



Innehåll

Februari 2025

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Åldrande befolkning	13
Räntemarknaden	17
Valutamarknaden	18
Aktiemarknaden	19
USA	20
Japan	23
Kina	24
Indien	26
Emerging markets	27
Euroområdet	29
Tema: Tyskland	32
Storbritannien	35
Norden	36
Sverige	37
Tema: Svensk industri	41
Norge	44
Danmark	46
Finland	48
Baltikum	49
Litauen	50
Lettland	51
Estland	52
Nyckeltal	53
Kontaktuppgifter	58



Splittrad värld tar sig an ett ovisst 2025

Det är en värld i otakt som nu har gått in i 2025, ett år som av allt att döma blir händelserikt. USA uppvisar fortfarande växtkraft medan de flesta europeiska länder kämpar i motvind. Kina redovisade en tillväxt precis på målet för 2024, men brottas fortfarande med både strukturella och konjunkturella problem. Indien, som numera har världens största befolkning, fortsätter sin tillväxt trots en del politiska förändringar efter förra årets val. I Mellanöstern har en osäker vapenvila nyligen inletts i Gaza, Syrien mejslar ut ett nytt styre efter den störtade Assad-regimen och Irans framtida roll känns ovanligt ovisst. Det är således med mycket olika, och delvis nya, förutsättningar som världens länder och regioner tar sig an det nya året.

Den stora händelsen i början av året är förstås president Trumps återkomst till Vita Huset. Han inledde som väntat sin andra mandatperiod med en rivstart. Först med ett installationstal där han, förutom att upprepa många av budskapen från valkampanjen, både förklarade att USA nu vill expandera sitt territorium och att han vill bli ihågkommen som en fredspresident. Därefter följde undertecknandet av ett rekordstort antal presidentdekret där nödlägen förklarades både vid USA:s södra gräns och i energisektorn. Vidare återkallade han USA:s deltagande i Parisavtalet och Världshälsoorganisationen (WHO), benådade de dömda från stormningen av Kapitolium den 6 januari 2021, avskaffade mångfalds- och inkluderingsprogram vid amerikanska myndigheter och mycket mer. På det ekonomiska området var han något mer avvaktande. Han meddelade visserligen att tullar övervägs redan från februari för Kina (10 procent) och för Kanada och Mexiko (25 procent) men annars var huvudbudskapet att USA:s handelsrelationer ska utredas och att frågan om bredare tullar ska adresseras när analysen är klar. Med tanke på att det fanns vissa farhågor att han skulle

slå till med omedelbara tullhöjningar mot stora delar av världen, var den valda linjen relativt återhållsam. Inte heller lanserades några omedelbara skattesänkningar eller oväntade stimulansåtgärder. Sammantaget blev marknadsbedömningen att riskerna för inflation, tullar och ökande budgetunderskott minskade något, med effekten att långa räntor och dollarn handlades ned och börserna steg de närmaste dagarna efter installationen.

Vi har dock bara sett början och året framför oss lär bli både händelserikt och ovisst. Vi förväntar oss trots allt att den globala ekonomin ska fortsätta att växa med strax över 3 procent och att USA även i år växer snabbare än Europa. För svensk del håller vi fast vid att det kommer en vändning under året och att vi efter ett par år med svag utveckling ska få en tillväxtuppväxling. Det kräver dock att åtminstone en del av kommande förbättringar av hushållens ekonomi används till konsumtion, något som är troligt men inte självklart. Dessa och många andra inhemska och internationella ekonomiska frågor ser vi fram emot att bevaka och diskutera med er under året.

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

- Demografin utmanar ekonomier och samhällen
- Kan nyvalet i Tyskland få fart på ekonomin?
- Svensk industriutveckling i ett svagt Europa

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson

Chefsekonom

Daniel Bergvall

Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 20

2025 handlar om Trumps politik. Vi gör försiktiga antaganden i väntan på klarhet om tullar, migration och skattesänkningar. BNP väntas sakta in, inflationen tar tid på sig att nå målet och Fed går försiktigt fram med räntesänkningar.

Kina | sid 24

Tillväxten ser ut att bromsa in i år. Inflationen förblir dämpad. Trots expansiv penning- och finanspolitik förblir inhemsk efterfrågan strukturellt låg. Högre USA-tullar och andra handelshinder minskar exportens tillväxtbidrag.

Euroområdet | sid 29

Euroområdet fortsätter att återhämta sig gradvis, men både nationella och internationella risker kvarstår. Lägre inflation, fortsatta räntesänkningar från ECB och en robust arbetsmarknad innebär att efterfrågan så småningom växlar upp.

Storbritannien | sid 35

2025 blir ännu ett utmanande år präglad av svag tillväxt, trögrörlig inflation och pressade offentliga finanser. Bank of England balanserar på en skör tråd mellan tillväxtstödjande räntesänkningar och fortsatt inflationsbekämpning.



Internationell översikt

Konjunkturen utmanas från alla håll

Fjolåret gav oss motståndskraftig tillväxt, inflationsnedgång och efterlängtade räntesänkningar. Global tillväxt fortsätter att ligga på drygt 3 procent 2025–2026 men mångfacetterade politiska och strukturella krafter utmanar konjunkturen. Hushållen är i fokus; konsumtionen ska ge tillväxtkraft när tullar och handelshinder riskerar att försvaga både industri och handel. Den stora risken för tillväxtbilden är att politiken, med Trump och USA i fokus – avsiktligt eller av misstag – förändrar förutsättningarna för ekonomin, disinflationsprocessen och finansmarknaderna.

Motståndskraft 2024 – vad händer nu? Hushåll, företag, politiker och centralbanker tvingades under 2024 navigera i en minst sagt utmanande och komplicerad miljö, präglad av ett fortsatt allvarligt säkerhetspolitiskt läge och stor politisk osäkerhet. Global tillväxt var trots det i stort sett i linje med 2023 (drygt 3 procent). USA överraskade positivt samtidigt som bl a Tyskland kämpade med underliggande strukturproblem. Fortsatta disinflationskrafter bidrog till att föra inflationen närmare målen. Därmed blev 2024 räntesänkningarnas år vilket gav starkt stöd till tillgångspriser.

Ut med gamla styren. Samtidigt ledde supervalåret till många regeringsskiften och höga väljarförväntningar på lägre priser, förändring och ökad säkerhet. Nu vill väljarna se politisk leverans och handlingskraft från de nya regeringarna.

Många källor till osäkerhet och volatilitet 2025–2026. Den kort- och medelfristiga utvecklingen omgärdas av stora politiska, strukturella och konjunkturella frågetecken. Världen behöver hantera pågående och nya geopolitiska krigs- och krishärdar. President Trump går nu från ord (och hot) till handling med en näringslivsvänlig politik (för USA), men med inflationistiska risker. Kina och Tyskland kämpar med strukturella problem. Marknadens oro för höga offentliga skulder ökar i en miljö med högre nominella och reala räntor. Flera länder i Europa står inför viktiga politiska och ekonomiska vägval; val i Tyskland 23 februari, kanske även i Frankrike till sommaren/hösten samtidigt som brittiska Labourregeringen är hårt pressad.

President Trump har rivstartat med ett stort antal exekutiva ordrar. Det är i skrivande stund svårt att skapa sig en helhetsbild av USA:s ekonomiska politik. Vi har valt att göra en försiktig tolkning av vad som kan bli verklighet. Att Trump vill se en stark ekonomi och börs lägger en begränsning för de mest extrema politiska vägvalen. Prognosläget kompliceras av att politiken ger tillväxtrisker på både upp- och nedsidan. Företagen har de senaste åren uppvisat en imponerande förmåga att anpassa sig till nya förutsättningar. Vi antar högre USA-tullar men att ett utbrett globalt handelskrig undviks. Därtill förväntar vi oss en klart stramare migrationspolitik men inte en tillväxtskadande massutvisning av arbetande papperslösa. USA adderar nu till den globala osäkerheten vilket dämpar tillväxten i bl a Kina och EU. Samtidigt kan skattesänkningar, avregleringar och starkare framtidstro hos näringslivet ge USA en tillväxtskjuts. En stor utmaning för Trump blir finanspolitiken med redan stora budgetunderskott. Det ska förhandlas om en ny budget med förlängda och nya skattesänkningar och under våren krävs ett beslut om att höja det så kallade skuldtaket.

Vi spår en global tillväxt på drygt 3 procent 2025 och 2026 vilket är i stort sett oförändrat jämfört med Nordic Outlook November 2024. USA:s tillväxt- och produktivitetsförspårning gentemot euroområdet består. Trots en övergripande stabil global BNP-tillväxt visar utvecklingen för enskilda länder och sektorer en betydligt mer splittrad bild än tidigare.

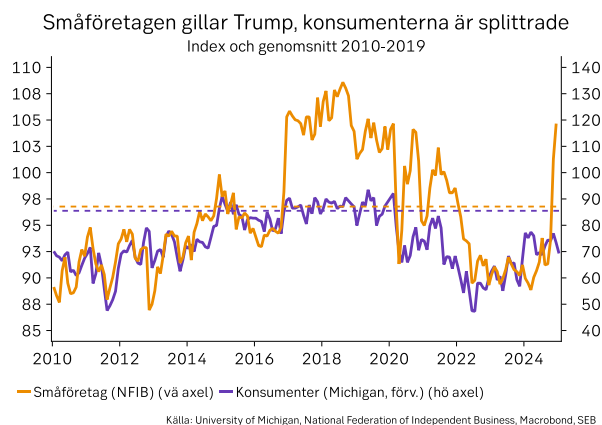
Global BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring

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

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

Vi reviderar upp tillväxten för USA men justerar ned den för euroområdet som tyngs av ett svagt Tyskland. Globalt går tjänstesektorn fortsatt starkare än industrin.

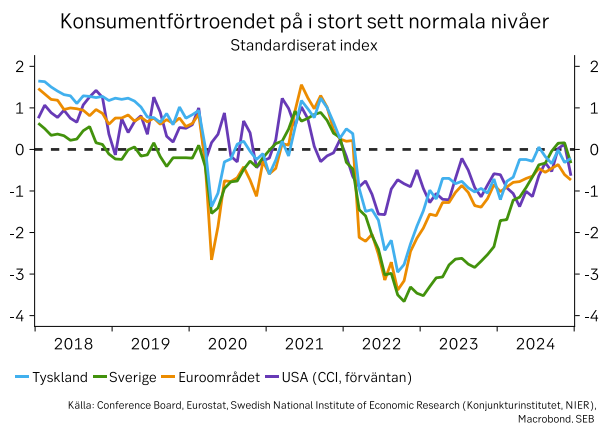
Det bidrar till hög sysselsättning i både USA och Europa, men det finns undantag. Sveriges tillverkningsindustri uppvisar oväntad styrka vilket vi belyser i temaartikeln på sid 41. Kina fortsätter att hantera utmaningarna i fastighetssektorn och ett högt strukturellt privat sparande, men tillväxten bromsar likväl in. Samtidigt ökar omvärldens press på Kinas exportsektor. Huvudbilden är att globala disinflationsprocesser fortsätter vilket ger utrymme för ytterligare räntesänkningar. Feds sänkingscykel bromsar dock in medan ECB:s påskyndas vilket resulterar i en ökad styrräntedivergens som vid slutet av 2025 ligger på 2,50 procentenheter. Sammantaget ger våra prognoser för tillväxt och räntor, i en osäker global miljö och med tullriskpremie, fortsatt dollarstyrka. Till det kommer inledningsvis även eurosvaghet som tar EUR/USD till 1,01 vid halvårsskiftet. Under resten av 2025 och 2026 stiger EUR/USD långsamt till 1,07.



Måttlig försvagning av arbetsmarknaden. Trots viss avmattning av den ekonomiska aktiviteten är arbetslösheten låg i både USA och Europa. Särskilt arbetsmarknaden i euroområdet har visat förvånansvärt god motståndskraft. Höga sysselsättningstal har gett tillväxtkraft när inkomster pressats av ett stigande kostnadsläge. På båda sidor Atlanten försvagas arbetsmarknaden, om än måttligt, ett tag till innan arbetslösheten vänder ned mot slutet av året. Höga nominella löneökningar har i vissa länder gett inflationskompensation. Även om löneökningstakten nu bromsar in blir det reallöneökningar framöver.

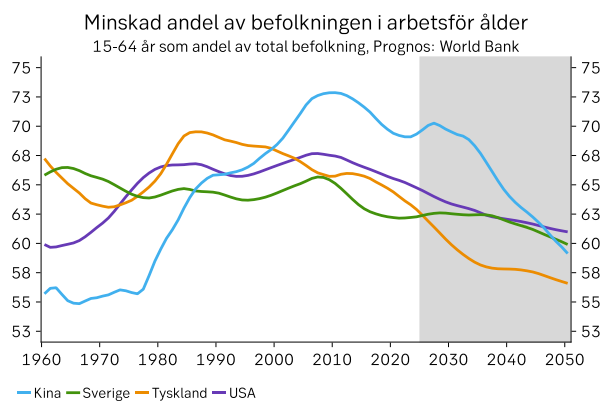
Konsumtionen är en viktig tillväxtkraft men höga reala långräntor och osäkerhet går i motsatt riktning. En ökad global osäkerhet innebär att inhemsk efterfrågan har blivit viktigare för våra tillväxtprognoser. Drivkrafter kommer från ökade realinkomster, god förmögenhetsställning och fortsatta styrräntesänkningar. Svenska hushåll får också skattelättnader. Hushållens sparande ligger lite för högt i euroområdet och lite för lågt i USA sett i ett historiskt perspektiv. Hushållen behöver dock

inte i någon större utsträckning stärka sina balansräkningar utan ökade inkomster kan oavkortat gå till konsumtion. Men det gäller då att optimism och köpkraft vinner över sparande och oro, inte minst i tillväxtsvaga europeiska länder där återhämtningen inte kommit på plats, men där vi tror på en tempoökning i höst. Hushållens optimism förbättrades under fjolåret och ligger i flera länder nära normala nivåer. Att sentimentet i många fall drivs av framåtblickande delar talar dock för att återhämtningen dröjer ett par kvartal, t ex i euroområdet.



Policydrivna chocker kan komma att sätta stopp för inflations- och styrräntenedgången. Osäkerhet kring handel och politik kan räcka för att få framtidstron hos både företag och hushåll att falla. Långa räntor har stigit sedan sensommaren bl a på grund av förhöjd statsfinansiell oro, särskilt i Frankrike och Storbritannien, men också en överraskande stark USA-ekonomi. Vi tror att höga offentliga skulder, höga nominella och reala räntor samt svaga regeringar utgör nedåtrisker för BNP-tillväxt och tillgångspriser men dessa är svåra att kvantifiera. Länder med svaga offentliga finanser kan tvingas till stora besparingsprogram om marknadens förtroende sviktar.

Både konjunkturella och strukturella utmaningar. Den till synes stabila globala BNP-utvecklingen döljer både kort- och långsiktiga utmaningar. Ökad geoeconomisk fragmentering p g a ett nytt säkerhetspolitiskt läge, energiomställning, klimatfrågor och allt snabbare teknologiska framsteg står i fokus. Men det handlar även om mer långsiktiga frågor som t ex demografi (se Tema Åldrande befolkning, sid. 13) och besvärande hög offentlig skuldsättning. Ekonomiska aktörers förmåga att hantera dessa trendskiften påverkar utsikterna men när och med hur mycket är svårbedömt.



Global tillväxt klarar Trump

Vad vi ska tro om Trumps politik kan så här långt bara besvaras med gissningar och antaganden. Vi räknar nu med fyra år av stora, tvära och oväntade politikkast. En övergripande slutsats är att Trumpadministrationen vill ha en stark USA-ekonomi och starka USA-börser. Vi har som utgångspunkt för denna Nordic Outlook antagit att migrationsfrågan har stort symbolvärde för Trump men att de ekonomiska effekterna i slutändan väntas bli begränsade om massdeportationer inte genomförs.

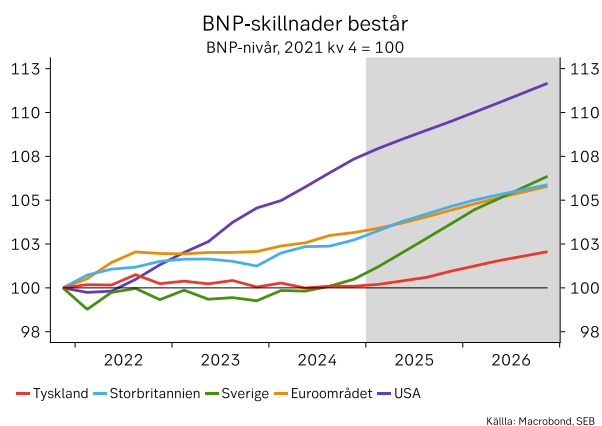
Vi antar högre USA-tullar, främst mot Kina, men att Vita huset avstår från höga generella importtullar mot övriga världen, med andra ord att Trump inte gör allvar av löftet om 60 respektive 10 till 20-procentiga tullar. Den handelspolitik vi antar bedöms få begränsade negativa effekter så länge som resten av världens inte dras in ett eskalerande handelskrig. Ett av Trumps skäl till tullar är att hitta finansiering till sänkta skatter, vilket är ett argument för generella, men relativt låga, tullar. Trumps tullar väntas därutöver riktas mot strategiska varor och sektorer där Trump vill stärka amerikanska företags konkurrenskraft samt länder som Trump av olika skäl – inte nödvändigtvis handels-relaterade – vill sätta press på för att uppnå sina inrikes- och utrikes-politiska mål. Man bör samtidigt vara försiktig med att bara göra negativa tillväxttolkningar av USA:s nya politik. Stora delar av politiken är tillväxt-orienterad (för USA). Om ett utbrett handelskrig undviks kan t ex skattesänkningar och avregleringar stärka framtidstron och ge bättre utsikter för tillväxten.

Tre procent ett par år till. Vår prognos är att global BNP 2025–2026 trots allt klarar av att navigera genom dessa utmaningar och leverera en tillväxt på strax över 3 procent; måttligt ur ett historiskt perspektiv men ändå tecken på att hushållen och företagen har förmåga att hantera osäkerheter och förändrade förutsättningar.

USA fortsätter uppvisa styrka. Inhemsk efterfrågan är robust, hushållens sparkvot har fallit men efterfrågan

hålls uppe av stigande realinkomster, förmögenhets-effekter och lägre styrräntor. Företagen ser hyfsat positivt på framtiden och sentimentet har, framför allt för småföretag, förbättrats efter valet. Tillväxten växlar ner men i långsam takt.

Euroområdet återhämtar sig men tar inte igen BNP-tapp. Efter två svaga år har ekonomin kommit i gång, men i olika takt inom unionen. Strukturella och politiska problem i Tyskland (se Tema om tyska ekonomin på sid 32) och Frankrike hämmar sentimentet och arbetet med tillväxtreformer. Lägre inflation, högre realinkomster och lägre räntor bidrar till att konsumtion och investeringar lyfter under andra halvåret 2025. Tillväxttakten ligger nära trend men strukturella problem, demografisk motvind och svag produktivitet-utveckling gör att BNP-tappet de senaste åren inte tas igen under 2025–2026. För EU blir det en stor utmaning att framöver navigera mellan USA och Kina, beroende på hur säkerhets- och handelspolitiken utvecklas.



Kina: Reformerna och stimulanser krävs. Tillväxtnivån på 5 procent 2024 nåddes men ekonomin bromsar in 2025–2026. Pekings försök med viss stimulanspolitik ger tillväxtnöjning men det räcker inte för att helt motverka problemen på fastighetsmarknaden eller för att få igång den inhemska efterfrågan. Hög produktion och svag inhemska efterfrågan bidrar till globala spänningar kring handel och tullar när produktions-överskottet ska exporteras.

Bred palett av risker på upp- och nedsidan

De politiska riskerna, med möjliga ekonomiska konsekvenser, är ovanligt stora. Trots detta bedömer vi sannolikheterna för riskerna runt huvudscenariot som balanserade. BNP-avvikelseerna på nedsidan (jämfört med huvudscenariot) är dock större. Anledningen är främst att uppsidan är begränsad efter flera år av stark USA-tillväxt och en i många länder låg arbetslöshet. USA:s politik kan i ett läge med tilltagande handelskrig och mer omfattande USA-deportationer få negativa

dominoeffekter på världsekonomin, med fallande framtidstro, lägre investeringar, sjunkande produktion och mer försiktiga hushåll. Höga tullar och mer expansiv finanspolitik i USA kan få inflationsproblemet att återvända och räntesänkingscykeln att svänga om till räntehöjningar.

Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2023	2024	2025	2026
Huvudscenario	1,7	1,7	1,9	1,8
Negativt scenario			0,6	0,6
Positivt scenario			3,1	2,2

Källa: SEB

Om Trump i stället undviker ett utbrett handelskrig

kan skattereformer, regel-förenklingar och bättre sentiment få USA-tillväxten att växla upp, med positiva globala spridningseffekter. Det kan dock leda till ett något högre inflations- och ränteläge men som då främst drivs av stark tillväxt. Tillväxtutsikterna kan även stärkas av att t ex Kina lyckas lösa sina strukturella problem (bl a högt sparande och svag fastighetsmarknad). Om därtill det tyska valet 23 februari ger en handlingskraftig regering som får i gång investeringar och konsumtion, i kombination med att euroområdet program för att få upp produktiviteten faktiskt lyckas, kan de globala tillväxtutsikterna 2025 och 2026 överraska på uppsidan.

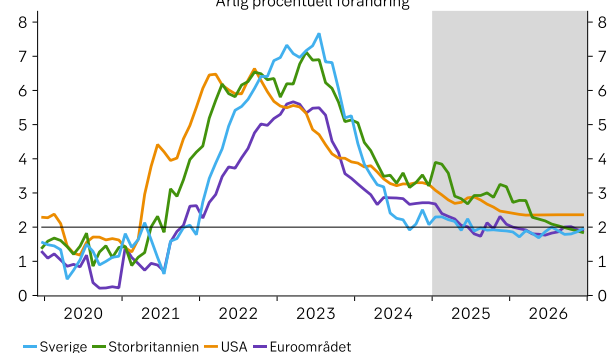
Inflationskampen i stort sett vunnen

Efter fjolårets disinflationistiska trend, om än med en del tillfälliga bakslag, ligger kärninflationen nu ganska nära centralbankernas mål. Inflationstakten har en fortsatt nedåtgående trend och utgör ett allt mindre problem för centralbanker, politiker, hushåll och företag. Det finns gemensamma teman i drivkrafterna, men också ganska stora skillnader. Den återstående skillnaden mellan inflationsmål och kärninflation beror på att delar av ekonomin ännu inte helt anpassat sina priser efter inflations- och räntechocken de senaste åren.

Gäckande tjänsteinflation av olika skäl. Gemensamt för många ekonomier är att tjänsteinflationen är fortsatt något för hög. Drivkrafterna bakom (hyror, löner, arbetsmarknad och konjunkturläge) skiljer sig till viss del åt mellan länder. Framför allt hyror ökar fortfarande mycket i flera länder, främst i USA men även i Europa, och är ett tydligt exempel på att det tar tid för en inflationschock att ta sig genom systemet. I USA har den starka ekonomin och arbetsmarknaden också bidragit till en högre tjänsteinflation även om hyror numera är huvud-förklaringen till att kärninflationen ligger över

målet. I euroområdet är det nästan bara tjänstepriser som håller upp inflationen p g a höga löneökningar. En liknande utveckling ser vi också i Storbritannien där Brexit bidragit till en stram arbetsmarknad. I det sammanhanget är t ex svensk inflationsdynamik ganska fördelaktig; tjänstepriser driver inflationen men med relativt måttliga löneökningar begränsas inflationsrisken.

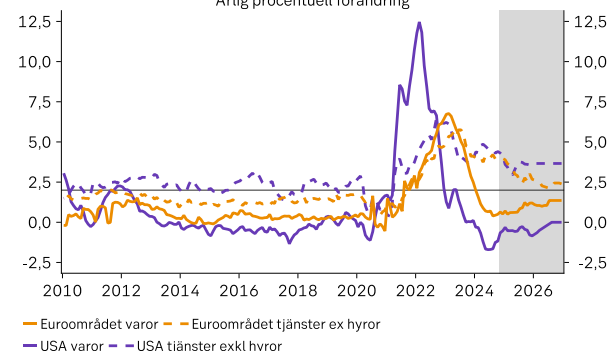
Kärninflationen på väg ner men i olika takt
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Måttlig varuprisuppgång. Vi räknar med att varuprisinflationen blir måttlig kommande år. Vissa fraktpriser har fallit medan andra fortfarande är högre än för ett antal år sedan. Prisutvecklingen skiljer sig en hel del åt för olika råvaror, inte minst livsmedel. För vissa viktiga stapelvaror (t ex vete) har priserna nu fallit till 2021 års nivåer, medan priset på mejerivaror stigit under merparten av 2024 och är nästan tillbaka till toppnivåerna 2022. Mest uppmärksamhet har varor som kaffe och kakao fått. Även om de utgör en liten del av konsumtionskorgen påverkar prisuppgången totalindex. Med andra livsmedel som dämpar utvecklingen bedöms livsmedelspriser som helhet ändå stiga mer måttligt. Det står däremot klart att en återgång till prisnivåerna vi hade för några år sedan är osannolik.

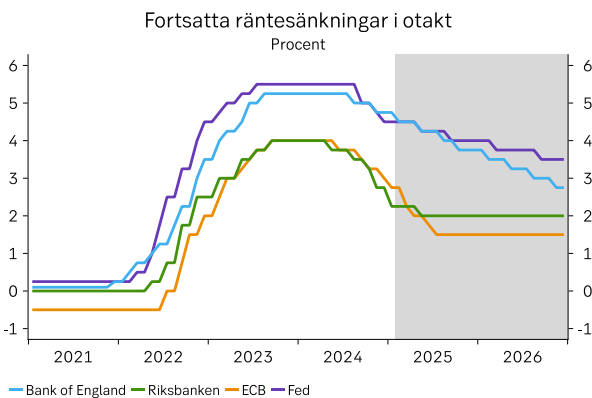
Tjänstepriser fortsatt över historiska genomsnitt
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Energi: Opec+ håller inslagen kurs

Efter att Brentoljan under hösten varit nere vid nivån 70 dollar/fat bröt oljepriset över 80-nivån i början av 2025. Skälet är framför allt en sämre utbuds- och efterfrågebalans som uppstod redan under slutet av 2024 och att president Biden under sina sista veckor i Vita huset införde utökade sanktioner på rysk olje- och gasproduktion samt transporter. Vår bedömning är att Opec+ styr priserna, att 70 dollar per fat är en nivå som medlemmarna inte vill understiga och att oljepriset ligger på 75 dollar/fat under 2025 för att sedan stiga till drygt 85 dollar/fat 2026 (mätt som årsgenomsnitt). Opec+ har reservkapacitet för att hantera utbudsstörningar och vill undvika ett alltför högt pris då det kan få andra länder att öka sin produktion (med negativ priseffekt längre fram). Prisnivån sticker inte ut i ett historiskt perspektiv: 20-årsnittet ligger på 77 dollar/fat (102 dollar i reala termer). Naturgaspriset i Europa har pressats upp av de senaste USA-sanktionerna och till viss del p g a oro för en kall vinter. Vi tror att priserna ska falla tillbaka när vi lagt vintern bakom oss. Prisnivån 2025 väntas dock ligga något över den vi såg 2024.



Räntesänkningar framöver men i olika takt

I fjol hade både Fed och ECB segern mot inflationen inom räckhåll och styrräntor började sänkas. Riktningen var tydlig, men inte takten. Detta präglar även 2025–2026. Inflationsoptimismen består men med fortsatt stor osäkerhet kring när och hur de sista sänkingsstegen ska tas för att uthålligt nå inflationsmålen. Osäkerheten gäller både underliggande prisdynamik och nya inflationsrisker från tullar och handelspolitik. Inflationförväntningarna är i linje med målen för både ECB och Fed, även om de stigit något den senaste tiden (USA). Med- och motgångar för makroekonomiska månadsdata väntas fortsätta ge stora svängningar i förväntningsbilden kring centralbankernas styrräntor. Centralbanker kan delvis skifta fokus från inflationsbekämpning till att stötta ekonomin. Tullar ser vi främst som en inflations-

risk för USA medan inflationen kan bli lägre i Europa om Kina styr om sin export från USA till EU. De finansiella förhållandena i USA har lättat i USA när Fed sänkt räntan trots fortsatt motvind från höga obligationsräntor.

