefsindex (PMI) förbättrats något i år, dock med vissa bakslag de senaste månaderna. Utsikterna varierar fortsatt mellan både länder och sektorer. Tysk ekonomi är särskilt svag och mest bekymmersamt är det i den tyska industrin som fortsätter kämpa i motvind. Men även fransk industri pressas av allmänt svag efterfrågan. Mer tjänsteberoende ekonomier, som Spanien, Grekland, Irland och Portugal, har de två senaste åren haft och fortsätter ha högre tillväxttal, delvis som en följd av återhämtningen från pandemin. För euroområdet som helhet fortsätter tjänstesektorn att vara den viktigaste drivkraften för tillväxt, vilket inte minst tjänste-PMI pekar på.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,4	0,8	1,6	1,5
Arbetslöshet*	6,6	6,5	6,5	6,3
Löner	5,3	4,6	3,3	3,1
KPI	5,4	2,5	1,8	1,8
Offentligt saldo**	-3,6	-3,0	-2,6	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	88,6	88,6	88,6	88,5
Inlåningsränta, %***	4,00	3,25	2,00	2,00

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



**Återhämtningen inleds i år.** Inflationen har successivt fallit sedan toppnoteringarna i slutet av 2022 och nedgången fortsätter, även om vissa bakslag i inflationsbekämpningen inte går att utesluta. Inflationsmålet nås först i början av 2025 men redan i juni kände sig ECB tillräckligt bekväma med inflationsnedgången för att börja sänka styrräntorna. I kombination med höga nominella löneökningar ökar konsumtionsutrymmet. Investeringarna, som föll första kvartalet i år, gynnas framöver av mindre strama finansiella förhållanden, energi- och grön omställning, digitalisering och ökade satsningar på försvaret. Även om inflationstakten och räntor minskar ligger dock priser och räntor kvar på en hög nivå, vilket innebär att återhämtningen bli måttlig. Sammantaget ökar BNP med 0,8 procent 2024 och drygt 1,5 procent 2025 och 2026; båda de sista åren något över trend. Jämfört med i maj-prognosen blir tillväxten något högre i år och något lägre nästa år.

**Robust arbetsmarknad.** Arbetsmarknaden har varit förvånansvärt motståndskraftig med hög sysselsättningstillväxt trots svag tillväxt. Den robusta tjänstesektorn och bristen på kvalificerad arbetskraft förklarar delvis utvecklingen. En annan förklaring kan vara att företagen trots lägre efterfrågan behållit personal för att inte stå utan arbetskraft när konjunkturen väl tar fart igen. En viss gardering mot den demografiska motvinden, där arbetskraftsbrist riskeras i många länder, går inte heller att utesluta. Vår bedömning är att faktorerna som bidragit till arbetsmarknadens motståndskraft fortsätter att motverka en kraftig arbetslöshetsuppgång och att arbetslösheten i början av 2025 åter börjar minska. Tillsammans med höga löneökningar lägger en stark sysselsättning grunden för att konsumtionen kan öka kommande år.

**Begränsat stöd från finanspolitiken.** Flera stora ekonomier kämpar med svaga offentliga finanser och finanspolitiken väntas bli milt åtstramande i år och 2025 och i stort sett neutral 2026.



**Svaga offentliga finanser källa till oro.** Maastricht-fördraget med regler för de offentliga finanserna pausades under pandemin men gäller återigen från och med i år. Många EU-länder behöver därför minska sina underskott och pressa ner skuldnivåerna kommande år. Framför allt är budgetunderskotten i Frankrike och Italien höga (5,5 respektive 7,4 procent av BNP år 2023). EU beslutade därför i somras att inleda ett formellt förfarande mot Frankrike, Italien och ytterligare fem medlemsländer eftersom de anses bryta mot regelverken. Länderna måste nu förhandla fram en plan med Bryssel för att få ner såväl skuldnivåer som budgetunderskott. EU har i år antagit ett nytt ramverk för finanspolitiken. Länderna måste visserligen förhålla sig till kriterierna i Maastrichtfördraget men det nya ramverket innehåller ett visst mått av flexibilitet för att öka investeringarna.

**Tillväxtutmaningar på längre sikt.** Även om tillväxten växlar upp blir återhämtningen måttlig när strukturella utmaningar begränsar en snabb BNP-uppgång på längre sikt. En tydlig sådan är demografin med en åldrande befolkning. Befolkningsprognoser visar att exempelvis Tysklands arbetsföra befolkning kommer att minska rejält (från ca 50 miljoner år 2021 till drygt 40 miljoner år 2050). Ökad protektionism riskerar att dämpa den för tillväxten viktiga exporten. Om Trump vinner det amerikanska presidentvalet har han lovat att införa högre tullar på all import. Handelsrelationerna med Kina har också blivit mer spända efter att EU beslutat om att införa provisoriska tullar (i intervallet 17–38 procent) på elbilsimport från Kina. Ett slutgiltigt beslut om dessa tullar väntas i höst genom en omröstning av medlemsländerna. Eftersom Kina och USA, tillsammans med Storbritannien, är EU:s största handelspartners, lär tillväxteffekterna av ökade tullar inte vara negligerbara.

**BNP-prognoser**

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
Tyskland	-0,3	0,1	1,1	1,0
Frankrike	0,9	1,2	1,3	1,3
Italien	0,9	0,9	1,1	0,9
Spanien	2,5	2,7	1,9	1,6
Euroområdet	0,4	0,8	1,6	1,5

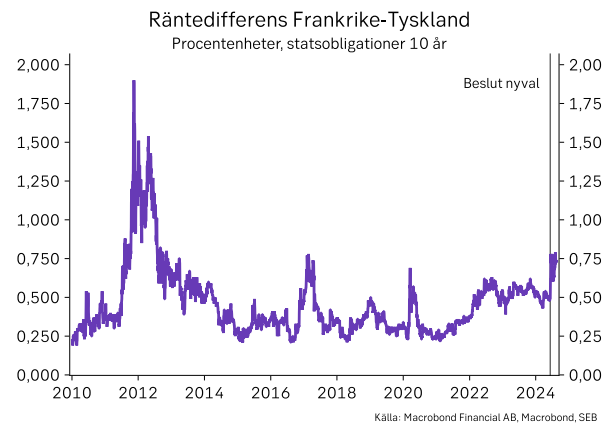
Källa: Eurostat, SEB

**Valet till Europaparlamentet ändrar inte spelplanen.**

Även om partierna på den yttre högerkanten var de stora vinnarna i valet så behåller den breda mitten (konservativa, liberaler och socialdemokrater) sin majoritet. Några veckor efter valet blev det också klart att Ursula von der Leyen fortsätter som kommissionens

ordförande i ytterligare fem år. Von der Leyens programförklaring handlade mycket om att stärka EU:s ekonomi, säkerhet samt tacklandet av klimatförändringarna med bland annat en ny giv för en ren industri.

**Politisk turbulens i Frankrike.** President Macrons beslut att utlösa nyval till Nationalförsamlingen i somras fick räntedifferenserna att stiga. Nivåerna är dock klart lägre än under eurokrisen, men i linje med tidigare franska orostoppar. Finansiella marknader är oroliga över både vänsteralliansens och högerpopulistiska Nationell Samlings politiska avsikter som riskerar att öka de redan höga budgetunderskotten. Efter valets två omgångar stod det klart att vänsteralliansen segrade, Macrons mittenallians kom på andra plats och Nationell Samling blev tredje största parti. Eftersom inget parti fick egen majoritet blir regeringsbildning och valet av premiärminister en komplicerad uppgift. I dagsläget styrs landet av en övergångsregering och en ny premiärminister och regering förväntas utses inom kort. Risker för att den politiska turbulensen i Frankrike ökar i höst är således stor, särskilt eftersom de mest troliga regeringsalternativen vill föra en politik som ökar de redan höga budgetunderskotten samtidigt som ett splittrat parlament får det svårt att fortsätta Macrons reformagenda.

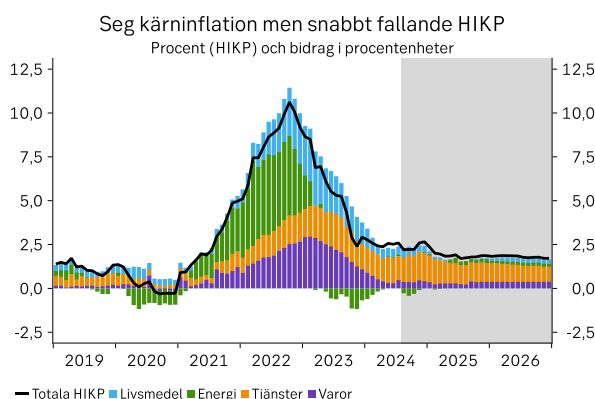


**Även i Tyskland är det politiska läget spänt.** Partierna inom Trafikljuskoalitionen (Socialdemokraterna SPD, liberala FDP och Miljöpartiet De gröna) står långt ifrån varandra, inte minst när det gäller frågor som rör ekonomisk politik. Trots en låg skuld och störst möjligheter bland de större ekonomierna, är Tyskland bakkbundet av de egna finanspolitiska reglerna i ett läge där ekonomin går knackigt. Just frågan om skuldbromsen (konjunkturjusterat budgetunderskott på högst 0,35 procent av BNP) som är fastställt i grundlagen är något som håller partierna isär. Det går därför inte att utesluta att budgetproblematiken fortsätter och att en budgetkris, liknande den som

inträffade i slutet av förra året, inträffar i år igen. Spänningarna inom regeringen, dess oförmåga att fatta beslut och den låga tillväxten har ökat det folkliga missnöjet, samtidigt som stödet för det främlingsfientliga partiet AfD och det nybildade vänsterpartiet Bündnis Sahra Wagenknecht (BSW) ökat (se temaartikeln "Tyskland – EU motorn som hackar" i Nordic Outlook januari 2024). I höst är det val i delstaterna Sachsen, Thüringen och Brandenburg och redan då kan det bli tydligt vart de politiska vindarna blåser inför valet till Förbundsdagen hösten 2025, även om det kan skilja sig åt från landet som helhet.

### Fortfarande långsam inflationsnedgång

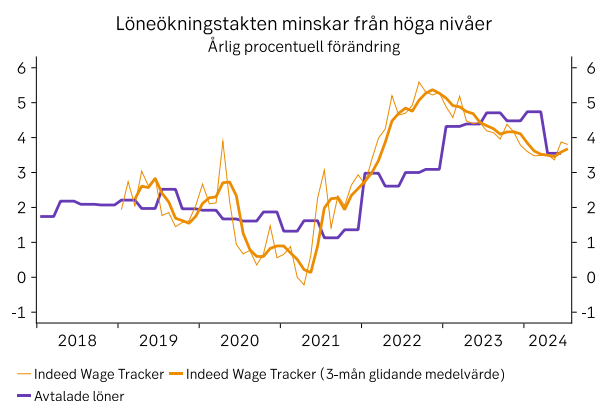
Även om inflationstakten nu fallit i snart två år och nått nivåer som innebär en viss lättnad för hushållen är den fortfarande hög. Därtill ser det också ut som att de sista stegen i inflationsnedgången blir mer utdragna. Det beror på att tjänstepriserna under merparten av 2024 visat en starkare utveckling än väntat. Det verkar således som att efterfrågan fortfarande möjliggör för företag att föra höga kostnader vidare till konsumenter, även om konsumtionen som helhet har rört sig sidledes under en längre tid. För konsumentvaror blir bidraget till inflationstakten förhållandevis litet, och från i år och under resterande delen av prognosperioden är det prisökningar på tjänster som är den huvudsakliga drivkraften bakom inflationen.



**Risk på uppsidan.** Att inflationstaktsnedgången blir så pass trög i ett läge där realekonomin hittills knappt visat styrka kan tyckas märkligt. Men eftersläpningarna av de höga löneökningarna är betydande, med högre krav på inflationskompensation än vad som är önskvärt. Blickar vi framåt krävs både en lägre löneökningstakt, men också lägre vinstmarginaler för företagen för att inflationsnedgången ska realiseras. Att löneökningstakten går ner långsammare än förväntat är den primära risken i inflationsprognosen, och bestäms till stor del av lönebildningen i Tyskland. I år har även internationella varupriser slutat gå ner, och faktiskt

stigit något, en trend som inte får fortsätta om varuinflationen ska bli så pass måttlig som nuvarande prognos antyder.

**Hög men avtagande löneökningstakt.** Även om vi ser en fortsatt återhämtning av realekonomin och en knappt märkbar uppgång i arbetslösheten, bedömer vi att löneökningstakten går ner mot mer hållbara nivåer. Den primära orsaken är att hushållen efter ett par år faktiskt har fått den inflationskompensation man efterfrågat och att lönebildningen normaliseras, även om traditionella lönemått fortfarande inte visar några större tecken på att en nedgång faktiskt har inletts.



