



Innehåll

Augusti 2026

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: AI-revolutionen	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	17
Energimarknaden	18
Aktiemarknaden	20
USA	21
Tema: USA:s mellanårsval	24
Japan	27
Kina	28
Indien	30
Emerging markets	31
Euroområdet	33
Tema: EU:s handel med utsläppsrätter	36
Storbritannien	39
Norden	40
Sverige	41
Norge	46
Danmark	48
Finland	50
Baltikum	51
Litauen	52
Lettland	53
Estland	54
Nyckeltal	55
Kontaktuppgifter	60



Ökat hopp inför oviss höst

När vi nu lägger ännu en händelserik sommar till handlingarna gör vi det med lite blandade känslor.

Sommaren började hoppfullt när Iran och USA i slutet av juni kom överens om ett eldupphör och fortsatta fredsförhandlingar. Visserligen var det redan då tydligt att parterna var oense om det mesta; kontrollen över Hormuzsundet, krigsskadestånd, kärnprogram, ekonomiska sanktioner, USA:s militära närvaro och mycket annat. Men det var också tydligt att priset för ett fortsatt krig var högt för båda parter och marknaden hoppades att vapenvilan skulle leda till varaktig fred och ett öppet Hormuzsund. Förhoppningarna föll dock ihop bara någon vecka senare, när nya attacker utfördes och samtalen avbröts. Sedan dess har få konkreta framsteg gjorts och det finns inga tydliga tecken på att konflikten är nära ett slut eller att trafiken genom Hormuzsundet ska återgå till det normala.

Trots det har oljepriset inte rusat. Ännu en gång har världsekonomin och energimarknaden överraskat med sin flexibilitet och motståndskraft. Med ökad export från vissa länder och minskad import till framför allt Kina, har störningarna från Persiska viken begränsats. Dessutom tyder det mesta på att Hormuzsundet "läcker", dvs. att fler tankfartyg smiter igenom än vad den officiella statistiken visar. Sammantaget gör det att även om oljepriset är högre än önskat, och priset på raffinerade oljeprodukter är ännu mycket högre, är det inte det stålbad för världsekonomin som många var rädda för. Åtminstone inte än så länge.

Faktum är att det ekonomiska läget ser något bättre ut efter sommaren än före, trots de fortsatta krigen i både Mellanöstern och Ukraina. USA fortsätter att leverera en stabil tillväxt strax över 2 procent, med extra skjuts från A-investeringar. Kinas exportframgångar slår rekord och gör att landet, trots motvind i andra delar av ekonomin, klarar tillväxtmålet på 4,5 – 5 procent. Sverige har fått en tydlig uppväxling där investeringar, export och (äntligen) konsumtion nu

hjälpas åt att lyfta tillväxten. Till och med euroområdet har överraskat positivt under sommaren; vi reviderar upp vår prognos något, om än från blygsamma nivåer.

Det finns alltså, som vanligt, motstridiga signaler inför hösten och vintern. En motståndskraftig ekonomi och mer optimistiska företag och hushåll inger hopp. Samtidigt finns riskerna kvar: Energiläget är fortsatt vanskligt med osäker oljetrafik i Mellanöstern, förstörd raffineringsskapacitet i Ryssland och rekordlåga gaslager i Europa. Vidare riskerar sommarens torka och unikt låga vattennivåer i Europas floder att påverka både livsmedels- och transportpriser. På den finansiella sidan noterar vi att den amerikanska statsskulden nu passerat svindlande 40 000 miljarder dollar, något som tillsammans med höga långa räntor – i vissa fall de högsta sedan finanskrisen – bidrar till både ansträngda offentliga finanser och alltmer desperata åtgärder, som utökade obligationsåterköp och valutainterventioner.

Hösten innehåller också intressanta val i både USA (mellanårsval där Trump riskerar att förlora sitt stabila grepp om kongressen), Sverige (där oppositionen har tydlig medvind i opinionen men där regeringsbildningen kan bli komplicerad) och Tyskland (delstatsval som kan säga mycket om landets politiska framtid).

Sammantaget lär den kommande hösten vara sprängfylld med ekonomisk-politiska händelser som vi ser fram emot att diskutera med er.

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

- **AI-revolutionen** - Effekter på tillväxt, sysselsättning och inflation
- **Mellanårsval i USA** - Maktskifte i kongressen med små effekter på ekonomin
- **EU:s handel med utsläppsrätter** – Balansgång mellan klimatambitioner och konkurrenskraft

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 21

Ekonomin förblir motståndskraftig. BNP-tillväxten är kvar strax över 2 procent. Inflationen återgår gradvis till målet. Fed avstår från ytterligare höjning i år och sänker räntan något under 2027 och 2028. Den stabila bilden döljer dock osäkerheter.

Kina | sid 28

Tillväxtavmattningen får oss att marginellt sänka vår BNP-prognos till 4,6 procent i år. Exporten når rekordnivåer samtidigt som inhemsk efterfrågan förblir svag. Yuanen kommer gradvis att stärkas i en takt som bevarar konkurrenskraften.

Euroområdet | sid 33

Tillväxten har överträffat våra förväntningar. Motståndskraften mot högre energipriser har varit god men låga lagernivåer för naturgas är oroväckande inför vintern. Inflationsriskerna ligger på uppsidan. ECB höjer räntan igen i september.

Storbritannien | sid 39

Tillväxten landar ca 1 procent i år, för att därefter gradvis ta fart. Ett svagt underliggande inflationstryck gör att BoE kan lämna styrräntan oförändrad. Energipriserna utgör en upptrisk. Premiärminister Burnhams långsiktiga agenda väcker finanspolitisk oro.



Internationell översikt

Små positiva, men osäkra tillväxtsteg

Osäkerheten är hög, men både tillväxt och marknader fortsätter att visa motståndskraft och stor anpassningsförmåga. Oljeprisuppgången begränsas tack vare bl a nya transportvägar, att Irans blockad av Hormuzsundet "läcker" och att Kina har minskat sin oljeimport.

Samtidigt visar den förhöjda prisskillnaden mellan råolja och olika destillat att marknaden är pressad. Tillväxtbilden står sig i stort; om något ligger revideringarna på uppsidan. Vi ser begränsade andrahandseffekter på inflationen av högre energipriser, men centralbankerna är pressade och väljer något olika vägar: Fed ligger still i år, medan ECB höjer räntan.

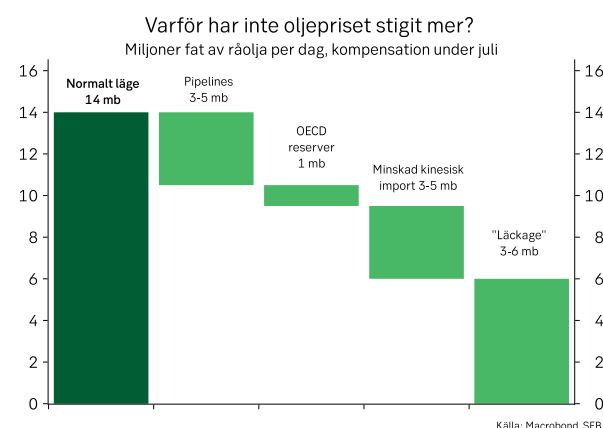
Fortsatt oförutsägbarhet – måttliga tillväxteffekter.

Det säkerhetspolitiska läget förblir allvarligt: Hormuz-krisen är fortfarande olöst, kriget i Ukraina fortsätter och olika former av rysk hybridkrigföring sprider sig. Sommarens extremväder ökar oron för effekter på både tillväxt och inflation. Obalanser i handeln mellan bl a Kina och EU skapar växande politiska och ekonomiska spänningar, samtidigt som Trump fortsätter att använda tullar som påtryckningsmedel. Dessutom stiger realräntorna, vilket utmanar höga offentliga skulder och börser som under sommaren nådde nya rekordnivåer.

Den globala investeringscykeln har, åtminstone hittills, fungerat som tillväxtmässig motvikt till de i övrigt osäkra förhållandena. Makrodata har under sommaren överraskat positivt i flera viktiga ekonomier. Oron för kraftigt högre oljepriser om Hormuzsundet skulle förbli stängt har än så länge visat sig överdriven. Mot den bakgrunden reviderar vi upp vår globala BNP-prognos, men riskbilden lutar fortsatt åt nedsidan. Politiska beslut, styrkan i investerings- och teknikcykeln samt utvecklingen av råvaru- och livsmedelspriser innebär att osäkerheten förblir stor. Tillväxten väntas även divergera tydligt mellan sektorer och branscher.

Hormuzsundet är fortsatt stängt och förhandlingarna mellan USA och Iran går trögt. Trots det reviderar vi ned vår oljeprisprognos. Oljemarknadens anpassningsförmåga har än så länge överraskat positivt: utbudet har ökat, efterfrågan har minskat och strategiska oljereserver har tagits i anspråk. En viktig faktor som

tillkommit är att Kina agerar buffert genom att minska importen. Dessutom "läcker" Hormuzsundet; fler fartyg passerar än vad som redovisas officiellt, även om det är oklart hur mycket. Kinas agerande är logiskt. Landet har stora oljereserver och kapacitet att byta till andra energislag, exempelvis kol. Pekings förändringar i reserverna sker för att skydda den inhemska ekonomin och Kinas exportmarknader samt för att stödja OPEC+, som samtidigt inte vill se ett alltför lågt oljepris.



Råolja är inte allt – destillaten är fortsatt dyra.