Centralbanker

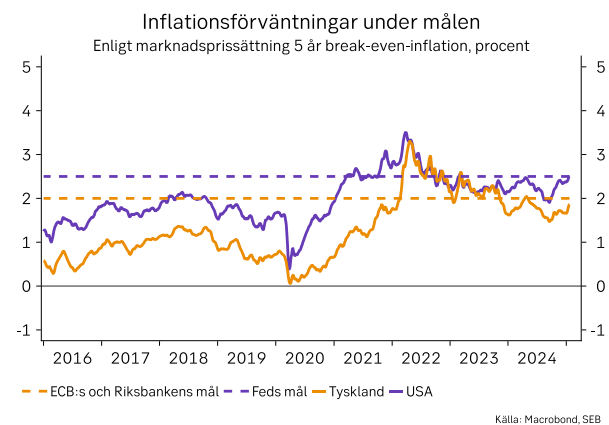
Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	23 jan	2024	2025	2026
Federal Reserve	4,50	4,50	4,00	3,50
ECB*	3,00	3,00	1,50	1,50
Bank of England	4,75	4,75	3,75	2,75
Norges Bank	4,50	4,50	3,50	3,00
Riksbanken	2,50	2,50	2,00	2,00

* Inlåningsränta

Källa: SEB

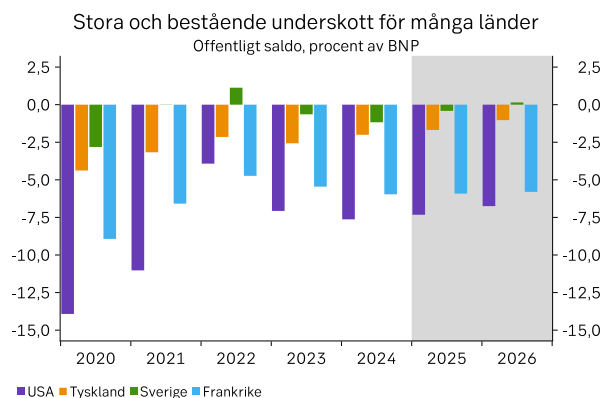
ECB växlar upp och Fed växlar ner takten. Slutsatsen blir att skillnader i tillväxt- och inflationsdynamik gör att Fed och ECB går i olika sänkningstakt 2025–2026. När inflationen under våren närmar sig ECB:s mål snabbas räntesänkningstakten på och inlåningsräntan når 1,50 procent till sommaren. Fed har, förutom en fortsatt stark ekonomi och långsammare inflationsnedgång, vissa inflationistiska risker av Trumps politik att beakta. Fed-räntan sänks med 25 räntepunkter per halvår både 2025 och 2026 och botten därmed på 3,50 procent. Slutpunkten bedöms vara strax under neutral nivå för ECB och strax över neutral nivå för Fed. Skillnader i sänkningstakt förklaras främst av olika inflations- och konjunkturlägen. Detta är även skälen till att Riksbanken går klart snabbare fram än t ex Norges Bank.



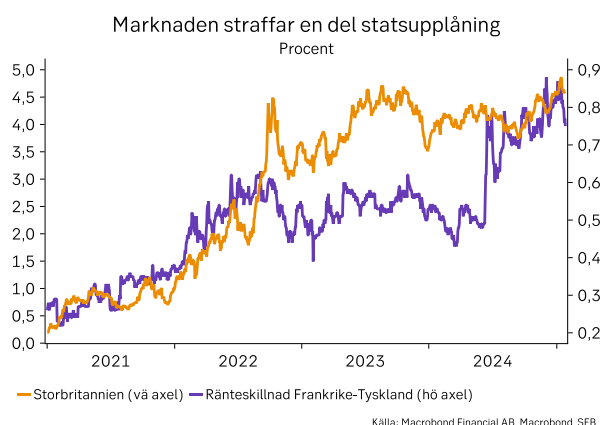
Finanspolitisk motvind

Finanspolitiken ställs inför många prövningar i ett för flera länder redan ansträngt och utmanande läge. De senaste decenniernas kris- och stimulanspolitik gör att manöverutrymmet är tydligt begränsat när regeringar efter supervalåret 2024 ska omsätta valresultat i ny

politik. Många frågor ska hanteras – från en ökad populism, åldrande befolkningar, grön omställning och försvarssatsningar, till global konkurrens och risk för handelskrig i ett läge med ofta politiskt splittrade parlament. USA:s agerande på t ex det internationella skatteområdet kan få finanspolitiska konsekvenser i och med att Trump lyft frågan om hur (och var) globala företag ska beskattas.



Vågar politiken utmana marknaderna? Betydande underskott, refinansiering av (stora) skulder och fortsatt kvantitativa åtstramningar (QT-politik) gör att stater måste låna och refinansiera rekordbelopp. Hittills har marknaden kunnat absorbera en utökad statspappersstock utan större problem. Vi ser dock att reaktionerna börjar bli större i statsfinansiellt utsatta länder. Ett exempel är Storbritannien vars räntor steg – och valutans föll – efter höstens budgetförslag. Även Frankrikes ränteskillnad mot Tyskland har ökat sedan nya valet förra sommaren.



Även för USA har den statsfinansiella risken ökat, både på grund av historiskt stora budgetunderskott i utgångsläget och av oron för att Trumps finanspolitik ska förvärra läget. Att marknaden ska tappa förtroende för något större lands upplåning är inte vårt huvudscenari, men vi tror ändå att politiker i statsfinansiellt utsatta länder kommer att behöva gå försiktigt fram. Det gäller också USA där vi tror att även Trump, som ju kommer

från fastighetsmarknaden, ser risker i högre långräntor. För USA:s del väntar vi oss en i stort sett neutral till svagt expansiv finanspolitik och för euroområdet en svagt åtstramande. Fortsatt bristande finanspolitisk disciplin i USA bidrar till ett högre ränteläge och att Fed går långsammare fram. För euroområdet, som skulle behöva mer stimulanspolitik, läggs ansvaret för en högre tillväxt på ECB.

Volatila långräntor utan tydlig trend

Fjolåret var en berg- och dalbana för räntemarknaden, med stora rörelser inom breda ränteintervall men relativt små förändringar totalt sett mellan årets inledning och slut. Men under december såg vi att långräntor vände tydligt upp. Sedan dess har marknaden prisat in färre styrräntesänkningar från Fed vilket drivit upp även långa räntor. En viss lättnad direkt efter att Trump tillträtt fick dock räntor att falla. I fokus är nu Trumps politik och i vilken utsträckning tullar, budgetunderskott, tillväxt och Feds förutsättningar kommer att förändras.

USA: Lägre kortränta och högre löptidspremie.

Historiken ger att styrränteförväntningarna är centrala för prognosen för längre löptider. I nuläget visar långa räntor ingen större oro för Trumps politik. Vår prognos för USA-ekonomin, med en måttlig inbromsning och stegvis inflationsnedgång, bör vara positivt för obligationsmarknaden och ge något lägre långräntor så länge förtroendet för uthålligheten i de offentliga finanserna inte blir ett problem. Vi väntar oss att 10-årsräntan rör sig sidledes i intervallet 4,20-5,00 procent kommande år.

Små rörelser för tyska 10-åringen. Den tyska räntepågången vi sett i USA:s spår är inte motiverad av nationella faktorer. Framöver tror vi att långa räntor i euroområdet kommer att hållas tillbaka av lägre ECB-räntor. I andra riktningen drar dock högre emissioner av statsobligationer. Tyska 10-åringen ligger i stort inom intervallet 2,20-2,50 procent och något högre 2026.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	23 jan 2025	Jun 2025	Dec 2025	Dec 2026
USA	4,65	4,40	4,50	4,70
Tyskland	2,52	2,30	2,40	2,60
Sverige	2,37	2,35	2,50	2,75
Norge	3,89	3,65	3,70	3,80

Källa: Centralbanker, SEB.

Ökat utbud lyfter svenska långräntor.

Statsobligationsutbudet i Sverige har ökat rejält i takt med att underskotten blivit större och Riksbanken har minskat sitt innehav. Vi väntar oss att Riksgälden ökar emissionsvolymerna senare i år med mer än vad marknaden förväntar sig. Det, tillsammans med skillnader i relativ penningpolitik där ECB sänker räntan mer än Riksbanken i år, gör att den svenska 10-årsräntan stiger över den tyska under 2025 och 2026. Norska 10-årsräntan går i stort sett sidledes och ligger i slutet av prognoshorizonten ungefär på dagens nivå. Långräntan följer den internationella utvecklingen men styrräntesänkningar och lite lägre utbud gör att avståndet till tyska räntor minskar.

Dollarstyrka ett tag till

Vi räknar med att valutamarknaden, framför allt under våren, kommer att vara rubrikstyrd med amerikansk politik och tullar i fokus. Dollarstyrkan fortsätter och drivkrafterna är som tidigare; en stark USA-ekonomi och en tullriskpremie efter att Trump tillträtt i Vita Huset talar för en stark dollar. För EUR/USD utvecklingen talar dessutom en svag tillväxtåterhämtning och snabbare ECB-sänkningar för en svag euro. Osäkerheten kring USA:s politik gör att tullpremien väntas vara den främsta faktorn under hösten vilket sammanfaller med när ECB sänker räntan snabbare än Fed. Tillsammans får dessa faktorer dollarn att stärkas; EUR/USD når 1,01 till sommaren. Mindre tullrisk och mindre tillväxt och ränteskillnader mellan USA och euroområdet ger därefter en succesiv förstärkning, EUR/USD går mot 1,05 vid slutet av i år och stiger något ytterligare under 2026.

Valutakurser, i slutet av perioden

	23 jan	Jun	Dec	Dec
	2025	2025	2025	2026
EUR/USD	1,04	1,01	1,03	1,07
USD/JPY	156	154	150	148
EUR/GBP	0,85	0,85	0,87	0,90
EUR/SEK	11,48	11,45	11,30	11,10
EUR/NOK	11,82	11,65	11,60	11,40

Källa: Bloomberg, SEB.

Kronan starkare mot EUR men inte mot USD under första halvåret.

Under första halvåret, när euron har mest motvind, förstärks kronan och kronan mot euron, men försvagas mot dollarn. Därefter inleds en succesiv förstärkning av båda kronorna mot både euron och dollarn, om än i måttlig takt. Svenska kronan är främst driven av tillväxtuppväxling, dock med en risk att låg ränta återigen kan göra leda till carry-handel, dvs att

långräntevalutor används som finansieringsvaluta. En sådan utveckling skulle kunna förlänga kronans svaghet.


Aktier: Turbulent inledning, hoppfullt på sikt

Stigande obligationsräntor och minskad riskvilja i spåren av ökad geopolitisk osäkerhet gör att inledningen av börsåret kan bli volatilt. Nuvarande vinstprognoser tyder på att aktiemarknadens aktörer har förväntningar om ett tydligt uppsving i amerikansk tillväxt med president Trump i Vita huset. Vårt huvudscenari är att en begränsad grad av stimulans så småningom kommer att sättas in i USA och att det tyska valet och Kinas kongress kommer att leda till mer omfattande stimulanser i Kina och i bästa fall Europa. Ur ett börsperspektiv talar detta för en neutral allokering på kort sikt, som ersätts av en förnyad övervikt i aktier fram mot sommaren. För helåret förväntar vi oss en blygsam, men positiv avkastning. Ur ett regionalt perspektiv är USA:s exceptionella utveckling fullt inprisad medan t ex de nordiska börserna är lägre värderade. Det tyder på att avkastningen kommer att vara mer balanserad geografiskt än under 2024, troligen med en viss fördel Norden.

Tema:

Åldrande befolkning

Megatrenden som utmanar ekonomier och samhällen

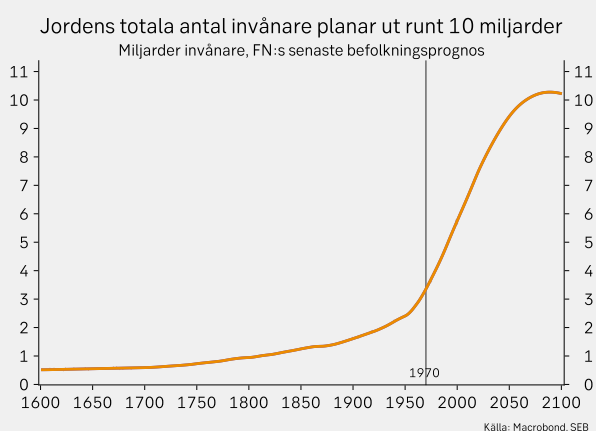


Fallande födelsetal och stigande medellivslängd gör att världens befolkningsstruktur förändras dramatiskt. Tidigare oro för en snabbt växande global befolkning har i huvudsak ersatts med oro för en snabbt åldrande befolkning. Många länder står inför en situation där allt fler äldre behöver försörjas av en krympande arbetskraft. En åldrande befolkning sätter press uppåt på välfärdsutgifterna och nedåt på tillväxten. Demografins påverkan på ekonomin är visserligen svåranalyserad och effekterna på inflation, räntor, börs och tillväxt har inte alltid blivit de förväntade. Megatrenden med en snabbt åldrande världsbefolkning är dock väl värd att fokusera på, få krafter är starkare när det gäller den långsiktiga ekonomiska utvecklingen.

Är det alltid kris i befolkningsfrågan? Frågan är berättigad. Under lång tid har både naturvetare och samhällsvetare ägnat sig åt att studera demografins utveckling, såväl i enskilda länder som i världen i stort, och funderat över påverkan på samhällen, ekonomi, politik, välfärd, sjukvård, värderingar, klimat, miljö, konflikter och mycket annat. Inte sällan har ämnet omgärdats av oro och en viss dysterhet i framtids-utsikterna och ja, under lång tid har det talats om någon form av kris i befolkningsfrågan.

Krisen har dock ändrat karaktär under tidens gång. Ur ett svenskt perspektiv handlade visserligen Alva och Gunnar Myrdals bok "Kris i befolkningsfrågan" från 1934 om fallande födelsetal och vad som kan göras för att höja dem. Men under större delen av 1900-talet ansågs problemet snarare vara det omvända: Höga födelsetal gav en snabbt växande befolkning och många såg framför sig en överbefolkad planet med svåra implikationer för allt ifrån miljö- och klimatutveckling till ökade risker för territoriella konflikter, ohanterliga migrationsströmmar och otillräcklig matförsörjning. Skulle vi ens få plats på jorden?

I efterhand kan farhågorna tyckas överdrivna men det är inte svårt att förstå hur de uppstod. Det tog i princip hela mänsklighetens historia på runt 300 000 år för befolkningen att växa till 1 miljard. Det skedde runt år 1800. Den andra miljarden tog bara knappt 130 år att få ihop, den tredje drygt 30 år och den fjärde knappt 15 år. Varje ny miljard i befolkningsökningen gick snabbare än den föregående. Så sent som i mitten av 1960-talet var den globala medel-Svenssonfamiljen en fembarnsfamilj och global överbefolkning räknades som ett existentiellt hot. Tittar vi på utvecklingen i figuren nedan och tänker oss att vi bara hade informationen fram till 1970, såg ökningen ett par årtionden framåt närmast exponentiell ut och oron är lätt att förstå.

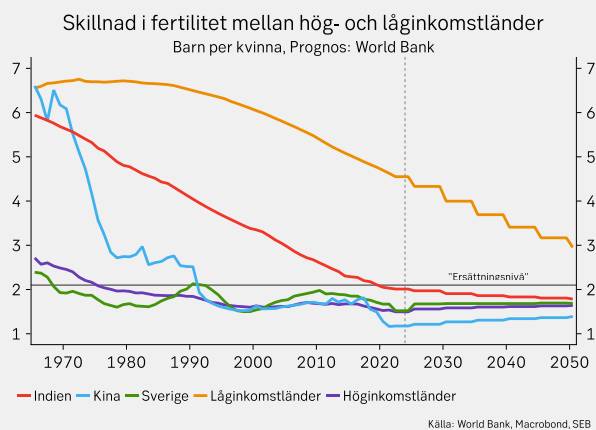


Idag ser den demografiska utmaningen annorlunda ut. Det finns länder och regioner som är överbefolkade och både matförsörjning och planetära begränsningar är högst reella problem. Men de mest grundläggande frågorna, t ex om vi kommer att få plats på planeten, har i huvudsak lagts åt sidan. Mot slutet av 1900-talet blev det tydligt att befolkningsökningstakten skulle komma att avta. När samhällen blev rikare och – ännu viktigare – satsningar gjordes på mödravård, utbildning, familjeplanering, förlossningsvård och vaccinationsprogram, minskade både barnadödligheten och födelsetalen kraftigt och idag är det globala snittet omkring 2,3 barn per kvinna. Världens befolkning väntas enligt FN:s prognoser toppa på drygt 10 miljarder i mitten av 2070-talet för att därefter vända svagt nedåt. Det är därmed få som ser hotet om en extrem befolkningstillväxt som överhängande.

I stället riktas fokus på att befolkningen åldras. Det sker i snabb takt och orsakas av att barnafödandet sjunker och medellivslängden ökar. Övergången från en värld med många barn, en ständigt ökande arbetskraft och relativt få äldre, till en värld med (relativt sett) färre barn, en minskande andel i arbetsför ålder och fler äldre

som behöver försörjning, sjukvård och omsorg, är utmanande. Utvecklingen ser olika ut i olika delar av världen och vissa länder har kommit långt i processen och redan börjat se sina befolkningar både åldras och krympa. Typexemplet är Japan där drygt 35 procent av befolkningen är över 60 år och som i 15 år i rad haft en minskande befolkning. Andra länder har relativa fördelar av alltså unga befolkningar. Förenklat kan det sägas att de rikare länderna kommit längst i utvecklingen mot en åldrande befolkning medan ett antal länder med lägre inkomstnivåer ännu har en mer fördelaktig demografisk struktur. Den kontinent med yngst åldersprofil och snabbast befolkningstillväxt är Afrika. FN beräknar att i stort sett hela den återstående globala befolkningsökningen kommer att ske i Afrika som ska gå från dagens ca 1,3 miljarder människor till runt 3 miljarder i slutet av seklet.

Men den stora bilden är alltså åldrande och stagnerande befolkningar och idag har ungefär hälften av världens länder, med sammantaget runt 70 procent av världens befolkning, födelsetal som understiger den så kallade ersättningsnivån på 2,1 barn per kvinna. Ersättningsnivån är den nivå på födelsetal som över tid krävs för att hålla storleken på en i övrigt stabil befolkning konstant, utan nettomigration och med oförändrad medellivslängd.

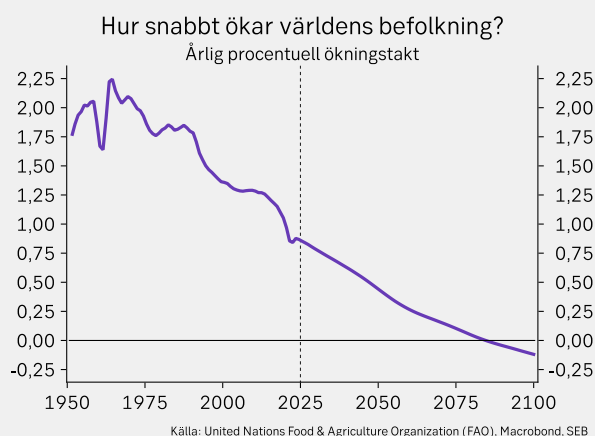


Demografins påverkan på den reala ekonomin är stor. Det gäller både för enskilda länder och för den globala utvecklingen. Visserligen är de demografiska faktorerna mer trögörliga än många andra variabler som ekonomer tittar på, men över tid är det få saker som är mer centrala: I de enklaste modellerna konstateras att en åldrande befolkningen i ett land leder till en minskad andel yrkesaktiva och en ökad andel äldre. När många lämnar arbetslivet kan det, allt annat lika, produceras färre varor och tjänster i landet samtidigt som efterfrågan är lika stor eller till och med ökar. Effekten

kan då, förutom en stagnerande tillväxt, bli högre inflationstryck och försvagad handelsbalans när mer behöver importeras som kompensation för den minskade inhemska produktionen. Vidare ökar pressen på de offentliga försörjningssystemen, framför allt pensionssystemen, samtidigt som behov och efterfrågan på välfärdstjänster som hälso- och sjukvård och äldreomsorg också ökar. Läger man därtill de minskade skatteintäkter som väntas när fler är pensionärer och färre jobbar, framträder en tydlig bild av både svagare tillväxt och försvagade offentliga finanser när befolkningen åldras.

Även de finansiella delarna av ekonomin påverkas.

Enligt vedertagna livscykelhypoteser sparar människor under tiden vi arbetar och har bra inkomster för att sedan kunna konsumera dessa resurser när vi är pensionärer och har lägre inkomster. När en stor grupp människor sparar samtidigt uppstår ett sparöverskott som trycker ner inflation och räntor och trycker upp priset på finansiella tillgångar, t.ex. aktier. När denna stora grupp sedan går i pension borde det omvända uppstå, dvs. sparandet minskar, räntorna stiger och aktiekurserna faller. Den här diskussionen och synsättet var särskilt närvarande under 2000- och delar av 2010-talet när den stora "babyboom"-generationen närmade sig slutet på arbetslivet. (I Sverige pratar vi om "40-talisterna" vilket är lite missvisande eftersom det snarare handlar om gruppen som föddes under årtiondet direkt efter andra världskrigets slut, dvs mellan 1945 och 1955.)



Verkligheten är dock som vanligt otydligare än teorin.

Empiriskt är det svårt att visa på glasklara samband mellan befolkningssammansättningen och t.ex. tillväxt, bytesbalans och budgetbalans. Vi kan också konstatera att babyboom-generationen kunde gå i pension utan att inflation, räntor eller tillgångspriser reagerade nämnvärt. Det var inte så att de nyblivna pensionärerna

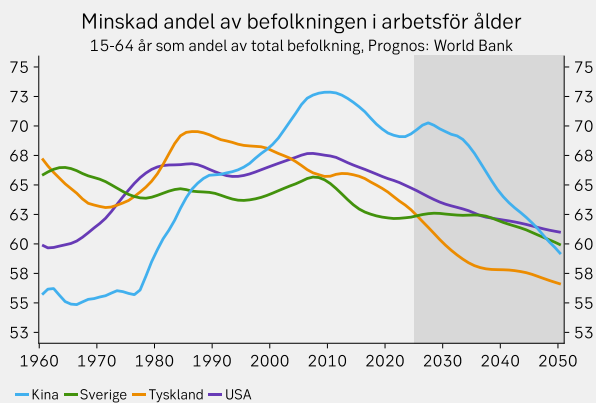
slutade spara, sålde sina aktier och satte i gång att leva upp sina tillgångar med sikte på att ha tömt kontona på den yttersta dagen. Nu är den vanligaste teorin snarare att så länge världen i stort fortsätter att åldras (vilket den kommer att fortsätta göra under överskådlig framtid) så är demografien en fortsatt kraft för sparöverskott och låga räntor, oavsett storleken på de individuella generationerna.

Att effekterna kan vara svåranalyserade gör dem dock inte mindre viktiga.

För enskilda länder och enskilda år är det väldigt många faktorer som påverkar utvecklingen men på lång sikt är det svårt att ducka för demografins makt, särskilt när det gäller den reala ekonomin. Låt oss titta på giganterna Kina och Indien. Under 2023 nådde Indiens befolkning 1,4 miljarder invånare och landet gick i kapp och förbi Kina som världens folkrikaste land. Och medan Indiens befolkning är ung och fortsätter att växa med omkring 15 miljoner per år, har Kinas, med ett födelsetal på bara 1,1 barn per kvinna, krympt två år i rad. Visserligen är nedgången hittills bara ett par miljoner om året men det är första gången det hänt sedan den stora svältkatastrofen under Mao och utvecklingen kommer att accelerera. Enligt FN:s prognoser kommer år 2100 Kinas befolkning att nästan ha halverats till 786 miljoner samtidigt som 50 procent av befolkningen är över 60 år. Visst kan utvecklingen påverkas på marginalen, t ex med högre födelsetal och ökad invandring, men den stora bilden går knappast att förändra. Efter 36 år med ettbarnspolitik (mellan 1979 och 2015) är skadan på befolkningsstrukturen redan ett faktum och det finns helt enkelt för små årskullar med kvinnor i barnafödande ålder. Det skulle krävas ett enormt uppsving i födelsetalen för att ändra utvecklingen och några sådana tecken syns inte. Den kommande utvecklingen skiljer sig därmed dramatiskt från den tidigare, då demografien var en stark drivkraft för kinesisk tillväxt. Under tidigt 90-tal växte Kinas befolkning med 20 miljoner personer per år och endast 8 procent av befolkningen var över 60 år. Den växande arbetskraften, i kombination med låga löner, lade grunden för en snabbt växande industri. Landet kunde prioritera investeringar i utbildning, infrastruktur och produktion i stället för att fokusera på pensioner och äldreomsorg. Ettbarnspolitiken gjorde även att kostnader för barnomsorg var låg och en stor och ökande andel av befolkningen kunde ansluta till arbetskraften. Med tvåsiffriga årliga tillväxttall kunde Kina långt mer än fördubbla sin BNP mellan 1990 och år 2000, både totalt och per capita. Sedan dess har tillväxttakten fallit och med Kinas demografiska framtid kan vi vara säkra på att den utvecklingen fortsätter.

Tiden då Kina kunde vara hela världens ekonomiska draglok är därmed sannolikt över. Indien har som sagt både större och yngre befolkning och dessutom en högre tillväxt. Men då ekonomin än så länge bara är en femtedel av Kinas, tar det tid att komma i kapp.

Även Europa har stora demografiska utmaningar och samtliga EU-länder har ett barnafödande under ersättningsnivån på 2,1. Snittet för EU-länderna ligger på ca 1,5 barn per kvinna och Sverige ligger något lägre på 1,45. Att det är en bra bit ned till Sydkorea, med ett födelsetal på 0,7, är en klen tröst i sammanhanget. Stigande medellivslängd gör att även EU-länderna har en stadigt krympande andel av befolkningen som är i arbetsför ålder, även om utvecklingen inte är riktigt lika dramatisk som i Kina.



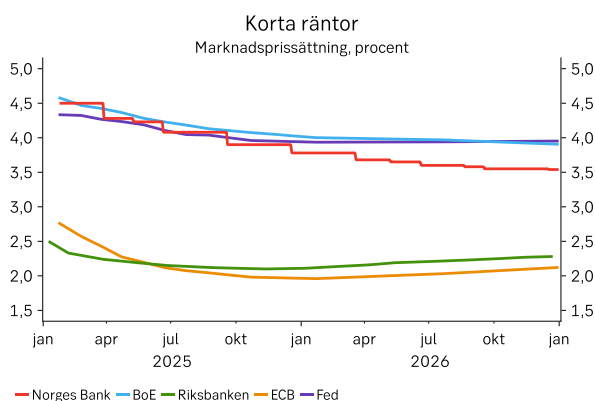
I ekonomiska termer innebär det ett strukturellt tryck nedåt på tillväxten och uppåt på välfärdsutgifterna. Det skulle i viss mån kunna kompenseras med olika kombinationer av höjd pensionsålder, ökad arbetskraftsinvandring och tidigare arbetsmarknadsinträde men alla åtgärderna har svårigheter. Inte minst när det gäller invandringen har motståndet ökat i många länder och stramare regler förefaller troligare än generösare. I stället sätter många hoppet till teknisk utveckling och ökad produktivitet. Allt ifrån robotar i barn- och äldreomsorg till ökad AI-användning som kan ta över vissa arbetsuppgifter för att frigöra arbetskraft till andra, både diskuteras och testas. Behovet av ökad produktivitet diskuteras även i Mario Draghis uppmärksammade rapport om europeisk konkurrenskraft men det återstår att se om EU förmår att ta steg i den riktningen. Vi får därmed konstatera att den demografiska utvecklingen är utmanande och att krisen i befolkningsfrågan ännu väntar på en tillfredsställande lösning.

Räntemarknaden

Volatila marknader utan riktning

Trots en del yviga utspel tror vi att president Trump vill undvika att uppröra marknaden i detta läge och förutspår viss konsolidering i räntemarknaden. Lägre styrräntor ger stöd åt obligationer, vilket motverkas av viss oro för inflationen och finanspolitiken i USA, och ECB:s balansräkningspolitik i euroområdet, vilket resulterar i volatila marknader utan tydlig riktning.

2024 var en berg- och dalbana för räntemarknaden, präglad av breda handelsintervall men relativt modesta nettoförändringar i amerikanska och tyska långa statslåneräntor fram till december, då räntorna tydligt vände uppåt. Sedan uppgången i december har ompriset i räntemarknaden till största del drivits av av förväntningar om betydligt färre räntesänkningar, vilket har fått obligationsräntorna att stiga. Med president Trump i Vita Huset kommer räntemarknaden att noggrant följa hans politik, särskilt finans- och tullpolitiken med potentiell inverkan på inflation, tillväxt, upplåningsbehov och Federal Reserves förutsättningar.



USA: Lägre styrräntor motverkar stigande

terminspremier. Historiken talar för att utsikterna för styrräntan på medellång sikt är en nyckelfaktor för räntorna längs hela avkastningskurvan. Enligt vår analys är nuvarande marknadsprissättning förenlig med relativt ihållande inflation och en motståndskraftig ekonomi i år, följt av en möjlig tillväxtuppgång under 2026. Hittills visar inte långa amerikanska räntor några tydliga riskpremier gällande Trump/finanspolitiken. Utvecklingen på räntemarknaden framöver kommer

bero på hur utsikterna för dessa nyckelfaktorer förändras över tid. Om den amerikanska ekonomin kyls av gradvis och inflationen hålls under kontroll trots tullar, som vi tror, kan marknads styrränteförväntningar sjunka något. Det skulle vara positivt för obligationsmarknaden, om inte den finanspolitiska oron blir en dominerande faktor, vilket verkar osannolikt under 2025. Vi tror att räntan på en 10-årig statsobligation kommer att sakna tydlig riktning kommande två åren och mestadels röra sig runt 4,20-5,00 procent.