**ECB fortsätter att sänka styrräntorna.** Vi bedömer att lägre inflationstakt och en förhållandevis svag ekonomi gör att ECB känner sig komfortabla med att fortsätta sänka räntorna framöver, om än gradvis. Räntenivån är fortfarande åtstramande och ECB behöver i likhet med andra centralbanker sänka realräntan efter att inflationen har kommit ner. Avgörande blir att få en bekräftelse på att lönetillväxten och tjänstepriser blir lägre. Eftersom räntenivån i utgångsläget ändå är lägre än exempelvis i USA och Storbritannien kommer antalet räntesänkningar att vara färre i euroområdet. ECB-rådet har de senaste månaderna också poängterat att de kvartalsvisa genomgångarna av statistik, inklusive prognoser, är viktiga beslutsunderlag. Det blir därför naturligt att förlägga räntesänkningar till de mötena. Vi bedömer att ECB sänker styrräntorna ytterligare två gånger i år och att den viktiga inlåningsräntan sedan fortsätter att sänkas för att nå 2 procent till slutet av 2025. Nivån på inlåningsräntan tror vi då varken kommer vara åtstramande eller stöttande till ekonomin. De utmaningar vi ovan nämnt om begränsningar i finanspolitiken kan dock på marginalen göra att ECB kan behöva få ta ett större ansvar för att stötta ekonomierna mot slutet av prognosperioden och därmed sänka räntan mer än i huvudprognosen.

# Storbritannien

## Räntelättnad men tuffa finanspolitiska avväganden

Första halvåret har utvecklats bättre än väntat. Samtidigt kvarstår tidigare utmaningar, främst en stram arbetsmarknad som driver upp löner och tjänstepriser. Finanspolitiken är i princip bakbunden för nya Labour-regeringen och Bank of England (BoE), som börjat att sänka räntan, tvingas ta huvudansvaret för att stötta brittisk ekonomi.

BNP-tillväxten har visat sig vara mer motståndskraftig än väntat under en längre tid. Snabbt stigande löner har delvis kompenserat hushållen för den höga inflationen men skapar samtidigt stora risker för en mer utdragen inflationsnedgång, framför allt på tjänstesidan. Privata och offentliga investeringar har utvecklats starkt de senaste åren. Det hindrar dock inte att BNP-tillväxten successivt kan växla upp. BNP växer med 1,1% 2025 följt av 1,5% 2026.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

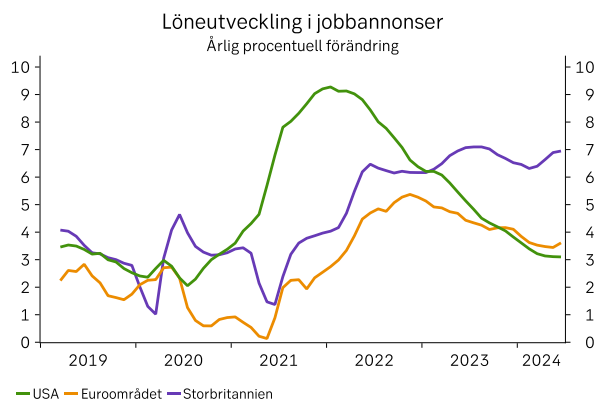
	2023	2024	2025	2026
BNP	0,1	1,1	1,1	1,5
Arbetslöshet*	4,0	4,4	4,6	4,7
Löner	7,1	5,1	4,5	2,5
KPI	7,3	2,6	2,2	1,9
Offentligt saldo**	-6,0	-4,5	-3,8	-3,5
Offentlig bruttoskuld**	101	104	106	107
Styrränta, %***	5,00	4,50	3,50	2,75

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

**Viss inflationsavmattning.** Inflationstakten har fallit tillbaka snabbt vilket till stor del kan knytas till sk bas-effekter från 2023 (d v s när en ny månad med lägre inflationstal ersätter en med högre). Tjänstepriserna stiger fortfarande med nära 6 procent i årstakt och mattas mer tydligt först nästa år. Samma mönster syns i lönestatistiken där utvecklingen inte verkar mattas av på samma sätt som i andra jämförbara ekonomier. Trots viss inbromsning på arbetsmarknaden är tillgången på arbetskraft en stor utmaning för Storbritannien, vilket

bidrar till att löneutvecklingen väntas vara fortsatt hög. Tidiga tecken från enkätundersökningar och statistiken för antalet jobbannonser och lediga platser pekar dock på att en avmattning ändå sker på arbetsmarknaden.

**Fler räntesänkningar att vänta.** BoE har sänkt räntan en gång och vi räknar med en fortsättning om än i en gradvis takt. BoE:s ledamöter är splittrade; flera hade föredragit att lämna räntan oförändrad i augusti. Dragkampen tycks gå mellan att antingen utgå från tecken på avmattning och svaga ekonomiska utsikter eller att peka på att tjänsteinflationen än så länge inte ser ut att ge med sig i någon större omfattning. En olycklig omständighet är också de återkommande problemen med kvaliteten i arbetsmarknadsstatistiken, vilket gör läget svårtolkat. Även om vi tecknar bilden av fortsatt återhämtning, driven av hushållens konsumtion, ser vi framöver en lägre löneökningstakt (och tjänstepriser). BoE kan därför fortsätta att sänka räntan för att undvika att ekonomin stramas åt alltför mycket. Vi räknar med att BoE sammantaget sänker styrräntan tre gånger i år, d v s två gånger till, och fyra gånger både 2025 och 2026. Styrräntan ligger med vår prognos på 2,75 procent i slutet av 2026.



**Ny finanspolitisk plan.** Efter 14 år av konservativt styre vann Labour en jordskredsseger i sommarens parlamentsval. Partiet har nu en betydande majoritet i parlamentet för att ändra politikens inriktning, även om det exakta innehållet fortfarande är okänt. I väntan på en ny budget (kommer i höst) pekar Labour i nuläget på de stora utmaningar man "ärvt" av tidigare regeringar. Med hög offentlig skuld och stora underskott väntar tuffa prioriteringar samtidigt som behovet är stort av reformer som kan lyfta en svag produktivitet och tillväxt. Under valrörelsen lovade både Labour och de konservativa att minska budgetunderskottet till under 3 procent om fem år. Vi ser inte utrymme för några större finanspolitiska åtgärder som kan få i gång ekonomin. Vi ser snarare att finanspolitiken blir en blandning av nedskärningar och skattehöjningar.

# Norden

---

## Sverige | sid 38

BNP växer snabbare än långsiktig trend 2025 och 2026. Hushållens konsumtion är den främsta drivkraften, stöttad av stigande reallöner, expansiv finanspolitik och lägre räntor. Riksbanken sänker styrräntan till 2 procent närmaste året.

## Danmark | sid 47

Tillväxtåterhämtningen breddas efter att under flera år drivits av läkemedels-export. Konsumtionen är en viktig drivkraft, understödd av högre reallöner. BNP växer med 2 procent i år och cirka 3 procent 2025 och 2026.

## Norge | sid 45

Tillväxten tyngs av fallande bostadsinvesteringar och svag konsumtion. Återhämtningen dröjer tills nästa år. Kärninflationen fortsätter att falla och styrräntan sänks gradvis från och med december i år.

## Finland | sid 49

Ljuspunkterna är få när dämpad hushållsefterfrågan, svag export och höga räntor hämmar export och investeringar. BNP minskar med 0,6 procent i år men börjar återhämta sig 2025–2026.

# Sverige

## Tydlig uppgång med stöd av finans- och penningpolitik

Efter mer än två år med stagnerande BNP ligger mycket på plats för en stark återhämtning. Sänkta räntor och skatter bidrar till att BNP växer snabbare än den långsiktiga trenden under 2025 och 2026. Hushållens konsumtion är den främsta drivkraften, understödd av bättre reallöner, expansiv finanspolitik och lägre räntor. Riksbanken sänker till två procent under det närmaste året och regeringen satsar totalt 75-80 miljarder på reformer 2025.

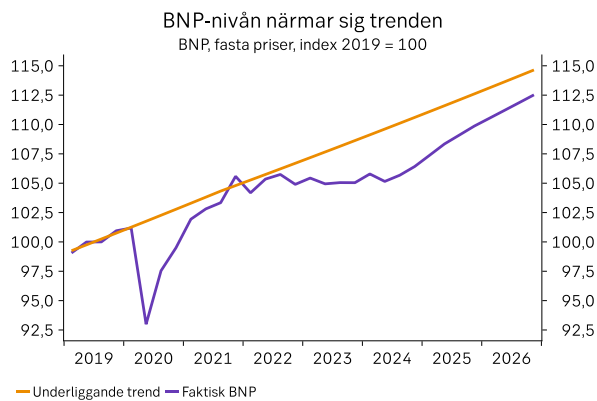
Tillväxten har varit slagig men totalt sett svag det senaste året. En stor BNP-uppgång, med 0,7 procent, under första kvartalet, reverserades helt under kvartal två. Intrycket är att den sedan i början av 2022 sidledes BNP-trenden fortsatt under första halvan av 2024. Sentimentsundersökningar tyder dock på att läget är på väg att förbättras och att tillväxten tar fart från och med andra halvåret i år. Räntesänkningar och en omläggning av finanspolitiken i mer expansiv inriktning gör att vi håller fast vid vår optimistiska tillväxtprognos för 2025 då BNP ökar med 2,6 procent och prognosen för 2026 är att tillväxten ökar ytterligare, till 2,9 procent. Jämfört med maj har prognosen justerats upp med en tiondel 2024 och ned med två tiondelar 2025.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

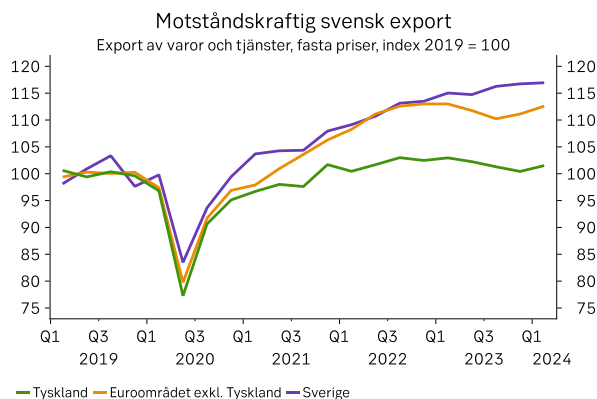
	2023	2024	2025	2026
BNP	-0,2	0,6	2,6	2,9
Arbetslöshet*	7,7	8,2	8,6	8,2
Löner	3,8	3,9	3,4	3,4
KPIF	6,0	1,9	1,8	1,8
Offentligt saldo**	-0,6	-1,0	-1,3	-0,5
Offentlig bruttoskuld**	31,7	33,0	33,5	34,1
Styrränta, %***	4,00	2,75	2,00	2,00

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



Källa: Statistiska centralbyrån (SCB), Macrobond, SEB

**Svensk industri** har fortsatt stå emot en svag europeisk utveckling och exporten har fortsatt att öka, om än i avtagande takt. Skillnaden mot Tyskland är slående. Svag krona är en förklaring och troligen bidrar även relativt låga svenska energipriser. Barometrar, för industrin, PMI och Konjunkturinstitutet indikator, ligger nära det historiska snittet, vilket tyder på fortsatt, om än måttlig, tillväxt. Givet att konjunkturen i Europa vänder uppåt kommande år, är förutsättningarna för fortsatt svensk exportuppgång goda. Vi räknar med fyra procent 2025 och fem procent 2026. Mer än 70 procent av exporten går till Europa och de i nuläget låga PMI-siffrorna i regionen är en nedåtrisk för exporten.

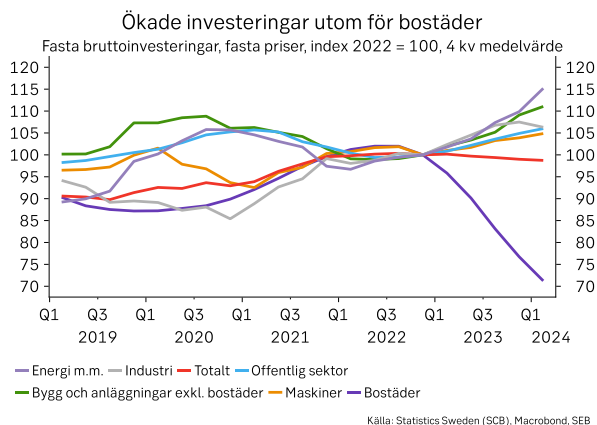


Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

### Starka investeringar med undantag för bostäder.

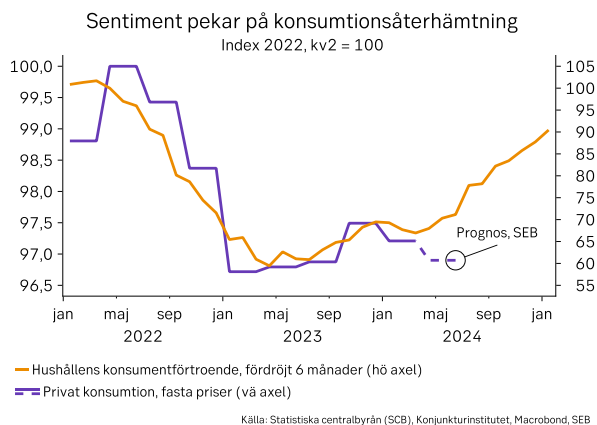
Investeringar har visat fortsatt motståndskraft och en relativt bred uppgång. Undantaget är ett brant fall för bostäder som gör att totala investeringar faller svagt. Utvecklingen drivs av både privat och offentlig sektor och både byggnader och maskiner. Gröna investeringar i norr är en drivkraft men inte den enda. Investeringarna ökar i många industrisektorer men främst energi. En risk är att flera gröna investeringsprojekt i norra Sverige har fått problem med både produktion och efterfrågan. Ett antal projekt har avbrutits eller skalats ned; en viss konsolidering eller till och med nedgång är trolig. De gröna investeringarnas betydelse för de totala investeringarna är svårbedömd men växtvärk och en

allmänt hög investeringsnivå kommer antagligen att dämpa utvecklingen under 2025–2026. Utplanande och så småningom stigande bostadsinvesteringar ger stöd från andra halvan av 2025. Svaga bostadsinvesteringar gör att totala investeringar faller 2023 och 2024 men bidrar till en uppväxling 2025 och 2026.