Kapaciteten i Persiska viken att förädla råolja kan inte kompenseras fullt ut. Dessutom blir Ukraina allt bättre på att slå ut rysk energiinfrastruktur, framför allt raffinaderier. Prisskillnaderna mellan råolja och destillat, samt mellan olika sorters destillat, är fortsatt stora. Även tillgången på naturgas är begränsad, vilket är särskilt bekymmersamt ur ett europeiskt perspektiv, då gaslagren ligger på låga nivåer inför vintern. Den stora prisskillnaden mellan råolja och destillat visar att marknaden är pressad och att oljepriset i sig inte ger hela bilden av krigets effekter på inflation och tillväxt. Att varken USA eller Iran verkar vilja eskalera konflikten ytterligare, samtidigt som ingen av aktörerna vill ge med sig, talar för ett högt men inte extremt oljepris den närmaste tiden. Vår prognos på oljepriset (Brent) är 75 dollar/fat 2027, något över terminspriserna; normal volatilitet är +/-15 dollar per fat.

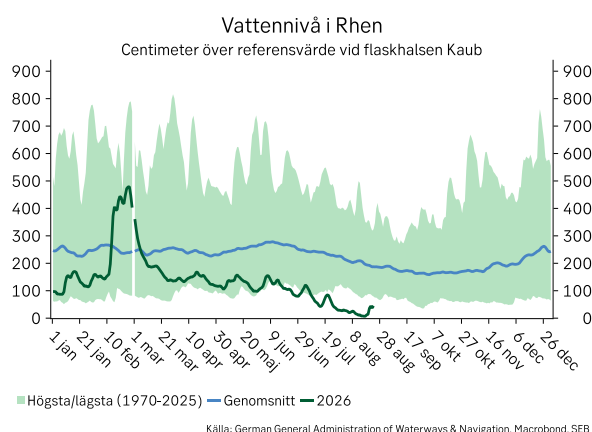


Energidriven inflation stressar centralbankerna.

Inflationsutvecklingen och riskbilden har blivit mer komplex till följd av bland annat energi och gödsel (Irakkriget), livsmedel (Ukrainakriget, torka, bränder och El Niño), försvarsmateriel samt efterfrågan på produkter kopplade till AI. Riskbilden lutar nu åt uppsidan, även om andrahandseffekterna av energipriserna hittills har varit, och väntas förbli, begränsade. I USA har inflationsbilden förbättrats de senaste månaderna, medan den tidigare nedgången i euroområdet har avtagit. I båda ekonomierna är inflationen alltså fortfarande för hög. I USA har inflationsmålet PCE, som Fed fokuserar på, legat över målet sedan mars 2021, och i euroområdet har inflationen enligt HIKP, med enskilda undantag, legat över målet sedan juli 2021.

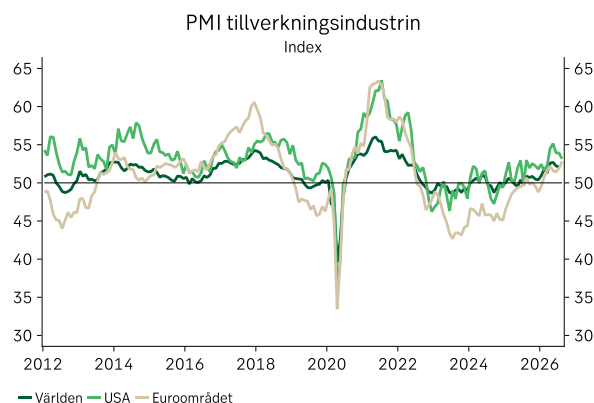
Stora strukturella och konjunkturella krafter i rörelse.

Att energipriser inte har stigit mer, och att ekonomierna har visat en imponerande anpassningsförmåga, förklarar delvis varför våra tillväxtprognoser överlag uppvisar små förändringar. Men det är inte hela förklaringen. Den globala investeringscykeln inom bl a AI, försvar och energiomställning drivs av säkerhetspolitik, global konkurrens, krig och konflikter – krafter som förstärks med varje ny konflikt. Sommarens torka, bränder samt låga vattennivåer i europeiska floder, påminner oss återigen om behovet av investeringar och beteendeförändringar för att minska fossilberoendet.



Sammantaget ser tillväxtutsikterna något bättre ut.

Vi reviderar försiktigt upp den globala tillväxten till 3,1 procent i år och något över det 2027 och 2028. Både i år och nästa år ligger vi någon tiondel över majprognosen och i linje med vad vi väntade oss i början av 2026. Revideringarna beror främst på att data för innevarande år har varit starkare än väntat. Vi kan även notera att industriindikatorer, och företagens delårsrapporter, tyder på en något förbättrad global konjunktur. De senaste veckorna har det visserligen uppstått vissa frågetecken kring tillväxten i USA, Japan och Kina, men det förändrar inte den övergripande bilden.



Tillväxtgapet mellan USA och Europa minskar.

Tillväxten i USA ligger på drygt 2 procent under hela prognosperioden. AI-investeringar bidrar mindre till tillväxten, som blir mer balanserad 2027–2028. Euroområdet växlar upp de kommande två åren, och bl a annat Tyskland har hittills i år överraskat positivt. Ett stort frågetecken för Europa är de inför vintern låga gaslagren, med risker för både inflation och produktion. Kinas ekonomi bromsade in under andra kvartalet och tillväxten landar kring 4,5 procent under hela prognosperioden. Kinas export är tillväxtmotorn, inhemsk efterfrågan är svag. Det bidrar till fortsatta globala handelsspänningar, inte minst gentemot Europa men blir också en inflationsdämpande kraft. Ett bättre tillväxtmomentum än väntat i Indien, innan energipriserna steg i våras, gör att utsikterna ser något ljusare ut.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
USA	2,1	2,2	2,1	2,1
Japan	1,1	0,8	0,7	0,7
Tyskland	0,2	0,9	1,1	1,3
Kina	5,0	4,6	4,5	4,4
Storbritannien	1,3	1,1	1,3	1,6
Euroområdet	1,2	0,9	1,3	1,5
Norden	1,7	2,3	2,0	1,5
Sverige	1,5	2,7	2,9	2,0
Baltikum	2,4	2,7	2,2	2,5
OCED	1,7	1,8	1,9	1,9
Emerging Markets	4,4	4,0	4,2	4,2
Världen, PPP	3,4	3,1	3,2	3,3

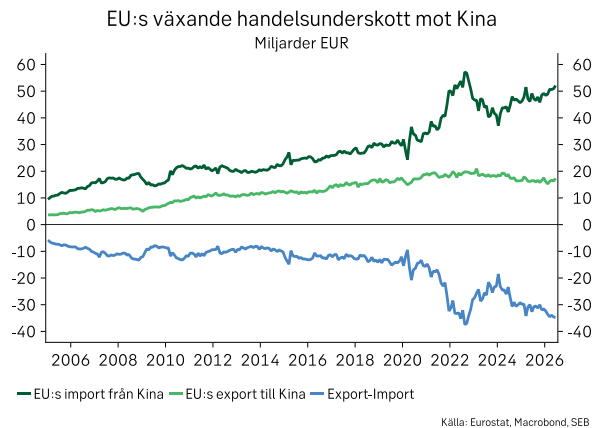
Källa: Macbond, SEB, PPP=Purchasing Power Parity

Kan konsumtionen växla upp? Konsumentförtroendet är fortsatt svagt i bl a USA, Storbritannien, Tyskland och de nordiska länderna. I flera länder – ett undantag är USA – är sparkvoten dessutom hög. Det är tydligt att hushållen känner oro och osäkerhet inför den globala utvecklingen, AI:s effekter och höga prisnivåer. Samtidigt finns frågetecken kring sentimentets förklaringsvärde, eftersom konsumtionen i många fall är starkare än vad indikatorerna antyder. Vår prognos är i de flesta fall att arbetslösheten minskar och att inkomsterna ökar i hygglig takt. I Europa ger även en fallande sparkvot stöd åt konsumtionen. Mer neutral finanspolitik i USA talar för en lugnare konsumtionstakt, samtidigt som börsutvecklingen blir viktig för i vilken grad finansiellt starka hushåll kan fortsätta att driva efterfrågan.

Hög efterfrågan på kapital. Ökade investeringar och stora offentliga lånebehov driver upp efterfrågan på kapital. Samtidigt finns inflationsrisker kopplade till bl a energipriser, AI-komponenter, torka, bränder och konflikter (via transportkostnader och livsmedelspriser). Flera drivkrafter talar för att långräntorna ligger kvar på en jämfört med de senaste åren hög nivå. Längre fram under prognosperioden motverkas detta dock delvis av lägre styrräntor.

Flera viktiga val står för dörren. USA:s mellanårsval den 3 november är i fokus. Enligt opinionsmätningar vinner Demokraterna representanthuset. Politiska låsningar är dock mer sannolika än ny politik när Trump styr genom presidentordrar. Sverige går till val i september, ett val som kan följas av en tidskrävande regeringsbildning. Ur ett europeiskt perspektiv är tyska delstatsvalen i september viktiga: Även om de inte direkt påverkar den nationella politiken blir de en betydelsefull värdemätare för Merz koalitionsregering och de senaste reformförslagen. Därtill kommer viktiga val i Frankrike och Italien under 2027. Stora offentliga underskott och skulder i många länder, bl a USA, Japan och flera stora europeiska länder, ger begränsat finanspolitiskt manöverutrymme och utgör en källa till politiska spänningar och finansmarknadsoro.