Euroområdet: Riktninglös. Högre amerikanska räntor bidrog till att den tyska tioårsräntan steg till 2,65 procent i mitten av januari, en rörelse som inte motiverades av nationella faktorer. Vi tror inte att marknaden vänder om för att prissätta fler sänkningar från ECB, vilket motverkar den negativa effekten från stigande utbud av statsobligationer när ECB minskar balansräkningen. Vi tror att den tyska tioårsräntan kommer att röra sig mellan 2,20 och 2,50 procent under 2025, och stiga till 2,60 procent under 2026.

10-åriga statslåneräntor

Procent

	Jan 23	Jun -25	Dec -25	Dec -26
USA	4,65	4,40	4,50	4,70
Tyskland	2,52	2,30	2,40	2,60
Sverige	2,37	2,35	2,50	2,75
Norge	3,89	3,65	3,70	3,80

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: Ökat utbud lyfter statsräntorna. Svenska långräntor har stigit lite mer än tyska sedan mitten av förra året, men räntan på en tioårig svensk statsobligation är fortfarande något lägre. Utbudet av obligationer har ökat betydligt på grund av Riksbankens försäljningar och underskott i statsbudgeten. Vi räknar med att Riksgälden behöver höja auktionsvolymerna under andra halvåret 2025. Dessutom tror vi att ECB kommer att sänka räntan betydligt mer än Riksbanken under 2025, och mer än vad marknaden räknar med. Ökat obligationsutbud och penningpolitiska skillnader talar för att räntan på en svensk tioårig statsobligation stiger till en lite högre nivå än de tyska under 2025 och 2026.

Norge: Räntesänkningar ger stöd.

Långa statslåneräntor har nära följt utvecklingen utomlands, särskilt tyska räntor. Det indikerar att även norska räntor kommer att handlas riktninglös i år. Något mindre obligationsutbud och vår förväntning om att marknaden kommer att prissätta fler sänkningar från Norges Bank, ger dock stöd åt gradvis mindre ränteskillnader jämfört med tyska obligationer.

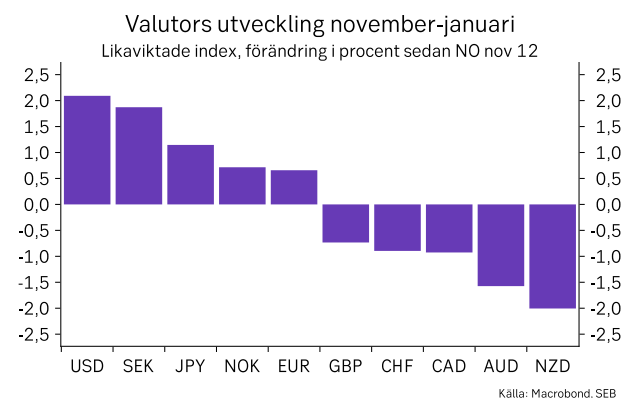
Valutamarknaden

Starkare dollar när tullar kommer på plats

Dollarstyrkan från i höstas fortsätter under våren då förväntade tullar försvagar flertalet andra valutor. Under hösten kan tullriskpremien avta vilket tillsammans med att amerikansk tillväxt så småningom växlar ner, leder till en försiktig dollarförsvagning. Euron utmanas av regionens låga tillväxt, inflation och fler räntesänkningar från ECB under 2025 än marknaden räknar med. Det gör att SEK och NOK kan stärkas mot EUR under första halvan av 2025, även om de tappar mot USD.

Volatil höst. USD försvagades i höstas efter oro för en amerikansk hårdlandning och utsikter om inledande Fed-sänkningar som sedermera levererades i september. Valutamarknaden vände snabbt när främst två faktorer pekade mot starkare USD och en mot svagare EUR: Stark USA-tillväxt och Trumps valvinst bidrog båda till högre USA-räntor. Samtidigt försvagades euron av en trögare tillväxtåterhämtning och snabbare inflationsnedgång.

Tullpremie främsta faktorn under första halvåret. Sedan Trumps installation 20 januari har dollarstyrkan kommit av sig något, vilket främst beror på att tullar inte infördes omedelbart. Vi väntar oss dock tullar senare under året och att tullriskpremien återkommer och ger dollarn stöd under första halvåret. Euron möter samtidigt fortsatt motvind när tillväxtstödet dröjer och ECB sänker räntan mer än Fed. Vi väntar oss att EUR/USD bottnar kring 1,01 till sommaren.



Kronan svagare mot USD under våren. Vi väntar oss en svängig vår för den svenska och norska kronan som slutar

i en viss förstärkning mot euron, mest drivet av euro-svaghet men för svensk del även en starkare tillväxt. En tullpremie bidrar däremot till svagare nivåer mot dollarn, framför allt för den svenska kronan. Det finns som alltid risker för prognosen. Om valutamarknadens fokus återigen riktas på carry innebär Riksbankens sänkningar en globalt sett låg ränta och kronan blir därmed en finansieringsvaluta. Kronan kan också ses som en relativ förlorare om kraftigare tullar återigen blir aktuella då Sverige är en liten och öppen ekonomi. För norska kronan är båda dessa risker mindre och vi tror därför på en mindre försvagning mot dollarn.

Starkare euro under hösten. Tullpremien avtar under hösten och relativa räntor stöder inte längre en lägre EUR/USD och marknaden väntar sig så småningom en konvergens av tillväxten mellan USA och euroområdet. Det bör leda till en något högre EUR/USD men med en begränsad återhämtning i euroområdet blir uppgången försiktig; EUR/USD når 1,03 i slutet av 2025. En sådan miljö ger förutsättningar för att SEK och NOK stärks mot både EUR och USD i linje med vanliga mönster där de handlas som 'högbeta'-EUR dvs de rör sig i samma riktning som EUR mot USD, men med större magnitud.

Valutakurser

	23 Jan	Jun-25	Dec-25	Dec-26
EUR/USD	1,04	1,01	1,03	1,07
USD/JPY	156	154	150	148
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,90
EUR/SEK	11,45	11,45	11,30	11,10
EUR/NOK	11,73	11,65	11,60	11,40
USD/SEK	11,03	11,34	10,97	10,37
USD/NOK	11,28	11,53	11,26	10,65

Källa: Bloomberg, SEB

Pund och yen åt olika håll. Pundet, som de senaste åren gått stark med stöd av en hög ränta, förlorar mark då Bank of England bland annat sänker räntan mer. Yenen, som å andra sidan gått svagt de senaste åren har möjlighet till återhämtning, bland annat för att Bank of Japan går mot strömmen och höjer räntan i år. JPY väntas gå förhållandevis starkt i en miljö med tullriskpremie då tullarna bör drabba andra länder hårdare. Något som var fallet under handelskriget 2018 då JPY var den enda G10- valuta som stärktes mot USD.

Rubrikstyrd och svängig valutamarknad. Vi räknar med att valutamarknaden, blir rubrikstyrd med amerikansk tullpolitik i fokus, framför allt under våren. Relativ penningpolitik och ekonomiska fundamenta är viktiga men tullfrågan dominerar. I ett scenario med kraftigare tullar bör USD gå starkare än våra prognoser och vice versa.

Aktiemarknaden

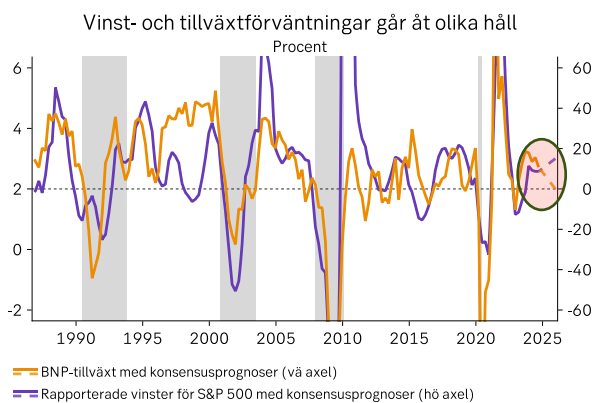
Volatil start på året

Globala aktiemarknader har haft en volatil start på året. Anledningen är stigande obligationsräntor och försvagad riskvilja hos investerare i spåren av ökad global politisk osäkerhet. Nuvarande vinstprognoser verkar bygga på förväntningar om att president Trump kan ge den amerikanska tillväxten ett uppsving, men initiala politiska åtgärder tyder på att detta inte är högsta prioritet. Vi förblir neutrala till aktier kontra obligations, tills vi ser bredare stimulanser globalt.

Inflationen fördröjer en bred vinståterhämtning.

Under 2024 lyckades den amerikanska ekonomin hålla sig kvar på mjuklandningsspåret och undvek en hårdlandning men också ett scenario där tillväxten blev för stark för att inflationen skulle kunna fortsätta ned. Fed höjde ränteförväntningarna när tillväxten förbättrades och inflationsutvecklingen avstannade, och vice versa när ekonomin försvagades. Detta var i slutändan anledningen till att den breda globala vinståterhämtning som både vi och de flesta aktieanalytiker hade förväntat oss, inte blev verklighet.

När vi går in i 2025 kvarstår detta mjuklandnings-scenario efter att Fed under de sista månaderna i fjol drev upp ränteförväntningarna för att kyla av ekonomin. Vi blev neutrala inställda till aktier i början av året eftersom det verkade osannolikt att Fed skulle sänka räntan i början av 2025 och de globala ledande indikatorerna tappade fart.

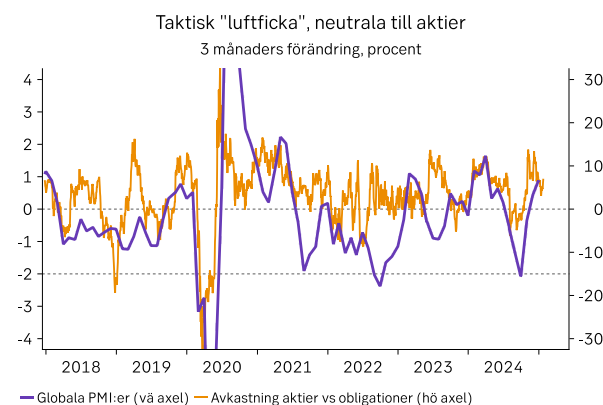


Vår bedömning är att aktieplacera hade förväntat sig väldigt gynnsamma tillväxtutsikter med president Trump i Vita huset. Analytiker förväntar sig en

vinsttillväxt på 15 procent i år för bolagen i S&P 500, vilket bara är realistiskt med en amerikansk BNP-tillväxt på cirka 3 procent. En sådan tillväxt blir svårt att nå utan vare sig finans- eller penningpolitisk stimulans.

Medan Trump levererade starka policysignaler och beslut på installationsdagen, innehöll den inte generella tullar från dag ett och inga finanspolitiska stimulanser. Även om den initiala reaktionen var en mild lättad för aktie- och obligationsmarknaderna, förväntar vi oss en period av ökad global politisk osäkerhet i takt med att politiska detaljer tillkännages.

Volatilitet före vinster ger stöd. Även om vinst-estimaterna kan vara för optimistiska, ser vi fortfarande varje makrobakslag som en tillfällig försvagning av momentum och inte början på en lågkonjunktur eller ett ihållande svagt börs klimat. Om obligationsräntorna hade pressats upp mer, skulle vi vara mycket mer oroliga. Att kyla av saker och ting lite kan öppna för starkare avkastning under de kommande åren.



Vårt huvudscenario är att en begränsad grad av stimulans så småningom kommer att sättas in i USA med skattesänkningar (mer troligt under 2026) och att det tyska valet i februari och Kinas kongress i mars kommer att leda till mer omfattande stimulanser i Kina och i bästa fall Europa. Ur ett börsperspektiv talar detta för att en neutral allokering i början av året kommer att ersättas av en förnyad övervikt i aktier med fördel för cykliska bolag när vi går in i sommaren. För hela året tyder detta på att du bör förvänta dig en blygsam men positiv avkastning. Ur ett regionalt perspektiv är USA:s exceptionella utveckling fullt inprisad, vilket tyder på att avkastningen kommer att vara mer balanserad geografiskt än under 2024. Norden erbjuder en lika stark BNP-tillväxt som USA till ett lägre pris, och företag med stor inhemsk exponering bör gynnas av detta medan vi inväntar mer gynnsamma globala makroförhållanden.

USA

Stark startpunkt men många frågor kring Trumps politik

USA:s ekonomi fortsatte att trotsa förväntningarna i fjol – kommande år blir President Donald Trumps politik avgörande. Vi gör försiktiga antaganden i väntan på större klarhet om tullar, migration och skattesänkningar. BNP-tillväxten väntas bromsa in under takten de senaste åren och innan pandemin, inflationen tar längre tid på sig tillbaka till målet och Fed går försiktigt fram med räntesänkningar.

Vi väntar oss att BNP växte med 2,8 procent under 2024, i linje med de senaste två åren (2,5 respektive 2,9 procent) och något snabbare än genomsnittet före pandemin. Tillväxten mattas till 2,4 respektive 1,9 procent under 2025 och 2026. Prognosen skrivs upp för alla tre åren, jämfört med prognosuppdateringen i Nordic Outlook november. Det speglar en starkare än väntad utveckling under andra halvåret i fjol och ett starkt utgångsläge för 2025. Vi fortsätter att se nedåtrisker på lite längre sikt.

Nyckeltal

Procentuell förändring

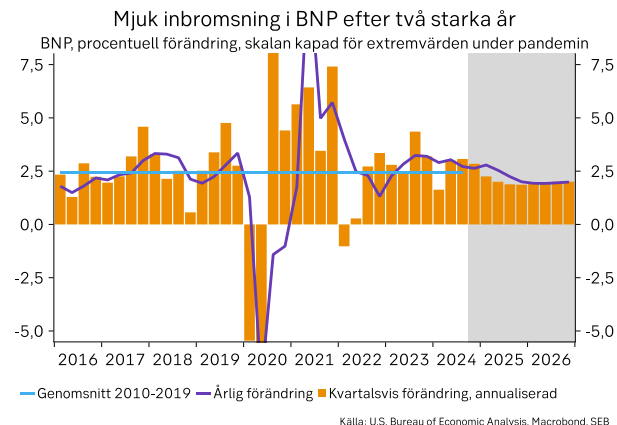
	2023	2024	2025	2026
BNP	2,9	2,8	2,4	1,9
Arbetslöshet*	3,6	4,0	4,0	3,9
Löner	4,5	4,0	3,8	3,6
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	4,1	2,8	2,3	2,2
Offentligt saldo**	-7,1	-7,6	-7,5	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	119	121	123	127
Fed funds rate, % ***	5,50	4,50	4,00	3,50

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

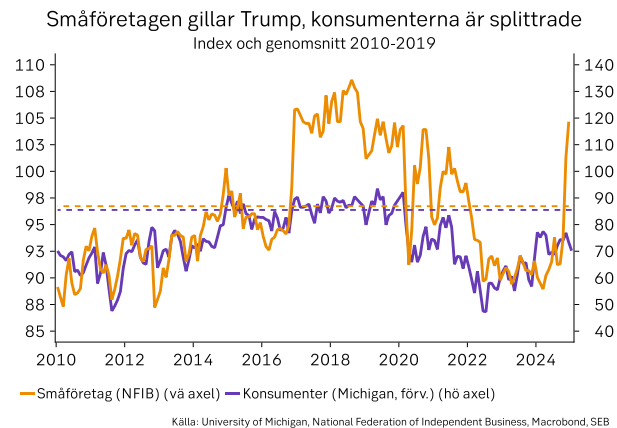
Försiktiga antaganden kring Trumps politik

President Trumps planer kring tullar, immigration, skattesänkningar och avregleringar är viktiga för utsikterna framöver men är ännu svåra att kvantifiera. Det är osäkert hur och när politiken genomförs och vilket utrymme USA:s handelspartners har att svara med motåtgärder. I vår förra prognos, strax efter valet,

räknade vi med en något långsammare ökningstakt för investeringarna, som en följd av ökad handelsosäkerhet och högre räntor. Ökade tullinkomster väntades kanaliseras till hushållen via skattesänkningar och väga upp för eventuella prisökningar hushållen. Vi drog också ned förväntningarna på hur mycket och snabbt Fed skulle sänka räntan i en miljö med ökade inflationsrisker från tullar och skärpt migration samt fortsatt stora budgetunderskott. Dessa bedömningar står sig i stora drag, i avvaktan på tydligare klarhet om politiken.



Utgångsläget är starkt. Hushåll och företag visar fortsatt motståndskraft. En stark utbudssida med växande arbetskraft och hög produktivitetstillväxt har bidragit till de senaste årens höga BNP-tillväxt, liksom kvardröjande effekter av de finanspolitiska stöden under pandemin samt President Bidens stimulanser för infrastruktur, halvledarproduktion (CHIPS Act) och klimatomställning (IRA).



Sentimentet i näringslivet har stärkts ytterligare efter valet och indikerar fortsatt hög aktivitet i tjänstesektorn och en stabilisering i industrin. Bland småföretagen, där utsikterna till avregleringar och skattesänkningar ligger i fokus, syns en tydligt ökad optimism. Småföretagen är dock också mer beroende av bankfinansiering och Feds räntepolitik. Enligt Feds kvartalsvisa låneundersökning har kreditvillkoren för stora och medelstora företag

normaliserats medan de åter skärpts en aning för små bolag. Under Trumps första mandatperiod sammanföll tullarna med en avmattning i industrin. Vi ser nedåtrisker även denna gång från starkare valuta och mottullar.

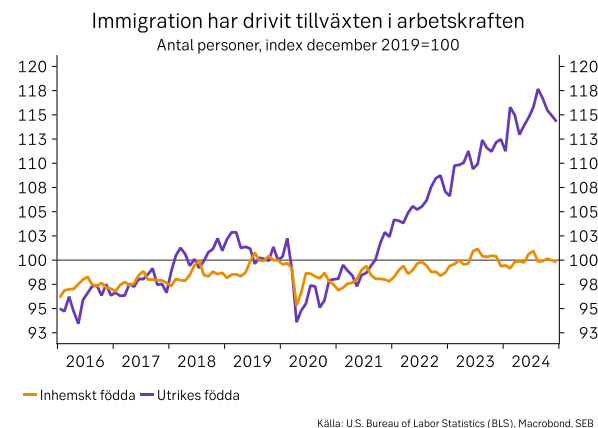
Humörmätningar bland hushållen spretar, med tydliga skillnader beroende på partisympatier enligt Michigan-universitets mätningar. Enkäterna har dock generellt gett sämre vägledning för konsumtionen sedan pandemin. Hushållens konsumtion stöds av stigande realinkomster och starka balansräkningar. Växande förmögenheter i fastigheter och aktier har bidragit till att sparkvoten fallit till en relativt låg nivå, något som kan slå tillbaka om utsikterna försämras. Ökade betalningssvårigheter för lån på bl a bilar och kreditkort tyder samtidigt på att delar av hushållssektorn hamnat under press. Prognosen är att konsumtionen fortsätter att växa med drygt 2,5 procent i år och mattas till cirka 2 procent 2026, när sysselsättningen bromsar in.

Stigande långa räntor gör att vi åter reviderar ned synen på hur snabbt bostadsbyggandet kan återhämta sig. Övrigt byggande fick ett uppsving från Bidens industristimulanser men har planat ut. Företagens investeringar drevs i fjol av en återhämtning för flygplan, som vi ser som tillfällig, men även en stark utveckling för IT, som vi ser som mer uthållig. Sammantaget tror vi att näringslivets investeringar växer med runt 3 procent under 2025 och 2026, ned från över 4 procent i fjol.

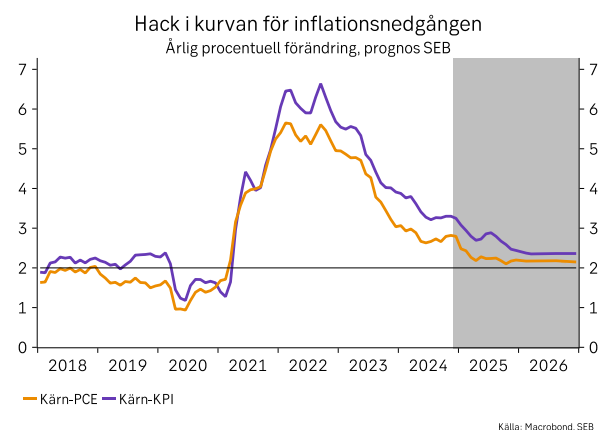
Arbetsmarknadsdata har varit svårtolkad under hösten till följd av strejker och orkaner. Bränderna i Los Angeles kommer sannolikt påverka statistiken för början av året. Efterfrågan på arbetskraft har dämpats men visar tecken på att stabiliseras enligt senaste månadsdata. Låga varsel tyder på att företagen förblir ovilliga att göra sig av med personal. Det har undanröjt den oro som fanns i början av hösten för en mer dramatisk försvagning på arbetsmarknaden. Vi räknar alltså med en måttlig inbromsning, med viss uppåtrisk efter en oväntat stark sysselsättning i december, samt stigande anställningsplaner bland småföretag.

Begränsningar i utbudet av arbetskraft gör att arbetslösheten väntas ligga kvar på 4 procent i år och sjunka till 3,9 procent 2026, något under Feds medianbedömning av långsiktig jämvikt på 4,2 procent. Inflödet av arbetskraft från utlandet steg kraftigt under president Bidens mandatperiod, vilket underlättade att få tillbaka arbetsmarknaden i balans. Vi räknar med att skärpta gränskontroller, striktare regler för asyl- och arbetskraftsinvandring samt deportationer stryker nettoinflödet, delvis uppvägt av en ökad

deltagandegrad hos den inhemska arbetskraften. Vad beträffar deportationerna förväntar vi oss att de riktar in sig på kriminella och att antalet blir en bra bit under de åtminstone 10 miljoner som Trump talade om i valkampanjen.



Nedgången i kärninflationen stannade av under hösten. Prisutvecklingen på månadsbasis har dock varit slagig. Månadstakten i KPI avtog igen i december och kärn-inflationen är i linje med målet om man exkluderar hyror där nedgången i nya hyror ännu inte slagit igenom fullt ut i KPI-statistiken. Löneökningarna har växlat ned när arbetsmarknaden normaliserats, tillbaka på nivåer i linje med inflationsmålet om man beaktar snabbare produktivitetstillväxt. Utsikterna för nya tullhöjningar och en stramare arbetsmarknad om migrationspolitiken stramas åt talar ändå för en mer utdragen disinflationsprocess. Prognosen är att kärninflationen, mätt med Feds favoritmått kärn-PCE, är tillbaka nära 2-procentmålet under 2026.



Svårbedömda inflationseffekter av tullar

Trump har angett flera, delvis motstridiga, mål för handelstullar: 1) skydda inhemska produktion och skapa nya jobb 2) som förhandlingsverktyg för att uppnå andra politiska mål och 3) finansiera skattesänkningar. Administrationen har nu fått i uppdrag att utreda USA:s stora handelsunderskott och ge förslag på lösningar, se

över de handelsavtal som slöts med Kina respektive Mexiko/Kanada under Trumps första mandatperiod samt förhandla fram nya avtal. Det indikerar en försiktigare ansats än Trumps löften under valkampanjen om 60-procentiga tullar mot Kina respektive 10-20 procentiga tullar mot resten av världen. Vi antar att tullhöjningarna dröjer tills tidigast i sommar, att handeln med Kina står i fokus samt att de hamnar på en måttligare nivå. Viljan att använda tullar i andra syften är en risk. Trump har fortsatt att hota Mexiko och Kanada med 25-procentiga tullar för att pressa länderna att stoppa inflödet av personer respektive droger över gränserna.

Tullarnas genomslag på konsumentpriserna kan begränsas av en starkare dollar. Företagen har också haft flera år på sig att anpassa sig till mer protektionism, inklusive kraven på amerikansk produktion för att ta del av subventionerna i Bidens reformer. En tullhöjning innebär därtill en engångshöjning av prisnivån och behöver inte påverka inflationstakten på längre sikt.

Hökaktigt Fed tar in Trumps politik

Fed sänkte räntorna med totalt 100 punkter under andra halvåret i fjol men signalerar färre och långsammare sänkningar framöver. Inflationbakslag samt överraskande styrka i ekonomin och på arbetsmarknaden är två skäl, men oro för kommande tullhöjningar ser också ut ha börjat krypa in i Feds bedömningar. Vår inflationsprognos ligger under Fed-ledamöternas medianbedömning. Vi håller fast vid en styrräntebotten på 3,25-3,50 procent men vägen dit blir mer utdragen. Feds retorik och uppåtrisker för inflationen från Trumps politik gör att vi nu bara räknar med två sänkningar i år och att de sista två räntesänkningarna kommer först 2026. Prognosen är över Feds medianestimat för neutral ränta (3,00 procent) men något under marknadens prissättning. Långsammare räntesänkningar och uppåttryck på dollarn skapar risk för nya konflikter med Vita huset. Men även om Trump byter ut Powell, när dennes mandat går ut 2026, kan Trump inte ändra majoriteten i Fed.

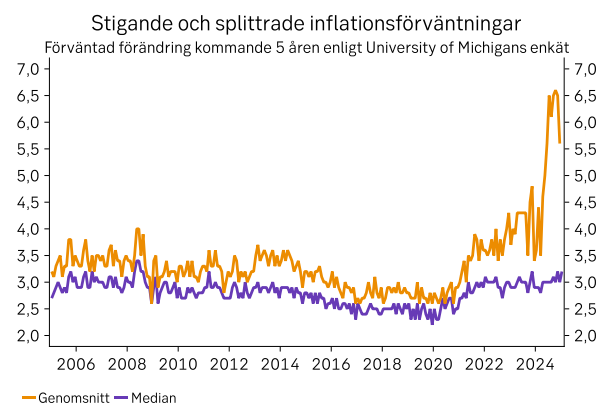
Manöverutrymmet i finanspolitiken begränsas av stora underskott och en redan hög federal skuld. Republikanerna har kontroll över kongressens båda kamrar åtminstone fram till mellanårsvalet 2026 och vi räknar med att Trump-administrationen klubbar ett till två finanspolitiska paket i år, med finansiering av skärpt gränskontroll och deportationer samt skattesänkningar. Fokus för skatterna är att förlänga inkomstskattesänkningarna från Trumps första mandatperiod och därmed undvika en finanspolitisk åtstramning 2026.

Men Trump behöver nog också leverera en del av sina utlovade nya skattesänkningar, till exempel på dricks, pensioner eller ökade möjligheter till avdrag för skattebetalningar på lokal och delstatlig nivå.

Sänkta skatter kan delvis finansieras genom nedskärningar i Bidens klimatsatsningar, till exempel stoppandet av subventionerna för köp av elbilar. Affärsmannen Elon Musk har fått i uppdrag att göra stora nedskärningar i statsapparaten, men så länge som Republikanerna värnar de större välfärdssystemen för äldre samt försvaret, är det svårt att uppnå de ambitiösa sparmålen. Vi antar att underskotten ligger kvar på en hög och långsiktigt ohållbar nivå kring 7,5 procent av BNP under 2025 och stiger till 8 procent 2026. Finanspolitiken blir därmed i stort sett neutral i år och svagt expansiv under 2026, medan penningpolitiken förblir något åtstramande i relation till Feds syn på neutral ränta.

Vi ser risker på båda sidor av prognosen.

Avregleringar kan underlätta för näringslivet och öka viljan till investeringar. Stark produktivitetstillväxt kan ge utrymme för högre realinkomstökningar och kompensera för en långsammare sysselsättnings-tillväxt. En mer radikal tull- och deportationspolitik kan å andra sidan resultera i ett stagflationsscenario, där tillväxten bromsar in, inflationen tar fart och Fed avstår från ytterligare räntesänkningar. Inflation-förväntningar blir ett viktigt kvitto på politikens hållbarhet. Hushållens långsiktiga inflations-förväntningar (5 år) enligt Michigans mätningar har krupit högre sedan valet och med en ökad tudelning beroende på partisympatier. Uppgången i genomsnittliga förväntningar sedan i våras tyder på att vissa hushåll ser en risk för stora prishöjningar.



Japan

Långsamma BoJ-höjningar och negativa realräntor

Nedåtrisker för tillväxten tvingar Bank of Japan (BoJ) att normalisera politiken i långsam takt trots en inflation över målet. Ökad inhemsk efterfrågan ger ekonomin visst immunförsvar mot växande utmaningar från omvärlden. BNP-tillväxten 2025-2026 blir nära 1 procent per år. Strukturproblem hämmar utsikterna men regeringens politik kan – om den genomförs – mildra dessa negativa krafter och ge positiva tillväxtövertäckningar.

Svag export har gett tillväxtbesvikelser. Vi räknar nu med nolltillväxt (revidering från +0,4 procent i *Nordic Outlook Update* november 2024). Privat konsumtion samt investeringar utvecklas tämligen robust. Extern efterfrågan hämmas dock fortsatt av utmaningar för världs-ekonomin och förhöjd geopolitisk osäkerhet. Ekonomin behöver därför fortsatt penningpolitiskt stöd. Detta bidrog till Bank of Japans beslut i slutet av 2024 att avstå från att höja styrräntan (idag 0,25%). Frågorna kvarstår om inflationsuppgångens uthållighet men lyftet i lönetillväxt 2024 välkomnas på vägen mot att varaktigt klara inflationsmålet 2,0 procent.