### Räntor och finanspolitik = gladare hushåll

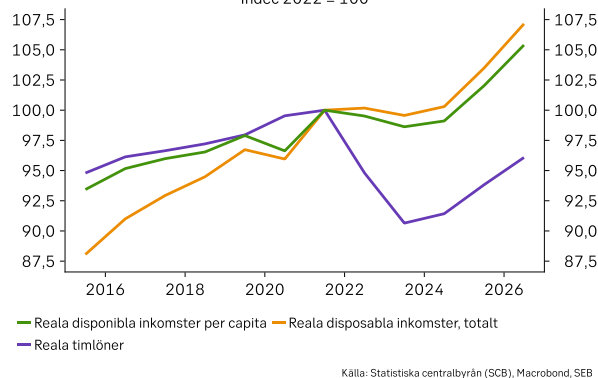
Mellan första kvartalet 2022 och första kvartalet 2024 föll hushållens konsumtionsvolym med nästan tre procent, i paritet med nedgångarna i början av 1980- och 1990-talet. Nu som då förklaras nedgången av hög inflation, medan konsumtionen nominellt fortsatt att öka i en relativt hög takt. Månadsstatistik tyder på att nedgången fortsatte under andra kvartalet i år men mycket tyder på att en vändning är nära.



**Det ljusnar för hushållen.** Hopp om tydligt lägre räntor har fått konsumentförtroendet att stiga snabbt i år, även nivån är betydligt lägre än 2021 och den historiska trenden. Om räntan sänks i linje med förväntningarna, våra och marknadens, är det troligt att uppgången fortsätter. Andelen hushåll med rörlig ränta har ökat till mer än 70 procent vilket snabbt kommer att förbättra hushållens ekonomi. Reallönerna ökar nu gradvis och under både 2025 och 2026 får hushållen starkt stöd från expansiv finanspolitik. Vi räknar med 20 miljarder per år, 0,7 procent av inkomsterna, riktat till hushållen, i skattesänkningar och bidrag. Hushållens sparande föll

under 2022 och 2023 men inte dramatiskt och sparandet i år ser ut att hamna nära nivån före krisen.

Stora fall för reallönerna, mindre nedgångar för inkomsterna  
Index 2022 = 100



### Stigande arbetslöshet en osäkerhetsfaktor. Att

arbetslösheten stiger kommande 6–9 månader kan göra att hushållen fortsätter att vara försiktiga i närtid. Men vi räknar med att de faktorer som stöttar sentiment och inkomster trots allt gör att konsumtionen växlar upp under andra halvan av 2024. Förutsättningarna för en stark uppgång under 2025 och 2026 är goda.

### Inkomster och konsumtion

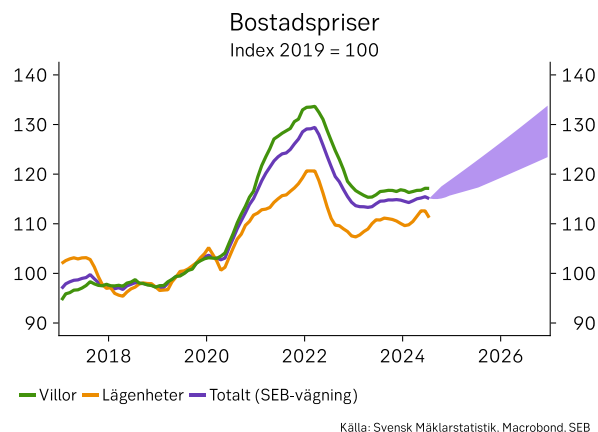
Procentuell årlig förändring

	2023	2024	2025	2026
Real disponibel inkomst	-0,6	0,7	3,2	3,5
Hushållens konsumtion	-2,3	-0,1	3,2	2,7
Hushållen sparkvot*	14,9	15,2	14,2	14,0

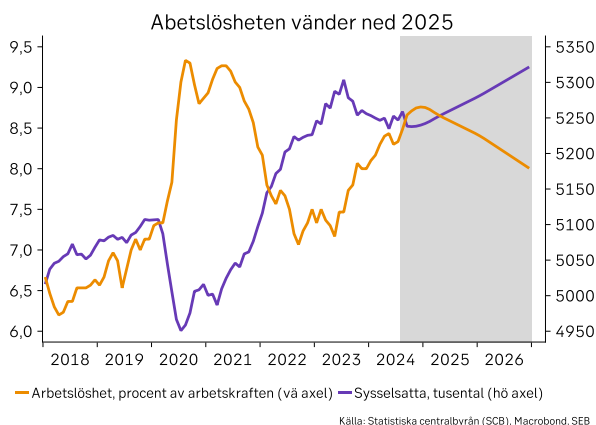
\*% av hushållens inkomster. Källa: SCB, SEB

### Svagt stigande bostadspriser.

Efter att ha stabiliserats i slutet av 2022 har bostadspriserna varit i stort sett stabila och hittills bara ökat med drygt en procent i år. Fallande räntor ger stöd till priserna under de närmaste åren men prisnivån är i nuläget mer än 10 procent högre än före pandemin samtidigt som räntorna fortfarande är betydligt högre. Vår prognos att bostadspriserna stiger med två procent i år och runt fyra procent per år 2025 och 2026 verkar fortfarande rimlig.



**Svag arbetsmarknad ett tag till.** Arbetsmarknaden har försvagats sedan förra sommaren och arbetslösheten har stigit ungefär en procentenhet enligt arbetskraftsundersökningen (AKU). Sysselsättningen har under samma period fallit med knappt en procent. Andra mått som arbetsförmedlingens statistik och registerbaserade statistik tyder på något mindre försämring. Kortsiktiga indikatorer spretar men en förnyad uppgång i antalet varsel och färre nya lediga platser oroar. Andelen företag som säger att antalet anställda kommer öka enligt KI:s barometer, normalt en pålitlig indikator, har dock vänt upp. Vår bedömning är att arbetslösheten stiger till knappt nio procent i början av nästa år. Starkare tillväxt gör att sysselsättningen därefter ökar och arbetslösheten faller gradvis till 8,0 procent i slutet av 2026. Försvagningen på arbetsmarknaden är tydlig, men startpunkten var hög och försämringen är inte dramatiskt jämfört med historiska nedgångar.



**Resursindikatorn faller men har bromsat upp.** Riksbankens resursindikator, som i stor utsträckning bygger på andelen företag med arbetskraftsbrist enligt KI-barometern, har fallit från rekordnivåer i mitten av 2022 till lite under det historiska snittet. Nedgången har bromsat under de senaste 2–3 kvartalen.

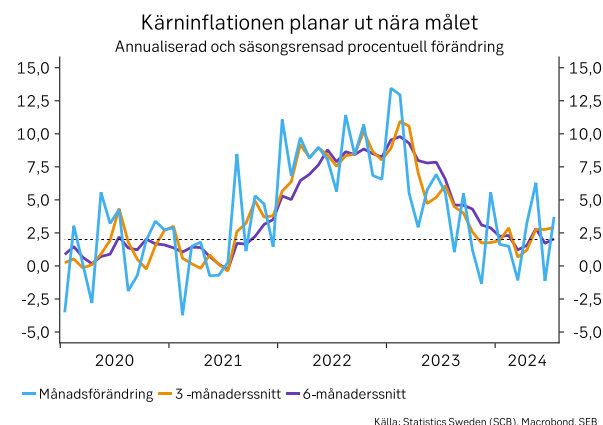


**Låg inflation inför nästa avtalsrörelse.** Löneökningstakten vände ned i april i samband med att det andra året, med lägre ökning, i tvåårsavtalet började gälla.

De avtalade löneökningarna föll under våren till 3,3 procent från 4,1 procent. De totala lönerna ser ut att bromsa något mindre, vilket är i linje med normala mönster. Under andra halvåret i år ser den totala löneökningstakten ut att hamna på 3,7 procent och vår och Riksbankens prognos att lönerna i snitt ökar med lite mindre än fyra procent både 2023 och 2024 ser fortfarande rimlig ut. Avtalsrörelsen 2025 kommer närmare och i slutet av oktober väntas LO presentera sina lönekrav. Stora reallöne-försämringar under 2022 och 2023 talar för att avtalen hamnar på högre nivåer än före pandemin, men låg inflation gör att reallönerna kan öka i god takt även vid relativt måttliga nominella ökningstal. Totala löneökningar strax under 3,5 procent verkar rimliga, något under Riksbankens prognos.

**Inflationen tillbaka vid målet**

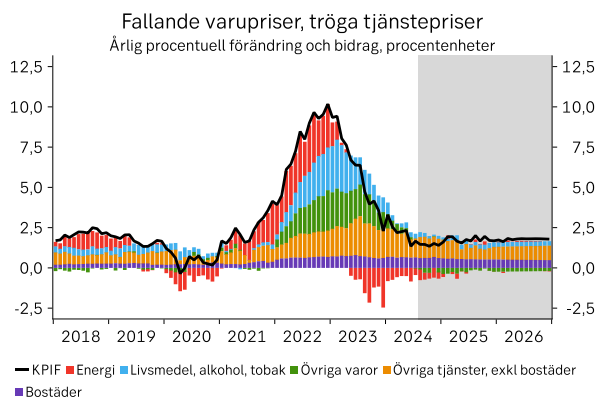
Inflationen har fallit snabbt sedan sommaren 2023 och KPIF ökade i juli i år med 1,7 procent. Fallande energipriser är en viktig drivkraft men även KPIF exklusive energi var bara 2,2 procent, marginellt högre än inflationsmålet. Månadsförändringarna under de senaste 3–6 månaderna tyder på att kärninflationen just nu planar ut ungefär i linje med målet.



**Utsikterna för inflationen att stabiliseras på låg nivå är goda.**

Internationella priser på livsmedel och andra konsumtionsvaror har stigit under sommaren men inte dramatiskt och under augusti finns tecken på att uppgången reverseras. Hyror och en del administrativa priser bedöms fortsätta öka mer än vanligt, men i avtagande takt jämfört med tidigare i år. Även lönerna har växlat upp, vilket också bidrar till en högre inflation. Samtidigt har en del av de ökade kostnader som bidrog till inflationsuppgången reverserats, inte minst energipriserna, vilket förutom effekterna på den totala inflationen även kan ha en indirekt effekt på kärninflationen. Att prisuppgångar reverseras är ovanligt, men inflationen kan tendera att vara låg under relativt långa perioder efter stora kostnadschocker. Vi räknar

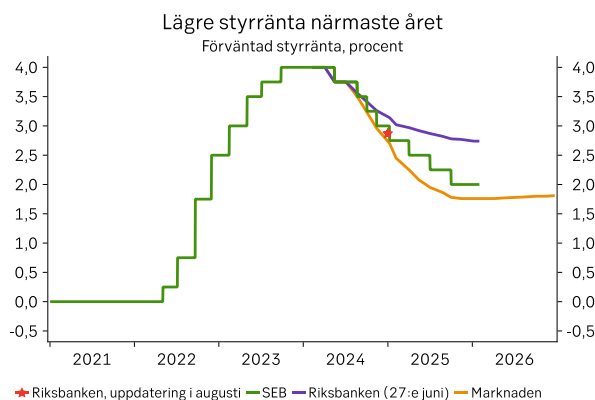
med att den totala inflationstakten hamnar en bit under två procent 2025 och 2026.



Källa: Statistiska centralbyrån (SCB), Macrobond, SEB

## Snabb normalisering av styrräntan

Riksbanken sänkte räntan med ytterligare 25 punkter i augusti, den andra sänkningen i denna cykel. Direktionen sa också att man räknar med att sänka räntan ytterligare två eller tre gånger i år. Vi räknar med att räntan sänks tre gånger till, d v s vid varje möte under resten av året. Under 2025 sänks räntan ytterligare tre gånger till 2,00 procent, vilket är 25 punkter lägre än vi räknade med i maj. Vår inflationsprognos är nära Riksbankens och snarare än överraskande låg inflation så är minskad osäkerhet om inflationen, tillsammans med större och tidigare räntesänkningar från andra centralbanker, orsaken till nedrevideringen.



Källa: Central Bank of Sweden (Riksbanken), Macrobond, SEB

**50-punkterssteg kan inte uteslutas.** Räntan höjdes till tydligt åtstramande nivåer när inflationen var runt tio procent och osäkerheten var stor. När inflationen nu är nära målet och arbetslösheten stiger är en trolig strategi att Riksbanken relativt snabbt sänker räntan mot neutrala nivåer. Större sänkningar, med 50 punkter, kan inte uteslutas om inflation och inflationsförväntningar överraskar tydligt på nedsidan. Högre inflation skulle å andra sidan kunna göra att processen fördröjs. Vi tror att Riksbanken kommer att ha viss tolerans för

inflationssavvikelser på både upp och nedsidan. Vår prognos är lägre än Riksbankens från juni men lite högre än marknadens prissättning.