Alltmer konfliktfylld handel. Spänningarna i den globala handeln har byggts upp under lång tid och har förstärkts de senaste åren av bland annat USA:s tullar, Kinas växande handelsöverskott och frågor om länders och regioners strategiska oberoende. USA:s tullutspel fortsätter men vi tror att genomsnittliga tullsatser ligger kvar ungefär på dagens nivåer. De senaste årens växande europeiska handelsunderskott gentemot Kina tvingar EU till en balansgång mellan klimatambition och konkurrenskraft (se Tema: EU:s handel med utsläppsrätter sida 36).



Stora AI-effekter men när, var och hur? Teknikrevolutionen påverkar bl a tillväxt, inflation, arbetsmarknad och finansmarknader. Det råder dock oenighet om när effekterna uppstår och hur stora de blir – och därmed om hur exempelvis penningpolitiken påverkas (se Tema: AI-revolutionen, sida 12). Som vi ser det blir ordningsföljden följande: 1) ökade investeringar och tillväxt, 2) högre inflation och i viss mån lägre sysselsättning samt 3) på sikt eventuellt högre produktivitet och lägre inflationstryck inom hela ekonomin. Tekniksprånget göder produktivitetsoptimism, medan pessimisterna pekar på tekniska risker, övervärderingar och stora skulder. Det vi hittills ser i data, främst i USA, är en tillväxtskjuts från investeringar och flaskhalsar som driver upp priser. Slutresultatet kommer att få stora konsekvenser, men många frågor återstår att reda ut.

Nedåtriskerna fortsätter att överväga

Vi ser fortsatt större risker på nedsidan än på uppsidan, och avvikelser från huvudscenariot är också större i det negativa scenariot än i det positiva. Osäkerheten kring flera konfliktfärdar är stor och de senaste åren har visat hur politiska beslut snabbt kan skapa stor oreda. Om kriget i Persiska viken blir väldigt utdraget och oljereserverna töms, eller om konflikten förvärras genom exempelvis större förstörelse av produktionskapacitet, kan en kraftig energiprisuppgång och högre räntor snabbt försämra de globala tillväxtförutsättningarna och ge negativa spridningseffekter som drabbar många områden inklusive AI-investeringar. En sådan utveckling kan leda till en betydande omvärdering på finansmarknaderna och därmed förstärka den negativa chocken.

Underskattar vi investeringscykeln? Det kan mycket väl vara så att vi är för försiktiga när vi bedömer de positiva effekterna av den investeringsuppgång som syns på flera områden. Det historiska mönstret är att det kan ta tid innan teknikskiften påverkar ekonomin på bred front, men att det slutliga genomslaget blir mycket större än förväntat. Positiva effekter på produktiviteten

i USA, och andra delar av världen, skulle förbättra utsikterna. På många håll i världen görs stora investeringar inom bl a försvar, infrastruktur och energiomställning. Lägre energipriser och en lugnare omvärld kan dessutom frigöra konsumtions- och investeringskraft hos hushåll och företag.

Scenarier för OECD-området

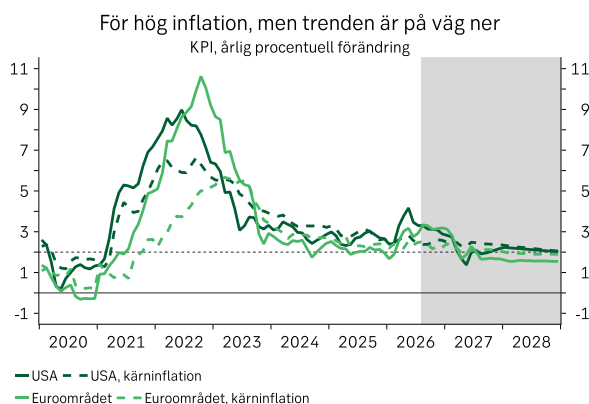
BNP, årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
OECD	1,7	1,8	1,9	1,9
Negativt scenario (25 %)		1,4	0,1	1,7
Positivt scenario (15 %)		2,1	3,0	1,9

Källa: Macrbond, SEB, PPP=Purchasing Power Parity

Inflation – mer mångfacetterad riskbild

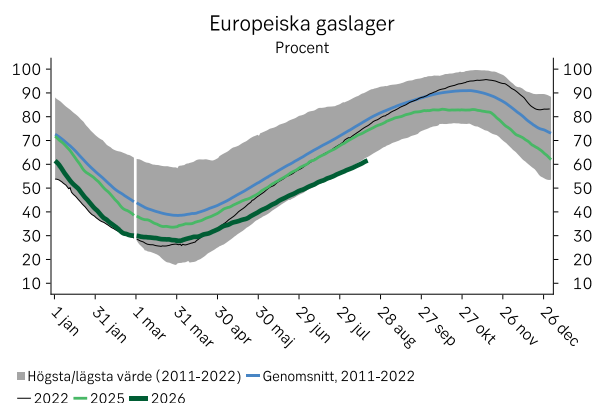
Även om det finns gemensamma drivkrafter, t ex energi, är både inflationsutvecklingen och riskbilden numera mångfacetterad. I Europa har kärninflationsnedgången avtagit. I USA har inflationsutvecklingen förbättrats de senaste månaderna men skillnaden mellan inflationen enligt Feds målvariabel PCE respektive KPI är fortsatt ovanligt stor. Gemensamt är att löneökningstakten mattas av, vilket bidrar till att få ner kärninflationsmåtten mot målen i slutet av vår prognoshorisont.



Källa: Macrbond, SEB

Nya upptrisker. De direkta inflationseffekterna av kriget i Mellanöstern har fortsatt en avgörande betydelse för inflationen, de indirekta effekterna och riskbilden. Oljepriset har fallit sedan maj, men priserna på olika typer av oljeprodukter är fortfarande höga. Enligt terminsmarknaden väntas oljepriset falla till knappt 80 dollar/fat 2027. Även priserna på olika destillat (såsom bensin och diesel) väntas sjunka tydligt under det närmaste året, även om prisnivån i förhållande till råoljan bedöms ligga kvar högre än före kriget. En skillnad jämfört med i våras är dock att naturgaspriset har stigit. Terminsmarknaden för Europa indikerar att det kommer att förbli högt under lång tid. Det innebär att vissa delar av KPI stiger de närmaste

månaderna, samtidigt som risken har ökat för att även elpriserna ligger kvar på mycket höga nivåer. I USA, som har en inhemsk gasmarknad, utgör gaspriset inget direkt hot mot inflationsbilden.



Källa: Gas Infrastructure Europe (GIE), Macrbond, SEB

Torka och bränder kan höja livsmedelspriser. Torka och bränder har stått i fokus under sommaren och utgör en upptrisk för bland annat livsmedelspriserna, där höga bränslepriser redan har ökat produktionskostnaderna. De höga gödselpriser som följde på krigsutbrottet i Iran har dock reverserats och det finns tecken på att pristrycket har avtagit under de senaste månaderna. I nuläget verkar årets torka vara i paritet med 2022, men utfallet beror på resten av odlings-säsongen. Stigande livsmedelspriser är därför i nuläget mer en risk än ett faktum. Förra årets rekordstora globala skörd bör dessutom vara dämpande ur ett inflationsperspektiv och prisuppgångar som nu sker kan mycket väl bli selektiva och omfatta vissa, men inte alla, jordbruksråvaror. Relativt stora prisförändringar krävs för att få ett tydligt genomslag på den totala inflationen. Effekten kommer dessutom med fördröjning, vilket innebär att riskerna främst gäller 2027, snarare än i år. Vi höjer våra prognoser för livsmedelspriser något, men det är värt att notera att såväl indikatorer och råvarupriser som livsmedelspriser i KPI, snarast har pekat nedåt de senaste månaderna. Sannolikheten för en uppgång i livsmedelspriserna liknande den 2021–2023 är därför relativt låg.

Volatila centralbanksförväntningar

Förväntningarna på centralbankspolitiken har under våren och sommaren varierat i takt med signalerna från oljepriset och inkommande data. Att hantera utbudschocker innebär särskilda utmaningar för centralbankerna. Grundregeln är att se igenom en tillfällig inflationschock men samtidigt är oron stor för att återigen reagera för sent på en inflationsuppgång.

Varierande förutsättningar. Marknaden har under sommaren gjort en del av centralbankernas arbete

genom att prisa in räntehöjningar. Men marknadens förväntningar på särskilt Fed har blivit mindre hökaktiga den senaste tiden. Om vår energiprisprognos står sig bör de dämpas ytterligare under hösten. Utgångsläget varierar vad gäller inflation, tillväxt, räntenivå, exponering mot högre energipriser och ekonomisk styrka. Därför går ränteförändringarna den närmaste tiden åt olika håll i olika delar av världen.

Fed ligger still i år och sänker långsamt 2027–2028. I

USA har Feds favoritmått, kärn-PCE, legat över målet sedan 2021, men olika inflationsutfall har pekat i rätt riktning den senaste tiden. Vi tror att de senaste månadernas något svagare data, inklusive för arbetsmarknaden, får Fed att avstå från räntehöjningar. Marknaden prisar fortfarande in 1–2 höjningar under 2026 och 2027. Vår prognos är att Fed ligger still och sänker räntan en gång under andra halvåret 2027 och ytterligare en gång i början av 2028.

ECB höjer – och sänker. ECB följer upp sommarens höjning med ytterligare en höjning i september, till 2,50 procent. Inflationen är fortsatt för hög, kärninflationen har legat över målet sedan 2021 och utöver energipriserna oroar framför allt tjänstepriserna. Jämfört med vår prognos verkar ECB dessutom räkna med både högre energipriser och större andrahandseffekter av energi. När inflationen klingar av sänker ECB räntan en gång, i början av 2028.

Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året, procent

	20 Aug	Dec-26	Dec-27	Dec-28
Fed	3,75	3,75	3,50	3,25
ECB	2,25	2,50	2,50	2,25
Bank of Japan	1,00	1,25	1,50	1,50
Bank of England	3,75	3,75	3,00	3,00
Norges Bank	4,25	4,50	4,00	3,75
Riksbank	1,75	1,75	2,25	2,25

Källa: Macrobond, SEB

Warsh vill utveckla USA:s penningpolitik

Feds ordförande Warsh har tillsatt fem arbetsgrupper som ser över delar av det penningpolitiska ramverket, med målet att presentera förslag före årsskiftet. Fokus ligger på policykommunikation, balansräkningspolitik, dataåtkomst, AI:s betydelse för produktivitet och sysselsättning samt ramverket för prisstabilitet. Att Warsh har samlat tunga externa experter från bl a centralbanksvärlden, akademien, näringslivet och tekniksektorn ger arbetet både trovärdighet och legitimitet. Vissa förslag kan även komma att anammas av andra centralbanker, även om vägen dit sannolikt är lång.

Warsh har redan markerat en tydlig förändring i

kommunikationen. Enligt Warsh bör Fed avstå från framåtblickande guidning och i stället i större utsträckning låta inkommande data styra marknaden medan Fed bör lägga mer vikt vid långsiktiga trender, snarare än senaste data, i sina penningpolitiska beslut. Han har också upprepat tanken att betydande investeringar, t ex inom AI, stärker produktiviteten och ekonomins produktionskapacitet. Med Warshs synsätt skulle det möjliggöra en lägre Fed-ränta. Eftersom inflationen i USA fortfarande ligger över målet har marknaden hittills reagerat negativt genom högre riskpremier och därmed högre räntor.

En ny penningpolitik för en ny värld? Warshs tankar kan också förstås mot bakgrund av att USA och omvärlden de senaste åren har drabbats av allvarliga utbuds- och efterfrågechocker, som har blivit vanligare och är svårare att hantera. Pandemin, energikrisen och geopolitiken har visat begränsningarna i ett ramverk som i hög grad bygger på historiska samband. Samtidigt kan alltför låga räntor och omfattande tillgångsköp ha bidragit till överdriven riskapitet och ohållbart hög skuldsättning i den privata, men framför allt den offentliga, sektorn. Att Fed nu tar ett steg tillbaka och låter marknadspriser och inkommande data spela en större roll i ekonomiska och finansiella beslut är därför i grunden rimligt – t o m önskvärt. Men det finns en tydlig målkonflikt: I en mer oförutsägbär värld kan steg mot mindre centralbanksstyrning samtidigt öka behovet av en trovärdig aktör som skapar större förutsägbarhet.

Centralbanker i fokus för långräntor

Utsikterna för statsobligationsräntorna är blandade och styrs i hög grad av förväntad och faktisk penningpolitik. Marknadens styrränteförväntningar tycks ligga nära sin topp. Det bör pressa ned långräntorna när centralbankerna så småningom levererar nya räntesänkningar, om än vid något olika tidpunkter i USA och euroområdet. En tydligt motverkande kraft, som begränsar nedgången i längre statsobligationsräntor 2027 och 2028, är den stora efterfrågan på kapital till följd av en kraftfull investeringscykel och omfattande offentliga lånebehov. Därtill kommer stigande löptidspremier kopplade till osäkerhet kring framtida inflation och offentliga skulder, samtidigt som centralbankerna krymper sina balansräkningar.

USA: Lägre korta räntor men högre löptidspremie.

Förväntningarna på Fed och den faktiska penningpolitiken står i centrum för långränteutvecklingen. Utöver styrräntan är bland annat statsskulden, inflationen, den nye Fed-chefens inriktning och frågan om Feds oberoende viktiga faktorer.

Tyskland: Små rörelser kommande år.

Lägre styrränteförväntningar kan pressa ned räntorna längre fram men ett stort utbud av obligationer och ECB:s krympande balansräkning begränsar nedgången.

Svenska långräntor stiger över de tyska.

Långräntorna väntas stiga gradvis när tillväxten stärks, Riksbanken stramar åt penningpolitiken och statens upplåning ökar till följd av expansiv finanspolitik, försvarsutgifter och stöd till Ukraina. **Norska** statsobligationer är fortsatt attraktivt värderade och gynnas av utländsk efterfrågan samt av att styrräntan närmar sig sin topp. Ränteskillnaden mot Tyskland väntas minska.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent

	20 Aug	Dec-26	Dec-27	Dec-28
USA	4,69	4,60	4,50	4,50
Tyskland	3,24	3,10	3,00	2,85
Sverige	3,01	3,00	3,15	3,00
Norge	4,30	4,25	4,00	3,75

Källa: Macrobond, SEB

Valuta: Ränte- och tillväxtkonvergens styr

Så länge kriget kring Persiska viken fortsätter utan en lösning i sikte, men även utan extrema energipriser, skiftar valutamarknadens fokus på kort sikt främst mot centralbankernas förväntade och faktiska penningpolitik, ränteskillnader och tillväxt. Dollarn försvagas när förväntningarna på Fed dämpas, ECB höjer styrräntan i september och tillväxtskillnaden mellan USA och Europa minskar. Euron återhämtar sig fram till 2027 och når en topp på cirka 1,20 mot dollarn. Ränteskillnader mellan vissa ekonomier gör att carry-handel, det vill säga strategier som utnyttjar nivåskillnader i korta räntor mellan olika länder, kan bli en drivkraft på kort sikt. Det kan gynna valutor som AUD, NOK och möjligen GBP, på bekostnad av bland annat CAD, NZD och JPY, där de sistnämnda dock kan få visst stöd från höjda räntor. Interventioner för att stärka JPY kan avskräcka från spekulation i valutan.

Svenska kronan stärks på sikt.

Oron att även kronan ska tyngas av carry-flöden har minskat i och med ökade förväntningar om svenska räntehöjningar. Dessutom gynnas kronan av en jämfört med många länder tydligare tillväxtuppväxling och starka statsfinanser. I takt med att konjunkturen förbättras får kronan, och andra cykliska valutor, medvind.

Valutakurser

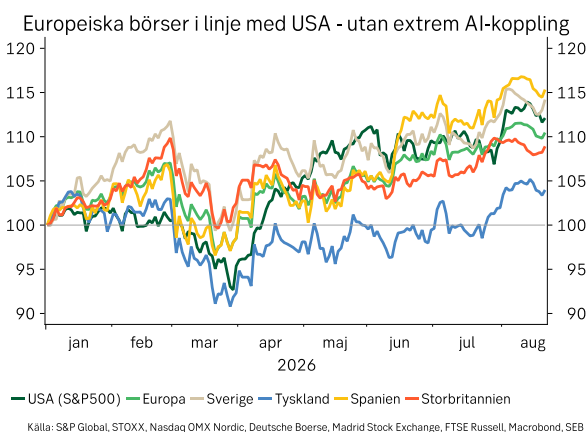
Slutet av året

	20 Aug	Dec-26	Dec-27	Dec-28
EUR/USD	1,17	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	159	157	153	153
EUR/GBP	0,86	0,87	0,89	0,87
EUR/SEK	11,07	10,90	10,40	10,30
EUR/NOK	10,91	10,95	10,80	10,80

Källa: Macrobond, SEB

Aktier: Positiva utsikter

Att marknaden har börjat skala ned förväntningarna på räntehöjningar från Fed, tillsammans med positiva signaler från indikatorer för den globala industricykeln, har fått vinstförväntningarna att skruvas upp och utlöst en rotation mot cykliska aktier. Vi väntar oss att utvecklingen fortsätter under hösten, med en global fördel för nordiska aktier. Sammantaget är vi fortsatt optimistiska om aktiemarknaden. Vi bedömer att nordiska aktier har störst potential, med stöd av en stark investeringscykel. Även amerikanska aktier väntas stiga under de kommande månaderna, trots långsiktig strukturell motvind från högre räntor än i Europa. Om räntorna stiger ytterligare kan det sätta press på börserna.