Nyckeltal

Procentuell förändring

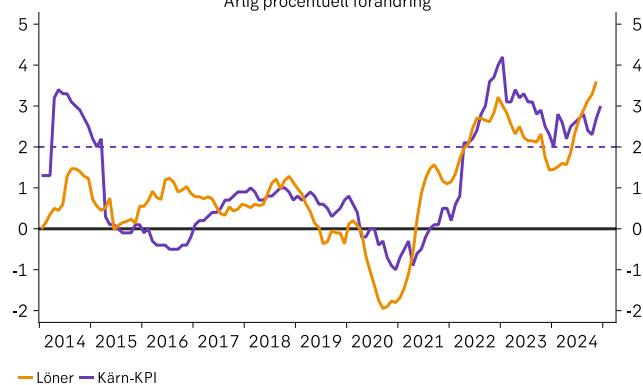
	2023	2024	2025	2026
BNP	1,5	0,0	1,5	0,8
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,4	2,3
KPI	3,3	2,7	2,6	1,8
Offentligt saldo**	-4,1	-6,0	-2,8	-2,6
Offentlig bruttoskuld**	250	251	249	247
Styrränta, %***	-0,10	0,25	0,75	0,75

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

BNP-tillväxten 2025 och 2026 präglas av strukturell motvind i kombination med vissa nedåtrisker för global tillväxt. Tillväxten i år och 2026 väntas landa på 1,5 och 0,8 procent. Flera faktorer påverkar utsikterna: fortsatt allvarligt geopolitiskt läge med ökade risker i Asien, ökad handelspolitisk oro, förändrade konsumtionsbeteenden

och högre priser och räntor och svagt expansiv finanspolitik 2025. En snabbt åldrande befolkning är ett tydligt sänke för potentiell tillväxt som bedöms ligga på 0,5-1,0 procent. Arbetskraftsbrist pressar ned arbetslösheten till under 2,5 procent. Teknologiframsteg inom t ex robotisering, AI och gröna omställningen ger viss lyftkraft för tillväxten. Regeringens politik kan även främja arbetsmarknadsflexibilitet, uppmuntra arbetskraftsdeltagande bland kvinnor och äldre och förbättra effektiviteten i sociala välfärdssystem. Offentlig skuld-sättning är nära 250 procent av BNP. Kraftigt ökade för-svarsutgifter ger fortsatt stora budgetunderskott.

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



Källa: Macrobond, SEB

Japan behöver expansiv räntepolitik. Vår slutsats är att det finns ett politiskt tryck mot BoJ att gå försiktigt fram även om inflationen ligger över 2 procent. Neutral styrränta bedöms ligga på runt 1 procent. Det innebär att den samlade penningpolitiken, och BoJ:s tidigare tillgångsköp, är fortsatt kraftigt expansiv. Negativa realräntor 2025-2026 ger stöd till tillgångspriser, stimulerar företagsinvesteringar och bidrar till minskat privat sparande. BoJ-chefen Uedas budskap tycks vara att räntepolitikens normalisering ska fortsätta 2025 med fokus på att stötta inhemsk efterfrågan utan att samtidigt orsaka överdrivna prisökningar.

Yenen förblir undervärderad. Valutan har upplevt hög volatilitet 2024 och utvecklingen har styrts av faktiska samt förväntade förändringar i styrräntedifferensen mellan Japan och USA. Våra förväntningar på BoJ och Fed gör att yenen förblir undervärderad under hela prognosperioden trots att BoJ höjer räntan som når 0,75 procent till sommaren. I slutet av året handlas USD/JPY till 150 och till 148 i slutet av 2026.

Kina

Reformer och finanspolitik krävs för tillväxt

Tillväxten ser ut att bromsa in i år. Trots mer expansiv penning- och finanspolitik förblir den inhemska efterfrågan strukturellt låg. Högre USA-tullar och andra handelshinder minskar exportens tillväxtbidrag jämfört med 2024. Inflationen stiger från bottennivåerna 2024 men förbli dämpad, vilket ger centralbanken PBoC utrymme att sänka räntan ytterligare. Yuanen faller ytterligare 2025, och allvaret i kommande amerikanska tullar kommer sannolikt att samvariera med omfattningen av valutans svaghet.

BNP-målet uppfyllt efter acceleration under fjärde kvartalet. Utfallet för det fjärde kvartalet 2024 visade att ekonomin tog fart, med en årlig tillväxt på 5 procent, vilket även är tillväxten för helåret, helt i linje med tillväxtmålet. Kinas ekonomiska utmaningar är dock fortsatt betydande. Utan snabbare reformtakt kommer en mer ackommoderande penningpolitik och en något mer expansiv finanspolitik bara att räcka en bit på vägen för att kompensera för en dämpad inhemska efterfrågan och mindre gynnsamma externa utsikter 2025. Vi ser lägre tillväxt både i år och nästa år, 4,5 procent 2025 och 4,3 procent 2026. På längre sikt ser t ex IMF en inbromsning till 3,3 procent 2029, vilket är ett tecken på landets tillväxtproblem om inte ett mer omfattande reformarbete kommer igång.

Nyckeltal

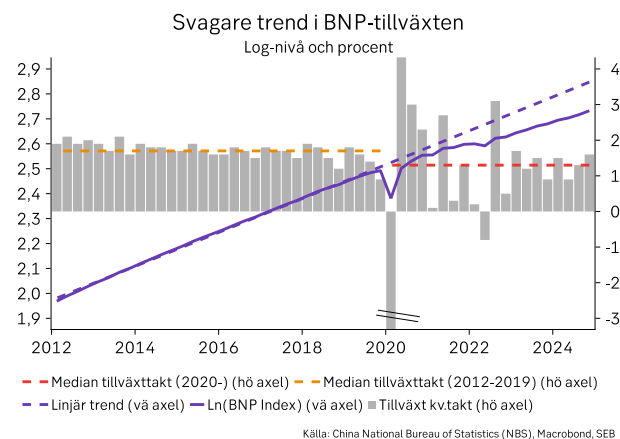
Årlig procentuell förändring

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

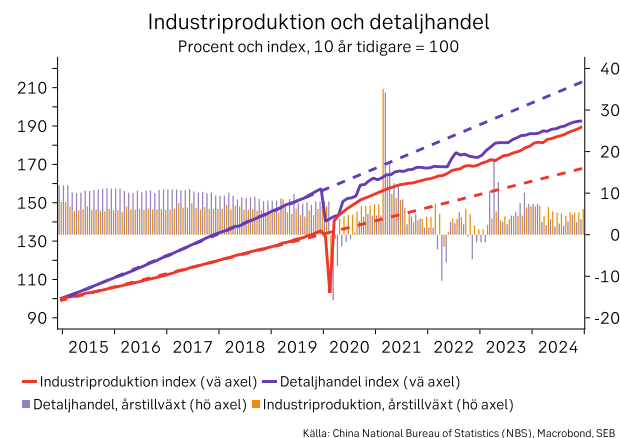
*% av BNP **Årets slut. Källa: IMF, SEB

Divergensen mellan produktion och konsumtion ökar. Obalansen mellan produktion och hushållens efterfrågan växte under de sista månaderna förra året. Industriproduktionen växte i december med 6,2 procent i

årstakt medan detaljhandelns försäljning växte med endast 3,7 procent. I nivåer divergerade båda måtten i motsatta riktningar jämfört med trender före 2019. PMI för tillverkningsindustrin pekade på expansion under slutet av förra året och även officiella index för både bygg- och tjänste-PMI visade betydande uppgångar i december.

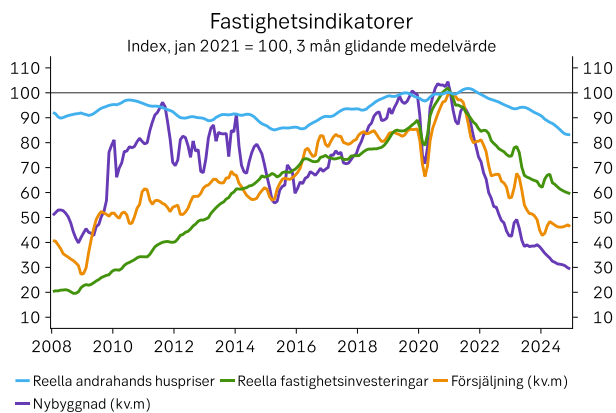


Beslutsfattare har indikerat en "mer proaktiv" finanspolitik, men vi har svårt att se att konsumtionen kommer att ge betydande tillväxtbidrag. Den penningpolitiska lättningen ger troligen inte så mycket mer i år och det är osannolikt att den ger något betydande bidrag till tillväxten i ett läge med svag strukturell efterfrågan. När det gäller finanspolitiken ökade utgifterna under de sista månaderna 2024 efter en långsam start.



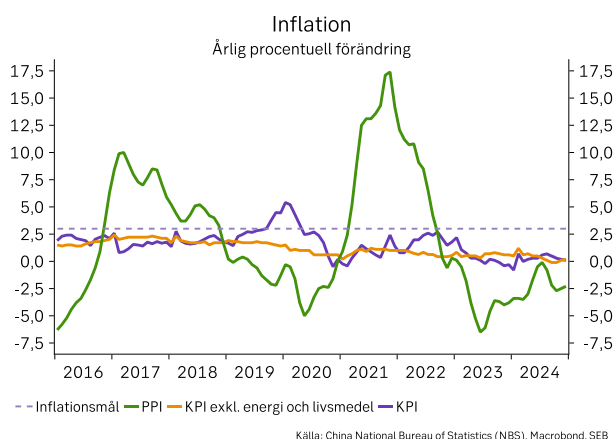
I en skuldväxling på 10 biljoner yuan, under senare hälften av förra året, lättar staten lokala och regionala myndigheters skuldbörda, men trots utbredda förväntningar har få eller inga ytterligare stimulansåtgärder ännu tillkännagivits. Detta bör förändras under 2025. Vid årets sista politbyråmöte utlovades en "mer proaktiv" finanspolitik och den centrala ekonomiska arbetskommittén indikerade i december att budgetunderskottet kommer att öka i år. Det officiella målet kommer att meddelas vid den nationella folkkongressen i mars, tillsammans med målet för BNP-

tillväxten 2025. Även om tjänstemännen har proklamerat behovet av att prioritera hushållskonsumtion finns det hittills få tecken som tyder på åtgärder av betydande storlek, och den investerings- och exportledda tillväxtmodellen kommer sannolikt att fortsätta.



Källa: China National Bureau of Statistics (NBS), Macrobond, SEB

Reformer behövs. Myndigheternas nuvarande oförmåga att tillhandahålla ett bredare socialt skydds nät eller att utöka välfärdssystem, innebär att hushållens konsumtion och BNP växer långsammare framöver. Reformagendan är ett område att följa noga, och en reformlista presenterades nyligen i IMF:s senaste landgenomgång (artikel IV-rapport). I rapporten underströks behovet av betydande strukturreformer, inklusive ett stärkt socialt skydds nät, arbetsmarknadsreformer för att minska skillnaderna mellan olika yrkesgrupper, pensionsreform, bättre marknadsintegration, främjande av konkurrensneutralitet mellan statligt ägda och privata företag samt förbättrade ramverk för insolvens och omstrukturering.

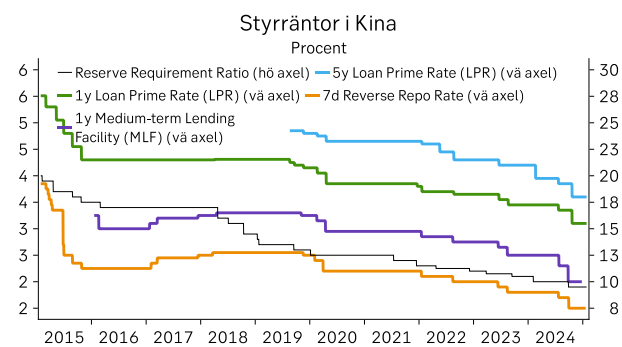


Källa: China National Bureau of Statistics (NBS), Macrobond, SEB

Fortsatt svag fastighetsmarknad. Fortsatt svaga indikatorer för fastighets- och bostadsmarknaden, trots visst politiskt stöd, tyder på att en korrigerig fortfarande pågår. Bostadspriserna fortsätter att falla ytterligare och bostadsbyggandet rasar trots myndigheternas löften om att stoppa nedgången i sektorn. Försäljningen mätt i kvadratmeter verkar ha bottnat något, men överlag var det fortsatt svagt under andra halvåret 2024. Riskerna

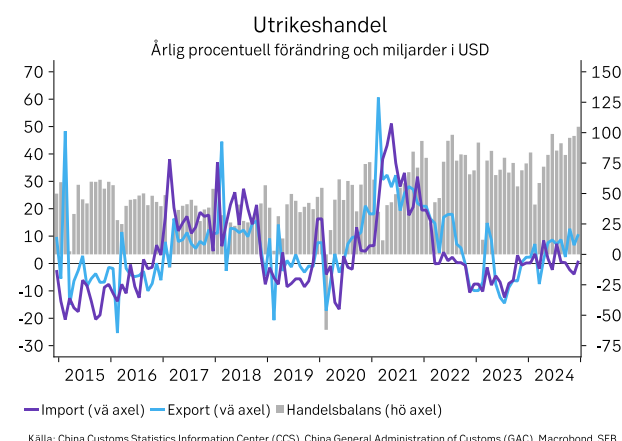
ligger kvar på nedsidan och det är inte troligt att fastighetssektorn kommer att stötta tillväxten.

Svag inflation, begränsat utrymme för PBoC. Låg inhemsk efterfrågan bör hålla inflationen låg 2025. I december var inflationen endast 0,1 procent i årstakt, neddragen av livsmedels- och energiprisdeflation. Men även kärninflationen var dämpad och uppgick till låga 0,4 procent. Inflationen bör stiga något till 1,0 respektive 1,4 procent 2025 och 2026. Detta lämnar ändå utrymme för ytterligare sänkningar från PBOC, och vi ser att den 1-åriga låneräntan och den 7-dagars omvända reporäntan sänks till 3 procent respektive 1,2 procent i slutet av 2025. Reservkravskvoten kommer sannolikt också att sänkas till 9,25 procent redan under första kvartalet i år. Yuanen försvagades i slutet av förra året och vi räknar med att den ligger på 7,5 mot dollarn i slutet av detta år. Trump-tullarna innebär betydande nedåtrisker för yuanen eftersom mer allvarliga handelshinder väntas leda till att myndigheterna tillåter en ytterligare valutaförsvagning.



Källa: People's Bank of China (PBoC), Macrobond, SEB

Exporttillväxten begränsas av geopolitik. Kinas handelsöverskott steg till strax under 1 biljon USD 2024, då exporttillväxten låg på cirka 5,6 procent. I år bör dock miljön vara något mindre gynnsam för kinesiska exportvaror. USA:s handelshinder väntas bli hårdare och de försämrade handelsrelationerna med EU kan leda till att EU inför ännu mer protektionistiska åtgärder, vilket ytterligare begränsar kinesiska exportintäkter. Exporten till tredje land kan fortfarande öka något, men inte fullt ut så att det kompenserar för nedgången i handel med USA.



Källa: China Customs Statistics Information Center (CCS), China General Administration of Customs (GAC), Macrobond, SEB

Indien

Står emot Trump-risker men svagare tillväxt på kort sikt

Svagare tillväxt under de kommande kvartalen bör inte påverka Indiens goda tillväxtutsikter på medellång sikt. Risken för finanspolitiska problem har minskat. Centralbankens nya ledning har öppnat upp för räntesänkningar under första kvartalet i år då inflationen väntas nå inflationsmålets mittpunkt under året. Begränsad handelsexponering innebär att Indien är relativt isolerat från högre amerikanska tullar.

Dämpad tillväxt på kort sikt. BNP-data för tredje kvartalet visade på en inbromsning, vilket också bekräftas av annan aktivitetsdata. Tillväxten väntas förbli dämpad under kommande kvartal. Indien är dock fortfarande ett land med hög tillväxt jämfört med de flesta andra större ekonomier.

Nyckeltal

Procentuell förändring

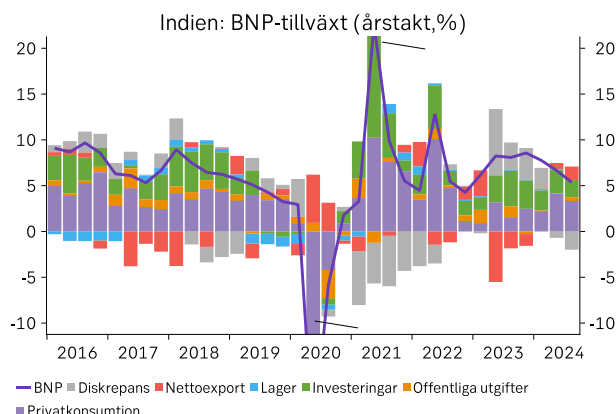
	2023	2024	2025	2026
BNP	8,2	6,4	6,5	6,4
KPI	5,7	4,8	4,4	4,5
Styrränta	6,50	6,50	5,75	5,75
USD/INR	83,10	85,61	86,00	85,00

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 av restriktivpolitik.

Tillväxten hålls delvis tillbaka av restriktioner på oregerad kreditutgivning vilket ger en måttlig uppgång i hushållens konsumtion, samtidigt som det senaste årets strama penningpolitik fortsätter att dämpa den totala kredittillväxten. Det offentligfinansiella underskottet var 4,9 procent av BNP för räkenskapsåret 2024/2025 (jämfört med 5,6 procent 2023/2024). Vi har tidigare uttryckt en viss oro för försämrade offentliga finanser, men denna risk verkar ha minskat något efter ett generellt starkt resultat för premiärminister Modis BJP i de senaste delstatsvalen, inklusive i den ekonomiskt och politiskt viktiga regionen Maharashtra. Modi-regeringen borde därmed uppleva mindre behov av ökad finanspolitisk expansion för att stärka det politiska stödet.

Som vi har påpekat har Indien mycket att vinna på geopolitiska förändringar, men hittills har effekten på utländska direktinvesteringar (FDI) varit blygsam.



Vi räknar med en BNP-tillväxt på ca 6,5 procent 2025-2026. Detta väntas leda till att Indien blir världens tredje största ekonomi i dollartermer inom ett par år. I frånvaro av betydande råvarupristoppar bör bytesbalansunderskottet kommande år hålla sig under 2 procent av BNP.

Ny centralbankschef, ny policyinriktning? En ökning av matpriserna - som står för ungefär hälften av konsumentpriskorgen - drev kortvarigt upp inflationen över inflationsmålsintervallet, men trycket har minskat de senaste månaderna och inflationen låg på 5,2 procent i december. Under kommande månader bör inflationen konvergera tillbaka mot centralbanken RBI:s mål på 4 procent. Under den nu avgångne guvernören Shaktikanta Das var RBI inte bekväm med att sänka räntorna, men med Sanjay Malhotras nya ledarskap tror vi att RBI kommer att övergå till en mindre högaktig inställning och att räntorna sänks i den senare delen av innevarande kvartal.

Små tulleffekter. Indien bör vara relativt isolerat från effekterna av kommande USA-tullar. Direkta effekter av breda tullar bör bli små eftersom Indien inte är lika beroende av export till USA som många andra tillväxtländer, exempelvis Mexiko och Vietnam. Med tanke på att det finns utrymme för en kontrollerad försvagning av valutan vid högre tullar bör dessutom eventuella effekter på BNP bli i stort sett försumbara.

Emerging markets Trump-risker utmanar penning- och finanspolitiken

Global policyosäkerhet och handelsprotektionism under en andra Trump-administration dämpar tillväxtutsikterna, som med vissa undantag annars borde ge utrymme för mer penningpolitiska lättnader. Men den sista milen av disinflation kan vara särskilt utmanande och valutavolatilitet kan fortsätta in i 2025. Tillväxtriskerna är mestadels på nedsidan när EM-länder utmanas av tullar, förvärrad rivalitet mellan Kina och USA samt bredare geopolitiska risker.

BNP-tillväxt

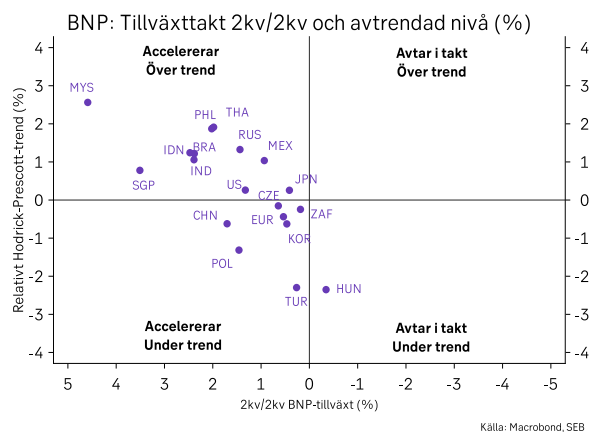
Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
Kina	5,2	5,0	4,5	4,3
Indien	7,8	6,4	6,5	6,4
Brasilien	2,9	3,3	1,9	2,0
Ryssland	3,6	3,8	1,6	1,5
SEB EM-aggregat	4,5	4,3	4,1	4,2

Källa: IMF, SEB

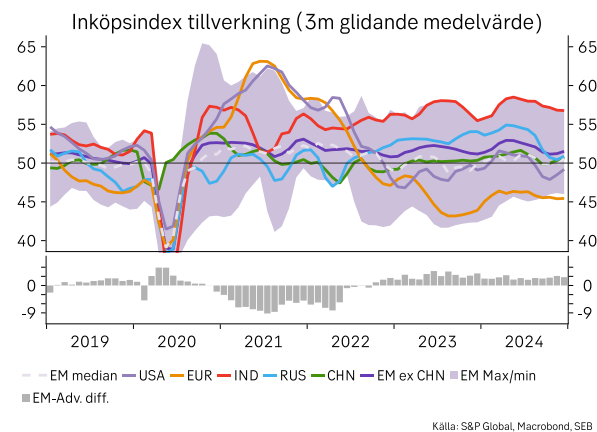
Styrräntedivergens inom EM. Penningpolitiken har divergerat något i EM-området i och med att Kina lättar på politiken för att motverka svagare efterfrågan. Brasilien har höjt räntan för att dämpa inflationstrycket och vissa centralbanker senarelägger räntesänkningar pga valutasvaghet och ekonomisk-politisk osäkerhet.

BNP-tillväxten har dämpats något, men många EM-länder ligger fortfarande över trend. Momentum är dock fortfarande svagt i CE3-länderna Polen, Tjeckien och Ungern. Rysslands krigsekonomi fortsätter att driva upp efterfrågan, vilket på kort sikt resulterar i höga och inflationsdrivande tillväxttakter. Turkiets ekonomi har börjat bromsa in, men framför allt konsumtionen är fortsatt hög och inflationsbekämpningen går långsamt. Kinas ekonomi växer, om än med lägre än historiska tillväxttal. De flesta andra asiatiska tillväxtländer uppvisar något starkare momentum under de senaste två kvartalen. BNP-tillväxten i Brasilien och Mexiko har överraskat positivt - särskilt i det förstnämnda landet - med påföljande oro kring finanspolitiska regler och inflationstryck.



PMI för tillverkningsindustrin signalerar acceleration.

Inköpschefsindex (PMI) i USA har förbättrats de senaste månaderna, medan aktiviteten har varit fortsatt svag i EU. Utsikterna för EM ser generellt bättre ut och tillväxten har hållits uppe när de utvecklade ekonomierna har försvagats något. Momentum i Indien ligger kvar på historiskt höga nivåer men har avtagit något från topparna i början av 2024.

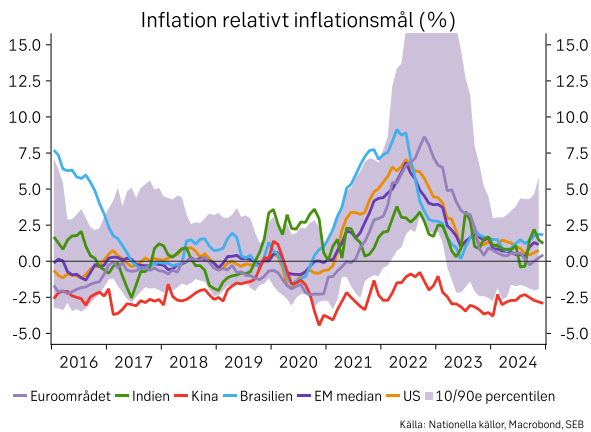


Kina saktar in, Indien blir global nummer tre. Vi räknar

med att extern motvind och strukturellt låg inhemsk efterfrågan gör att Kinas tillväxt bromsar in till 4,5 procent i år. Trumps tullar kommer sannolikt att sänka den kinesiska exporten till USA ytterligare, men tillväxteffekten kan kompenseras av större finanspolitiska stimulanser. Inbromsningen fortsätter 2026 när ekonomin växer med 4,3 procent. Ett mer ambitiöst och snabbare reformprogram och finanspolitiska stimulanser för att stötta hushållens långsiktiga konsumtion utgör uppåtrisker för prognosen. I Indien väntar vi oss att BNP-tillväxten under premiärminister Modis tredje mandatperiod uppgår till i genomsnitt 6,5 procent under 2025-2026, vilket gör att Indien kan gå om Tyskland som den tredje största ekonomin mätt i dollar-BNP år 2027. Sammantaget bör en lättnad i penningpolitiken under första kvartalet i år öppna för en starkare hushållsefterfrågan. För närvarande kan oron för finanspolitisk försvagning - som vi tog upp i

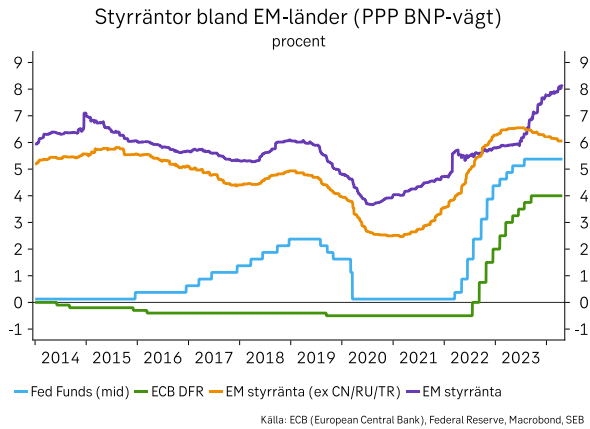
EM Explorer i oktober - ha minskat något i och med att regionalvalen visade relativt starkt stöd för regeringen.

I Centraleuropa bör reallönerna öka efterfrågan, men också försvåra disinflationsprocessen. Tillväxtländerna i Asien är fortsatt särskilt sårbara för mer omfattande globala handelshinder i spåren av ökad rivalitet mellan Kina och USA och låg kinesisk efterfrågan. Tillväxten i Latinamerika bör avta något till följd av externa motvindar i form av finanspolitisk konsolidering. I Brasilien ser vi dock förhöjda finanspolitiska risker när regeringens åtagande om finanspolitisk försiktighet undergrävs av ett växande budgetunderskott. Även om en något mer expansiv penningpolitik skulle kunna lätta räntebördan innebär lägre nominell BNP-tillväxt en sämre dynamik för den offentliga skulden framöver. President Lulas hälsoproblem kan dessutom leda till ökad politisk osäkerhet. Mexiko är fortfarande särskilt sårbart för Trump-relaterade risker via handels-, investerings- och migrationskanaler. Resultaterande valutavaghet är att vänta vid försämrade relationer med USA, vilket bör läggas till existerande oro över de senaste reformerna av rättssystemet, samt förhandlingar om handelsavtalet USMCA under 2026. Om valutan skulle utsättas för betydande påfrestningar kan centralbankens utrymme för räntesänkningar begränsas ytterligare.



Inflationen ligger kvar över målet i de flesta EM-länderna. Den sista biten i disinflationsprocessen bland EM-länderna drar ut på tiden och inflationen ligger kvar över målet i flera fall, dock med undantag för de östasiatiska EM-länderna. Den underliggande inflationen ligger också kvar över målet i större delen av Östeuropa (utom Tjeckien), där den höga reallönetillväxten bör fortsätta att stödja hushållens efterfrågan men också begränsa inflationens nedsida. Kärninflationen i Turkiet har fallit från de senaste topparna men ligger kvar på 45 procent, ett resultat av inflationschocken som följde på flera år av ekonomisk vanskötsel och ohållbar konsumtionsdriven tillväxt.

Samtidigt har den kostnadsdrivna inflationen tickat upp under de senaste månaderna, särskilt i Latinamerika och Indien. Däremot fortsätter vi att se producentprisdeflation i Kina, vilket bör fortsätta vara en kraft för global disinflation.



Riskerna för EM-tillväxten ligger på nedsidan.

Råvarupristoppar och spridningseffekter utgör fortsatt betydande risker för våra prognoser. Högre energi- och livsmedelspriser kan leda till försämrade offentliga finanser i länder med betydande livsmedels- och bränslesubventioner och pressa upp inflationen i andra. I kombination med en minskad global riskaptit kan detta tvinga centralbankerna i EM att inte bara fördröja räntesänkingscykeln, utan till och med höja styrräntorna. En sådan utveckling skulle kunna utlösas av ökade sanktioner mot ryska råvaror om fredsförhandlingarna i kriget mellan Ryssland och Ukraina drar ut på tiden. På motsvarande sätt skulle ett genombrott i förhandlingarna, även om det är osannolikt med tanke på de enorma utmaningarna, kunna leda till en uppgång i råvarupriser. Riskerna till följd av konflikten i Mellanöstern har förmodligen minskat de senaste månaderna, men risker relaterade till relationerna mellan Israel (och i förlängningen USA) och Iran kan dyka upp igen, vilket potentiellt kan äventyra oljeinfrastrukturen på båda sidor av Persiska viken.