## Här kommer skatteåterbäringen!

Under en presskonferens i somras fastslog finansministern att "kampen mot inflationen är vunnen" och öppnade för en mer expansiv finanspolitik. I samband med uppstarten av budgetprocessen i Harsund uppskattade regeringen reformutrymmet för 2025 till 60 miljarder, motsvarande knappt en procent av BNP. Regeringspartierna och Sverigedemokraterna ska nu förhandla om hur pengarna ska fördelas. Vår bedömning är att skattesänkningar i form av ett nytt jobbskatteavdrag, lägre kapitalskatter (ISK-konton) och sänkt skatt för pensionärer, tillsammans med ökade anslag till kommuner och antagligen någon mindre ökning av arbetslöshetsstöd och sjukpenning är de viktigaste reformerna. Vi räknar med att ytterligare expansion på 15-20 miljarder för 2025 presenteras i vårbudgeten i april nästa år. Sannolikt fortsätter finanspolitiken att vara expansiv 2026, som är ett valår. Vi har antagit ofinansierade reformer på ytterligare 70 miljarder motsvarande lite över en procent av BNP under 2026.

## Svagare sparande men fortsatt låg skuld.

Den offentliga sektorns finansiella sparande försvagas betydligt i år vilket förklaras av svag tillväxt och ett kapitaltillskott till Riksbanken (25 miljarder kronor). Både staten och kommunsektorn väntas visa relativt stora underskott och kommunernas finanser försvagas även av ovanligt stora pensionsavsättningar. Expansiv finanspolitik försvagar finanserna under 2025 och 2026, men stark tillväxt gör att underskotten ändå minskar. Dessutom faller en del av kommunernas pensionsavsättningar och effekten av Riksbankstillskottet bort, med viss risk att Riksbanken kan behöva mer även 2025. Stöd till Ukraina bedöms öka statens utgifter med 20 miljarder både 2025 och 2026; ramen är på 25 miljarder per år under fyra år med stor osäkerheten kring när stödet påverkar statsfinanserna. Regeringen har bestämt att Ukraina-stödet ska undantas i beräkningen av de statsfinansiella målen. Under hösten kommer en utredning att lägga fram förslag om hur de statsfinansiella målen ska ändras. Vi räknar med att det nuvarande överskottsmålet för sparandet i offentlig sektor på 0,3 procent av BNP ändras till ett balansmål (se Tema: Svensk finanspolitik). Det är mindre troligt att förändringen kommer påverka statsfinanserna under nuvarande prognoshorisont.



Tema:

# Svensk finanspolitik

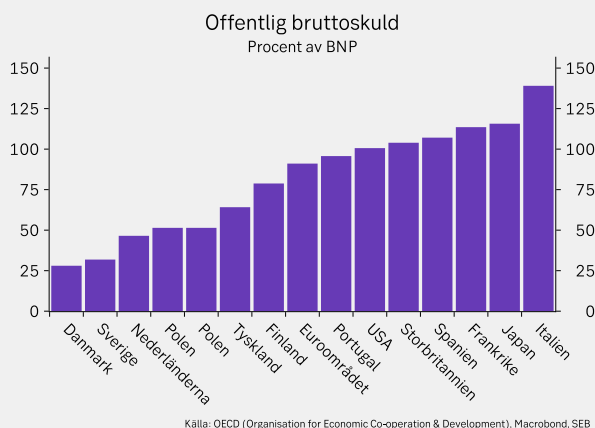
Budgetramverk i omvandling

Konsolideringen på 1990-talet, en mångårig återhållsam politik och en bra tillväxtutveckling ger Sverige ett starkt finanspolitiskt utgångsläge – men också utmaningar. Nu blir finanspolitiken mer expansiv vilket ger en tillväxtskjuts när många andra länder sparar. Men politiken är trots det fortsatt försiktig. Sparpolitiken har skapat spänningar och starka finanser har en baksida. Statens skuld minskar men kommuner och regioner lånar mer. Utgiftstrycket från underhållsskuld, grön omställning, energi och säkerhetspolitik växer. Till det kommer frågan om vem i samhället som ska låna, är det staten eller andra delar av ekonomin? Det finanspolitiska ramverket ska i denna miljö utvärderas – att ett överskottsmål (eller saldomål) inte är kompatibelt med skuldankaret blir mer och mer tydligt. Det är dock tveksamt hur långt politikerna vill och vågar gå.

## Mer expansiv politik, men är det tillräckligt?

Med inflationen under kontroll har regeringen signalerat att finanspolitiken kommer att läggas om i en mer expansiv riktning. Vid regeringens budgetupptakt på Harpsund uppskattades utrymmet för ofinansierade reformer under 2025 till 60 miljarder kronor (en procent av BNP, för mer detaljer se Sverigeavsnittet). Vi tror att den expansiva politiken kommer att fortsätta även i budgetarna för valåret 2026 utan att statsfinansernas starka position hotas. Unikt starka statsfinanser gör att Sverige har stora möjligheter, långt större än många andra, att med expansiv finanspolitik stötta ekonomin. Konjunkturläget, strukturella utmaningar och den finanspolitiska ställningen gör att politiken enligt vår uppfattning skulle kunna bli mer expansiv än vad regeringen föreslår. Utan en mer expansiv finanspolitik riskerar statens skuld att bli så låg att problem med marknadsnärvaro och likviditet i svenska statspapper ökar. Ett mindre åtstramande ramverk eller en tydlig flerårig plan för att förbättra ekonomins funktionsätt och samtidigt stärka ekonomins efterfrågesida kan minska dessa problem.

Nytt ramverk för finanspolitiken

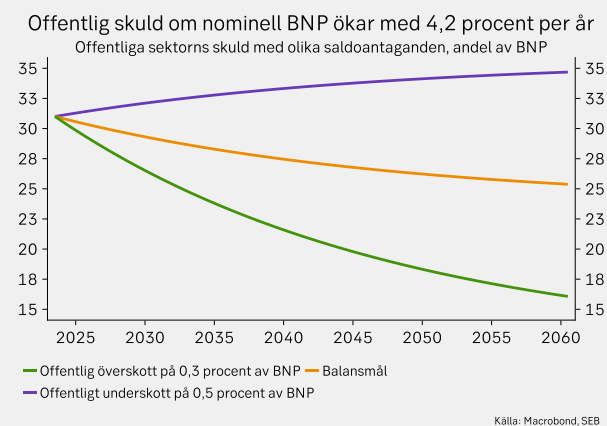


**Ett förändrat regelverk skulle frigöra efterlängtad reformutrymme** och lösa en del knutar. Ett underskottsmål på 0,5 procent av BNP, vilket är i linje med skuldankaret på 35 procent av BNP, frigör närmare 50 miljarder i reformutrymme. Ett höjt skuldankare skulle dessutom möjliggöra tillfälliga satsningar för t ex investeringar som minskar belastningen på andra utgiftsområden när satsningar ska ske inom grön omställning, elektrifiering och försvar.

**Skuldankare eller balansmål – till slut måste man välja.** En lång period med fallande offentlig skuld har gradvis gjort överskottsmålet för offentlig sektor, som infördes efter krisen i början av 1990-talet, alltmer överflödigt. Visserligen har målet inte alltid nåtts och justeringar i ramverket har gjorts under resans gång, men den övergripande bilden är ändå att ramverket följts och den svenska statskulden som andel av BNP har trendmässigt fallit under lång tid. Riksdagen beslutade under 2016 att sänka överskottsmålet från en procent till en tredjedels procent av BNP över en konjunkturcykel. Samtidigt infördes ett skuldankare på 35 procent av BNP där regeringen ska förklara avvikelser på mer än +/- 5 procentenheter och hur en återgång till skuldankaret ska gå till. En statlig utredning, som bland annat ska komma med förslag om och hur överskottsmålet ska ändras, ska presentera sina slutsatser och förslag senast 15:e november i år. Regeringen har antytt att man vill ha ett balansmål, men med ett sådant, och med fortsatt växande BNP riskerar skuldkvoten ändå att fortsätta falla

**Fallande skuld även med balansmål**  
Efter en liten uppgång under pandemin har den offentliga skuldkvoten fortsatt att gradvis falla. Svag tillväxt och kapitaltillskott till Riksbanken (25 miljarder) bidrar till att skuldkvoten stiger svagt under 2024 och 2025. Dessa faktorer skjuter skuldnedgången något på framtiden men så småningom kommer regeringen att ställas inför en del viktiga överväganden för att undvika att skuldkvoten åter faller och går under målet.

**Underskottsmål krävs för att stabilisera skulden kring ankaret.** Det offentliga sparandet är summan av sparandet för staten, kommunsektorn (inkl regioner) och inkomstpensionssystemet (AP-fonderna). Det beräknas oftast som en kvot, dvs nominell skuld i förhållande till nominell BNP; skuldkvoten styrs dels av skuldens utveckling, dels av BNP-utvecklingen. Om nominell BNP fortsätter att växa i linje med den historiska trenden (4,2 procent per år) behöver det offentliga saldot ligga kring -0,5 procent av BNP för att skuldkvoten ska stabiliseras kring skuldankaret på 35 procent. Nuvarande mål är ett överskott på en tredjedels procent av BNP.

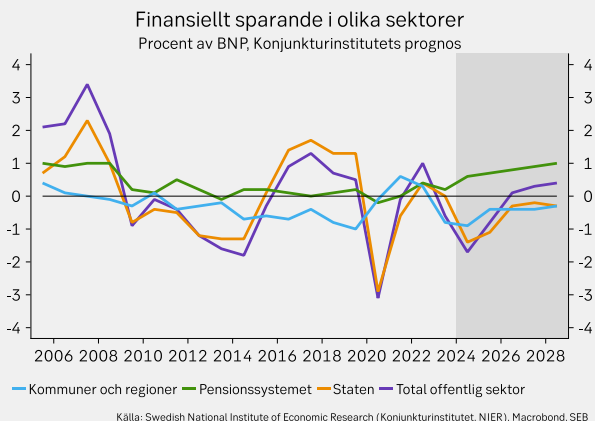


### Överskott i pensionssystemet och underskott i...?

Enligt Konjunkturinstitutets beräkningar kommer pensionssystemets överskott att öka till en procent av BNP. AP-fondernas överskott gör att staten och kommunsektorn då kan gå med ett underskott på 1,5 procent av BNP om vi antar ett skuldkvotsstabiliserande totalt saldo på -0,5 procent av BNP. Ett balansmål (1 procent överskott i ÅP-systemet och 1 procent underskott i stat + kommunsektor) medför en fallande skuldkvot, om än mycket långsam. Med ett överskottsmål i linje med dagens kommer skuldkvoten, om det nås, ganska snabbt att falla långt under skuldankaret. Det återstår att se vad utredningen kring regelverket kommer att föreslå men signalerna från regeringen har än så länge varit att man är ovillig att införa ett underskottsmål.

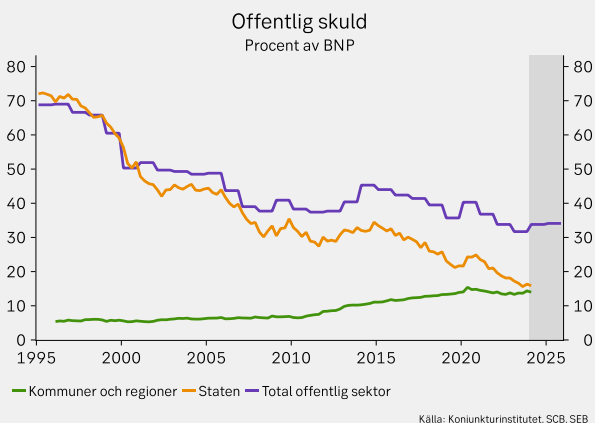
**Vilken sektor ska låna? – staten lånar mindre, kommuner och regioner mer.** Ytterligare en fråga som kommer att diskuteras i utredningen är vilken del av offentlig sektor som är och bör vara skuldsatt – staten eller kommuner och regioner? Historiskt sett är det framför allt staten, som är den stora konjunktur-utjämnaren, som varit skuldsatt. Den nedgång i offentlig skuldkvot vi haft de senaste decennierna förklaras helt av lägre statlig skuldkvot. Skuldsättningen hos kommuner och regioner har samtidigt gradvis ökat och

var i början av 2024 nästan lika stor som statens. Om kommunernas skulder fortsätter att öka så begränsas statens skuld inom skuldankaret.



### Ökade kommunala investeringar inte bara negativt.

Kommuner och regioner har ett balanskrav för den löpande verksamheten men investeringar får lånefinansieras, vilket är den främsta drivkraften till den ökade skuldsättningen. Till stor del förklaras uppgången av att många kommuner lånar upp för vidareutlåning till kommunala bolag, som sedan investerar (t ex bostäder, vatten och avlopp). Om kommunsektorns fortsätter att öka belåningen måste den redan låga skulden för staten (16 procent av BNP) minska som andel av BNP för att den totala skulden ska vara i linje med ankaret.