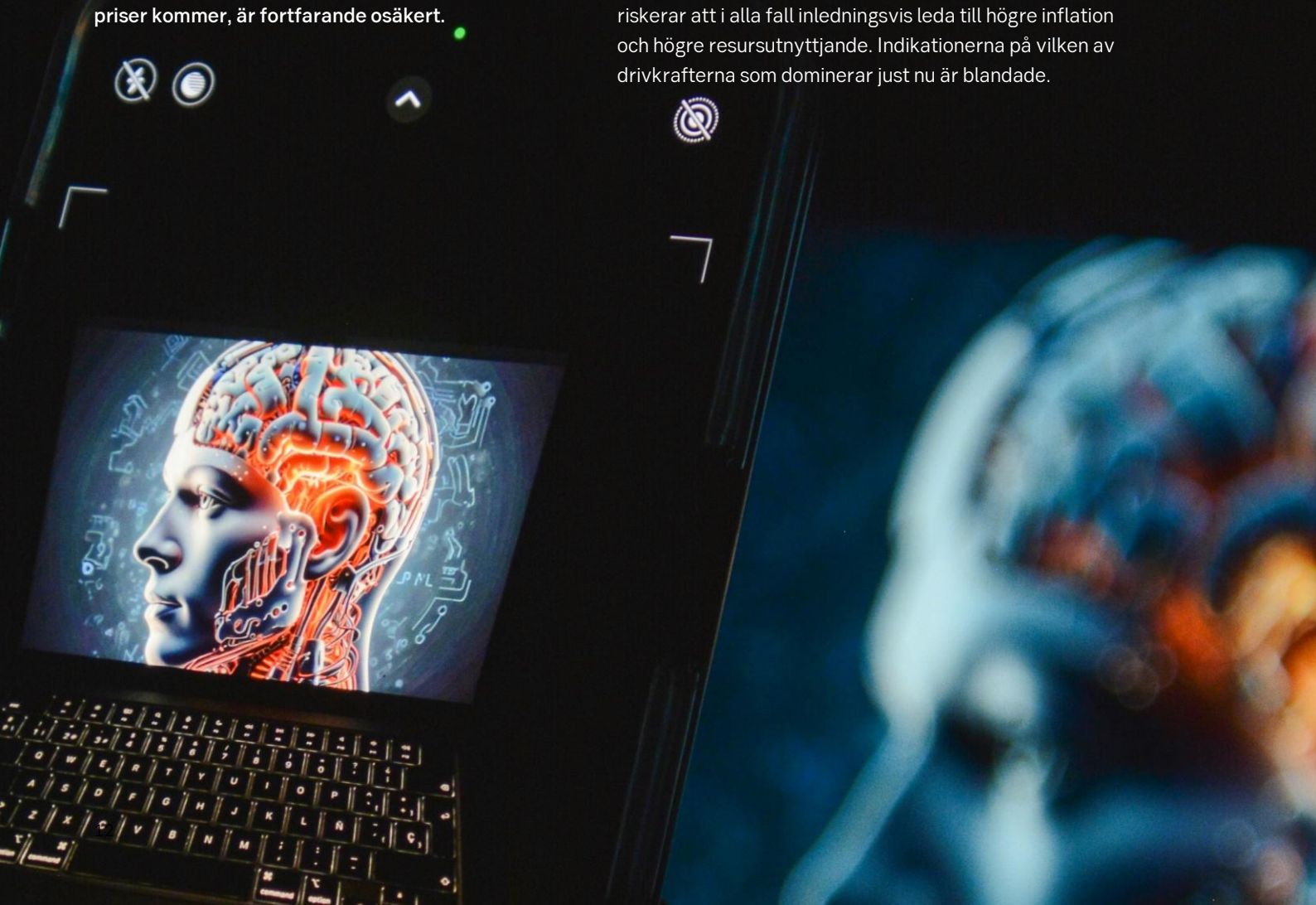
Tema:

AI-revolutionen

Effekter på tillväxt, sysselsättning och inflation?

Att AI-revolutionen kommer att påverka många delar av samhället – tillväxt, arbetsmarknad, inflation och finansmarknader – är de flesta överens om. När, i vilken omfattning och med vilken kraft det kommer att ske råder det mer osäkerhet och oenighet om – frågor som är av central betydelse för hur prognoser och penningpolitik påverkas. Vi ser dock fler och fler spår i den ekonomiska statistiken, främst i USA, som kan ge ledtrådar inför framtiden. Det är för tidigt att dra stora slutsatser, men statistiken pekar i alla fall mot att turordningen är 1) högre investeringar och tillväxt, 2) högre inflation och i viss mån lägre sysselsättning och 3) högre produktivitet och lägre priser. Tydligast hittills är steg 1 och 2. Även om en viss del av dagens produktivitet i USA eventuellt kan härledas till AI, ligger den stora delen av steg 3 framför oss. Om och när det stora steget mot ökad produktivitet och lägre priser kommer, är fortfarande osäkert.

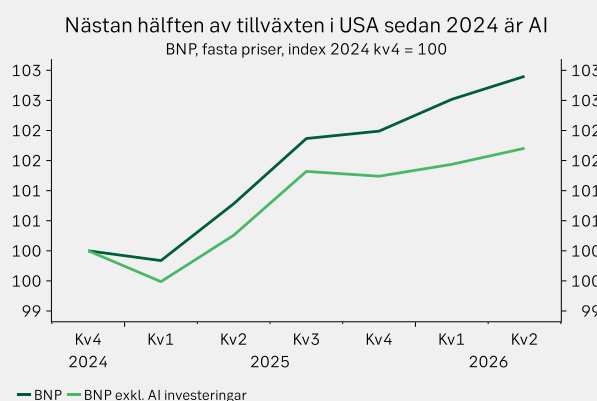
Bredbaserade och svårtolkade AI-effekter. Vi har de senaste åren, i accelererande takt, sett hur utvecklingen inom AI påverkat traditionella ekonomiska variabler. Det är framför allt tydligt inom investeringar (datahallar, chip, mjukvara) vilket är förhållandevis enkelt att se i statistiken. Men investeringarna utgör "bara" förutsättningarna för AI-revolutionen. Effekten ska i slutändan vara lägre produktionskostnader och ökad produktivitet, med potentiellt stora och bredbaserade effekter på ekonomin i stort, inklusive på finans- och penningpolitiken. Förväntningar på hur stora effekterna blir inom olika områden, och när de kommer att inträffa, skiljer sig åt. Medan vissa framhåller att produktivitetsvinster och kostnadsbesparingar kommer att leda till lägre priser och lägre efterfrågan på arbetskraft, lyfter andra fram att den snabba tillväxten i produktionen och investeringarna inom AI tvärtom riskerar att i alla fall inledningsvis leda till högre inflation och högre resursutnyttjande. Indikationerna på vilken av drivkrafterna som dominerar just nu är blandade.



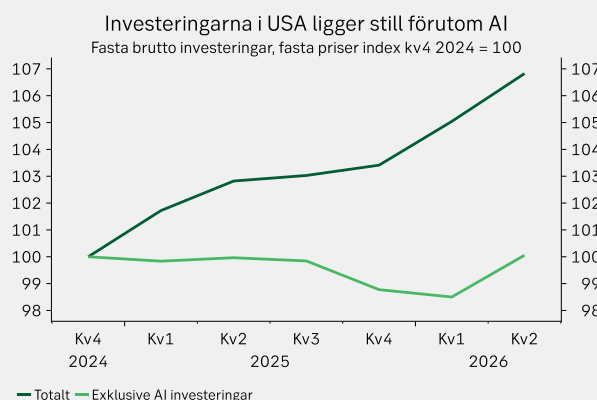
Det är för tidigt att dra tydliga slutsatser men vi ser i nuläget mest effekter på investeringar och tillväxt, och även högre inflation, samt vissa tecken på att arbetsmarknaden påverkas.

Tydlig tillväxtskjuts i USA.

BNP i USA fortsätter att växa i högre takt än i de flesta jämförbara länder men drivkraften har skiftat karaktär. Sedan början av 2025 har fasta bruttoinvesteringar blivit allt en allt viktigare faktor. Investeringssuppgången drivs i väldigt hög utsträckning av AI. Trots att AI-investeringar bara utgör drygt 5 procent av BNP, förklarar uppgången i dessa nästan hälften av den totala BNP-tillväxten sedan slutet av 2024 och mer än hela uppgången i fasta bruttoinvesteringar.



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



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

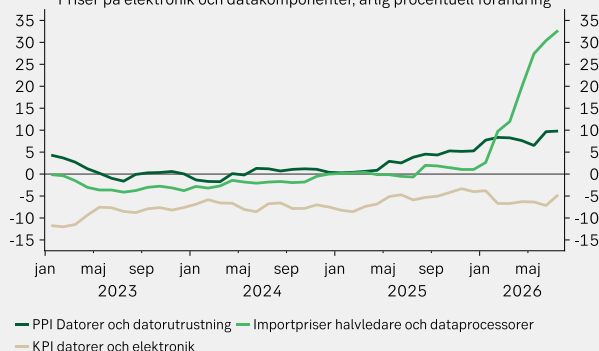
Efterfrågan på AI-hårdvara driver upp inflationen – men hittills mest i producentledet.

Det finns tydliga tecken på att den mycket starka efterfrågan på processorer, chip och minne driver upp priserna på elektronik. Prisuppgångarna syns i nuläget både i form av stigande exportpriser från länder som exporterar mikrochip, som Kina, Taiwan och Korea, och i form av högre producent- och importpriser i USA och Europa.

Men osäkerheten är stor kring utvecklingen framöver och för inflationen – frågan är hur stor andel av prisuppgångarna som kommer att vältras över på konsumenterna. De största prisökningarna i

konsumentledet verkar än så länge gälla vissa enskilda komponenter som ökat med ungefär 30 procent, medan lite bredare index för färdiga datorer och telefoner ökat med 5–10 procent. Totalt har priserna på elektronik i KPI-ledet dock än så länge nästan inte ökat alls. Elektronik i KPI väger mellan 1 och 3 procent, lite beroende på vilka länder man tittar på och vilka poster som räknas in.

Högre komponentpriser, men (än så länge) fallande KPI priser
Priser på elektronik och datakomponenter, årlig procentuell förändring



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Om priserna på elektronikprodukter skulle stiga med 10–20 procent mer än normalt (trenden för elektronik i KPI är sedan lång tid tydligt fallande – så det är en efterfrågedriven omsvängning prismässigt) skulle inflationen öka med ungefär en halv procent. Effekten på inflationen är dock osäker och de indirekta effekterna från högre kostnader i andra sektorer skulle kunna bli stora. Avgörande blir om kostnadsökningarna i olika producentled kan föras vidare till slutkonsumenter (hushållen).