Trump och geopolitiska risker i centrum.

Osäkerheten kring amerikansk politik är fortfarande ett stort orosmoment. Hur handel och investeringar kan styras om mellan olika EM-länder beror till stor del på om Trumps förväntade tullar höjs lika mycket för alla EM-länder eller om fokus hamnar på Kina. Trumps samlade uttalanden pekar på att USA:s utrikes- och handelspolitik äventyrar stabiliteten i det globala ekonomiska systemet, med särskild oro för tillväxtmarknaderna. En amerikansk politik som leder till mer internationell fragmentering, högre global inflation och högre än väntade Fed-räntor, kan tvinga centralbankerna i EM till färre ränteräkningar för att undvika alltför svaga valutor och minskad investerarpolit för EM-tillgångar.

Euroområdet

Återhämtning i strukturell motvind

Euroområdet fortsätter sin gradvisa återhämtning men utsikterna präglas av både nationella och internationella risker. Tillväxten har hackat de senaste åren och indikatorer talar för en fortsatt svag utveckling. Lägre inflation, fortsatta räntesänkningar från ECB och en robust arbetsmarknad innebär att inhemsk efterfrågan växlar upp, men först under årets andra halva.

BNP-tillväxten i euroområdet återhämtade sig något 2024; tredje kvartalet ökade BNP med 0,4 procent. Olika tillväxtindikatorer, som inköpschefsindex (PMI) för industrin och konsumentförtroendet, är på låga nivåer vilket talar för en svag tillväxt i närtid. Hushållens sentiment tyngs främst av en svag nulägesbedömning men totalt ligger index inte långt från det historiska genomsnittet. Tillväxten spretar mellan länder och sektorer. Tjänstesektorn fortsätter att vara den viktigaste tillväxtdrivkraften, även om svagare tjänste-PMI väcker en del frågetecken om svagheter från industrin börjat sprida sig.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,4	0,8	1,1	1,4
Arbetslöshet*	6,6	6,4	6,5	6,4
Löner	5,4	4,5	3,0	2,6
KPI	5,4	2,4	1,9	1,9
Offentligt saldo**	-3,6	-3,1	-3,0	-2,9
Offentlig bruttoskuld**	87,4	88,0	88,6	88,8
Inlåningsränta, %***	4,00	3,00	1,50	1,50

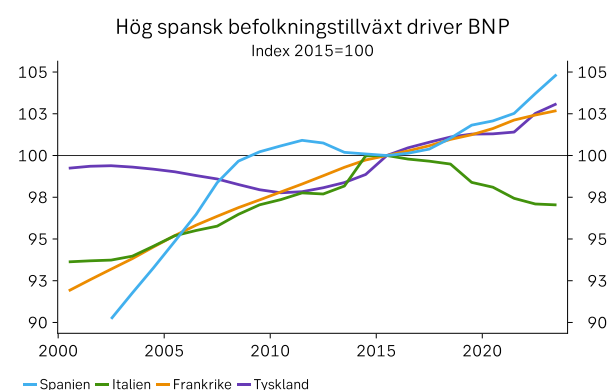
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

Stor skillnad mellan ekonomierna. Bakom de aggregerade tillväxtsiffrorna finns det betydande skillnader mellan ekonomierna. Tyskland går fortsatt trögt och mest bekymmersamt är det i den tyska industrin som fortsätter kämpa i motvind (se temaartikel på sid. 32). Men även fransk industri pressas av allmänt svag efterfrågan. Den politiska

turbulensen i Frankrike och nyvalet i Tyskland riskerar att dämpa tillväxten ytterligare, särskilt om företagens investeringar senareläggs och om hushållen blir ännu mer försiktiga.

Mer tjänsteberoende ekonomier har klarat sig bättre.

Mer tjänsteberoende ekonomier, som Spanien och Grekland, har klarat sig bättre, delvis som en följd av återhämtningen från tidigare kriser. Stark tjänsteexport, från turism men även olika företagstjänster, förklarar delvis utvecklingen. Spanien är också bland de största mottagarna av EU:s återhämtningspaket efter pandemin, "Next Generation EU". Omfattande turism har också resulterat i en del immigration för att fylla vakanser i turistindustrin. Latinamerikaner från spanisktalande länder har utgjort en majoritet, vilket underlättat integrationen och möjliggjort en ökad sysselsättning (dock utan att produktiviteten påverkats nämnvärt). Vår bedömning är att spansk tillväxt kommer att vara högre än de andra stora ekonomiernas under prognosperioden, även om en viss avmattning sker. Det politiska läget, med en styrande minoritetsregering som tvingas till eftergifter gentemot partierna på ytterkanterna, är dock en risk för den spanska ekonomin.



Källa: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE), Italian National Institute of Statistics (Istat), Spanish Ministry of Economy & Business, Macrobond, SEB

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

BNP växer men kommer inte i kapp. Inflationen har successivt fallit sedan toppnoteringarna i slutet av 2022 och nedgången fortsätter mot målet. Kärninflationen (rensat för energi, livsmedel, alkohol

och tobak) ligger runt 2 procent redan till sommaren. Inflationsnedgången har fått ECB att sänka styrräntorna. I kombination med nominella löneökningar som fortfarande ligger över historiskt genomsnitt ökar konsumtionsutrymmet och hushållens konsumtionen blir den viktigaste tillväxt drivkraften framöver. Sammantaget ökar BNP med 0,8 procent 2024, drygt 1 procent 2025 och knappt 1,5 procent 2026. Jämfört med novemberprognosen blir tillväxten något lägre i år och nästa år. BNP-nivån når i slutet av prognosperioden inte upp till den nivå som hade rått om BNP hade vuxit enligt trend. Att tillväxten inte blir högre trots lägre inflation och fortsatta räntesänkningar beror framför allt på långsiktiga utmaningar såsom ogynnsam demografi, låg produktivitet, strukturella utmaningar inom industrin efter Rysslands invasion av Ukraina och omställningen till ökad elektrifiering.

Investeringarna ökar men högt ställda förväntningar infrias inte. Investeringarna, som väntas ha fallit 2024, gynnas kommande år av mindre strama finansiella förhållanden, energi- och grön omställning samt ökade satsningar på försvaret. En investeringsboom är dock osannolik, särskilt med tanke på den höga osäkerheten och det begränsade finansiella utrymmet. Mario Draghi föreslår i rapporten "The Future of European Competitiveness" att investeringarna ska ökas med 800 miljarder euro årligen. Det är ett steg i rätt riktning men vägen dit är fortfarande lång och osäker. EU-kommissionens ordförande Ursula von der Leyen väntas inom kort presentera en ny industriplan (EU's Clean Industrial Deal) som en uppföljning av den gröna givnen. Hur mycket av Draghis förslag som blir verklighet för att nå målen om att öka investeringarna, sänka energipriserna, minska koldioxidutsläppen, reducera omvärldsberoendet och stärka EU:s konkurrenskraft, är dock osäkert.

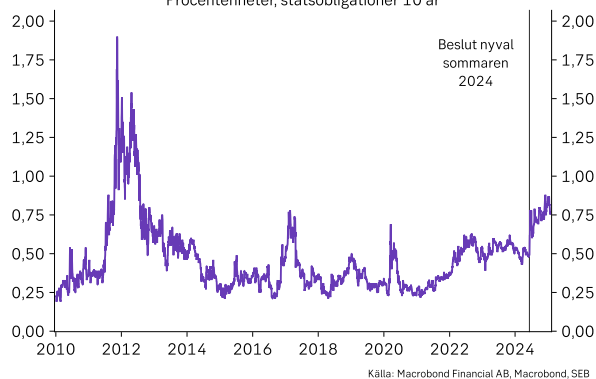
Arbetsmarknaden fortsätter att vara robust. Trots svag tillväxt har arbetsmarknaden varit förvånansvärt motståndskraftig och sysselsättningen ökar. Vissa indikatorer pekar dock på en avmattning. Den relativt robusta tjänstesektorn och bristen på kvalificerad arbetskraft förklarar delvis utvecklingen. Företagen kan också, trots lägre efterfrågan, välja att behålla personal för att inte stå utan arbetskraft när tillväxten ökar igen. Den demografiska motvinden, med en allt högre andel äldre i befolkningen, kan också innebära en viss motvilja att säga upp personal. De faktorer som hittills bidragit till arbetsmarknadens motståndskraft lär fortsätta att motverka en alltför kraftig uppgång i arbetslösheten och i slutet av 2025 börjar den åter minska. Den robusta arbetsmarknaden i kombination med löneökningar över

det historiska genomsnittet bidrar till att konsumtionsutvecklingen blir mer gynnsam 2025.

Svaga offentliga finanser ger inget stöd. Det offentliga finansiella läget är svagt i flera stora ekonomier, med Tyskland som undantag. Trots att EU:s nya finanspolitiska ramverk ger en viss flexibilitet måste många länder minska sina underskott och pressa ner skuldnivåerna kommande år. Sammantaget väntas finanspolitiken bli milt åtstramande/neutral 2025–2026. Framför allt är Frankrikes stora budgetunderskott en källa till oro (6,2 procent av BNP år 2024 enligt vår prognos). Avsaknaden av någon större finanspolitisk konsolidering innebär att det inte går att utesluta att den politiska turbulensen i Frankrike tar ny fart och att finansmarknadsoron åter ökar.

Politiken viktig även 2025. Förra året var den politiska turbulensen omfattande, framför allt i Europas två största ekonomier, Tyskland och Frankrike. I höstas splittrades den tyska regeringskoalitionen (Socialdemokraterna, Liberalerna och De Gröna) och den 23 februari i år är det nyval till förbundsdagen (se temaartikel på sid. 32). Även i Frankrike sprack den bräckliga regeringskoalitionen i december. En ny premiärminister har utsetts i form av mittenpolitikern François Bayrou, en ny regering har tillträtt och de tunga posterna tillhör president Macrons och Bayrous partier samt de konservativa Republikanerna. Den nya minoritetsregeringen står inför samma stora utmaningar som tidigare regering – att få ner det höga budgetunderskottet utan att riskera att fällas av partierna på de båda ytterkanterna. Risken för att den politiska turbulensen i Frankrike åter tar fart är således stor. Det kan leda till ökad oro på finansiella marknader, särskilt om politiska eftergifter åt partierna på ytterkanterna ökar de redan höga budgetunderskotten (eller om de inte minskar i tillräckligt snabb takt).

Räntedifferens Frankrike-Tyskland
Procentenheter, statsobligationer 10 år



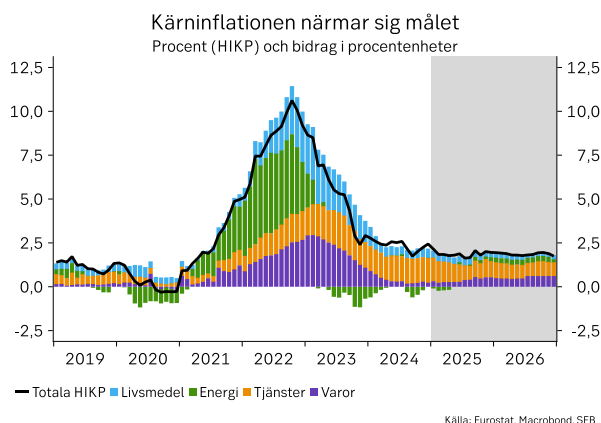
Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Flest risker på nedsidan. Det är lätt att hitta negativa tillväxtscenarier för euroområdet. Största risken just nu är ökad protektionism efter att Trump och

Republikanerna vann USA-valen. Runt 20 procent av EU:s export av varor går till USA, så tullar i den magnitud som Trump hotat med riskerar att få betydande effekter. Även EU:s relation med Kina kan komma att förändras om den nya USA-administrationen använder EU:s relation med Kina som ett led i förhandlingarna. De geopolitiska riskerna kvarstår, och inte minst kriget i Ukraina kan få ett annat förlopp nu när Trump blivit president. EU kan behöva öka sitt stöd till Ukraina och givet den svaga offentlig-finansiella situationen kan det bli svårt, vilket ökar sannolikheten att kriget utvecklas till Ukrainas nackdel.

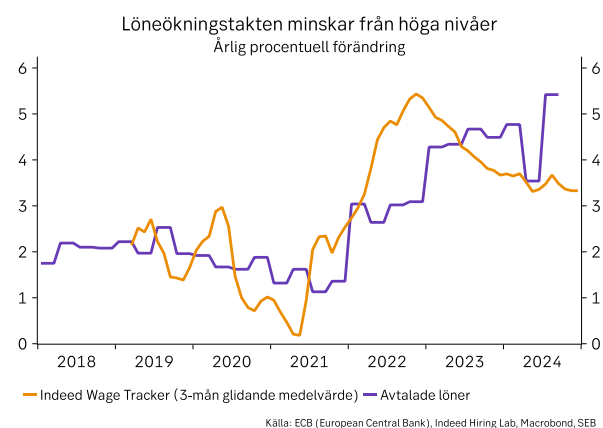
Inflationen nära målet

Inflationstakten har nu fallit i två år och den börjar närma sig ECB:s mål på två procent. Inflationen, och särskilt kärninflationen, är dock fortfarande på för höga nivåer. Att nedgången i kärninflationen varit utdragen beror framför allt på höga tjänstepriser. Under resterande delen av prognosperioden blir bidraget för konsumentvaror till inflationstakten förhållandevis litet. Det är i stället prisökningar på tjänster som är den huvudsakliga inflationsdrivkraften. I sommar når kärninflationen målet.



Balanserade inflationsrisker. Lägre löneökningar, men även lägre vinstmarginaler för företagen, krävs för att inflationsnedgången ska fortsätta. Att löneökningstakten faller långsammare än förväntat är den primära risken i inflationsprognosen. I fokus är bl a den tyska lönebildningen, där löner ökat i snabb takt de senaste höginflationsåren. Inflationen kan också gå ner snabbare än väntat om den ekonomiska utvecklingen blir sämre än väntat. Omvärldsriskerna finns också på både upp- och nedsidan. Högre EU-tullar på amerikansk import (som en motåtgärd från EU) skulle bidra till att höja inflationen. Samtidigt kan ett lågt pristryck från Kina pressa ner inflationen även i Europa, särskilt om kinesisk export till Europa ökar vid ett amerikansk-kinesiskt handelskrig.

Hög men avtagande löneökningstakt. Hushållen har efter ett par år fått den inflationskompensation man efterfrågat och lönebildningen börjar alltmer normaliseras. Trots en motståndskraftig arbetsmarknad och en återhämtning av tillväxten tror vi att löneökningstakten faller till drygt 2,5 procent mot slutet av prognosperioden. Denna utveckling är tydligast när man tittar på mer framåtblickade indikatorer som löner i jobbannonser.



ECB fortsätter med räntesänkningar till sommaren.

Lägre inflationstakt och en måttlig ekonomisk återhämtning innebär att ECB kan känna sig komfortabla med att fortsätta att sänka räntorna. Räntenivån är fortfarande åtstramande och ECB behöver i likhet med andra centralbanker sänka realräntan, vars nedgång motverkas av lägre inflation. Avgörande blir ökningstakten för löner och tjänstepriser, som båda behöver komma ner. Vår bedömning är att ECB sänker styrräntorna vid varje möte fram till juli 2025 (dvs i januari, mars, april, juni och juli). Vår prognos är att inflationstakten tar ett tydligare steg ner i januari och februari vilket vi tror övertygar ECB ännu mer om att inflationsmålet är inom räckhåll. Vid mötet i mars sänks styrräntorna med 50 punkter; vid övriga möten med 25 punkter. ECB-rådet har kommunicerat att de kvartalsvisa genomgångarna av statistik, inklusive prognoser, är viktiga beslutsunderlag och det blir därför naturligt att förlägga en 50-punkters sänkning till marsmötet. Den viktiga inlåningsräntan når 1,5 procent i juli 2025. Nivån på inlåningsräntan är då nära en neutral nivå, dvs nivån som varken stramar åt eller stöttar ekonomin. En svag tillväxt och åtstramande finanspolitik är argument för ECB att sänka räntan ännu mer, men att inflationen "bara" når målet och inte faller mer, talar emot.

Tema:

Tyskland

Räcker nyvalet för att få fart på ekonomin?

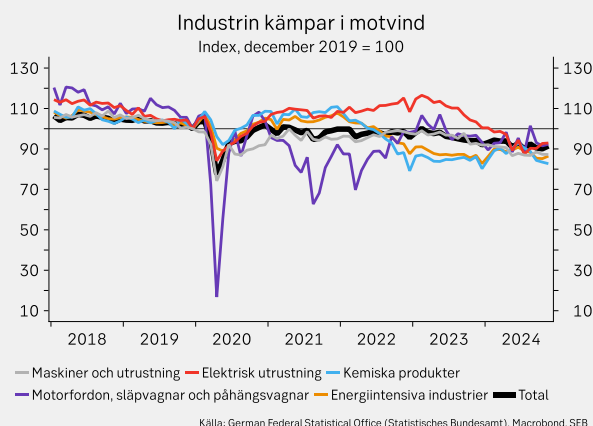
Två år med i princip nolltillväxt innebär att Tysklands tidigare så lyckade affärsmodell alltmer ifrågasätts. Dagarna med billig rysk gas, stadigt ökad export till Kina och säkerhetsgarantier från USA är förbi. Tyskland står inför en nödvändig energiomställning och industriföretagen behöver förbättra sin konkurrenskraft. Ökade satsningar på försvaret behövs för det säkerhetspolitiska läget, inte minst med tanke på kriget i Ukraina. Samtidigt är politiken satt på paus i väntan på nyvalet den 23 februari. En ny regering som lyckas leverera tillväxthöjande reformer kan öka företagets tillförsikt så att de investerar mer. Men troligtvis behövs mer för att lyfta tillväxten. Näringslivets medvetenhet och förmåga att ställa om till en ny affärsmodell är minst lika viktig.

Två år med ekonomisk stagnation

Tysk ekonomi har i princip stagnerat de senaste två åren. I likhet med andra ekonomier har Tyskland drabbats hårt av de senaste årens chocker (pandemi, hög inflation och de ekonomiska effekterna av Rysslands invasion av Ukraina). Tysk ekonomi återhämtade sig relativt snabbt efter pandemin. Det är snarare åren efter det som ekonomin gått trögt. Strukturella svagheter som är specifika för Tyskland har blivit ännu tydligare under energikrisen och åren med hög inflation. ECB:s räntesänkningar och en något bättre europakonjunktur kan ge visst konjunkturellt stöd, men ekonomin behöver mer än så, i form av betydande politiska reformer och nytänkande hos företagen, för att tillväxten ska växla upp mer långsiktigt.

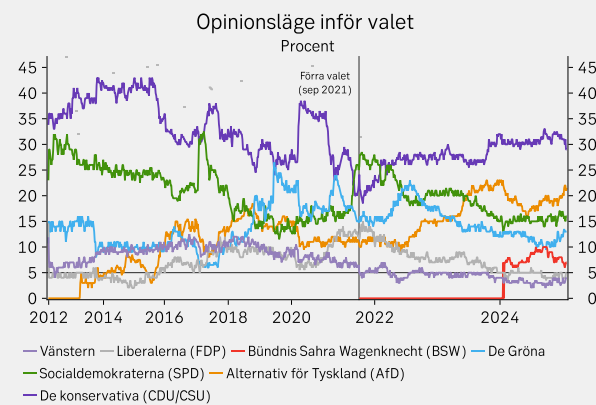


Strukturella problem i den viktiga industrin. Den tyska industrin möter en dubbel kostnadskris med höga energipriser och, sedan inflationschocken, höga löneökningar. Redan på 2010-talet beslutade Tyskland att genomgå en energiomställning (Energiewende) med avveckling av kärnkraft som skulle ersättas med förnybar energi och rysk naturgas. Rysslands invasion av Ukraina tvingade Tyskland att byta till dyrare energikällor med kraftigt stigande energipriser som följd. Initialt drabbades främst energiintensiva sektorer (som kemisk industri). Men den senaste tiden har problemen spridit sig. Ett exempel är den viktiga bilindustrin (ca 5 procent av BNP). Fördröjningen av elektrifiering och ett högt kostnadsläge, som försämrat konkurrenskraften, tillsammans med dämpad efterfrågan pekats ut som orsaker. Tyska bilföretag har särskilt tappat marknadsandelar i Kina, där konsumenterna ökat sin efterfrågan på billigare kinesiska elektrifierade bilar kraftigt. Krympande befolkning i arbetsför ålder i Europa gör att efterfrågan på bilar kan minska ytterligare.



Höstens regeringskris har inte förbättrat läget. I november förra året föll koalitionsregeringen bestående av Socialdemokraterna (SPD), Liberalerna (FDP) och Miljöpartiet (De Gröna). Samarbetet hade sedan en längre tid försvagats. De ideologiska skillnaderna och partiernas olika idéer om hur Tyskland skulle komma ur sin ekonomiska stagnation visade sig till slut vara omöjliga att förena. Det som till slut fick regeringen att falla var svårigheter att komma överens om budgeten för 2025. SPD och De Gröna ville lätta på skuldbromsen (årligt strukturellt budgetunderskott på max 0,35 procent av BNP) och låna mer medan FDP ville spara på bidrag och statliga subventioner. Förbundskansler Olaf Scholz (SPD) begärde en förtroendeomröstning innan jul, vilken han förlorade. Nästa steg blir därför ett nyval 23 februari, drygt ett halvår tidigare än ordinarie val till förbundsdagen skulle ägt rum.

Ny regering och ny förbundskansler. Just nu ser det ut som att Tyskland får både en ny regering och förbundskansler efter valet. En koalition mellan de konservativa systerpartierna CDU/CSU (hädanefter unionspartierna) och SPD är troligast (eller De Gröna). CDU:s ordförande Friedrich Merz blir med stor sannolikhet nästa förbundskansler.



Skattesänkningar prioritet för de konservativa.

Unionspartierna presenterade sitt valprogram innan jul. CDU konkretiserade nyligen en del av förslagen för att höja tillväxten i ett eget program, den så kallade Agenda 2030, som sätter ett tillväxtmål på 2 procent. För att förbättra konkurrenskraften bland företagen föreslås en sänkning av bolagsskatten från dagens 30 till 25 procent. Den omfattande byråkratin, vilken betraktats som ett stort hinder för företagen, ska minska kraftigt. CDU förespråkar att förbudet mot förbränningsmotorer ska reverseras för att ge bilföretagen möjlighet att ställa om. Även lättnader för hushållen prioriteras i form av lägre inkomstskatter (motsvarande 40 miljarder euro, i fyra årliga steg med start 2026).

Skattesänkningarna är breda men innehåller också lägre marginalskatter för höginkomsttagare (till skillnad från SPD som vill höja skatterna för de med högst inkomster). För att hantera arbetskraftsbristen och de stora demografiska utmaningarna i form av en minskande befolkning i arbetsför ålder föreslår CDU skattefri övertid, skattefria inkomster på upp till 2 000 euro per månad för pensionärer som arbetar samt immigration av kvalificerad arbetskraft. Partiet vill däremot kraftigt minska asylinvandringen och går fram med förslag till omröstning redan innan valet. Främlingsfientliga AfD kommer troligen rösta för förslaget, men det borde inte påverka regeringsbildningen.

Finansieringsfrågan blir viktig. Något som inte framkommer är hur CDU:s inte obetydliga skattesänkningar ska finansieras. De besparingar i det relativt generösa ersättningssystemet "Bürgergeld"

(direkt översatt medborgarlön) som CDU föreslår och så kallade dynamiska effekter som sker genom att reformerna ökar tillväxten lär inte räcka. Merz har tidigare visat motstånd mot att luckra upp skuldbromsen men under nuvarande tolkning av Agenda 2030 går det inte att utesluta smärre justeringar. Justeringar av skuldbromsen kan tänkas, framför allt för investeringar och för att nå en kompromiss med SPD (som vill reformera skuldbromsen). Det tyska forskningsinstitutet IW uppskattar att finansieringsluckorna i unionspartierna och SPD:s valprogram uppgår till 89 respektive 30 miljarder euro (2 respektive 0,7 procent av BNP).

SPD lyfter fördelningspolitiken och jobbtryggheten.

Ca 95 procent av medborgarna ska enligt SPD:s program få lägre inkomstskatter (de med högst inkomster exkluderas), stabila pensioner och höjda minimilöner. SPD vill skapa en Tysklandsfond som ska verka för tillväxt och sysselsättning. Fonden ska till en början omfatta 100 miljarder euro för investeringar (och är utformad så att den fungerar inom ramen för skuldregeln – via så kallade finansiella transaktioner). Tanken är att fonden på sikt ska mobilisera både privat och offentligt kapital. SPD vill stötta företag genom investeringsbonusar och lägre, stabila energipriser (tak för nätavgifter och lägre elskatter). Lägre nätavgifter och elskatter är något som även unionspartierna vill ha. För att öka köp av elbilar tillverkade i Tyskland föreslås ett tillfälligt skatteavdrag.

Investeringar fokus även för De Gröna.

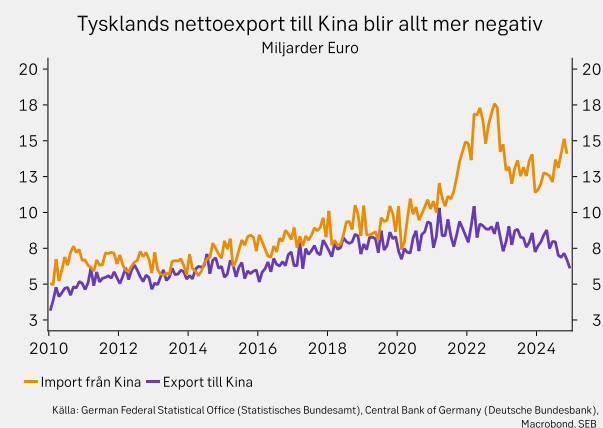
Huvudscenariot är en regeringskoalition mellan unionspartierna och SPD men det går inte att utesluta De Gröna som en tänkbar koalitionspartner till unionspartierna. I likhet med SPD föreslår De Gröna en Tysklandsfond för offentliga investeringar i infrastruktur, barnomsorg, utbildning etc. och en investeringsbonus för företag. Inte helt oväntat läggs stor vikt vid energiomställningen.

Vilka reformer blir av? CDU:s program är kostsamt. Även om det sker en justering av skuldbromsen är det troligt att alla reformer inte kan genomföras eftersom finanspolitiska begränsningar lär finnas kvar. En annan utmaning är att unionspartierna med stor sannolikhet behöver kompromissa med SPD. I vissa frågor finns möjligheter att komma överens, exempelvis skatter, investeringar och åtgärder för att minska byråkratin. Desto svårare kan det bli med ersättningsystemet "Bürgergeld" och minimilönen, båda viktiga frågor för SPD. Det finns en risk att kompromisser i enskilda frågor förhindrar arbetet med en övergripande reformagenda.

Stort investeringsbehov. Enligt IMF:s senaste landanalys (Artikel IV) ligger Tyskland ganska långt efter EU-snittet vad gäller digital användning i offentlig sektor, höghastighetsbredband och digital kompetens hos befolkningen. Investeringar i digitalisering och infrastruktur är nödvändiga. Men för att näringslivet ska investera mer behövs en regering som kan minska osäkerheten och stärka företagens tillförsikt.

Men även företagens affärsmodell behöver ses över.

Framför allt gäller det industrin som tidigare förlitat sig på billig gas från Ryssland, export till Kina och en efterfrågan på bensinbilar. Förmågan och medvetenheten att ställa om har länge lyst med sin frånvaro, vilket exempelvis har försenat arbetet med elektrifiering i den viktiga bilindustrin. Ett handelskrig mellan USA och Kina behöver Tyskland och EU också förhålla sig till. En risk är att amerikanska tullar på kinesisk export ökar kinesisk export till Europa, vilket skulle pressa den tyska exportindustrin ytterligare.



Vägen framåt. Företagens och även politikernas medvetenhet om anpassningar till en alltmer orolig omvärld och behovet av en ny affärsmodell tycks ändå ha ökat. Det, i kombination med stort tekniskt kunnande bland landets många små och medelstora företag ("Mittelstand"), ger skäl till försiktig optimism. Tyskland har dessutom en tradition av att satsa relativt mycket på forskning och utveckling (3,1 procent av BNP 2021 enligt OECD, USA:s var 3,5 procent). CDU:s mål är att 3,5 procent av BNP ska spenderas på forskning och utveckling till 2030. En stor del av näringslivets utgifter för forskning och utveckling är dock koncentrerad till större bolag i ett fåtal industrisektorer. En mer bredbaserad satsning är önskvärd för att åter öka industriföretagens konkurrenskraft i en värld där Kina tar allt större exportmarknadsandelar. I kombination med politiska reformer i liknande omfattning som skedde i början av 2000-talet, då Tyskland kallades "Europas sjuka man", finns det goda skäl att vara hoppfull om att utvecklingen går att vända.