**Vem ska låna upp åt kommunerna?** En fråga kopplad till den kommunala upplåningen blir därför om en del av den kommunala upplåningen kan föras över till, eller ske via, staten. En fördel skulle vara att staten lånar billigare och ändå kan ses som implicit ansvarig och kommuner sällan går i konkurs. En mer centraliserad upplåning (via t ex Riksgälden) kan ge både lägre kostnader och mer central kontroll för staten som implicit är garant för all offentlig verksamhet. Socialdemokraterna har lyft frågan om att staten bör ta över delar av kommunsektorns skuldsättning. En sådan process är dock inte enkel då incitament för den kommunala verksamheten och investeringar i enskilda kommuner och regioner

måste beaktas. Med mer kommunala underskott och skulder kan det bli lättare att nå de finanspolitiska regelverken. Men frågan är om en sådan utveckling samtidigt som staten sparar är något som staten verkligen vill se.

**Svag konjunktur ger underskott kommande år** men skuldkvoten kommer att fortsätta att minska på sikt givet nuvarande ramverk. Regeringen har också sagt att stödet till Ukraina, totalt 100 miljarder under en 4 årsperiod, ska ligga utanför överskottsmålet. När och hur mycket statens upplåning påverkas är osäkert. Till det har vi ny kärnkraft som enligt utredningsförslaget till stor del ska finansieras med statlig upplåning. Detta gör att frågeställningar kring alltför låg offentlig skuld kan fördröjas. Hur t ex kärnkraftsfinansieringen ska hanteras inom det finanspolitiska ramverket är osäkert. Om även det hanteras 'vid sidan om', precis som stödet till Ukraina, kan man fråga sig vad poängen med ett stramt ramverk är om det samtidigt blir mer och mer som hanteras vid sidan om.

**Underskottsmål sitter långt inne** även om det 'krävs' för att saldomål och skuldankare ska gå hand i hand. Sunda offentliga finanser har varit ett mantra under lång tid och det är tydligt att det är politiskt svårt att införa ett underskottsmål. Det finns förstås också risker med att avskaffa den självpåtagna tvångströja som överskottsmålet utgör. Listan på önskade utgiftsökningar är alltid lång och minskar budgetdisciplinen kan risken för dåliga beslut och felinvesteringar öka. Men dagens ramverk är onödigt strikt och ett begränsat underskottsmål bör inte skada förtroendet – viljan att följa ett regelverk är det viktiga och det har regeringar visat under lång tid.

**Missar Sverige en chans?** Sverige har en möjlighet att stötta ekonomin på ett sätt som flera länder saknar. Konjunktoren är svag och de strukturella utmaningarna är många, bl a energiomställning, infrastruktur, säkerhetspolitik, åldrande befolkning och pressade kommuner och regioner. Att lätta på saldomålet, eller i alla fall låta skuldankaret vara överordnat, kan frigöra resurser som stöttar hushåll, kommuner och tillväxt, och samtidigt vara kompatibelt med fortsatt starka statsfinanser. Oavsett hur ramverket förändras kommer effekten troligen bortom vår prognoshorisont; sådana förändringar tar ofta tid.

# Norge

## Starkare konsumtion när Norges Bank sänker räntan

Tillväxten är fortsatt syrefattig, tyngd av nedgångar i bostadsinvesteringar och svag privatkonsumtion. Den höga aktiviteten i olje- och gassektorn håller däremot sig i år men avtar därefter. Under 2025 och 2026 ger ökad köpkraft, reallöneökningar och lägre räntor stöd åt en återhämtning av fastlands-BNP, som växer i linje med trend. Kärninflationen fortsätter att falla och landar tydligt under Norges Banks prognos under 2025. Styrräntan sänks gradvis från och med december i år.

Fallande byggnadsinvesteringar och en dämpad återhämtning i hushållens konsumtion håller tillbaka tillväxten i år. Norges Banks regionala nätverk indikerar att företagen spår något bättre ekonomisk aktivitet under andra halvåret i år, men det är fortsatt stora skillnader mellan olika sektorer. Fastlands-BNP väntas öka med måttliga 0,7 procent 2024 trots finanspolitisk stimulans och stark exporttillväxt, men växlar upp under 2025 när hushållens köpkraft ökar. Gradvisa räntesänkningar gör att bostadsinvesteringarna återhämtar sig under 2025 och växer snabbt under 2026. Fastlands-BNP växer i linje med trend under både 2025 och 2026. Total BNP får stöd av hög aktivitet i olje- och gassektorn och växer med 1,8 procent i år. Under 2025 och 2026 avtar den höga investerings-takten i sektorn och tillväxten landar på 2,0 respektive 1,1 procent.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

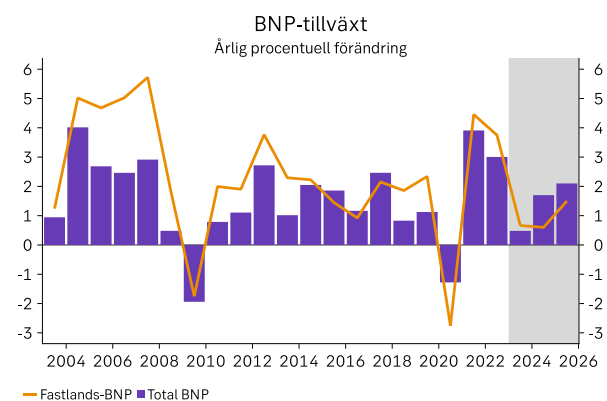
	2023	2024	2025	2026
BNP	0,5	1,8	2,0	1,1
Fastlands-BNP	0,7	0,7	1,7	1,6
AKU-arbetslöshet*	3,6	4,1	4,2	3,9
Löner	5,2	5,3	4,0	3,5
KPI-JAE inflation	6,2	3,8	2,7	2,2
Styrränta, %	4,50	4,25	3,25	2,50

\*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

### Låga bostadsinvesteringar tynger tillväxten

Regeringen har reviderat upp statsbudgetens utgifter sedan Nordic Outlook i maj, vilket framför allt beror på högre försvarsutgifter. Finanspolitiken är expansiv motsvarande 0,7 procent av fastlands-BNP 2024. Regeringen presenterar en budget för 2025 i oktober; vi tror att den expansiva politiken fortsätter men i något mindre omfattning under 2025.

**Hög investeringstillväxt avtar.** Näringslivets investeringar har ökat i snabb takt de senaste åren men faller i år. Det är framför allt inom tjänstesektorn som investeringarna minskar, men även den icke-oljerelaterade tillverkningsindustrin bidrar till nedgången. Bostadsinvesteringarna föll snabbare än väntat under inledningen av 2024, vilket tillsammans med senarelagda räntesänkningar bidrar till att vi nu väntar oss tydligt lägre investeringstakt i år. Under 2025 innebär lägre räntor och stigande bostadspriser att bostadsinvesteringarna tilltar, för att sedan stiga snabbt under 2026.



### Rekordhöga investeringar i olje- och gassektorn.

Investeringar i olje- och gassektorn väntas öka kraftigt under 2024, vilket ger positiva indirekta effekter även i fastlandsekonomin. Den rekordhöga investeringstakten förklaras till stor del av att många projekt lanserades för ett par år sedan till följd av skattesubventioner som avslutades vid utgången av 2022. I takt med att dessa färdigställs väntas investeringstakten avta, och vi spår fallande investeringar under både 2025 och 2026.

**Hushållens konsumtion återhämtar sig.** Hushållens konsumtion steg svagt under det första halvåret i år, men det dystra sentimentet bland konsumenterna talar för fortsatt dämpad konsumtion. Höga levnadsomkostnader tynger hushållen, och konsumtionen väntas stiga endast svagt under andra halvåret i år. En stark arbetsmarknad, högre löner och lägre inflation ger dock stöd framöver. Minskande sparbuffertar talar dessutom för att konsumtionen delvis upprätthålls av sparade medel. Längre fram

bidrar ytterligare reallöneökningar och sänkta räntor till en tydligare uppgång i hushållens konsumtion, som stiger med drygt 2 procent i genomsnitt under 2025 och 2026.

**Svag norsk krona bidrar till högre exporttillväxt.** Den svaga växelkursen ger stöd åt exporten, som väntas stiga markant i år. Ökad turism och hög efterfrågan på norsk energi och energirelaterad teknologi bidrar tydligt till tillväxten. Det dämpade konjunkturläget i omvärlden förbättras under nästkommande år och väntas bidra till att exporten fortsätter växa under 2025 och 2026, om än långsammare. Låg inhemsk efterfrågan håller tillbaka importen i år men den ökar framöver i takt med att det ekonomiska läget förbättras.

### Lågt utbud pressar upp bostadspriserna

Bostadspriserna steg överraskande snabbt under första halvåret i år, trots det höga ränteläget. Ett mycket lågt bostadsbyggande och begränsat utbud bidrar till stigande priser. Under inledningen av året bidrog sannolikt även förväntningar om tidigare räntesänkningar. Under våren och sommaren har förväntningarna på Norges Bank dock skiftat och signalerna är nu att räntesänkningar dröjer. Vi tror att det innebär att boprisuppgången mattas av något jämfört med första halvåret i år men tilltar igen i vinter när Norges Bank inleder en serie räntesänkningar. Bostadspriserna stiger med 3 procent i år och accelererar med cirka 6 procent nästa år. Under 2026 räknar vi med att den höga tillväxttakten mattas av något och att bostadspriserna stiger med 4 procent.

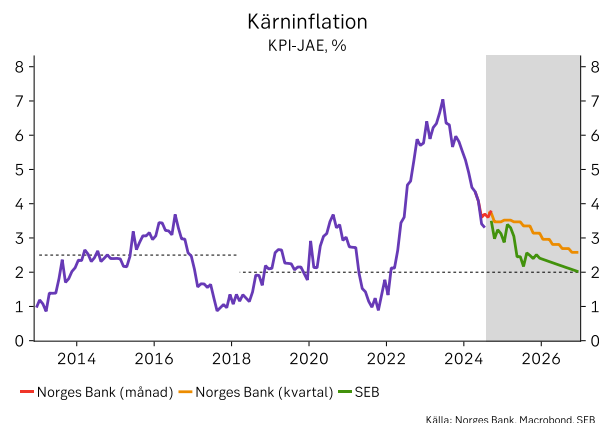
### Stigande reallöner i stram arbetsmarknad

Efterfrågan på arbetskraft är hög och det finns i dagsläget ingenting som tyder på en snabb avmattning på arbetsmarknaden. Sysselsättningstillväxten mattades av under 2023 men steg åter under inledningen av 2024. Andelen arbetslösa har emellertid också stigit långsamt sedan bottennivåerna 2022 och underliggande data tyder på en gradvis avkylning på den norska arbetsmarknaden. I sektorer där tillväxten är låg, till exempel i byggsektorn, har minskad aktivitet sannolikt kompenseras med att många utländska, tillfälligt anställda har lämnat arbetskraften, vilket dämpat uppgången i arbetslösheten. En betydande del av ökningen i antalet arbetslösa är ukrainska flyktingar och fler kommer troligen att anmäla sig som jobbsökande det kommande året. Vi tror att arbetslösheten stiger något mer än tidigare och når en topp 2025. Därefter, i takt med att det ekonomiska läget förbättras, faller arbetslösheten åter. En stram arbetsmarknad i kombination med hög aktivitet i energisektorn talar för fortsatta reallöneökningar under

2025. Lönerna stiger med 5,3 procent 2024 och 4,0 procent 2025. Under 2026 stiger lönerna mer måttligt, vilket främst speglar lägre inflationskompensation.

### Kärninflationen närmar sig målet under 2026.

KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) har fallit markant det senaste året och sjönk till 3,3 procent i juli. Det är visserligen fortsatt högre än målet på 2 procent men den nedåtgående trenden blir allt tydligare. Livsmedelspriser har varit en viktig förklaring till att inflationsnedgången tagit längre tid än i t ex Sverige. De har nu emellertid nått ungefär samma nivå som i Sverige och övriga Europa, vilket talar för mer normala prisökningar framöver. Nedgången i globala varupriser har varit snabb och inflationen drivs nu till största del av norskproducerade varor och tjänster. Hög lönetillväxt och en svag krone väntas också innebära en långsammare återgång i kärninflationen än i många andra länder, men inflationen har sedan mitten av 2023 alltjämt varit lägre än Norges Bank förutspått. Vi tror att kärninflationen fortsätter falla, framför allt under nästa år, i takt med att livsmedelsinflationen faller och hyresökningar växlar ned. KPI-JAE når målet under 2026 när tjänsteinflationen når en mer normal nivå.



**Norges Bank dröjer med räntesänkningar.** Norges Bank balanserar ett läge med bättre inflationsutsikter i närtid mot en svag krone, hög lönetillväxt och låg produktivitet. Även om tillväxten är dämpad och arbetslösheten stigit något är det svårt att se några anledningar till snabba räntesänkningar från Norges Bank. När inflationstakten faller finns dock goda skäl att gradvis göra penningpolitiken mindre åtstramande och vi tror att Norges Bank inleder en serie sänkningar med start i december i år. Vi räknar med fyra sänkningar under 2025 och ytterligare tre under 2026 så att styrräntan når 2,5 procent under hösten 2026.

# Danmark

## Fler delar av ekonomin lyfter tillväxten

Återhämtningen breddas efter att under flera år primärt drivits av läkemedelsexport. Konsumtionen fortsätter att vara en viktig drivkraft för tillväxten framöver, understödd av högre reallöner. Vi väntar oss en robust tillväxt under prognosperioden; 2 procent 2024 och cirka 3 procent 2025 och 2026.