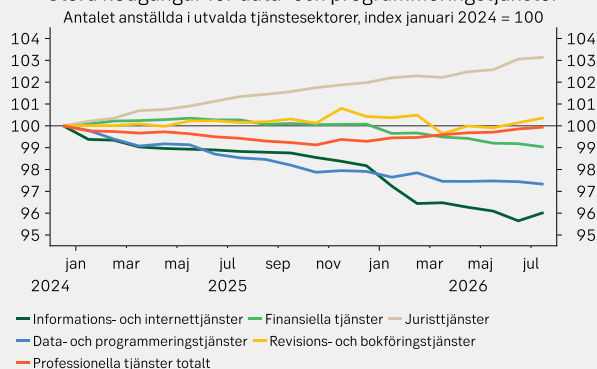
Blir inflationseffekten den omvända framöver?

Effekterna på priser och inflation på sikt är dock inte entydiga och många företag kommer att kunna använda AI till att pressa kostnader, öka produktiviteten och minska antalet anställda. Produktivitetstillväxten har varit mycket stark i USA men även i Sverige har den ökat betydligt mer än i euroområdet och sysselsättningstillväxten har under det senaste året närmast sig noll. Även om en stark tillväxt i återhämtningen efter pandemin varit en viktig drivkraft för produktiviteten, så drivs utvecklingen under de senaste åren alltmer av AI-sektorerna.

USA (och Sverige) kör ifrån (eller kanske över) euroområdet



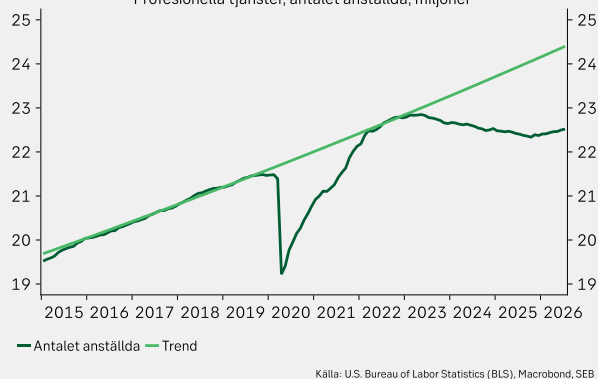
Stora nedgångar för data- och programmeringstjänster



Svårtolkade sysselsättningseffekter.

Sysselsättningstillväxten ser ut att ha planat ut och kan till och med förväntas falla något när de årliga siffrorna publiceras under hösten och i början av nästa år. Sysselsättningstillväxten i USA drivs främst av ett ökat antal sysselsatta inom utbildning, hälsovård och offentlig sektor. AI kan förväntas påverka sysselsättningen inom tjänstesektorn och en genomgång av de nuvarande trenderna indikerar att det är inom data och informationsförmedling som sysselsättningen påverkas mest. Flera av utvecklarna av AI-tjänster har annonserat inte obetydliga personalneddragningar, trots att investeringarna ökar i rekordtakt.

Färre anställda i tjänstesektorer med många högutbildade
Professionella tjänster, antalet anställda, miljoner



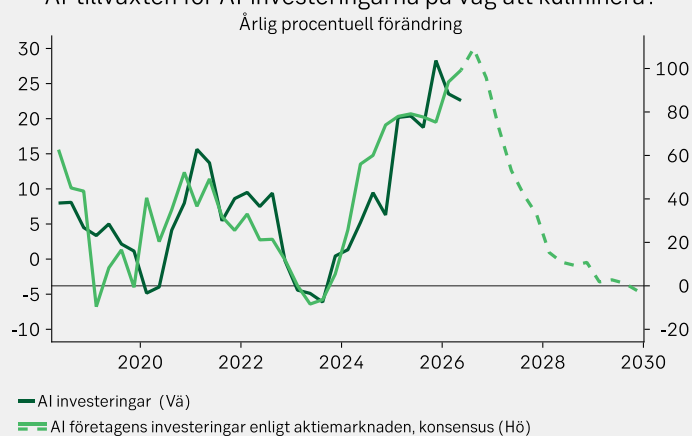
Inom andra sektorer, som på sikt bedöms påverkas av AI, är utvecklingen än så länge blandad. Antalet anställda i finanssektorn minskar svagt medan sysselsättningen inom juridik ökar i hög takt. Professionella tjänster totalt har planat ut, vilket innebär att ökningstakten är betydligt lägre än den historiska trenden, samtidigt som produktiviteten har varit hög. Det finns således tecken på att produktiviteten förbättras även i sektorer som använder snarare än producerar AI-tjänster. Det gäller dock främst företagstjänster och det kan vara en fördröjning innan konsumentpriserna påverkas.

Policyimplikationer. En sista aspekt som är värd att notera är att det inte finns några tecken på en bredare uppgång i resursutnyttjandet, utanför producenterna av datorprocessorer och minnen. Sysselsättning är oförändrad eller svagt fallande, arbetslösheten ligger still och löneökningstakten faller. Även om ökade kostnader för elektronik skulle visa sig leda till högre KPI krävs antagligen en bredare inflationsuppgång för att utlösa en större åtstramningscykel från Fed.

Hur länge fortsätter AI-investeringarna att öka?

Investeringarna i AI har under de senaste två åren varit en snabbt accelererande process. En viktig fråga för både tillväxt och inflation är hur länge den processen kan fortsätta. Aktiemarknadens förväntningar antyder att tillväxten kan vara på väg att kulminera. Notera dock att även om tillväxttakten skulle avta så kommer de totala investeringarna fortsätta att öka i snabb takt. Det är ändå en påminnelse om att priserna på AI-produkter kan vända nedåt snabbt när utbudet kommer i kapp efterfrågan. Osäkerheten om när den tidpunkten inträffar är förstås enorm.

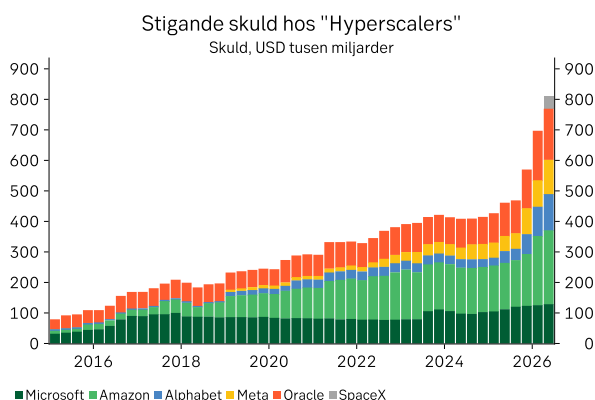
Är tillväxten för AI-investeringarna på väg att kulminera?



Räntemarknaden Centralbanker i rampljuset

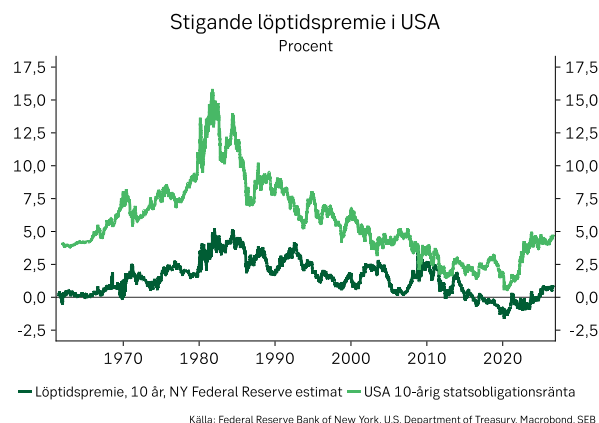
Utsikterna för räntemarknaden är fortsatt svårbedömda, utan någon tydlig riktning. Skiftande förväntningar på penningpolitiken har varit en viktig drivkraft för ränteutvecklingen och centralbankerna lär fortsätta stå i fokus framöver. Vi bedömer att marknadens styrränteförväntningar nu har nått sin topp och bör dämpas, samtidigt som stora upplåningsbehov ger skäl till viss oro.

Amerikanska och europeiska statsobligationsräntor har åkt berg- och dalbana i sommar. Förhoppningar om en lösning på Irankonflikten pressade initialt ned räntorna, följt av kraftiga uppgångar när utsikterna till ett avtal försämrades, oljepriserna steg och förväntningarna på högre styrräntor tilltog. Under denna period steg tio-åriga statsräntor i USA till de högsta nivåerna sedan 2007 och i Storbritannien sedan 2008. I augusti annonserade amerikanska finansdepartementet att de 'åtminstone' fördubblar återköpstakten av långa statsobligationer, ett tecken på att oron över stigande statsräntor ökat. Framöver lär centralbankerna stå i fokus, tillsammans med utbudstryck från stora upplåningsbehov – både statliga och bland företag. Inte minst blir AI-relaterad upplåning en viktigare faktor på räntemarknaden, när investerare kräver högre kompensation för att absorbera ett ökat utbud av både stats- och företagsobligationer.



USA: Komplexa drivkrafter. Utvecklingen för Feds styrränta blir en viktig drivkraft för statsobligationsräntorna. Styrränteförväntningarna väntas dämpas gradvis, vilket bör pressa ned räntorna längs hela avkastningskurvan – förutsatt att detta sker parallellt med avtagande inflationstryck, vilket är vår prognos.