Storbritannien

Förtroendekris riskerar hämma finanspolitiken

Storbritannien står inför ännu ett utmanande år präglat av fortsatt svaga ekonomiska utsikter, trögriktig inflation och pressade offentliga finanser. I centrum står den nya Labourregeringen, vars ambitiösa finanspolitiska agenda utmanas av kraftigt stigande lånekostnader. Bank of England balanserar på en skör tråd mellan tillväxtestödande räntesänkningar och fortsatt inflationsbekämpning.

Ekonomi utvecklades starkare än väntat under den första halvan av 2024 men återhämtningen verkar ha kommit av sig. Den försiktigt tilltagande optimismen har stannat av och indikatorer signalerar att ekonomin inleder året relativt svagt. Tillväxten väntas tillta men är inte tillräcklig för att ta igen de senaste årens BNP-tapp.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP	0,3	0,9	1,6	1,4
Arbetslöshet*	4,1	4,3	4,5	4,6
Löner	7,1	5,1	4,5	2,5
KPI	7,3	2,5	2,9	2,1
Offentligt saldo**	-6,0	-4,5	-3,8	-3,5
Offentlig bruttoskuld**	100	103	106	106
Styrränta, %***	5,00	4,75	3,75	2,75

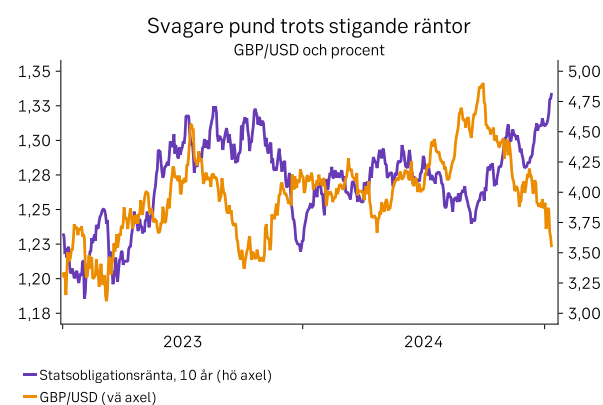
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: IMF, ONS, SEB

Inflationsoro. Efter en positiv inflationsutveckling under större delen av 2024 gick mycket åt fel håll mot slutet av året. Såväl tjänsteinflationen som löneökningstakten ligger fortfarande högre än i jämförbara ekonomier. I det sammanhanget finns det en oro för att höjda minimilöner och arbetsgivaravgifter riskerar att ytterligare fördröja nedgången i tjänsteinflationen. Det finns dock tecken på att efterfrågan på arbetskraft mattas av vilket bromsar löneökningstakten. Vi räknar trots det med att inflationen ligger kvar över målet under hela 2025.

Skör återhämtning med många risker. Hushållen håller fortsatt hårt i plånboken och näringslivets negativa syn

på regeringens skatthöjningar är påtaglig. Därtill framstår briterernas förhandlingsposition vid eventuella handelsdiskussioner med USA som svag i och med att landet står utanför EU. Merparten av Storbritanniens export till USA utgörs dock av tjänster och eventuella tullar lär därför ha en begränsad negativ effekt på ekonomin. Regeringens budget är mindre åtstramande än den förra och väntas därför ge stöd till den ekonomiska återhämtningen 2025 – men planerna hotas av en kraftig uppgång i lånekostnaderna.

Finanspolitiken i fokus. Labourregeringen presenterade stora utgiftsökningar och ökade offentliga investeringar i sin budget. Hälften av utgiftsökningen finansieras av den största skatthöjningen på 30 år och den andra halvan genom ökad upplåning. Den offentliga bruttoskulden har ökat i hög takt sedan pandemin vilket har medfört snabbt stigande ränteutgifter. I spåren av den globala ränteuppgången har regeringens plan att låna ännu mer pengar därför mottagits med skepsis på finansmarknaden, vilket i sin tur har spätt på ränteuppgången. Den tioåriga statsobligationsräntan steg i början av i år till den högsta nivån sedan 2008, vilket medför betydande svårigheter för regeringen att finansiera sin reformagenda. Sänkta utgifter eller nya skatthöjningar kan inte uteslutas och riskerar att dämpa återhämtningen. Läget på de finansiella marknaderna höjer osäkerheten i ekonomin och en stor del av den brittiska ekonomins öde 2025 vilar i finansministerns förmåga att hantera marknadens oro.



Svåra avvägningar för Bank of England. Styrräntan sänktes två gånger under 2024. Bakslag i inflationsbekämpningen talar för att BoE går avvaktande och gradvis fram i år trots svag tillväxt, finanspolitisk motvind och höga räntor. Vi räknar med att Bank of England, i takt med att inflationstakten växlar ner, tar de svaga tillväxtutsikterna i beaktning och sänker styrräntan en gång per kvartal i år, vilket innebär en styrränta på 3,75 procent i slutet av 2025. Under 2026 sänks räntan med ytterligare en procentenhet.

Norden

Sverige | sid 37

Pusselbitarna faller på plats för konsumtionsuppgång och tillväxtuppväxling. Arbetslösheten vänder ned till sommaren. Kärninflationen stiger initialt, men faller sedan tillbaka. Riksbanken sänker styrräntan till 2 procent i maj.

Danmark | sid 46

Vi räknar med att stigande reallöner, sysselsättning och bostadspriser lyfter konsumtionstillväxten. BNP växer med 2,5 respektive 3,0 procent 2025 och 2026. Handelspolitiken utgör en viss risk efter USA:s intresse för Grönland.

Norge | sid 44

En expansiv finanspolitik och en stark olje- och gassektor, stöder tillväxten. Ökad köpkraft, höga löner och lägre räntor bidrar till en återhämtning av fastlands-BNP. Kärninflationen förväntas falla och styrräntan sänks successivt från mars.

Finland | sid 48

Ökad export ger en viss skjuts till återhämtningen, men finanspolitisk åtstramning dämpar den inhemska efterfrågan. Arbetsmarknaden är fortsatt svag. BNP ökar med i genomsnitt drygt 1,5 procent 2025 och 2026.



Sverige

Spänd väntan på konsumtionslyft

Hushållens konsumtion har till slut börjat öka men betydligt mer krävs för att bekräfta vår ganska optimistiska BNP-prognos. Utgångsläget är svagt och arbetslösheten vänder ned först till sommaren. Kärninflationen stiger i början av 2025 men faller tillbaka under andra halvåret och Riksbanken sänker till två procent i maj. Finanspolitiken fortsätter vara expansiv 2026 och de offentliga finanserna försvagas.

Efter BNP-fallen 2022–2023 har tillväxten vänt upp, om än svagt. Vår prognos, att BNP-tillväxten accelererar från 0,5 procent i fjol till 3,1 procent 2026, ligger fast. Mycket faller nu på plats för en konsumtionsledd återhämtning; god reallönetillväxt, fallande boräntor och stöd från finanspolitiken. Trots att novemberdata var starka och att en vändning börjar skönjas, är konsumtionsuppgången hittills måttlig. Kärninflationen 2025 hamnar strax över målet, lite högre än vi tidigare väntat oss, delvis på grund av stigande livsmedelspriser. På sikt är dock riskerna större att inflationen hamnar något under målet så länge ett bredare handelskrig undviks. Vi fortsätter räkna med att Riksbanken sänker styrräntan till 2,00 procent, men flyttar sista sänkningen från mars till maj.

Nyckeltal

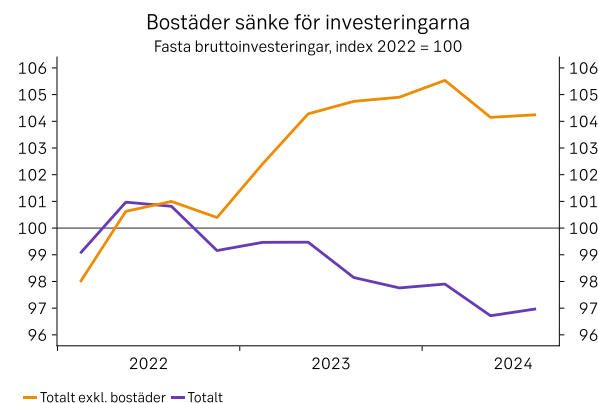
Procentuell förändring

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

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

Exporten står emot svaghet i Europa. Exporten har, givet svagheter för tysk och europeisk industri, varit förvånansvärt stark och har hindrat ännu sämre BNP-siffror de senaste åren. Den internationella

industrikonjunkturen är ljummen i utgångsläget och BNP globalt och inom OECD väntas fortsätta att öka i ungefär nuvarande takt både 2025 och 2026. En gradvis återhämtning i Europa talar för att även svensk industri lyfter men uppgången ser ut att bli måttlig jämfört med historiska konjunkturuppgångar, delvis på grund av att USA saktar in. Relativa energipriser och en svag krona gör att svensk industri är väl rustad för att gynnas av en återhämtning i Europa, även om en konsolidering för den tidigare snabbväxande produktgruppen elapparater (batterier, el överföring mm) väntas dämpa uppgången (se Tema svensk industri sid 41). Exporttillväxten växlar upp till tre procent 2025 och fyra procent 2026, efter att ha vuxit med 2,4 procent 2024. Konsolideringen för elapparater påverkar enligt vår bedömning inte export och produktion men bidrar till att dämpa industriinvesteringarna och i viss mån sysselsättningen.



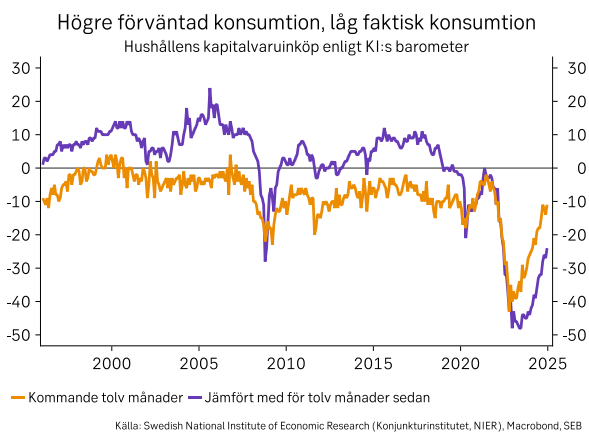
Bostadsinvesteringar går från sänke till stöd.

Investeringarna har fallit gradvis, med ca 1 procent per år, sedan mitten av 2022. Nedgången förklaras av ett 55-procentigt fall för nyinvesteringar i bostäder. Exklusive bostäder är uppgången relativt bredbaserad, med stora ökningarna för offentliga investeringar och energiproduktion, men även industriinvesteringarna har utvecklats väl. Antalet påbörjade bostäder planade ut under 2024 och stigande bostadspriser talar för att byggandet gradvis ökar under 2025 och 2026. En vändning för bostadsbyggandet och allmänt ökande efterfrågan talar för att investeringarna växer snabbare kommande år, men en hög investeringsnivå i utgångsläget och en sättning för investeringar inom produktionen av elapparater talar för en måttlig uppgång.

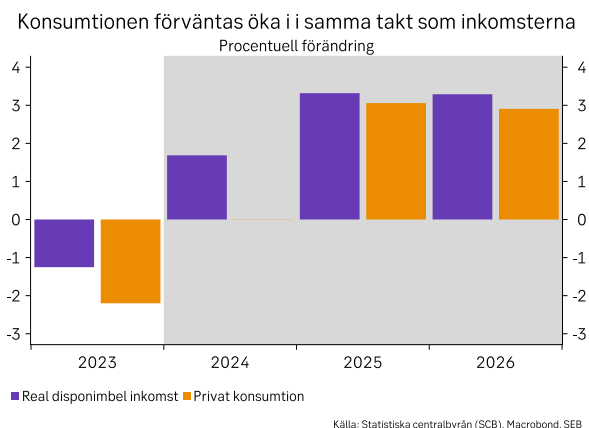
Förutsättningar på plats för konsumtion

Efter en lång period med nedåtövertäckningar så visade hushållens konsumtion i slutet på förra året till slut tecken på att vända uppåt. Summerar vi juni till november i fjol så har konsumtionen stigit med drygt 2,5 procent enligt den månatliga indikatorn.

Månadssiffrorna är dock volatila och fler och ännu starkare uppgångar krävs för vår prognostiserade konsumtionsuppgång. Sänkta skatter, stigande reallöner och sänkta bostadsräntor gör att hushållens disponibla inkomster beräknas stiga med ungefär tre procent per år under 2025 och 2026. Dessutom är sparandet högt i utgångsläget. Hushållsförtroendet har stigit till nära det historiska snittet, men uppgången drivs framför allt av förväntningar medan frågorna om hushållens egen ekonomi och konsumtion i nuläget fortfarande är ganska mycket lägre än normalt. Det tyder på att många hushåll fortfarande är pressade efter de stora reallönefallen under 2022 och 2023 och vill ha bekräftelse på att situationen verkligen har förbättrats innan utgifterna dras upp.



Stigande volymer för detaljhandeln. Att detaljhandeln rapporterar stigande försäljningsvolymer tyder på att något kan vara på väg att hända men än så länge är nivåerna måttliga, vilket tyder på att det stora konsumtionslyftet fortfarande ligger en bit fram i tiden. En fortsatt svag arbetsmarknad riskerar också att fördröja konsumtionsbeslut. Vi räknar med att privatkonsumtionen ökar med 2,5 procent 2025 och 3,2 procent 2026 vilket i stort sett är i linje med inkomstutvecklingen och innebär att sparkvoten ligger kvar på nära 15 procent under hela prognosperioden.

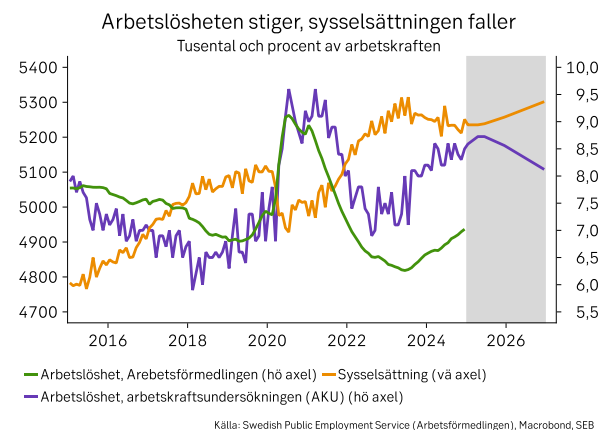


Bostadspriserna ökar med ca 5 procent per år.

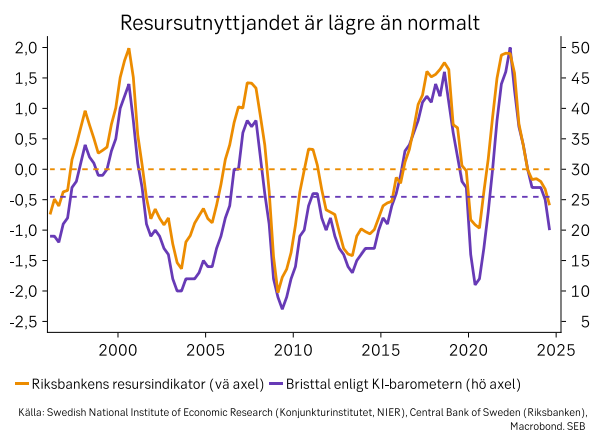
Bostadspriserna vände upp under andra halvåret i fjol och uppgången 2024 summerar till ca fem procent, trots en liten nedgång i december. Vi räknar med att uppgången fortsätter i samma takt 2025 och 2026, oförändrad jämfört med november-prognosen. Det innebär att pandemipristoppen passeras under första halvåret 2026.

Arbetslösheten vänder ned i sommar

De senaste två årens svaga tillväxt återspeglas i en svagare arbetsmarknad och arbetslösheten har stigit med knappt 1,5 procent sedan mitten av 2022 till knappt 8,5 procent. Under slutet av 2024 visade uppgången tecken på att mattas av, men orsaken är att arbetskraftsdeltagandet minskat. Sysselsättningen har minskat snabbare de senaste månaderna och totalt är nedgången sedan mitten av 2023 ca en procent. Arbetskraftsundersökningens månadssiffror är volatila och vi tror att en del av både den svaga sysselsättning och det lägre arbetskraftsdeltagandet reverseras de närmaste månaderna. Antalet varsel har minskat något och företagens sysselsättningsplaner enligt KI-barometern har återhämtat sig. Vi räknar dock med att vändningen på arbetsmarknaden kommer först under andra kvartalet och att arbetslösheten stiger till 8,7 procent innan den vänder ned. Det svaga arbetsmarknadsläget bekräftas av att Riksbankens resursindikator fortsatt att falla och nivån är nu under det historiska snittet – en bekräftelse att Sverige är i en låg konjunktur.

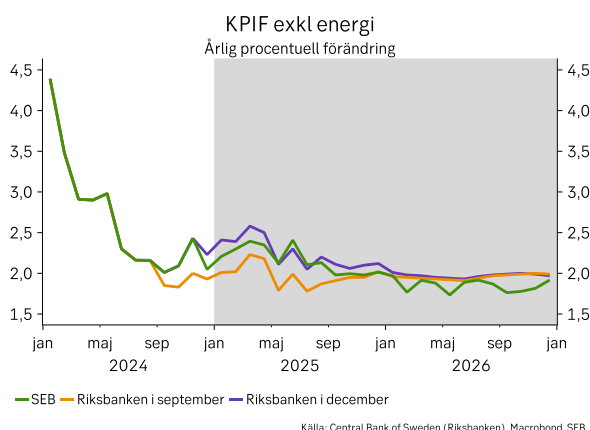


Löner ökar med 3,5 procent. Löneförhandlingarna pågår för fullt och LO:s krav ligger på 4,2 procent för 2025. Historisk har avtalen i genomsnitt slutits på ungefär 75 procent av kraven, vilket skulle motsvara 3,1–3,2 procent. Resultaten kan variera ganska mycket men vår bedömning är att resultatet blir ett två- eller treårsavtal på ungefär dessa nivåer och att de totala lönerna ökar med 3,6 procent 2025 och 3,5 procent 2026. Vår prognos är nära Riksbankens.



Lite högre kärninflation i början av 2025

Efter en volatil höst avslutades 2024 med en oväntat låg decembersiffra där KPIF exklusive energi föll till 2,0 procent, exakt på Riksbankens mål. Utsikterna för inflationen är fortsatt ljusa men det finns en del orosmoln. Internationella livsmedelspriser har vänt uppåt igen och även om nivåerna fortfarande är lite lägre än toppen 2022 är det troligt att livsmedelspriserna stiger under 2025 och prognosen har justerats upp. Uppgången drivs i relativt hög utsträckning av kaffe och kakao som brukar ha stort genomslag på inflationen, men där prisuppgångarna också snabbt kan reverseras när skördarna normaliseras. Förutom livsmedel ser inflationsutsikterna ljusa ut. Internationella priser på konsumtionsvaror stiger svagt och löneutvecklingen är i linje med inflationsmålet.

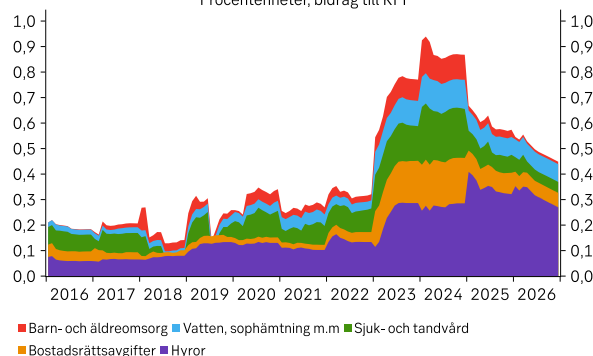


Hyrer och administrativa priser ökar mer än vanligt

och uppgången bedöms fortsätta under 2025. Hyresförhandlingarna ser ut att hamna lite under 5 procent, vilket är i linje med 2024 och många kommuner har höjt avgifter för vatten och sophämtning. Sammantaget bedöms ökningstakten ändå vara avtagande. Avgifter till barnomsorg, äldreomsorg och sjukvård, som ökade betydligt under 2024, väntas normaliseras under 2025. Vår bedömning är att uppgången för bostadsrättsavgifter också saktar in

betydligt. Regeringen har beslutat att högkostnadsskyddet för läkemedel ska höjas från och med juli i år vilket gradvis kommer att öka inflationen med 0,1 procentenheter. Ökade tandvårdssubventioner för äldre kommer minska inflationen från januari nästa år med 0,1-0,2 procentenheter. Sänkt åldersgräns för fri tandvård från januari i år får marginella inflationseffekter.

Hyrer och offentliga taxor ökar snabbt men saktar in
Procentenheter, bidrag till KPI



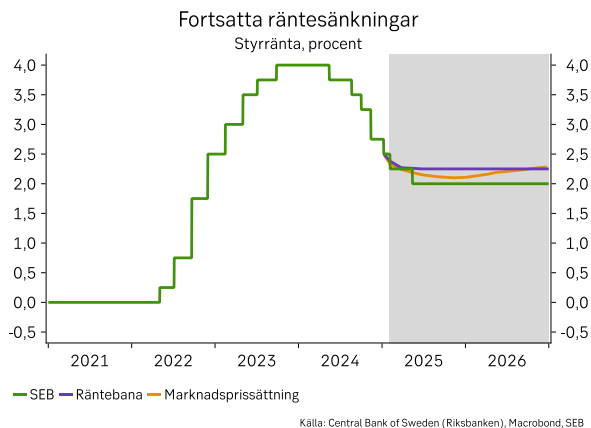
Källa: <Property Source not found>, Macrobond, SEB

”Korgeffekten” ger lite högre inflation. Att kärninflationen väntas stiga över målet i början av 2025 är delvis en teknisk effekt och en följd av den så kallade korgeffekten som påverkar KPI i januari varje år. Den kommer av att Sverige använder en särskild indexformel som tillåter att substitution mellan olika varor påverkar prisnivån. Nedåttrycket från korgeffekten på KPI i januari bedöms bli mindre än vanligt, efter att ha varit större än vanligt i januari 2024. Lägre korgeffekt och baseffekter från förra året förklarar en stor del av den förväntade uppgången i kärninflationen i januari.

Riksbanken sänker i januari och i maj

Riksbanken sänkte styrräntan i december men direktionen var tydlig med att penningpolitiken under 2025 kommer att bli mer avvaktande och databeroende. Räntebanan indikerar 12 punkter lägre ränta i januari och ytterligare 11 punkter i mars. Det innebär en stor sannolikhet för en 25-punktersänkning under första kvartalet i år men i pressmeddelandet var budskapet att en räntesänkning är trolig under första halvåret. Vår tolkning av det lite tvetydiga budskapet är att direktionen börjar bli mer oenig om när och hur mycket styrräntan ska sänkas framöver. Protokollet från mötet stöder den tolkningen; vårt intryck är att flera ledamöter tycker att framtunga räntesänkningar är att föredra. Men Riksbankschefen Erik Thedéen framhöll att Riksbanken sänkt styrräntan med totalt 150 punkter mellan maj och december och att räntan är nära en nivå där det är lämpligt att avvakta och utvärdera effekterna av tidigare stimulanser. Efter den låga inflationssiffran i december och fortsatta fråge-

tecken kring den ekonomiska utvecklingen, tror vi att Riksbanken sänker igen i januari och bekräftar att räntebanan från december, där räntan bottnar på 2,25 procent, fortfarande gäller. Vi håller fast vid vår prognos att Riksbanken sänker räntan ytterligare en gång, till 2,00 procent, men att det sker först i maj.



Vad händer sen? Vad som händer med räntan efter maj-mötet är svårbedömt. Sverige har sänkt räntan mer och till en lägre nivå än nästan alla jämförbara länder. Givet att tillväxt, bostadspriser och utlåning återhämtar sig tror vi att direktionen vill undvika att elda på utvecklingen ytterligare och avvakta effekterna av tidigare sänkningar. Samtidigt kommer trycket vara högt från arbetsmarknadens parter att sänka räntan mer, särskilt om inflationen periodvis skulle hamna under målet och om tillväxtåterhämtningen dröjer. Vi tror att direktionen vill undvika att sänka räntan för lågt om det inte blir en djupare ekonomisk kris. Räntan kommer enligt vår prognos att vara lite lägre än 2,25 procent som är mittpunkten på Riksbankens nya intervall för den neutrala långsiktiga räntan (1,5 – 3,0 procent). Med tanke på att konjunkturläget är svagare än normalt är en något lägre nivå rimlig. Vår prognos är att styrräntan ligger kvar på 2,00 procent under hela 2026 men riskerna är större på nedsidan.

Fortsatt expansiv finanspolitik

Regeringen presenterade 60 miljarder i ofinansierade reformer i budgetpropositionen för 2025, ganska jämnt fördelade mellan skattesänkningar och ökade utgifter. Vi räknar med ca 15 miljarder till i vårpropositionen i april; totalt 75 miljarder eller 1,2 procent av BNP. En del av åtgärderna gäller ökning av utgifter som inte är indexerade och vår bedömning (grundad på Konjunkturinstitutets skattningar av det strukturella finansiella sparandet) är att den finanspolitiska stimulansen under 2025 uppgår till ungefär 0,5 procent av BNP. Mycket talar för att finanspolitiken fortsätter att vara expansiv valårsbudgeten för 2026 då vi tror att regeringen presenterar ofinansierade reformer för ytterligare 60–

70 miljarder. Regeringen och oppositionen har kommit överens om att sänka målet för sparandet i offentlig sektor till ett balansmål från +0,3 procent av BNP, som gäller för närvarande. Förändringen gäller egentligen från 2027, men kan bidra till att öka utrymmet för reformer redan nästa år.

Statliga underskott, delvis av tillfällig karaktär.

Statsbudgeten visade ett underskott på mer än 100 miljarder i fjol vilket är mer än 1,5 procent av BNP. Underskotten förklaras delvis av tillfälliga faktorer, t ex en kapitalinjektion till Riksbanken (25 miljarder), men svag konjunktur är den viktigaste förklaringen. Enligt den statliga utredningen av målen för de offentliga finanserna kommer statens finansiella sparande att vara -0,7 procent av BNP i jämvikt (ett relativt stort finansiellt sparande i pensionssystemet gör att den offentliga sektorns sparande hamnar på noll), vilket innebär att statsskulden stabiliseras på ungefär 20 procent av BNP. När konjunkturen stärks under 2025 och 2026 minskar statens underskott men expansiv finanspolitik och utgifter för stöd till Ukraina talar för att underskotten under 2025 och 2026 blir större än den långsiktiga målnivån. Förbättrat saldo för kommunsektorn och i pensionssystemet gör att det totala offentliga sparandet förbättras mer, men även den offentliga sektorn väntas visa relativt stora underskott de närmaste åren. I en internationell jämförelse fortsätter dock de svenska statsfinanserna att se mycket starka ut.

Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP

	2023	2024	2025	2026
Staten	-0,9	-1,0	-1,5	-1,1
Kommuner och regioner	-0,9	-1,0	-0,5	-0,5
Pensionssystemet	0,2	0,5	0,4	0,5
Offentlig sektor	-0,8	-1,6	-1,5	-1,0

Källa: SCB, SEB

Tema:

Svensk industri

Kan industrin fortsätta stå emot svagheten i Europa?

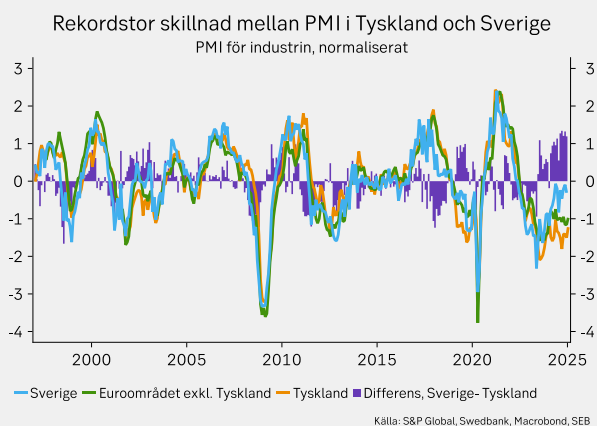
Svensk real BNP har varit i stort sett oförändrad sedan början av 2022 men tillväxten har ändå varit mindre svag än väntat. En viktig anledning är att svensk industri stått emot ett svagt Europa och att både export och industriinvesteringar ökat. Denna artikel undersöker drivkrafter och förutsättningar för industrins fortsatta motståndskraft. Vår slutsats är att tysk konjunkturell och strukturell svaghet är en viktig förklaring till måttlig tillväxt i euroområdet. Med viss återhämtning för viktiga exportländer kommer en svag krona och låga energipriser att bidra till en fortsatt relativt bra utveckling för svensk industri. Viss konsolidering för gröna investeringar bland företag i norr bidrar antagligen till att dämpa investeringarna det närmaste året men effekten på exporten blir mindre.

Export och investeringar har motverkat nedgången.