**Stora revideringar, fler drivkrafter.** Danmarks Statistik har gjort en större översyn av nationalräkenskaperna och reviderat statistik tillbaka till 1990. För helåret 2023 visar statistiken nu en BNP-tillväxt på 2,5 procent, från tidigare 1,9 procent. Med starka drivkrafter för konsumtion på plats i form av stigande sysselsättning, reallöner och bostadspriser – och med motvindar från byggsektorn som börjar avta – väntar vi oss att fler delar av ekonomin driver tillväxten och BNP växer med 2 procent 2024 och cirka 3 procent i 2025 och 2026.

### Nyckeldata

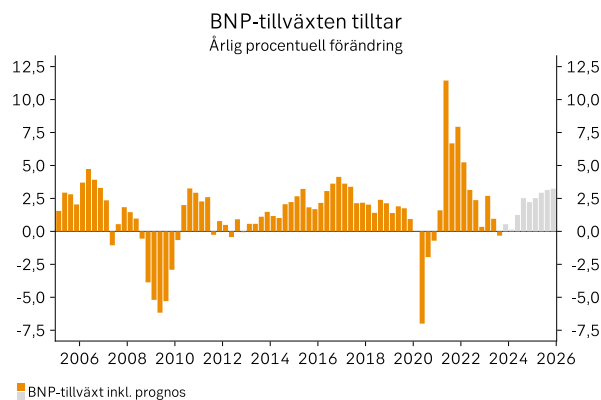
Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	2,5	2,0	3,1	3,0
KPI	3,3	1,2	1,4	1,9
Löner	3,3	3,6	4,1	4,3
Offentlig sektors saldo*	3,4	3,5	4,0	4,0
Offentlig sektors skuld*	29,3	29,0	28,0	27,0
Bytesbalans*	12,5	10,0	8,0	7,0
Styrränta (CD rate), %	3,60	2,85	2,10	1,60

\*% of GDP. Source: Statistics Denmark, DØRS, SEB

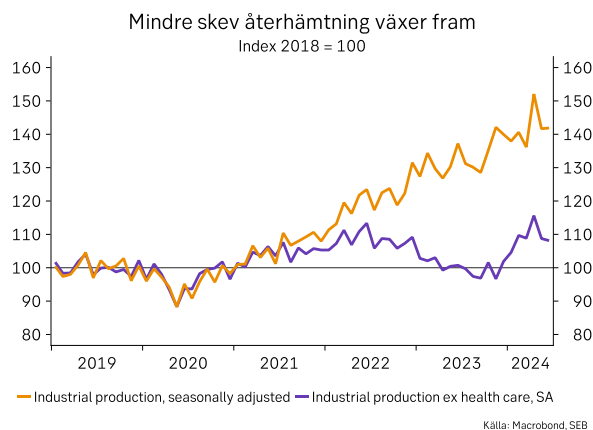
**Volatil kvartalsvisa tillväxtdata.** Den kvartalsvisa BNP-utvecklingen har varit ovanligt volatil de senaste åren. Det var också fallet i siffrorna för de senaste kvartalen som visade en BNP-ökning på 1,7 procent under fjärde kvartalet 2023 följt av en nedgång på 1,0 procent första kvartalet 2024 och därefter en ny uppgång på 0,6 procent under det andra kvartalet. Underliggande data visar ändå på en succesiv förbättring under perioden. Vi ser de senaste kvartalets tillväxtsiffror som brus snarare än en signal om sämre

tider, men de är huvudorsaken till att det blir en lägre genomsnittlig tillväxt 2024 än 2023.



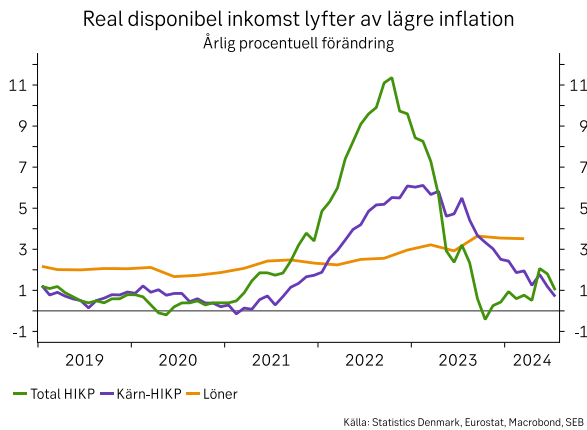
Källa: Macrobond, SEB

**En breddning av återhämtningen.** Under de senaste två åren har tillväxten varit ovanligt obalanserad. BNP-tillväxten har drivits främst av exporten, som i sin tur beror på framgångarna för läkemedelsföretag – särskilt Novo Nordisk efter lanseringen av nya viktminskningsprodukter. Hälsovårdssektorn ökade produktionen med 150 procent under loppet av 2022 och 2023, medan resten av tillverkningsindustrin såg sin produktion minska med 4 procent. Men hittills i år ser vi en mer balanserad bild växa fram, med en 10-procentig produktionsökning utanför hälsovård men även fortsatt uppgång inom hälso- och sjukvårdsbranschen. För att upprätthålla en sådan trend behövs sannolikt förnyad tillväxt på stora exportmarknader.



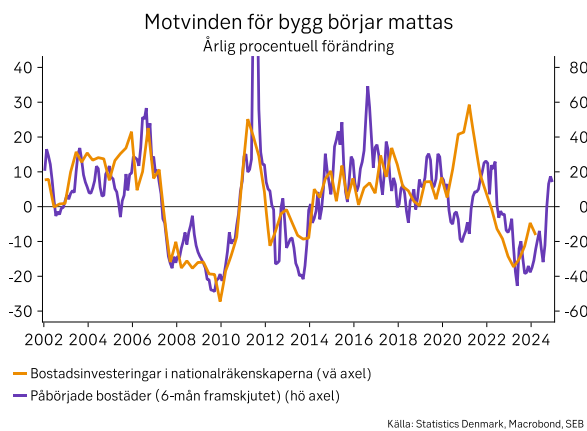
### Reallöner och sysselsättning lyfter konsumtionen.

Konsumenternas efterfrågan stöds för närvarande av flera positiva krafter. Sysselsättningen fortsätter att växa med över 1 procent i årstakt vilket delvis görs möjligt av ett starkt inflöde av utländsk arbetskraft.



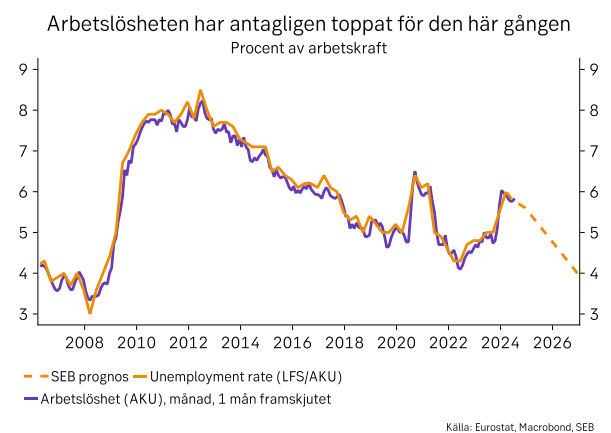
Löneökningar på omkring 3,5 procent, tillsammans med en HIKP-inflation på mindre än 1 procent, bidrar till att öka hushållens realinkomster, en utveckling som fortsätter åren framöver. Bostadspriserna har fortsatt att stiga efter övergången till nya skatteregler, vilket ger en positiv förmögenhetseffekt. Fallande bolåneräntor är nära att utlösa en ny våg av ändringar av låneupplägg. När också konsumentförtroendet fortsätter förbättras gör det att vi sammantaget räknar med att konsumtionen växer med 4 procent 2025 och 2026.

**Motvind för byggandet avtar.** Privata investeringar ger också ett starkare bidrag till BNP-tillväxten under de kommande åren. I synnerhet bostadsinvesteringar är på väg ur en tvåårig svacka när bolåneräntorna sjunker och bostadspriserna ökar. I mars 2024 ökade antalet påbörjade bostäder för första gången sedan början av 2022 och bygginvesteringar kommer sannolikt att följa med under andra halvåret. Industrins kapacitetsutnyttjande ligger långt över det historiska genomsnittet och näringslivets investeringar tar ny fart när räntekostnaderna sjunker.

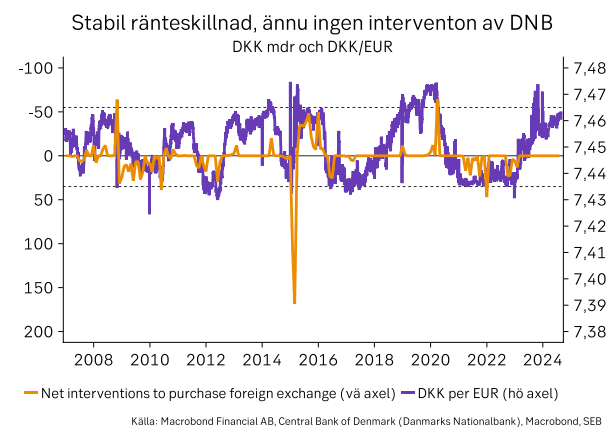


**Arbetslösheten närmar sig historiskt låga nivåer.** Utsikterna för en starkare återhämtning väcker naturligtvis frågan om mängden ledig kapacitet i ekonomin. Trots fortsatt sysselsättningsuppgång har

arbetslösheten rört sig högre under de senaste två åren och nådde en topp kring 6 procent vid slutet av 2023. Månadsstatistik indikerar att arbetslösheten började sjunka igen under första halvåret 2024, men den är fortfarande långt över historiska bottenivåer från 2022 och före den globala finanskrisen. Arbetslösheten närmar sig åter de nivåerna i slutet av 2026, med en löneinflation i intervallet 4-5 procent. Med tanke på de ovanligt starka interna och externa balanserna, med ett bytesbalansöverskott på nära 10 procent av BNP och ett budgetöverskott på mer än 3 procent av BNP, är det mindre troligt att det hotar stabiliteten i valutapeggen DKK och EUR, men vi tycker att finanspolitiken ändå borde stramas åt mot slutet av vår prognosperiod.



**Stabil styrränteskillnad.** Den danska kronan fortsätter att handlas i den svaga delen av Danmarks Nationalbanks (DNB) föredragna intervall gentemot euron på över 7,46. Det verkar dock inte finnas den typ av press på valutan som skulle kunna tvinga DNB att intervensera. Den senaste försvagningen verkar vara relaterad till det globala bakslaget för aktier, vilket minskar pensionsfondernas säkringskrav och bedöms vara tillfälligt. Vi väntar oss att DNB håller sin styrränteskillnad oförändrad och fullt ut matchar ECB:s räntesänkningar.



## Finland

# Bred åtstramning

Det är svårt att hitta ljuspunkter i den finska ekonomin. Svag utländsk efterfrågan och höga räntor hämmar exporten och investeringarna, samtidigt som lågt konsumentförtroende dämpar hushållens efterfrågan. BNP förväntas därför minska med 0,6 procent i år. Lägre räntor stöttar investeringar och export och väntas bidra till att BNP åter börja öka 2025-2026.

**Alltid sent in i konjunkturcykeln.** Den finska ekonomin tycks ofta reagera på externa händelser med en viss eftersläpning. Det är tydligast inom tillverkningsindustrin som först nu känner av den svaga globala efterfrågan. Produktionsnivåerna har sjunkit med ungefär 10 procent från toppnoteringarna våren 2022, men har de senaste månaderna visat tecken på viss stabilisering. Dock är orderingången fortfarande låg, vilket resulterar i att exporten minskar med nästan 3,5 procent i år för att sedan växa med 3,2 procent 2025.

### Nyckeltal

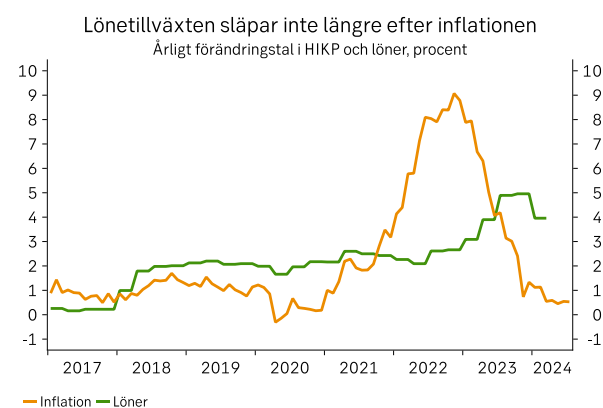
Årlig procentuell förändring

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

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

**Byggandet mest drabbat.** Byggsektorn har hittills burit den största bördan av den ekonomiska nedgången. Bostadsbyggandet har visserligen ökat något jämfört med 2023, men antalet utfärdade bygglov är nere på en tredjedel av den senaste toppnoteringen. Utlåningen till företagssektorn visar små tecken på återhämtning, men med nuvarande takt förblir investeringarna dämpade. Investeringarna förväntas minska med 3,5 procent i år. Lägre räntor leder till en återhämtning av investeringarna med nästan 4 procent 2025.

**Viss försämring på arbetsmarknaden.** Arbetslösheten har stigit långsamt och vår bedömning är att den fortsätter göra det. Lägre efterfrågan i byggsektorn och tillverkningsindustrin förklarar till stor del arbetslöshetsuppgången. Även om det tycks ske en viss stabilisering av produktionen i båda sektorerna är nivåerna så pass låga att det krävs mindre arbetskraft. Arbetslösheten ökar därför i år. Återhämtning i byggsektorn och tillverkningsindustrin väntas förbättra arbetsmarknadsläget kommande år. Lönertillväxten har varit fortsatt relativt hög, vilket bidragit till en återhämtning i hushållens köpkraft.