Samtidigt finns en växande lista av faktorer som påverkar terminspremier, det vill säga den extra kompensation som investerare kräver för att låna ut på lång löptid. Hit hör inflationsutsikterna, stora budgetunderskott, marknadens förmåga att absorbera obligationsutbudet och efterfrågan från internationella investerare. Även potentiella interventionsflöden kopplade till den japanska yenen har betydelse.



Hur reagerar Fed på inflation och tillväxt? Med Kevin Warsh som ny ordförande har osäkerheten ökat kring Feds reaktionsfunktion, inklusive frågor om centralbankens självständighet. Warsh vill göra potentiellt omfattande förändringar av Feds arbetssätt, däribland att aktivt avstå från att vägleda marknaden om ränteutvecklingen. Enligt Warsh riskerar så kallad "forward guidance" att förstärka penningpolitiska misstag och begränsa Feds handlingsfrihet. Den förändrade kommunikationen har ökat osäkerheten kring kortsiktiga ränteförväntningar och bidragit till ökad volatilitet längs avkastningskurvan.

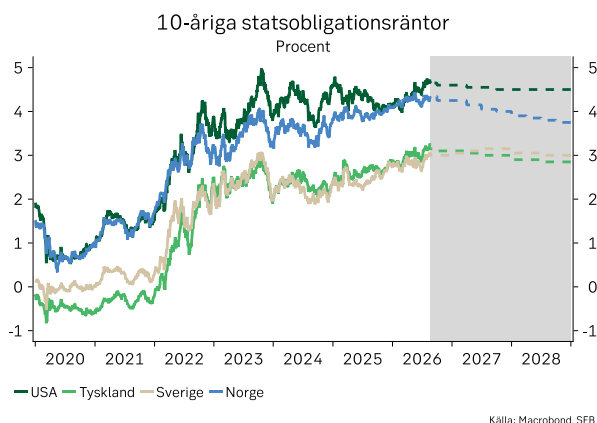
Osäkerhet om penningpolitiken och Feds oberoende.

En annan, och möjligen mer bekymmersam, källa till osäkerhet är bristen på tydlighet kring hur starkt Fed prioriterar inflationsbekämpningen. Warsh, som har nära band till Trumpadministrationen, menar att AI kommer att revolutionera ekonomin och strukturellt dämpa inflationen. Enligt hans syn befinner sig USA längst fram i denna produktivetsboom och utbudssidan kommer därmed att växa tillräckligt snabbt för att Fed ska kunna sänka räntan utan att inflationen tar ny fart. Andra Fed-ledamöter har ifrågasatt denna syn, och stigande terminspremier indikerar att investerare oroar sig för att Fed ska låta inflationen bli för hög, till exempel för att anpassa sig till Trumpadministrationens önskemål om lägre räntor.

Långsiktiga skuldproblem. En annan viktig förklaring till stigande terminspremier är USA:s snabbt växande federala skuld, samtidigt som marginalköparen i allt högre grad består av mer priskänsliga investerare. En av

Warshs centrala idéer är att minska Feds balansräkning, vilket i förlängningen skulle minska centralbankens efterfrågan på amerikanska statsobligationer. Redan i dagsläget har både Fed och andra relativt prisökänsliga obligationsköpare minskat sin strukturella efterfrågan. Det gör obligationer med längre löptider mer känsliga för en minskad utländsk efterfrågan, vilket har satt fokus på sommarens amerikansk-japanska valutaintervention. Amerikanska myndigheter deltog tillsammans med sina japanska motsvarigheter i försöken att stabilisera den allt svagare yenen, delvis för att minska risken för både försäljningar av, och svagare efterfrågan på, amerikanska statsobligationer.

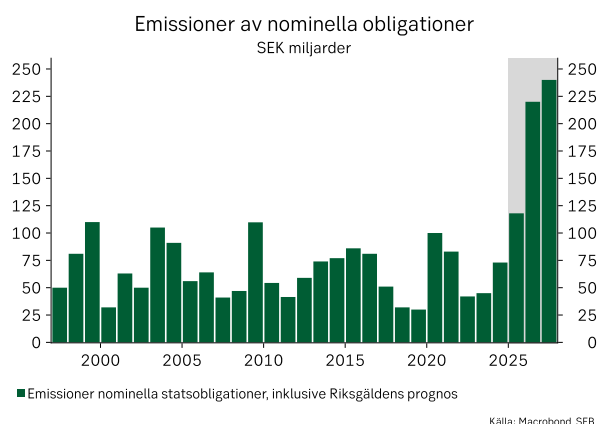
Sidledes, därefter något lägre. USA:s tioårsränta väntas huvudsakligen handla mellan 4,50-4,70 procent de kommande månaderna, för att därefter falla tillbaka till 4,50 nästa år, i takt med att inflationen avtar och styrräntan har toppat. Osäkerhet kring penningpolitiken och ett fortsatt stort utbud av statsobligationer begränsar nedsidan, även när Fed sänker nästa år, och innebär att ränteläget förblir högt under en längre tid.



Euroområdet: Högt utbud begränsar nedgången.

Europeiska räntor har i stora drag följt rörelserna i USA sedan slutet av maj. Att uppåttrycket från amerikanska räntor väntas avta bör begränsa uppsidan för den tyska tioårsräntan från dagens nivåer. Vi räknar med att den huvudsakligen handlas i intervallet 3,10-3,20 procent under de kommande sex månaderna. Vi ser utrymme för att marknadens styrränteförväntningar dämpas inför 2027 och efter att ECB i september levererat sin allmänt förväntade höjning. Det bör pressa ned räntorna mer generellt. Denna utveckling förstärks när ECB sedan sänker styrräntan mot slutet av nästa år. Den fortsatta minskningen av eurosystemets balansräkning och ett stort obligationsutbud begränsar dock möjligheten till en större nedgång i långa statsobligationsräntor. Vi räknar med att långräntorna faller måttligt under 2027-2028 när inflationen dämpas och marknaden i allt högre grad prisar in lägre styrräntor.

Sverige: Räntorna stiger när tillväxten tar fart. Ökad statsupplåning och starkare tillväxt pressar upp svenska långräntor de kommande åren. Expansiv finanspolitik, ökade försvarsutgifter och stöd till Ukraina innebär betydande budgetunderskott både i år och under kommande år, vilket leder till en kraftig ökning av utbudet av statsobligationer. Därtill väntas Riksbanken höja styrräntan det kommande året, i takt med att ekonomin återhämtar sig. Starka offentliga finanser och goda ekonomiska utsikter stödjer samtidigt efterfrågan på svenska obligationer och begränsar uppgången i långräntorna. Den svenska tioårsräntan ligger kort-siktigt kvar under den tyska, men stiger gradvis 2027 och 2028 när obligationsutbudet fortsätter att öka och en stark tillväxt ger en stramare penningpolitik.



Norge: Fortsatt attraktiva värderingar. Norska statsobligationsräntor har i stort följt de internationella rörelserna, samtidigt som ränteskillnaden mot Tyskland har minskat den senaste tiden. Attraktiva räntenivåer och värderingar har stärkt efterfrågan från utländska långsiktiga investerare. När Norges Bank närmar sig toppen i styrräntecykeln kommer fokus gradvis att flyttas mot räntesänkningar under 2027. Samtidigt väntas bruttoutbudet ligga kvar kring 100-110 miljarder norska kronor per år de kommande åren. Sammantaget bör detta möjliggöra att skillnaden mellan norsk och tysk tioårsränta minskar till omkring 100 respektive 90 räntepunkter i slutet av 2027 och 2028.

10-åriga statsobligationsräntor Procent

	20 Aug	Dec-26	Dec-27	Dec-28
USA	4,69	4,60	4,50	4,50
Tyskland	3,24	3,10	3,00	2,85
Sverige	3,01	3,00	3,15	3,00
Norge	4,30	4,25	4,00	3,75

Källa: Macrobond, SEB

Valutamarknaden

Konjunkturåterhämtning

Med fortsatt osäkerhet kring Hormuzsundet väntas räntedifferenser bli en viktig drivkraft för valutorna på kort sikt. Längre fram bör gradvis lägre amerikanska räntor tynga dollarn, samtidigt som en konjunkturåterhämtning i flera ekonomier gynnar tillväxtkänsliga valutor som den svenska kronan.

Parallellt med att Irankonflikten fortsätter har marknadens fokus flyttats till de realekonomiska utsikterna på medellång sikt och till centralbankspolitiken. Marknaden har alltså svårt att tro på en nära förestående lösning på kriget, men har blivit mer pragmatisk i synen på energipriserna. Så länge fartyg fortsätter att passera genom sundet tycks avsaknaden av ett hållbart fredsavtal spela mindre roll för riskapitet och tillgångspriser. För valutamarknaden innebär det att den positiva effekten av ett fredsavtal är begränsad, men så även de negativa effekterna så länge situationen inte försämras tydligt.

Valutakurser

	20 Aug	Dec-26	Dec-27	Dec-28
EUR/USD	1,17	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	159	157	153	153
EUR/GBP	0,86	0,87	0,89	0,87
EUR/SEK	11,07	10,90	10,40	10,30
EUR/NOK	10,91	10,95	10,80	10,80
USD/SEK	9,47	9,32	8,67	8,58
USD/NOK	9,34	9,36	9,00	9,00

Källa: Macrobond, SEB

Förnyad dollarförsvagning när förväntningarna på Fed dämpas. Vi är fortsatt positiva till en konjunkturrell återhämtning i många ekonomier, där tecken på högre aktivitet avspeglas i uppjusterade tillväxtprognoser och stabila företagsvinster i Europa. Samtidigt är vi fortsatt mer duvaktiga än marknaden när det gäller Federal Reserve och räknar med oförändrad ränta i år och sänkningar under 2027, i kontrast till marknadsprissättningen som indikerar högre räntor i år. Lägre USA-räntor blir en viktig drivkraft för en svagare dollar, och vi bedömer att marknaden har passerat toppen i

Fed-prissättningen i denna cykel. Svagare inkommande data stödjer vår bild. Därutöver kan dollarn försvagas om "sälj USA"-temat återkommer och leder till strukturella utflöden ur dollarn när investerare diversifierar sina portföljer. Möjliga katalysatorer för en omallokering från amerikanska tillgångar är bland annat mellanårsvalet, oro för ohållbart höga AI-investeringar som utlöser aktieprisfall i tekniksektorn samt förbättrade utsikter för ett slut på kriget i Ukraina.