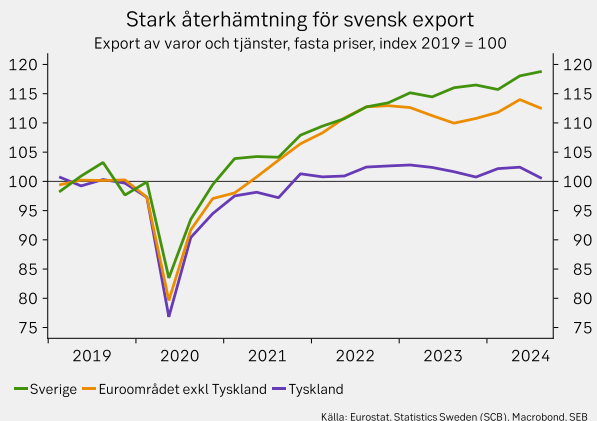
Svensk industri stått emot svagheten i Europa bättre än väntat och både export och industriinvesteringar har fortsatt att växa i relativt hög takt. Indikatorer som inköpschefsindex (PMI) och Konjunkturinstitutets barometer tyder på att den trenden fortsätter i närtid. Skillnaden mellan PMI i Sverige och Tyskland är nu större än någon gång sedan undersökningen startade i mitten av 1990-talet. Indikatoravvikelsen mot övriga länder i euroområdet är större än genomsnittet men inom ramen för historiska variationer.

Starkare svensk PMI återspeglas också i hårda data

och tex har svensk export fortsatt att stiga medan den tyska har planat ut. Exportutvecklingen i övriga euroländer har stigit endast måttligt under de senaste 1-2 åren. Efter den starka återhämtningen efter pandemin har även svensk exporttillväxt bromsat in och ökningstakten är måttlig jämfört med historiska uppgångar; en utveckling som är i linje med PMI och KI-barometern som båda ligger lite under de historiska genomsnitten. De sektorer som drivit exporten under de senaste åren har varierat men fordons- och läkemedellexport har varit viktiga draglok efter pandemin. Under de senaste två åren har en mycket stark uppgång för exporten av tjänster varit den främsta drivkraften.

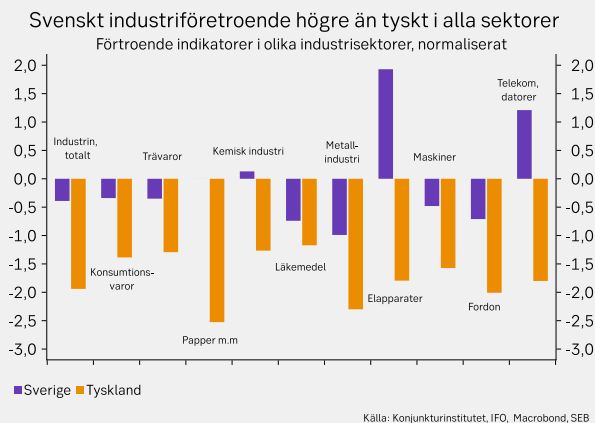


Ovanlig exportavvikelse. Skillnaden mellan Tyskland och Sverige är ovanlig i ett historiskt perspektiv. Båda länderna har stor export som andel av BNP och normalt påverkar det globala konjunkturläget industrisektorn i på ett likartat sätt. Olika branschstruktur har historiskt gett olika export- och investeringsutveckling, men inte så stora eller så varaktiga som i nuläget.

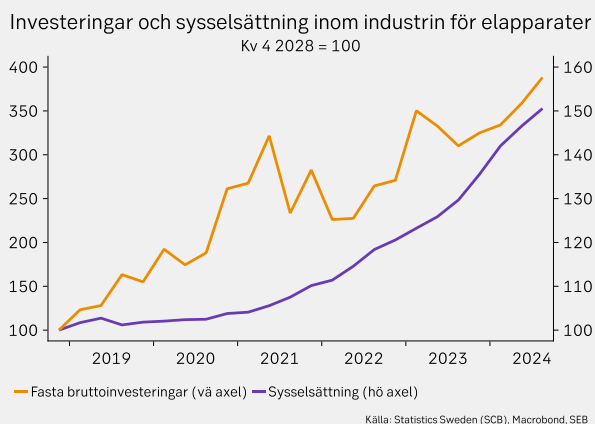


Växelkurs och lägre energipriser ger stöd. Svag krona och relativt kontinenten låga energipriser är viktiga förklaringar och talar för att för att svensk motståndskraft består. Dessutom pågår ett strukturellt skifte för bilindustrin som påverkar Tyskland i större utsträckning (mer om tyska ekonomin i temat på sid 32). Fordons-

industrin är dock viktigt för hela EU, inklusive Sverige. Krisen i Tyskland är dock större än bara bilar. Diagrammet nedan visar Konjunkturinstitutets barometer jämfört med tyska IFO, uppdelat på ett urval av de viktigaste industrisektorerna. Staplarna visar nivån för förtroendeindikatorn i slutet av 2024. Värdena är normaliserade så att ett negativt tal visar om förtroendet är lägre än det historiska genomsnittet och den historiska standardavvikelsen normaliserats till ett.

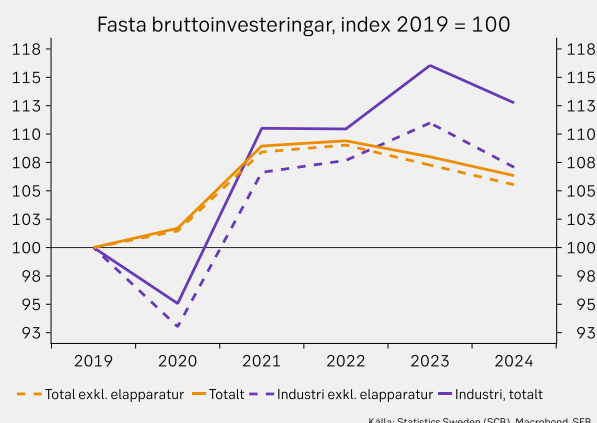


Bredbaserad pessimism i tysk industri. Sentimentet inom tyska industrin är mycket lågt i nästan alla sektorer och nivån är i många fall till och med lägre än i bilindustrin. Förtroendet inom svensk industri är något under snittet för flertalet sektorer men tillverkningen av telekom/datorer och, i än högre utsträckning, elapparater sticker ut på uppsidan. Högt förtroende bland tillverkare av elapparater är sannolikt kopplat till den gröna omställningen av energisystem och dessutom ingår batteritillverkning i denna sektor. SCB är noga med att verksamheten i ett enskilt företag inte ska gå att spåra i statistiken, men rimligtvis är Northvolts investeringar en viktig drivkraft till den starka investeringsuppgången. Både sysselsättning och investeringar har ökat kraftigt de senaste åren och den konsolidering för framför allt företagen i norra Sverige som är på väg kommer antagligen att bidra till att potentiellt stora delar av uppgången reverseras.



Konsolidering av gröna industriprojekt kommer att hämma investeringarna.

Uppgångarna för både investeringar och sysselsättning inom sektorn är dramatiska och ger ganska stora bidrag till utvecklingen för industrisektorn totalt. Elapparater har till exempel bidragit med mer än 5 procent till de totala industriinvesteringarna under de senaste fem åren och ett par procent till industrissysselsättningen (av en total uppgång för investeringar på 13 procent och sysselsättning 3 procent). Effekterna på investeringar i hela ekonomin (från elapparater) är runt 1 procent och effekten på BNP och total sysselsättning är ungefär 0,1-0,2 procentenheter. En fortgående mer allmän uppgång för investeringar och industriproduktion kommer med stor sannolikt motverkas av en nedgång för investeringar och sysselsättning för elapparater. Storleken är dock osäker och sektorn elapparater är ganska bred och innefattar förutom batteribyggnad bland annat byggande av generatorer och eldistributionsapparater, som också har haft och kommer fortsätta att möta hög efterfrågan och expandera i Sverige.



Viktiga indirekta effekter. Den investeringsvåg vi sett de senaste åren bidrar bredare till svensk ekonomi än vad investeringsstatistiken visar. Gröna investeringar påverkar andra sektorer både direkt, i form av andra investeringar, och indirekt via sysselsättning hos underleverantörer av både varor och tjänster. Vad som kommer att hända med den gröna omställningen och tillverkningen av batterier och fossilfritt stål är osäkert men vår analys tyder på att signalerna om inbromsning, fördröjningar och i värsta fall konkurser är stora nog att väga in i prognoserna för investeringar och BNP.

Elapparater har dock inte varit viktiga för produktion och export (och med ett förmodat stort importinnehåll i investeringarna, minskar BNP-effekten både i upp- och nedgång), vilket visar att motståndskraften för svensk industri är bred. Det talar för att exporten kommer att fortsätta att öka kommande år. Fortsatt stöd från växelkurs och lägre energipriser talar också för att exporten kommer att fortsätta växa snabbare än i

eurområdet och Tyskland. Det är dock troligt att industriinvesteringarna kommer att reversera en del av de senaste årens uppgång.

Trump-tullar kan ändra bilden radikalt. Ungefär 9 procent av svensk varuexport går till USA vilket motsvarar drygt tre procent av BNP. Om tjänsteexporten räknas in fördubblas exportens andel av BNP till ungefär sex procent. Andelen är högre än för de flesta länderna i eurområdet och även högre än Tyskland som exporterar ungefär fem procent av BNP till USA. Detta talar för att Sverige kan komma att drabbas mer än många andra länder av amerikanska tullar. En relativt stor andel av svensk export utgörs dock av så kallad merchanting. Merchanting är export, som klassificeras som varuexport, men som inte passerar den svenska gränsen. I begreppet återfinns kostnader som läggs på en vara för bl.a. forskning och utveckling, administration men även försäljningsmarginaler som genererar intäkter till företag med hemvist i Sverige. Svenska företag har i hög utsträckning tillverknings i andra länder vilket ger möjligheter att flytta produktion för export till USA eller till länder som i mindre grad drabbas alls av höjda tullar eller inte alls.



Norge

Dags för räntesänkningar

En expansiv finanspolitik, i kombination med positiva impulser från en stark olje- och gassektor, stödjer tillväxten. Samtidigt möter andra delar av ekonomin tuffare utmaningar. Aktiviteten i olje- och gassektorn väntas avta något under 2025, men ökad köpkraft, höga löner och lägre räntor bidrar till en återhämtning av fastlands-BNP. Kärninflationen förväntas falla under Norges Banks prognos andra halvåret 2025, vilket leder till att styrräntan sänks successivt från och med mars.

Tillväxten är dämpad men robust i den norska fastlandsekonomin. Mycket hög investeringstakt i olje- och gasindustrin ger positiva indirekta effekter även i andra delar av ekonomin och en expansiv finanspolitik ger ytterligare stöd. Tudelningen i ekonomin är dock fortsatt tydlig och skillnaderna mellan de sektorer som är, och de som inte är, relaterade till olje- och gasindustrin är stora. Fallande bostadsinvesteringar är dock den största negativa kraften och vi väntar oss att de fortsätter att falla även under 2025. Fastlands-BNP stiger med 0,8 procent 2024, men växlar upp under 2025 och 2026 med stöd av räntesänkningar och en förbättrad finansiell situation för hushållen. Total BNP får stöd av hög aktivitet i olje- och gassektorn och växte med 2,3 procent i 2024. Under 2025 och 2026 avtar den höga investeringstakten i sektorn och tillväxten landar på 2,2 respektive 1,1 procent.

Nyckeltal

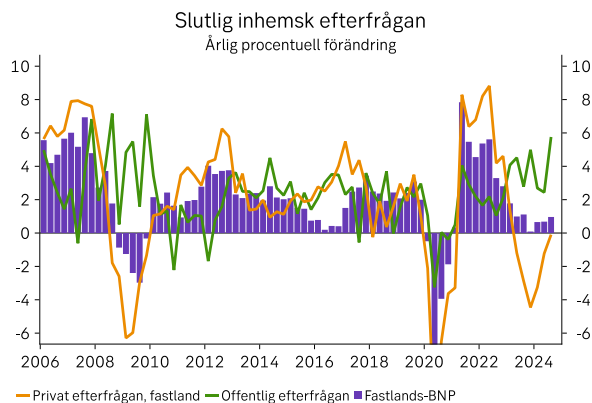
Årlig procentuell förändring

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

*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Finanspolitik och olja håller tillväxten uppe

Regeringens budgetförslag för 2025 tyder på en betydande ökning av de offentliga utgifterna. Det strukturella oljekorrigerade budgetunderskottet uppskattas öka med 0,5 procentenheter till 10,9 procent av BNP. Vi väntar oss att hög offentlig konsumtion och investeringstakt bidrar tydligt till att lyfta tillväxten under 2025 och att expansionen fortsätter in i nästa år, men i något lägre utsträckning.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Oljeinvesteringarna fortsätter öka 2025.

Skattelättnader och en hög global efterfrågan har inneburit rekordstora investeringar i olje- och gasindustrin de senaste åren. Vi tror att investeringarna fortsätter att öka även under 2025, men i betydligt långsammare takt, för att sedan falla under 2026. Den höga aktiviteten i sektorn ger positiva indirekta effekter även i fastlandsekonomin och är en viktig förklaring till att landet undvikit en svårare lågkonjunktur.

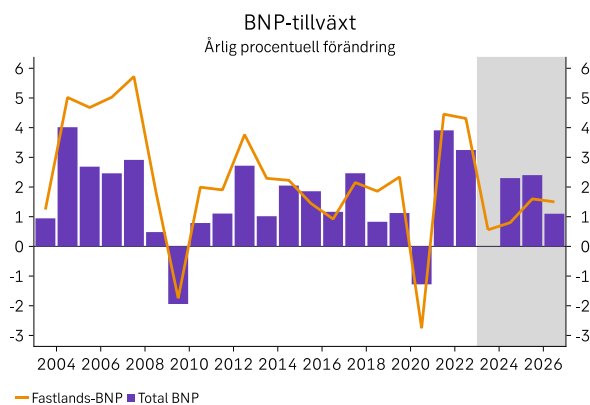
Kraftigt fallande bostadsinvesteringar. Näringslivets investeringar utanför oljesektorn har varit betydligt mer dämpade och vi tror att icke-oljerelaterade företagsinvesteringar sjönk i fjol. Bostadsinvesteringarna föll betydligt mer än väntat under de första tre kvartalen 2024. Nedgången fortsätter troligen även under 2025, till följd av fortsatt höga kostnader. Investeringstakten stiger dock snabbt under 2026 i takt med att bostadspriserna växlar upp och räntorna sjunker.

Gradvis återhämtning i hushållens konsumtion. Trots en stark arbetsmarknad och ökad köpkraft var hushållen återhållsamma under 2024. Under de kommande två åren fortsätter inflationen att falla. Det, ihop med stigande realinkomster och sänkta räntor, bidrar till en tydligare återhämtning i hushållens konsumtion som stiger med drygt 2 procent under både 2025 och 2026.

Svag norsk krona bidrar till högre exporttillväxt.

Efterfrågan på norsk export har varit hög de senaste åren, framför allt i energisektorn och den väntas

fortsätta att öka även det närmaste året. Ökningstakten avtar dock och efterfrågan på olja faller under 2026. Den svaga norska kronan ger stöd åt exportnäringen och det dämpade ekonomiska läget i omvärlden förbättras något under nästkommande år. Vi tror att exporten fortsätter att öka under 2025 och 2026, men i lägre takt än under 2024. Låg inhemsk efterfrågan höll tillbaka importen under 2024 men den ökar framöver i takt med att det ekonomiska läget förbättras.



Lågt utbud pressar upp bostadspriserna

Bostadspriserna steg med 2,9 procent under 2024, trots att räntesänkningarna uteblev. Ett mycket lågt bostadsbyggande och begränsat utbud bidrar till stigande priser, men också stigande reallöner och en robust arbetsmarknad. Under 2025 växlar bostadspriserna upp när Norges Bank inleder en serie räntesänkningar och hushållens finanser förbättras ytterligare. Regeringens beslut att höja bolånetaket från 85 till 90 procent ger ytterligare stöd åt prisuppgången, även om skuldkvotstaket på fem gånger bruttoinkomsten fortsätter att begränsa lånen för många. Mot bakgrund av den fortsatt mycket låga nybyggnationen tror vi att det innebär att bostadspriserna stiger med 8 procent i år. Under 2026 räknar vi med att den snabba uppgången mattas av något, men att bostadspriserna ändå stiger med nära 6 procent.

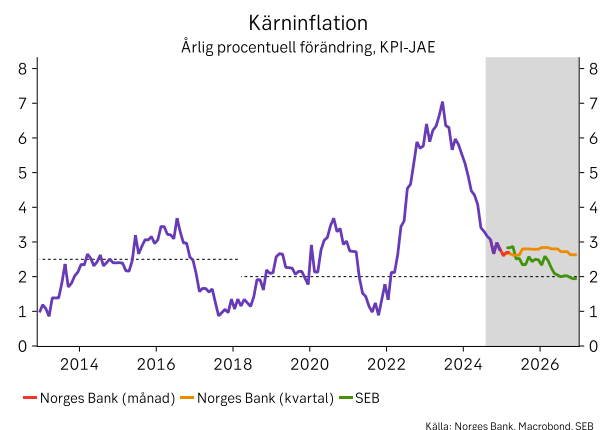
Stabila löneökningar på stram arbetsmarknad

Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt hög, och det finns inga tecken på en snabb avmattning på arbetsmarknaden. Sysselsättningsstillväxten avtog under 2023 men återhämtade sig under inledningen av 2024. Andelen arbetslösa har långsamt ökat från bottenivåerna 2022 och arbetsmarknaden har successivt kylts av även om arbetslösheten i ett europeiskt perspektiv är låg. Under det senaste halvåret har utvecklingen varit stabil, och arbetslösheten har hållit sig på nästan oförändrade nivåer. Vi bedömer att arbetslösheten endast kommer att stiga med en tiondels

procent under inledningen av 2025, för att därefter sjunka i takt med att det ekonomiska läget förbättras. Den strama arbetsmarknaden, i kombination med hög aktivitet inom energisektorn, talar för fortsatt reallöneökning under 2025. Vi förväntar oss att löneökningen blev 5,2 procent 2024 och ca 4,0 procent 2025. För 2026 väntas löneökningarna bli mer måttliga, i huvudsak på grund av lägre inflationskompensation.

Kärninflationen närmar sig målet under 2026.

KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) har fortsatt att falla det senaste året och sjönk till 2,7 procent i december. En seglivad livsmedelsinflation och en betydligt högre vikt för hyror är viktiga förklaringar till att nedgången tagit längre tid än i Sverige och många andra länder. Inflationen drivs till största delen av norsk-producerade varor och tjänster, och dessutom hyror, som stigit snabbt. Vi tror att kärninflationen fortsätter falla i år i takt med att livsmedelsinflationen avtar och hyresökningar växlar ned. KPI-JAE når målet under 2026 när inflationstakten på hyror och livsmedel når mer normala nivåer.



Dags för Norges Bank att påbörja räntesänkningar.

Kombinationen av en svag norsk krona, expansiv finanspolitik, motståndskraftig ekonomi och en stram arbetsmarknad, har gjort att Norges Bank avvaktat längre än många andra centralbanker med att sänka styrräntan. Tiden för en första räntesänkning närmar sig dock. I takt med att inflationen faller kan Norges Bank inleda en serie gradvisa räntesänkningar med start i mars. Vi räknar med fyra sänkningar så att styrräntan når 3,5 procent under 2025. Räntan normaliseras ytterligare under 2026, men snabbt stigande bostadspriser leder troligen till ökad oro för den finansiella stabiliteten. Det, i kombination med lägre arbetslöshet och stigande inhemsk efterfrågan, tror vi gör att Norges Bank fortsätter att hålla penningpolitiken något åtstramande, och styrräntan når 3,0 procent under 2026.

Danmark

Försenad konsumtionsboom

En mer utdragen återhämtning fördröjer uppgången i inhemsk efterfrågan, men vi räknar fortfarande med att kombinationen stigande reallöner, sysselsättning och bostadspriser lyfter konsumtionstillväxten. BNP växer med stadiga 2,5 procent 2025 och 3,0 procent 2026. Handelspolitiken är en central risk efter att USA visat intresse för Grönland, men i huvudscenariot blir denna risk inte verklighet.

Stadig tillväxt 2025–2026. BNP-tillväxten var starkare än väntat under kvartal 3 2024 och uppgick till 0,9 procent på kvartalsbasis och 3,1 procent på årsbasis. Men även med en väntad avmattning under fjärde kvartalet ser tillväxten 2024 ut att landa på 2,8 procent, upp från de 2,4 procent vi hade i Nordic Outlook i november. På grund av en långsammare konsumtionsåterhämtning har vi däremot sänkt prognosen för 2025 från 3,0 procent till 2,6 procent, men vi räknar fortfarande med en tillväxt på 3 procent 2026.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

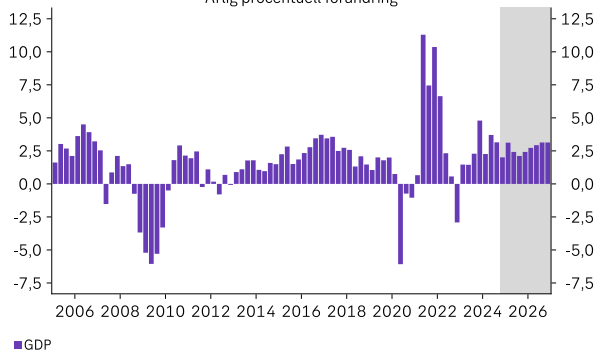
	2023	2024	2025	2026
BNP	2,5	2,8	2,6	3,0
KPI	3,3	1,4	1,9	1,8
Löner	3,3	4,1	3,9	3,9
Offentlig saldo*	3,4	3,5	3,0	3,5
Offentlig sektors skuld*	29,3	29,0	28,0	27,0
Bytesbalans*	10,0	12,0	11,0	9,0
Styrränta (CD rate), %	3,35	2,60	1,10	1,10

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

Volatil kvartalsstatik döljer underliggande styrka.

Den kvartalsmässiga BNP-statistiken har varit ovanligt volatil de senaste åren och orsakar även stora svängningar för helårsvärdena. Men när vi bortser från bruset väntar vi oss en fortsatt robust återhämtning där tillväxttakten på årsbasis stiger till 3 procent under 2025 för att sedan ligga kvar där 2026.

Stadig återhämtning bakom bruset
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

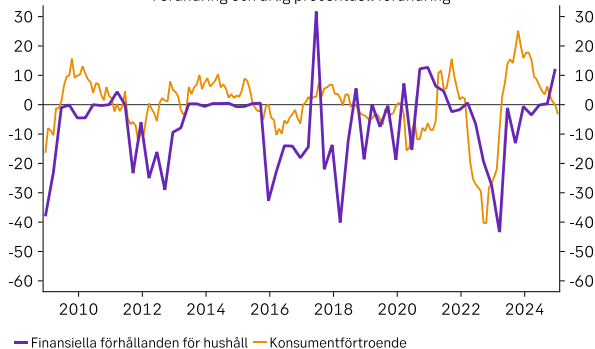
Konsumenterna är fortfarande lite avvaktande.

Hushållens konsumtion väntas vara den främsta drivkraften för BNP-tillväxten de kommande två åren. Det är tydligt att flera pusselbitar faller på plats, med stark sysselsättningstillväxt, stigande reallöner, lägre bolåneräntor och högre bostadspriser som främsta drivkrafter. Därtill visar utlåningsundersökningen från Danmarks Nationalbank (DNB) att bankerna nu lättar på utlåningsvillkoren för hushållen. När vi blickar bakåt har detta varit en stark ledande indikator för både konsumentförtroende och konsumtion.

Svagare konsumentförtroende senaste tiden.

Tillförsikten förbättrades under slutet av 2024 men uppgången har mer eller mindre raderats ut under inledningen av 2025. Detaljhandeln fortsätter att visa stark tillväxt men får svårt att hålla den takten om tillförsikten försvagas ytterligare. En stigande arbetslöshet, trots att antalet sysselsatta ökar, kan ha varit drivkraften bakom omsvängningen, och återspeglar eventuellt fortsatt tillströmning av utländsk arbetskraft. En uppgång i bolåneräntorna under fjärde kvartalet kan därtill ha hållit tillbaka konsumenterna genom att skjuta upp refinansiering till billigare bolån.

Finansiella förhållanden lättar, konsumentförtroendet tappar
Förändring och årlig procentuell förändring



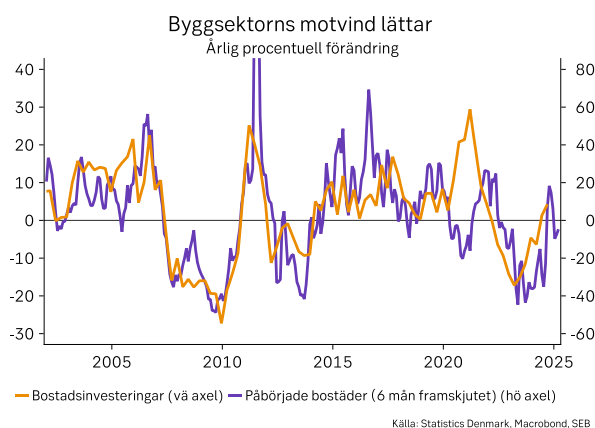
Källa: Statistics Denmark, Central Bank of Denmark (Danmarks Nationalbank), Macrobond, SEB

Stark grund för konsumenterna att stå på.

Trots stigande arbetslöshet tycker vi att konsumenterna står på en mycket stark grund. Lönerna stiger för närvarande med cirka 4 procent per år, medan

konsumentpriserna ökar med mindre än 2 procent. Sysselsättningen ökar med cirka 0,5 procent i årstakt och blickar vi bakåt ett år har bostadspriserna stigit med 3–5 procent. Vi anser därför att vi fortfarande befinner oss i ett tidigt skede av en ihållande ökning av konsumtionsutgifterna.

Investeringarna börjar stiga. Näringslivets investeringar ger ett starkare bidrag till BNP-tillväxten de kommande åren. Investeringar i maskiner och inventarier har varit påfallande låga i förhållande till kapacitetsutnyttjandet, som legat stabilt omkring 82 procent, men vi räknar med att det förändras 2025. Historiskt har investeringar i maskiner och inventarier ökat med 5 till 10 procent när kapacitetsutnyttjandet legat på den nivån. Bygginvesteringarna tar också fart efter en tid med en stor nedgång (som drevs av bl a stigande bolåneräntor). Bostadsinvesteringarna nådde en tillväxttakt på 4,3 procent på årsbasis under tredje kvartalet och får fortsatt stöd av högre antal byggstartar.

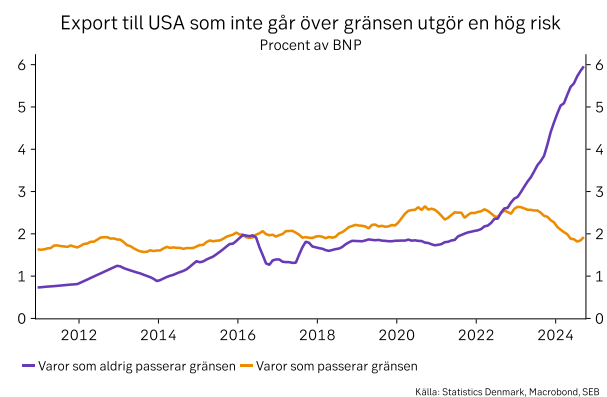


Handelspolitiken och Grönland utgör största risken.

Exporten höll den danska ekonomin i en uppåtgående trend under 2022–2023 när inhemsk efterfrågan var dämpad. Tillväxten har delvis fortsatt att vara frikopplad från internationella efterfrågeindikatorer under 2024, inte minst på grund av läkemedelsexporten. Efter Donald Trumps valseger har det dock kommit tydliga signaler om att den nya administrationen vill utöka USA:s territorium i norr och även starka indikationer på att tullar eller andra ekonomiska straffåtgärder kan komma att riktas mot Danmark.

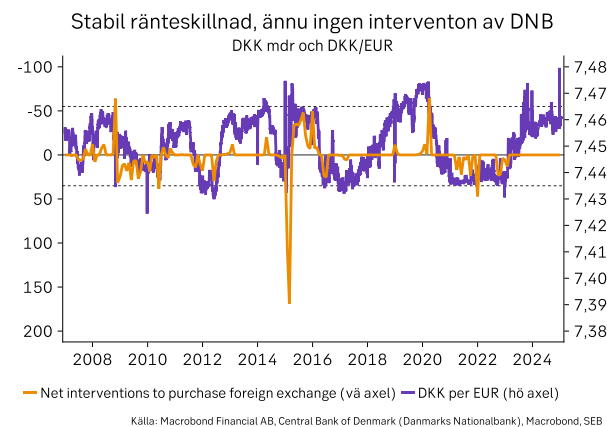
Hot om tullar har skapat politisk oro. Grönland står för en liten del av dansk BNP. Med en befolkning på bara 58 000 och en levnadsstandard som liknar resten av Danmark uppgår öns BNP till 20 miljarder danska kronor eller mindre än 1 procent av BNP. Den danska försäljningen till USA är klart större, särskilt om man tar med de varor som aldrig korsar landets gränser (dvs. som är monterade eller producerade i USA). Då

motsvarar värdet nästan 8 procent av BNP, så hotet om tullar har naturligtvis skapat politisk oro.



Utgång och lösning osäker. Det finns en stor osäkerhet kring den här frågan, eftersom vi idag har liten kunskap om bakomliggande intentioner, förutsättningar och möjliga lösningar. Det är heller inte en rent bilateral fråga, eftersom resten av EU är involverad i rena handelsfrågor, och båda länderna är medlemmar i NATO. Vi räknar därför med att det endast får en begränsad effekt på våra makroprognoser men med risker på nedsidan.