Källa: Eurostat, Statistics Finland, Macrobond

**Ta kontroll över de offentliga finanserna.** Regeringen fortsätter med sina försök med att hålla tillbaka budgetunderskottet, vilket är en utmanande uppgift med tanke på den låga tillväxten. Regeringen har beslutat att minska utgifterna och höja momsen till 25,5 procent i september, vilket är en av de högsta momssatserna i EU. Åtgärderna bör minska budgetunderskottet till EU:s riktvärde på 3 procent 2026. Trots detta väntas den offentliga skuldsättningen nå 84 procent av BNP 2026.

**Även hushållen stramar åt.** Sparsamma åtgärder genomförs inte bara av regeringen utan även av hushållen. Lågt konsumentförtroende har inneburit trög detaljhandelsförsäljning. Förtroendet börjar dock återhämta sig, vilket i kombination med tillväxten i reallönerna väntas påverka konsumtionen positivt. För både 2024 och 2025 väntas hushållens konsumtion växa med måttliga 1 procent. Först 2026 sker en mer betydande ökning av konsumtionen på 1,5 procent. Trots höjningen av momsen förväntas inflationen förbli relativt låg, i genomsnitt 2 procent 2025 och strax under 2 procent 2026.



# Baltikum

---

## Litauen | sid 51

En hög reallönetillväxt bidrar till att inhemsk efterfrågan blir främsta tillväxt drivkraften samtidigt som tillverkningsindustrin och exporten går svagt. De kommande två åren ökar BNP med drygt 2,5 procent per år.

## Estland | sid 53

Svag konsumtion fortsätter hålla tillbaka tillväxten, men för första gången sedan 2021 växer ekonomin igen. Arbetsmarknaden är robust och arbetslösheten fortsätter sjunka. 2025-2026 växer ekonomin med drygt 2,5 procent.

## Lettland | sid 52

Trots hög reallönetillväxt går ekonomin trögt när konsumenterna sparar. Men en hushållsledd vändning är på väg när inflation växlat ner, reallöner ökar och arbetsmarknaden är fortsatt stark. BNP ökar med drygt 2 procent 2025-2026.

## Litauen

# Överraskande stark start på året mattas något

Tillväxten väntas bromsa in under andra halvåret i år efter en överraskande stark inledning av året. En hög reallönetillväxt bidrar till att inhemsk efterfrågan blir främsta drivkraften för tillväxt samtidigt som tillverkningsindustrin och exporten går svagt. De kommande två åren ökar BNP med drygt 2,5 procent per år, nära potentiell tillväxt. Sysselsättningen ökar och inflationen har bottnat. Parlamentet har redan antagit ett paket med försvarsskatter, men fler förändringar kan komma efter parlamentsvalet i höst.

**BNP-tillväxten 2024 klart bättre än väntat.** BNP ökade med 2,4 procent under första halvåret 2024, stöttad av hushållens konsumtion och svag import. Uppgången i hushållens reala inkomster väntas dock bromsa in och exporten stagnerar sannolikt under andra halvåret. Vi har höjt tillväxtprognosen för 2024 från 1,5 till 2,4 procent, men har dragit ner den något från 2,8 till 2,6 procent för 2025 på grund av en något svagare utveckling inom euroområdet.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

**Förbättrad aktivitet i industrin.** Industriproduktionen har återhämtat sig något sedan botten förra året. Förtroendeindikatorer pekar inte på någon väsentlig förbättring på kort sikt. Lägre räntor bidrar till att investeringar återhämtar sig kommande år. Den svaga exporten av varor under första halvåret är i stor utsträckning ett resultat av den minskade återexporten av varor till OSS-länderna.

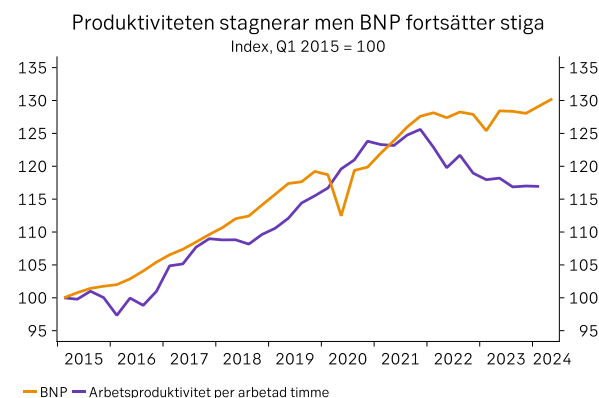
### Hushållens konsumtion växlar upp.

Konsumentförtroendet ligger på rekordnivåer. Hushållens realinkomster fortsätter att öka, om än i lite mer måttlig takt än under 2024. Konsumtionstillväxten bromsar in men fortsätter att vara den viktigaste drivkraften för tillväxten hela prognosperioden

### Inflationen tillbaka på 3 procent 2025.

HIKP-inflationen rör sig runt 1 procent i år, nära vår prognos. Minskad effekt av lägre energipriser, väntade höjningar av punktskatter och fortsatt stark tillväxt i tjänstepriserna bidrar till högre inflation de kommande två åren.

**Löneutvecklingen fortfarande stark.** Lönerna har hittills i år ökat snabbare än väntat. Regeringen är på väg att godkänna en 12 procents höjning av minimilöner 2025, och vi räknar därför med att totala löner stiger med 8,1 procent, knappt 1 procentenhet mer än vår tidigare prognos. Vi ser en tydlig risk att lönerna ökar för snabbt. Lönernas andel av BNP är rekordhög, bland den högsta i EU. Den reala arbetsproduktiviteten har fallit från toppen 2021, och reallönerna är rekordhög.



**Liten ökning av bostadspriserna.** Aktiviteten på bostadsmarknaden föll med cirka 10 procent under första halvåret i år. Vi tror att nedgången i EURIBOR-räntor och stigande reallöner bidrar till förbättrad efterfrågan. Priserna på hus ligger något över fjolårets nivå. Aktiviteten på marknaden för kommersiella fastigheter är dock låg, den lägsta nivån på ett decennium.

### I stort sett neutral finanspolitik 2025-2026.

Budgetunderskottet ökar i år, men mindre än befarat drivet av starkare ekonomisk tillväxt. Nästa år stiger underskottet något främst på grund av högre sociala utgifter. Även försvarsutgifterna kommer att öka till åtminstone 3 procent av BNP, men de kommer delvis att finansieras av förlängd solidaritetskatt för banker, högre bolagsskattesats och punktskatter.

# Lettland

## Dämpad konsumtion håller tillbaka tillväxten

Trots stark reallönetillväxt går ekonomin trögt när konsumenter sparar. Samtidigt har export och investeringar överraskat på nedsidan. Sentimentsindikatorer indikerar ingen snar vändning. Arbetsmarknaden är fortsatt stark. En inflation på i genomsnitt 2 procent 2024-2026 ger en rejäl reallöneskjuts. BNP växer med 0,8 procent 2024 och drygt 2 procent 2025-2026.

**Brist på drivkrafter.** Efter en del positiva signaler i början av året överraskade tillväxten under andra kvartalet på nedsidan. En svag tillverkningsindustri var väntad men inte nedväxlingen i tjänstesektorn, drivet av svag export. Även om exporten av flygtransporter ökar kraftigt, sker det en märkbar nedgång i exporten av andra transporttjänster och företagstjänster. Mycket pekar på att nedgången i varu- och tjänsteexporten håller tillbaka tillväxten ytterligare några kvartal då det kommer ta tid för exportmarknaderna att återhämta sig och för exportörer att hitta nya marknader.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	-0,3	0,8	2,2	2,5
Hushållens konsumtion	-1,3	1,1	2,1	2,4
Export	-5,9	0,5	2,6	2,5
Arbetslöshet*	6,5	6,8	6,6	6,5
Löner	11,9	10,1	8,8	7,9
HIKP	9,1	1,4	2,4	2,1
Offentlig sektors saldo**	-2,2	-3,0	-2,9	-2,8

\*% av arbetskraft. \*\*% av BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

**Pessimistiska barometrar.** Tillförsikten har försämrats ytterligare enligt olika barometrar med nedgångar för detaljhandeln, tjänstesektorn och tillverkningsindustrin. Försenade EU-medel bidrar till ökad pessimism i byggbranschen och privata investeringar förblir svaga. Även om den konsumtionen får mer fart reviderar vi ner tillväxtprognosen för i år med 1,1 procentenheter till 0,8 procent. 2025 och 2026 växer ekonomin med strax över 2 procent.

**Viss inflationsuppgång framöver.** Inflationstakten har bottnat i takt med att det negativa bidraget från energi har avtagit. Livsmedel, alkohol, transporter och hälsovård har stått för de största prisökningarna. Den enda grupp där prisnivån sjunkit är bostadskostnader. I likhet med andra ekonomier är det tjänstepriserna som lyfter inflationstakten kommande två år. Total inflation blir i genomsnitt ca 1,5 procent i år och stiger en bit över 2 procent nästa år.

**Industrin fortsätter att kämpa i motvind.** Utvecklingen inom tillverkningsindustrin varierar mellan sektorer; produktionen av maskiner och utrustning har fallit med 26,2 procent samtidigt som tryckeri ökat med 25,5 procent jämfört med året innan. Läget i två av de tre största industrierna, metalltillverkning och livsmedelsproduktion, har stabiliserats medan virkesproduktionen fortfarande befinner sig i en rejäl svacka. Den svaga efterfrågan från omvärlden gör att ingen vändning är i sikte för tillverkningsindustrin tidigare än nästa år.

**Dämpad konsumtion.** Trots en stark reallöneutveckling har konsumtionen hittills i år varit återhållsam. I juni sjönk detaljhandeln igen med drygt 2 procent jämfört med maj och hushållen sparar snarare än spenderar. I juni steg hushållens sparande med 3,8 procent jämfört med föregående år. Vi väntar oss att en betydande förbättring av köpkraften till slut lyfter sentimentet och lägger grunden för en tydligare konsumtionsuppgång.



**Löneökningstakten saktar ner till en mer hållbar nivå.** Första kvartalet i år steg lönerna med 11 procent. Kombinationen av hög löneutveckling och låga investeringar försämrar konkurrenskraften. Lägre räntor har ökat kreditefterfrågan som tidigare stagnerat. Det osäkra geopolitiska läget förblir dock ett stort hinder för investeringar. I början av året steg arbetslösheten till 7,2 procent. Med tanke på den svaga tillväxten blir arbetslösheten i stort sett oförändrad under prognosperioden även om läget på arbetsmarknaden förblir ansträngt.

## Estland

# Återhämtning i sikte

För första gången sedan 2021 växer ekonomin igen, men i måttlig takt. På grund av stramare finanspolitik blir inte återhämtningen lika stark som vi tidigare räknat med. För både 2025 och 2026 växer ekonomin med drygt 2,5 procent. Svag konsumtion fortsätter hålla tillbaka tillväxten, men trots det är arbetsmarknaden robust och arbetslösheten fortsätter sjunka åren framöver.

**Omfattande skattehöjningar.** En regeringsombildning har resulterat i betydande finanspolitiska förändringar som dämpar tillväxten. Strikta åtgärder har vidtagits för att uppnå ett mer hållbart budgetunderskott. De kommande tre åren kommer de statliga utgifterna att minska med 10 procent samtidigt som betydande skattehöjningar är tänkta att genomföras. Momsen ska höjas till 24 procent från och med 2025. Dessutom förväntas en tillfällig höjning av inkomstskatten med 2 procentenheter för åren 2026-2028 i syfte att finansiera ökade utgifter för försvaret. För första gången sedan 1999 kommer en inkomstskatt på 2 procent att gälla även för företagsvinster, vilka just nu endast beskattas vid utdelning. Slutligen införs en ny motorfordonsskatt 2025, tillsammans med höjningar av olika punktskatter. Åtgärderna bör hjälpa regeringen att nå tröskelvärdet på 3 procents budgetunderskott nästa år.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

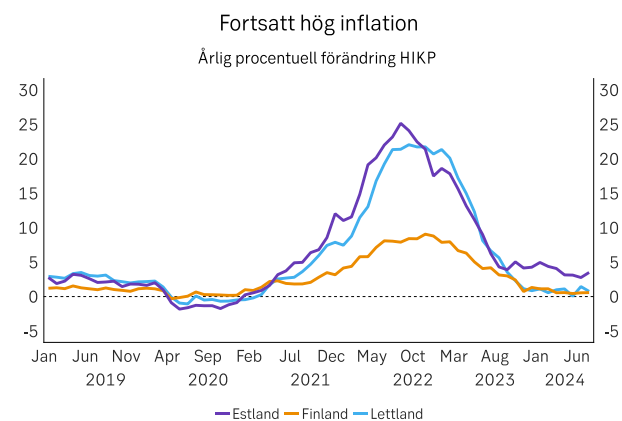
**Motvind för konsumtionen.** De planerade skattehöjningarna förväntas dämpa hushållens

konsumtion och konsumentförtroendet avsevärt framöver. Konsumentförtroendet har rört sig kring historiskt låga nivåer de senaste två åren, och de senaste uppgångarna lär sannolikt reverseras när skatterna höjs. Den dämpade konsumtionen förväntas bestå in i nästa år då den växer med endast 1,5 procent, klart under trenden för perioden 2014-2022.

**Lägre lönetillväxt och hög sysselsättning.** Trots svag ekonomi har arbetsmarknaden hållit emot väl. Sysselsättningsgraden är hög och arbetslösheten har trendmässigt gått ner. I takt med att lågkonjunkturen avtar väntas arbetslösheten fortsätta sin nedåtgående trend och landar på knappt 7 procent 2026. Lönetillväxten har minskat från fjolårets tvåsiffriga tal till 6 procent, en nivå som förväntas bli något lägre 2025-2026.

**Viss lättnad för industrin.** Exportindustrin fortsätter kämpa med låg efterfrågan från viktiga handelspartner, men det finns tecken på förbättring. Produktionsnivåerna har börjat öka marginellt och en återhämtning i de nordiska länderna lär stötta industriproduktionen även framöver. Exporten förväntas öka med 4-5 procent både 2025 och 2026.

**Trög inflationsnedgång.** Till skillnad från närliggande ekonomier har inflationsnedgången stannat av. Detta beror inte helt på momshöjningen i början av året utan företagen verkar fortfarande öka sina vinstmarginaler. Till följd av pågående skattehöjningar förväntas inflationen förbli hög och över 3 procent 2025-2026.



**Knepigt investeringsläge, men det hade kunnat vara värre.** Nyinvesteringarna är fortfarande pressade. Men med tanke på nuvarande räntemiljö är läget inte så svårt som det hade kunnat vara. Nyutlåningen till företagssektorn har till och med ökat något jämfört med förra året. På grund av baseffekter ökar investeringarna med nästan 2 procent i år och nästa år förväntas en återhämtning på nästan 4 procent.

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP OECD	1,6	1,7	1,8	1,7
BNP världen (PPP)	3,2	3,1	3,2	3,1
KPI OECD	6,9	4,9	3,2	3,1
Oljepris, Brent (USD/fat)	82	83	75	88

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr USD	2023	2024	2025	2026
BNP	27 361	2,5	2,5	1,5	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	18 571	2,2	2,1	1,4	1,9
Offentlig konsumtion	3 753	2,8	1,9	1,0	0,8
Bruttoinvesteringar	5 783	2,6	4,6	2,5	2,9
Lagerbidrag i % av BNP	54	-0,4	0,0	0,0	0,0
Export	3 027	2,6	2,4	2,4	2,0
Import	3 826	-1,7	3,9	2,7	2,9
Arbetslöshet (%)		3,6	4,1	4,5	4,3
KPI		4,2	2,9	2,1	2,2
Kärn-KPI		4,8	3,4	2,5	2,2
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,6	-8,0	-7,8	-7,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		120,7	123,7	128,2	132,0

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	14 434	0,4	0,8	1,6	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	7 605	0,6	1,1	1,6	1,4
Offentlig konsumtion	3 073	1,0	1,1	1,3	1,3
Bruttoinvesteringar	3 134	1,0	0,1	1,7	1,9
Lagerbidrag i % av BNP		-0,7	-0,7	0,0	0,0
Export	7 552	-0,6	1,4	2,9	3,2
Import	7 012	-1,3	0,3	3,0	3,3
Arbetslöshet (%)		6,6	6,5	6,5	6,3
HIKP		5,4	2,5	1,8	1,8
Kärn-HIKP		4,9	3,0	2,2	1,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,6	-3,0	-2,6	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		88,6	88,6	88,6	88,5

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

## Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

## Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	22-aug	dec-24	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	5,50	4,50	3,50	3,00	3,00	3,00
Japan	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75
Euroområdet, inlåningsränta	3,75	3,25	2,50	2,00	2,00	2,00
Storbritannien	5,00	4,50	4,00	3,50	3,00	2,75

Obligationsräntor, 10 år	22-aug	dec-24	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	3,81	3,55	3,60	3,70	3,90	4,10
Japan	0,88	1,10	1,25	1,35	1,45	1,50
Tyskland	2,22	2,10	2,15	2,25	2,35	2,50
Storbritannien	3,93	3,85	3,60	3,50	3,55	3,70

Växelkurser	22-aug	dec-24	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USD/JPY	145	140	133	130	128	132
EUR/USD	1,12	1,11	1,15	1,17	1,18	1,16
EUR/JPY	162	155	153	152	151	153
EUR/GBP	0,85	0,87	0,89	0,90	0,91	0,91
GBP/USD	1,32	1,28	1,29	1,30	1,30	1,27

## Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr SEK	2023	2024	2025	2026	
BNP	6 206	-0,2	0,6	2,6	2,9	
BNP, dagkorrigerat		0,1	0,6	2,8	2,7	
Hushållens konsumtionsutgifter	2 782	-2,3	-0,1	3,2	2,7	
Offentlig konsumtion	1 621	1,0	0,3	0,8	0,8	
Bruttoinvesteringar	1 555	-1,3	-1,5	3,0	5,0	
Lagerbidrag i % av BNP	0	-1,4	-0,1	0,2	0,2	
Export	3 425	3,3	1,6	4,0	4,8	
Import	3 177	-1,0	-0,4	4,3	5,2	
Arbetslöshet (%)		7,7	8,5	8,6	8,2	
Sysselsättning		1,4	-0,5	0,4	0,8	
KPI		8,5	2,9	0,9	1,1	
KPIF		6,0	1,9	1,8	1,8	
KPIF exkl. energi		7,5	2,6	1,9	1,9	
Timplöneökningar		3,8	3,9	3,4	3,4	
Hushållens sparkvot, %		14,9	15,2	14,2	14,0	
Real disponibel inkomst		-0,6	0,7	3,2	3,5	
Bytesbalansen, % av BNP		6,9	6,8	6,0	5,5	
Budgetsaldo, mdr SEK		19	-71	-75	-57	
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-1,0	-1,3	-0,5	
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		31,7	33,0	33,5	34,1	
<b>Finansiella prognoser</b>	<b>22-aug</b>	<b>dec-24</b>	<b>jun-25</b>	<b>dec-25</b>	<b>jun-26</b>	<b>dec-26</b>
Styrränta	3,50	2,75	2,25	2,00	2,00	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	3,39	2,65	2,20	2,00	2,10	2,10
10-års ränta	1,96	1,95	2,20	2,45	2,60	2,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	-26	-15	5	20	25	25
USD/SEK	10,19	10,00	9,43	9,19	9,03	9,09
EUR/SEK	11,40	11,10	10,85	10,75	10,65	10,55
KIX	125,0	122,1	119,0	117,5	116,2	115,1

## Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	275	-1,2	-0,6	1,5	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	145	0,2	0,8	1,0	1,5
Offentlig konsumtion	70	3,4	0,0	-0,3	-0,2
Bruttoinvesteringar	61	-8,8	-3,5	3,8	4,5
Lagerbidrag i % av BNP		-0,4	0,0	0,2	0,2
Export	116	-0,1	-3,5	3,2	3,5
Import	116	-6,6	-1,8	3,0	3,5
Arbetslöshet (%)		7,2	8,2	7,8	7,5
HIKP		4,3	1,2	2,0	1,6
Timplöneökning		4,2	3,2	2,8	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-0,8	-0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-3,8	-3,2	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		75,8	80,8	83,0	84,0

## Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr NOK	2023	2024	2025	2026	
BNP	5 127	0,5	1,8	2,0	1,1	
BNP (fastland)	3 855	0,7	0,7	1,7	1,6	
Hushållens konsumtionsutgifter	1 923	-0,8	0,9	1,8	2,4	
Offentlig konsumtion	1 122	3,4	2,4	2,1	2,4	
Bruttoinvesteringar	1 197	0,0	-1,0	1,8	3,5	
Lagerbidrag i % av BNP	130	-0,4	0,1	0,1	0,0	
Export	2 420	1,4	2,7	2,3	0,6	
Import	993	0,7	0,5	2,4	3,2	
Arbetslöshet (%)		3,6	4,1	4,2	3,9	
KPI		5,5	3,5	3,2	2,4	
KPI-JAE		6,2	3,8	2,7	2,2	
Årslöneökningar		5,2	5,3	4,0	3,5	
<b>Finansiella prognoser</b>	<b>22-aug</b>	<b>dec-24</b>	<b>jun-25</b>	<b>dec-25</b>	<b>jun-26</b>	<b>dec-26</b>
Folioräntan	4,50	4,25	3,75	3,25	2,75	2,50
10-års ränta	3,27	3,07	3,05	3,10	3,15	3,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	103	97	90	85	80	80
USD/NOK	10,51	10,05	9,57	9,32	9,19	9,35
EUR/NOK	11,75	11,15	11,00	10,90	10,85	10,85

## Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr DKK	2023	2024	2025	2026	
BNP	2 805	2,5	2,0	3,1	3,0	
Hushållens konsumtionsutgifter	1 300	1,4	0,8	3,5	4,1	
Offentlig konsumtion	636	0,2	1,3	0,8	0,8	
Bruttoinvesteringar	633	-6,2	-1,5	6,5	7,2	
Lagerbidrag i % av BNP	7	-1,4	-0,5	-0,7	0,2	
Export	1 906	10,4	4,2	4,3	4,1	
Import	1 677	3,8	0,8	5,1	5,8	
Arbetslöshet (%)		6,1	5,9	5,1	4,3	
HIKP		3,3	1,2	1,4	1,9	
Timplöneökning		3,3	3,6	4,1	4,3	
Bytesbalans, % av BNP		12,5	10,0	8,0	7,0	
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,5	4,0	4,0	
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		29,3	29,0	28,0	27,0	
<b>Finansiella prognoser</b>	<b>22-aug</b>	<b>dec-24</b>	<b>jun-25</b>	<b>dec-25</b>	<b>jun-26</b>	<b>dec-26</b>
Styrränta	3,35	2,85	2,10	1,60	1,60	1,60
10-års ränta	2,18	2,10	2,14	2,24	2,33	2,47
10-års räntedifferens mot Tyskland	-3	0	-1	-1	-2	-3
USD/DKK	6,67	6,71	6,48	6,37	6,31	6,42
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45



## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	67	-0,3	2,4	2,6	2,9
Hushållens konsumtionsutgifter	39	-1,0	4,3	3,2	3,0
Offentlig konsumtion	11	0,2	0,2	0,1	0,0
Bruttoinvesteringar	14	10,6	2,5	4,5	5,0
Export	59	-3,3	0,5	4,0	3,7
Import	60	-4,9	1,2	5,0	4,3
Arbetslöshet (%)		6,8	7,3	7,0	6,8
HIKP		8,7	1,2	3,0	2,7
Löner		12,2	9,4	8,1	7,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,6	-1,8	-1,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,3	38,7	40,8	41,6

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	40	-0,3	0,8	2,2	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	25	-1,3	1,1	2,1	2,4
Offentlig konsumtion	8	7,0	5,5	3,2	2,0
Bruttoinvesteringar	10	8,2	2,6	4,8	5,2
Export	26	-5,9	0,5	2,6	2,5
Import	27	-2,8	-1,6	1,4	2,2
Arbetslöshet (%)		6,5	6,8	6,6	6,5
HIKP		9,1	1,4	2,4	2,1
Löner		11,9	10,1	8,8	7,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,2	-3,0	-2,9	-2,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		43,6	44,5	45,7	46,4

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	38	-3,0	-0,7	2,5	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	20	-1,2	0,0	1,5	2,0
Offentlig konsumtion	8	-1,0	0,5	-0,4	-0,3
Bruttoinvesteringar	11	-3,0	1,8	3,8	4,5
Export	30	-6,5	-1,7	4,0	5,0
Import	29	-4,5	-2,0	3,0	4,5
Arbetslöshet (%)		6,4	7,5	7,2	6,8
HIKP		9,1	3,8	3,5	3,0
Löner		11,4	7,2	5,0	5,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,4	-3,5	-3,0	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		19,6	22,5	27,0	29,0

---

**Jens Magnusson**  
 Chefsekonom  
 + 46 70 210 22 67

---

**Daniel Bergvall**  
 Prognoschef  
 +46 73 523 52 87

---

**Karl Steiner**  
 Analyschef  
 +46 70 332 31 04

---

**Robert Bergqvist**  
 Japan  
 Tema: Kinas överkapacitet  
 +46 70 445 14 04

---

**Pia Fromlet**  
 Euroområdet  
 +46 70 739 32 66

---

**Dainis Gaspuitis**  
 SEB Riga  
 Lettland  
 +371 67779994

---

**Jussi Hiljanen**  
 Räntemarknaden  
 +46 8 506 231 67

---

**Olle Holmgren**  
 Sverige  
 Tema: Svensk finanspolitik  
 +46 70 763 80 79

---

**Cecilia Kohonen**  
 Kommunikatör  
 + 46 70 763 79 95

---

**Elisabet Kopelman**  
 USA  
 Tema: USA går till val  
 Tema: USA:s underskott  
 + 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  
 +47 924 89 230

---

**Amanda Sundström**  
 Norge  
 +46 70 462 20 17

---

**Thomas Thygesen**  
 SEB Köpenhamn  
 Aktier, Danmark  
 +45 214 796 56

---

**Marcus Widén**  
 Storbritannien  
 Makroprognoser  
 +46 70 639 10 57

---

Denna rapport publicerades den 27 augusti 2024.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 22 augusti 2024.

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.