Stabil räntedifferens. Den danska kronan fortsätter att handlas i den svaga delen av centralbankens (DNB) föredragna intervall mot euron och ligger nu över 7,46 mot euron. Det verkar dock inte finnas den typ av tryck på valutan som skulle kunna få DNB att ingripa. Den senaste försvagningen ser ut att hänga samman med globala svagheter för aktier, som minskar pensionsfondernas behov av valutasäkring och som sannolikt är tillfälliga. Vi väntar oss därför att DNB kommer att hålla ränteskillnaden oförändrad och matcha ECB:s räntesänkningar ett-till-ett.



Finland

Fortfarande svag inhemsk efterfrågan

Även om ökad export ger en viss skjuts till återhämtningen väntas finanspolitisk åtstramning dämpa den inhemska efterfrågan. Samtidigt fortsätter arbetsmarknaden att vara svag. BNP ökar med 1,5 procent 2025. Nästa år sker en viss uppväxling och BNP ökar då med 1,8 procent.

Exporten den viktigaste drivkraften. Utvecklingen bland finska företag har varierat beroende på om de är exponerade mot den inhemska eller den internationella marknaden. Industriproduktionen återhämtade sig starkt under 2024, men mot slutet av året skedde en viss försvagning. Ökad ordergång talar för att återhämtningen fortsätter även 2025. Industriproduktionens uppgång drivs av maskiner och elektronik, som haft en betydligt starkare utveckling än exempelvis trä- och pappersindustrin (som dock visat tecken på förbättring). Exporten väntas växla upp och i genomsnitt öka med drygt 3 procent per år 2025–2026.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

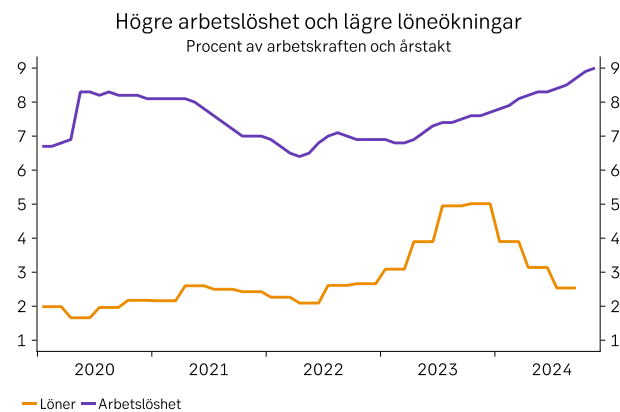
	2023	2024	2025	2026
BNP	-1,2	-0,3	1,5	1,8
Hushållens konsumtion	0,5	-0,7	1,0	1,6
Export	-0,3	0,4	3,5	3,0
Arbetslöshet*	7,2	8,4	8,6	8,0
Löner	4,2	3,2	2,8	2,5
Inflation	4,3	1,0	1,8	1,6
Offentligt saldo**	-3,0	-3,8	-3,5	-3,0

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

Fortsatt dämpad inhemsk efterfrågan. Läget i ekonomin spretar. I exportberoende sektorer sker en återhämtning, medan inhemsk efterfrågan är svag. Konsumtionen tyngs av stigande arbetslöshet, minskade offentliga utgifter, skatthöjningar och ett svagt konsumentförtroende. Detaljhandelsförsäljningen har sjunkit till de lägsta nivåerna sedan 2018, medan tjänstesektorn har visat något större motståndskraft. Även om lägre räntor innebär en viss lättnad för hushållen blir konsumtionsuppgången endast måttlig, 1 procent 2025 och drygt 1,5 procent 2026.

Läget på arbetsmarknaden fortsätter att vara svagt.

Till skillnad från många andra ekonomier har Finlands arbetsmarknad försvagats. Arbetslösheten har stigit till 9 procent, vilket är den högsta nivån på ett decennium. De tidigare höga löneökningarna har dämpats betydligt och lönebildningen ser ut att normaliseras. Arbetslösheten väntas minska till strax över 8,5 procent för helåret 2025 för att därefter minska ytterligare 2026. Lönetillväxten avtar och hamnar på 2,5 procent 2026, fortfarande strax över det historiska genomsnittet.



Stagnation i byggsektorn. Den finska bostadsmarknaden har drabbats av betydande prisfall och lägre byggande. Under tredje kvartalet 2024 sjönk omsättningen i existerande hus till den lägsta nivån sedan finanskrisen och priserna föll med 10–15 procent. Även om prisnedgången verkar ha planat ut finns det inga tydliga tecken på återhämtning. Antalet beviljade bygglov har sjunkit till de lägsta nivåerna sedan mätningarna började i mitten av 1990-talet. Även om lägre räntor gradvis kommer att underlätta dröjer det till andra halvåret 2026 innan det sker en betydande återhämtning i byggaktiviteten.

Finanspolitiska utmaningar. Den finska regeringen fortsätter att brottas med det offentligfinansiella läget och genomför åtgärder för att begränsa utgifterna och minska budgetunderskottet till mer hållbara nivåer. Regeringen överväger nedskärningar av grundläggande socialbidrag och från och med i år minskar arbetslöshetsersättningar och bostadsbidrag i kombination med att indexeringen av andra sociala förmåner upphör. Åtgärderna väntas få ner budgetunderskottet till 3,0 procent av BNP 2026, även om statsskulden fortsätter att öka måttligt.

Baltikum

Litauen | sid 50

Tillväxtförväntningarna för 2025 är höga. Konsumentförtroende är högt, privata investeringar väntas öka och bostadsmarknaden förbättras. Exporten ökar, men är känslig för både geopolitik och den ekonomiska utvecklingen i EU.

Estland | sid 52

En gradvis återhämtning har inletts och BNP ökar med 1,8 procent i år, drivet av starkare export. Tillväxten växlar upp till nästan 3 procent 2026, med hushållens konsumtion som viktig drivkraft.

Lettland | sid 51

Den ekonomiska återhämtningen tar fart i år och fortsätter nästa år. Ökade reallöner stärker konsumtionen samtidigt som EU-medel driver på investeringarna, vilket lyfter BNP. Exportutvecklingen förblir dock dämpad under hela 2025.



Litauen

Bostadsmarknaden återhämtar sig

2024 blev mycket bättre än befarat och tillväxtförväntningarna är högt satta för i år. Konsumentförtroende ligger på en historiskt hög nivå. Men det finns risk för bakslag, exempelvis när inflationen stiger och reallöneuppgången bromsar in. Även om exporten ökar är den känslig för både geopolitik och den ekonomiska utvecklingen i EU. Bostadsmarknaden förbättras tack vare lägre räntor. Privata investeringar beräknas öka 2025.

Viss tillväxtuppväxling 2025. Den ekonomiska aktiviteten återhämtade sig kraftigt under 2024 då BNP väntas ha ökat med 2,5 procent. Mest överraskande var exporttillväxten. Lägre räntor, starkare reala inkomster och export lyfter BNP under året och vi räknar med en BNP-tillväxt på 2,8 procent 2025 och 2,9 procent 2026.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

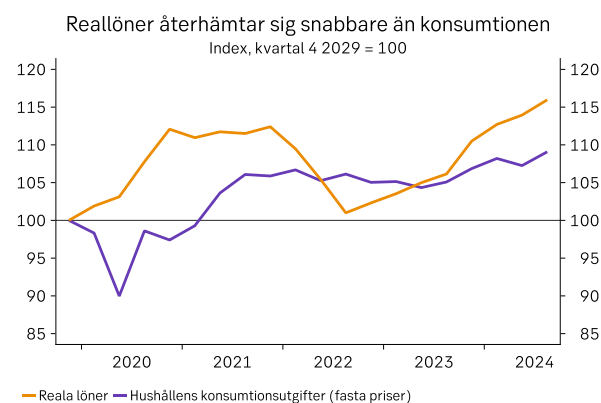
*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Tillverkningsindustrin fortsätter att förbättras.

Produktionen i tillverkningsindustrin har ökat kraftigt den senaste tiden vilket tyder på att industrin fortfarande är konkurrenskraftig, trots den snabba ökningen av arbetskraftskostnaderna. Exporten till Tyskland ökade till och med då tyska företag flyttat beställningar till länder med lägre kostnader, likt Litauen. Produktionen av möbler och trävaror, med nära koppling till byggmarknadsläget, har också återhämtat sig något. Indikatorer pekar på en fortsatt positiv utveckling i närtid.

Både arbetslöshet och löneökningar minskar. Med färre antal nya immigranter kan arbetslösheten återigen pressas ner. Företagsenkäter tyder samtidigt på att efterfrågan på arbetskraft håller på att återhämta sig. Löneökningarna var överraskande höga 2024, runt 10 procent. Ökningstakten bromsar till 8,5 procent i år, men ligger fortfarande klart över produktivitetens ökningstakt. Löner i offentlig sektor stiger mer än de privata. Minimilönen ökar med 12 procent i år och den kan höjas med nära tvåsiffriga tal även 2026. Reallöneökningarna blir ändå lägre 2025 än tidigare år på grund av något högre inflation.

Inflationstakten stiger igen. Efter att ha bottnat i oktober tog inflationen åter fart och den når över 4 procent i höst. Energipriserna bidrar positivt till den totala inflationen, delvis pga. att punktskatterna och CO2-komponenten för bränslen höjdes avsevärt från årsskiftet. Tjänsteprisinflationen blir närmare 5 procent, vilket är något lägre än i fjol.



Bostadsmarknaden stärks under 2025. Aktiviteten på bostadsmarknaden förbättrades avsevärt under andra halvåret i fjol i takt med att räntor sänktes. Tillförsikten på bostadsmarknaden förbättras och efterfrågan på bostadslån ökar när vissa kostnader för att byta/ändra bolån tas bort från den 1 februari. Bostadspriserna väntas stiga med runt 5 procent i år.

Expansiv finanspolitik. En center-vänsterregering bildades efter parlamentsvalet i fjol. Budgeten för 2025 godkändes med ett beräknat underskott på 3 procent av BNP. Under första halvåret 2025 kommer regeringen leta efter möjliga finansieringskällor till ökade försvarsanslag. I år hamnar försvarsutgifterna, inklusive lånade medel, på 4 procent av BNP.

Lettland

Återhämtning men finanspolitiska utmaningar

Den ekonomiska återhämtningen väntas ta fart i år och nästa år efter en blygsam inledning. Ökade reallöner stärker konsumtionen samtidigt som inflödet av EU-medel driver på investeringarna, vilket lyfter BNP-tillväxten. Exportutvecklingen förblir dock dämpad under hela 2025. De finanspolitiska utmaningarna består under hela prognosperioden.

Återhämtningen avtog under andra halvåret 2024 och ekonomin väntas ha krympt med 0,4 procent i fjol, men signaler pekar på en gradvis tillväxtuppväxling i år. Tillförsikten förbättras inom industrin, detaljhandeln och byggverksamheten, men är oförändrad i tjänstesektorn. Vår prognos för BNP-tillväxten för 2025 och 2026 landar på 1,8 procent respektive 2,2 procent.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

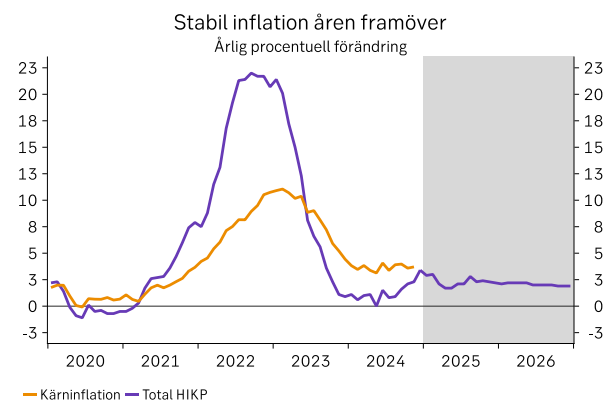
Inhemsk efterfrågan och investeringar främsta

drivkrafter, exporten släpar efter. En stabil arbetsmarknad och stadigt förbättrad köpkraft stärker hushållens konsumtionsbenägenhet. Lägre räntor tinar upp fastighetsmarknaden och utlåningen ytterligare, framför allt till hushållen. Det efterlängttade inflödet av EU-medel väntas stimulera återhämtningen i byggandet och övriga investeringar.

Trög industriutveckling. Tillverkningsindustrins produktion steg på årsbasis med 0,3 procent i november. Det var den första positiva tillväxttakten på elva månader och bara den andra i en 28-månaders lång

nedgångssvit. Svag ekonomisk aktivitet i Europa gör att återhämtningen inom tillverkning och export blir utdragen. Störst förväntan, men också osäkerhet, är förknippade med IT-sektorn, som till stor del är beroende av export, en sektor som periodvis uppvisat kraftiga svängningar. Men vi väntar oss en jämnare tillväxt i år och nästa år. Återhämtningen inom turism tar också ett steg framåt, men problemen med transitsektorn fortsätter tynga ekonomin.

Lite högre, men stabil inflation. Efter att ha legat runt 1 procent i årstakt under större delen av 2024 steg inflationstakten rejält under årets sista månader. Inflationen hålls fortfarande nere av lägre energipriser, samtidigt som det sker prisökningar inom andra delar av ekonomin, inte minst på livsmedel. Prisförändringarna avtar något under andra halvåret och vi väntar oss att inflationen landar på 2,2 procent 2025 och 2,3 procent 2026.



Arbetsmarknaden tinar upp. Efter att ha toppat under första kvartalet förra året, vände arbetslösheten ned under andra halvåret. Förväntningarna på sysselsättningen har stigit sedan september förra året, men vi väntar oss inte någon snabb ökning av nyanställningar. Styrkan i sysselsättningsuppgången beror på hur snabbt bygg- och tillverkningsindustrin återhämtar sig. Vi räknar med att arbetslösheten sjunker till 6,2 procent 2026 mätt som årsgenomsnitt.

Starka löneökningar trots fortsatt svag ekonomi. Med en hög ökningstakt i utgångsläget dämpas lönetillväxten till runt 7 procent de närmaste två åren men ligger, inte minst inom tjänstesektorn, kvar på en hög nivå en längre tid.

Pressade offentliga finanser. Med ett budgetunderskott på nära 3 procent kan budgetkonsolidering och ytterligare skatthöjningar bli oundvikliga om tillväxtutsikterna försämrats. Försvarsutgifterna ökar ytterligare, troligtvis till närmare 4 procent av BNP, vilket försvårar annan omfördelning och välfärd.

Estland

Gradvis återhämtning

Efter nästan tre år av fallande BNP har en gradvis återhämtning nu inletts. BNP beräknas öka med måttliga 1,8 procent 2025, främst drivet av starkare export. Tillväxten växlar upp till nästan 3 procent under 2026, där hushållens konsumtion kommer vara en viktig drivkraft.

Skattehöjningar utmanar tillväxten. Estland har en av de lägsta skattesatserna inom EU, med skatteintäkter på endast på 33,5 procent av BNP. Ökad efterfrågan på offentliga tjänster har dock gjort det svårare att behålla denna låga skattenivå vilket framgår inte minst av det växande budgetunderskottet. För att möta utgiftsbehoven kommer både den individuella inkomstskatten samt företagsskatten att höjas med 2 procentenheter från och med i år. Hushållen kommer dessutom att påverkas av en ny fordonsskatt samt en höjning av momsens med 2 procentenheter i år. Åtgärderna förväntas minska budgetunderskottet till 2,5 procent av BNP, samtidigt som det förväntas öka priserna och minska konsumtionen.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

Återhämtning inom den exporttunga industrin. Hög inflation och höga räntor har tidigare dämpat efterfrågan på estniska varor från nyckelmarknaderna i Norden, vilket resulterade i en 20-procentig minskning av industriproduktionen sedan toppnoteringen 2022. De senaste månadernas stigande produktionsvolymerna och ordrar indikerar dock en återhämtning. Företag kopplade till den nordiska byggsektorn kommer sannolikt att möta fortsatta utmaningar under 2025, även om läget förbättras lite mer mot slutet av året. Utsikterna för andra

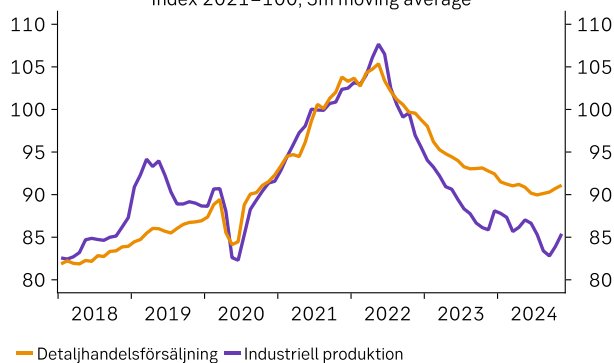
industrier är desto mer lovande. Tjänsteexporten har visat motståndskraft under senaste årens industrinedgång och förväntas ge fortsatt stöd. Den totala exporten ökar med 3,5 respektive 5 procent 2025 och 2026

Stark arbetsmarknad trots tillväxtvagheter. Trots fallande BNP de senaste två åren har arbetsmarknaden varit motståndskraftig, med en sysselsättningsgrad som ligger på historiskt höga nivåer både jämfört med det nationella genomsnittet och andra EU-länder. Detta begränsar möjligheterna till betydande jobbskapande, även när den ekonomiska aktiviteten ökar. Löneökningstakten, vilken har varit ovanlig stark under de senaste åren, förväntas bromsa in till 6,5 procent under 2025.

Blandade signaler för hushållens konsumtion.

Konsumtionen har minskat till följd av ihållande hög inflation. Nedgången är delvis även en korrigerande efter pandemiårens uppdrivna konsumtionsnivå. Årets skattehöjningar väntas begränsa hushållens inkomster och bidrar till att inflationen stiger till 4 procent. Konsumentförtroendet, som är nära historiskt låga nivåer, förväntas vara fortsatt svagt. Samtidigt förväntas lägre räntor underlätta för skuldsatta hushåll, som generellt har högre konsumtionsbenägenhet än genomsnittet. När de ekonomiska förhållandena stabiliseras och konsumentförtroendet gradvis förbättras, beräknas konsumtionen öka med blygsamma 1,2 procent under 2025, för att växla upp ytterligare 2026.

Detaljhandelsförsäljning och tillverkning förbättras
Index 2021=100, 3m moving average



Källa: Statistics Estonia, Eurostat, Macrobond, SEB

Återhämtning på bostadsmarknaden. Trots att Estland undvek de kraftiga prisnedgångarna på bostäder som observerats i Sverige och Finland, har marknadsaktiviteten varit svag under en tid. En tydlig vändning märktes dock under andra halvåret 2024, då transaktionsvolymerna nådde de högsta nivåerna på flera år. Den ökade efterfrågan på nya bostäder, i kombination med stärkt företagsoptimism, förväntas öka investeringarna som beräknas öka med cirka 3,5 procent under 2025.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2023	2024	2025	2026
BNP OECD	1,7	1,7	1,9	1,8
BNP världen (PPP)	3,2	3,2	3,2	3,1
KPI OECD	6,9	5,2	3,9	3,3
Oljepris, Brent (USD/fat)	82	80	75	88

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr USD	2023	2024	2025	2026
BNP	27 721	2,9	2,8	2,4	1,9
Hushållens konsumtionsutgifter	18 823	2,5	2,7	2,6	2,1
Offentlig konsumtion	3 724	2,9	2,4	1,9	0,8
Bruttoinvesteringar	5 930	3,7	4,4	3,0	2,8
Lagerbidrag i % av BNP	42	-0,4	0,1	0,0	0,0
Export	3 052	2,8	3,4	2,7	1,3
Import	3 850	-1,2	5,6	4,4	2,2
Arbetslöshet (%)		3,6	4,0	4,0	3,9
KPI		4,2	2,9	3,0	2,7
Kärn-KPI		4,8	3,4	2,7	2,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,1	-7,6	-7,5	-8,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		118,7	120,9	123,5	127,2

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	14 594	0,4	0,8	1,1	1,4
Hushållens konsumtionsutgifter	7 736	0,6	0,9	1,1	1,2
Offentlig konsumtion	3 093	1,5	2,3	1,2	1,1
Bruttoinvesteringar	3 195	1,6	-2,1	1,5	2,1
Lagerbidrag i % av BNP		-0,9	-0,3	0,3	0,0
Export	7 376	-0,7	1,0	1,7	2,8
Import	6 859	-1,3	0,1	2,5	2,9
Arbetslöshet (%)		6,6	6,4	6,5	6,4
HIKP		5,4	2,4	1,9	1,9
Kärn-HIKP		4,9	2,8	2,1	1,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,6	-3,1	-3,0	-2,9
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		87,4	88,0	88,6	88,8

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
Japan	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75
Euroområdet, inlåningsränta	3,00	1,75	1,50	1,50	1,50
Storbritannien	4,75	4,25	3,75	3,25	2,75

Oblighationsräntor, 10 år	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USA	4,65	4,40	4,50	4,60	4,70
Japan	1,20	1,40	1,35	1,35	1,30
Tyskland	2,52	2,30	2,40	2,50	2,60
Storbritannien	4,60	4,20	4,20	4,25	4,35

Växelkurser	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
USD/JPY	156	154	150	148	148
EUR/USD	1,04	1,01	1,03	1,05	1,07
EUR/JPY	162	155	155	155	158
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,89	0,90
GBP/USD	1,23	1,19	1,18	1,18	1,19

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr SEK	2023	2024	2025	2026
BNP	6 208	-0,2	0,5	2,2	3,1
BNP, dagkorrigerat		0,0	0,5	2,4	2,9
Hushållens konsumtionsutgifter	2 788	-2,2	0,2	2,5	3,2
Offentlig konsumtion	1 628	1,4	1,4	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 552	-1,5	-2,0	2,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	-8	-1,5	0,1	0,3	0,2
Export	3 425	3,2	2,4	3,0	4,2
Import	3 178	-1,1	1,6	3,0	4,0
Arbetslöshet (%)		7,7	8,4	8,7	8,3
Sysselsättning		1,4	-0,6	0,1	0,7
KPI		8,5	2,8	0,4	1,9
KPIF		6,0	1,9	2,0	2,0
KPIF exkl. energi		7,5	2,6	2,2	1,9
Timplöneökningar		3,8	4,0	3,6	3,5
Hushållens sparkvot, %		13,6	14,8	14,4	14,5
Real disponibel inkomst		-1,3	1,7	3,3	3,3
Bytesbalansen, % av BNP		7,0	7,2	6,0	5,5
Budgetsaldo, mdr SEK		19	-104	-77	-71
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,6	-1,5	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		31,5	33,6	34,3	34,4
Finansiella prognoser	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Styrränta	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
3-månaders ränta, STIBOR	2,41	2,00	2,05	2,05	2,10
10-års ränta	2,37	2,35	2,50	2,60	2,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	-15	5	10	10	15
USD/SEK	11,03	11,34	10,97	10,67	10,37
EUR/SEK	11,46	11,45	11,30	11,20	11,10
KIX	126,9	127,0	124,0	121,8	120,8

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	273	-1,2	-0,3	1,5	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	141	0,5	-0,7	1,0	1,6
Offentlig konsumtion	70	2,8	1,2	-0,5	0,0
Bruttoinvesteringar	62	-7,9	-7,2	3,0	4,5
Lagerbidrag i % av BNP		-0,4	0,0	0,2	0,2
Export	117	-0,3	0,4	3,5	3,0
Import	116	-7,1	-1,3	3,0	3,0
Arbetslöshet (%)		7,2	8,4	8,6	8,0
HIKP		4,3	1,0	1,8	1,6
Timplöneökning		4,2	3,2	2,8	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-1,1	0,1	0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	-3,8	-3,5	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		77,1	81,0	84,0	85,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr NOK	2023	2024	2025	2026
BNP	5 097	0,0	2,3	2,2	1,2
BNP (fastland)	3 874	0,6	0,8	1,6	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	1 964	-0,9	1,4	2,3	2,5
Offentlig konsumtion	1 117	3,2	3,6	2,5	2,5
Bruttoinvesteringar	1 117	-0,5	-1,0	2,0	3,3
Lagerbidrag i % av BNP	116	-0,8	-0,7	0,3	0,5
Export	2 438	0,2	4,5	1,7	-1,1
Import	992	-1,6	1,3	2,0	1,9
Arbetslöshet (%)		3,3	4,0	4,2	3,9
KPI		5,5	3,1	2,8	2,5
KPI-JAE		6,2	3,7	2,6	2,1
Årslöneökningar		5,2	5,2	4,0	3,5
Finansiella prognoser	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Folioräntan	4,50	4,00	3,50	3,00	3,00
10-års ränta	3,89	3,65	3,70	3,75	3,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	137	135	130	125	120
USD/NOK	11,28	11,53	11,26	10,95	10,65
EUR/NOK	11,73	11,65	11,60	11,50	11,40

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr DKK	2023	2024	2025	2026
BNP	2 805	2,5	2,8	2,6	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	1 300	1,4	0,8	2,2	4,0
Offentlig konsumtion	636	0,2	1,0	1,8	2,0
Bruttoinvesteringar	633	-6,2	-0,8	6,0	7,2
Lagerbidrag i % av BNP	7	-1,4	-0,5	-0,7	0,2
Export	1 906	10,4	6,5	3,3	3,7
Import	1 677	3,8	2,2	3,6	5,3
Arbetslöshet (%)		6,1	6,3	6,0	5,2
HIKP		3,3	1,4	1,9	1,8
Timplöneökning		3,3	4,0	3,9	4,4
Bytesbalans, % av BNP		12,5	10,0	8,0	7,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,5	3,0	4,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		29,3	29,0	28,0	27,0
Finansiella prognoser	23-jan	jun-25	dec-25	jun-26	dec-26
Styrränta	2,60	1,35	1,10	1,10	1,10
10-års ränta	2,23	2,10	2,20	2,30	2,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	-29	-20	-20	-20	-20
USD/DKK	7,18	7,38	7,23	7,10	6,96
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	67	0,3	2,5	2,8	2,9
Hushållens konsumtionsutgifter	39	-0,3	3,3	3,4	3,0
Offentlig konsumtion	11	-0,2	1,0	0,1	0,0
Bruttoinvesteringar	15	9,3	-3,0	5,0	4,5
Export	59	-3,4	2,4	3,5	4,0
Import	60	-5,3	1,8	4,3	4,2
Arbetslöshet (%)		6,8	7,3	7,1	6,8
HIKP		8,7	0,9	3,3	2,7
Löner		12,2	10,3	8,5	7,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-1,7	-3,0	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		37,3	38,0	42,0	44,8

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	39	1,7	-0,4	1,8	2,2
Hushållens konsumtionsutgifter	23	-1,0	0,7	2,0	2,4
Offentlig konsumtion	8	7,0	7,1	3,5	2,7
Bruttoinvesteringar	10	9,9	-4,5	4,8	5,5
Export	26	-4,7	-1,7	2,6	2,5
Import	28	-2,0	-2,8	1,4	2,2
Arbetslöshet (%)		6,5	6,8	6,5	6,2
HIKP		9,1	1,3	2,2	2,3
Löner		11,9	9,8	7,4	6,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,4	-3,0	-2,9	-2,9
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		45,0	46,8	48,6	49,5

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2023, mdr EUR	2023	2024	2025	2026
BNP	38	-3,0	-0,9	1,8	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	20	-1,3	-0,9	1,2	2,5
Offentlig konsumtion	8	0,9	1,2	-0,5	0,0
Bruttoinvesteringar	11	7,6	-3,1	3,5	4,5
Export	30	-9,0	-1,8	3,5	5,0
Import	29	-6,7	-1,6	2,5	4,5
Arbetslöshet (%)		6,4	7,5	7,2	6,8
HIKP		9,1	3,7	4,2	3,0
Löner		11,4	7,8	6,5	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,4	-3,0	-2,5	-2,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		19,6	23,0	26,5	28,0

Jens Magnusson
Chefsekonom
+ 46 70 210 22 67

Daniel Bergvall
Prognoschef
+46 73 523 52 87

Karl Steiner
Analyschef
+46 70 332 31 04

Robert Bergqvist
Japan
+46 70 445 14 04

Erica Dalstø
Norge
+47 70 739 32 66

Pia Fromlet
Euroområdet
Tema: Tyskland
+46 70 739 32 66

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Gustav Helgesson
Storbritannien
+46 8 506 231 67

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

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

Cecilia Kohonen
Kommunikatör
+46 70 763 79 95

Elisabet Kopelman
USA
+46 70 655 30 17

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 285 517 47

Malte Mueller
Tema: Åldrande befolkning
(medförfattare)
+46 70 739 22 66

Erik Meyersson
Kina, Indien, Emerging markets
+46 70 739 16 83

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Finland, Estland
+372 6 655 172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 686 464 76

Bjarne Schieldrop
Råvaruprognoser
+44 207 246 46 42

Amanda Sundström
Norge, Räntemarknaden
+46 70 462 20 17

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

Marcus Widén
Makroprognoser
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 28 januari 2025.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 23 januari 2025.

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

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

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

SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i fler än 20 kontor världen över med cirka 15 500 medarbetare. Den 30 september 2024 uppgick koncernens balansomslutning till 4 142 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 709 miljarder kronor.

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

Läs mer om SEB på sebgroup.com/nordicoutlook