Euron tappade mot dollarn när kriget i Iran bröt ut men väntas återhämta sig under hösten när ECB höjer räntan. Syrefattig tillväxt och finanspolitiska problem fortsätter dock att tynga i närtid och begränsar uppsidan mot dollarn. Under 2027 växlar tillväxten upp i Europa. Samtidigt sänker Fed räntan, vilket tar EUR/USD till omkring 1,21 under andra halvåret. Euron försvagas marginellt under 2028 när ECB sänker räntan igen i början av året.

Penningpolitiska skillnader viktiga på kort sikt. Med marknaden fortsatt avvaktande kring situationen i Hormuzsundet blir räntedifferenser en viktig drivkraft för många valutor på kort sikt. Carryhandel, det vill säga att låna i en valuta med låg ränta och placera i en valuta med högre ränta, gynnar valutor som AUD, NOK och potentiellt även GBP. Låga räntor har däremot tyngt JPY och NZD, men båda väntas nu få högre styrräntor på kort sikt. Amerikansk-japanska valutainterventioner kan dessutom dämpa spekulativen i JPY. Vi har tidigare lyft risken för att den svenska kronan skulle bli en viktig finansieringsvaluta, vilket kan bidra till en kronförsvagning. I takt med att svenska räntor väntas stiga, med stöd av starkare tillväxt, har den risken minskat något. I stället ser CAD alltmer sårbar ut, särskilt mot bakgrund av en svagare USD och potentiellt lägre råvarupriser.

På medellång sikt väntar vi oss stöd för SEK. En global konjunkturåterhämtning och en svagare dollar ger stöd åt tillväxtkänsliga valutor som SEK, som dessutom gynnas av en stark svensk ekonomi. Det svenska valet väntas, givet starka offentliga finanser, inte få någon större kortsiktig effekt på kronan, även om regeringsbildningen skulle dra ut på tiden. Lägre styrräntor i både Storbritannien och Norge nästa år väntas samtidigt sätta press på respektive valuta. NOK gynnas av den globala utvecklingen men svagare inhemska utsikter innebär att NOK/SEK bör falla på medellång sikt. Längre fram talar gradvis lägre globala räntor och starkare tillväxt utanför USA för ytterligare uppgång i tillväxtkänsliga valutor, men osäkerheten är stor.

Energimarknaden

En bön om normalisering

Hormuzsundet är fortfarande i stort sett stängt. Många av de anpassningsmekanismer som har hindrat råoljepriserna från att stiga exponentiellt är tillfälliga till sin natur och de har inte förhindrat en uppgång i priserna på raffinerade oljeprodukter och naturgas. De flesta prognoser för 2027 utgår från att situationen normaliseras i början av året och att ett betydande utbudsöverskott därefter uppstår. En lösning på kort sikt förefaller däremot osannolik och när den kan komma är svårt att bedöma med någon säkerhet.

Varför har Brentoljan inte stigit till 150 dollar per fat?

Hormuzsundet är fortfarande "stängt", samtidigt som Brentoljan handlas på relativt låga nivåer. Den 5 maj, när vi publicerade vår föregående *Nordic Outlook*, stängde Brentoljan på 110 dollar per fat. Vi räknade då med att Hormuzsundet skulle öppnas i juni och att Brentoljan i genomsnitt skulle kosta 95 dollar per fat 2026 och 85 dollar 2027. Vi bedömde vidare att priserna sannolikt skulle stiga exponentiellt om sundet förblev stängt efter juni. Men Hormuzsundet är fortfarande "stängt" och Brentoljan handlas till 87 dollar per fat. Om vi kombinerar årets hittills noterade priser med finansmarknadens prissättning för återstoden av året pekar det nu mot ett genomsnittspris på 90 dollar per fat 2026. För 2027 är marknadens prissättning 78 dollar per fat. Vad har hänt?

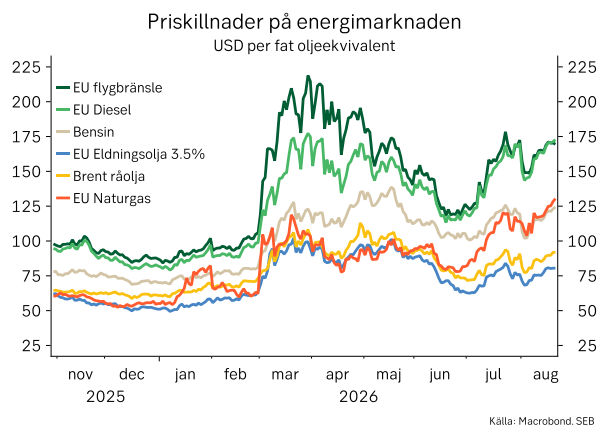
Under normala förhållanden transporterades omkring 14 miljoner fat råolja, 1 miljon fat kondensat, 3,5 miljoner fat raffinerade oljeprodukter och 1,5 miljoner fat gasol per dag från Persiska viken genom Hormuzsundet. Tillsammans med LNG-export, motsvarande omkring 2 miljoner fat oljeekvivalenter, uppgick det totala flödet till cirka 22 miljoner fat oljeekvivalenter per dag.

Det är Brentoljan som står i blickfånget. De priser som de flesta följer är råoljepriserna, i regel priset på Brentolja. Brentpriset bestäms i grunden av balansen på råoljemarknaden. Det är raffinaderierna som konsumerar råolja – inte du och jag. Vi konsumerar flygbränsle, diesel eller bensin. Efterfrågan och konsumtionen av råolja har minskat med 1,5 miljoner fat per dag av den minskade raffineringsskapacitet i

Ryssland. Den har minskat med ytterligare 3,5 miljoner fat per dag när raffinaderier i Persiska viken tagits ur drift.

Skadade ryska raffinaderier förbrukar ingen råolja. Vi befinner oss således i en situation där den globala råoljekonsumtionen har minskat till följd av att en betydande del av världens raffinaderier är skadade eller tagna ur drift. Samtidigt är priserna på många oljeprodukter mycket höga. Diesel handlas i Europa till 165 dollar per fat, medan Brentolja endast handlas till omkring 90 dollar.

Exceptionellt höga raffineringsskattor, som i normalfallet skulle leda till en kraftig ökning av raffinaderiernas efterfrågan och därmed till högre råoljepriser. Men eftersom det finns begränsat med ledig raffineringsskapacitet i världen som kan kompensera för bortfallet kvarstår en situation med små lager av oljeprodukter, mycket höga produktpriser och en råoljemarknad som endast är måttligt stram. Världen har förlorat 1,5 miljoner fat raffineringsskapacitet per dag i Ryssland och 3,5 miljoner fat oljeproduktexport per dag från Persiska viken.

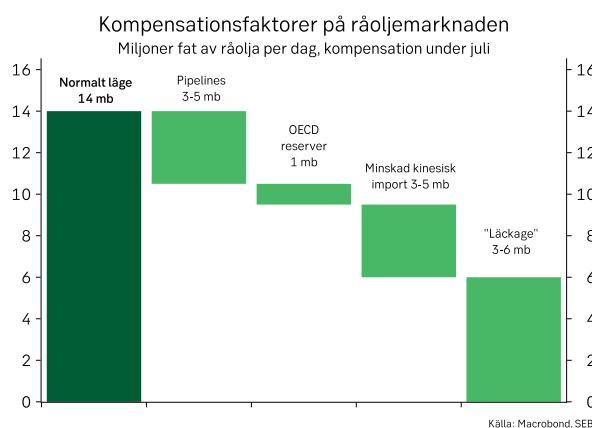


De strategiska oljereserverna består huvudsakligen av råolja. En viktig omständighet är att merparten av OECD-ländernas strategiska oljereserver består av råolja, inte av raffinerade oljeprodukter. När råolja från OECD-ländernas strategiska lager tillförs marknaden bidrar det därför till att pressa ned råoljepriserna, men inte nödvändigtvis priserna på diesel och andra oljeprodukter.

Världen har ett problem med oljeprodukter och LNG. Det globala problemet gäller således såväl tillgången på oljeprodukter som tillgången på LNG. Priserna på båda är betydligt högre än normalt. För råoljan ser situationen något annorlunda ut. En rad anpassningar har skett för att kompensera för bortfallet av de 14 miljoner fat råolja per dag – motsvarande 13 procent av den globala

utbudet – som normalt exporterades genom Hormuzsundet.

Kina – den nya flexibla marginalimportören. En betydande och högst oväntad faktor är att Kina i juli minskade sin nettoimport av råolja och oljeprodukter med 4,9 miljoner fat per dag jämfört med genomsnittet för 2025. Från april till juli minskade landets nettoimport med 428 miljoner fat jämfört med motsvarande period föregående år. Det är mer än de 400 miljoner fat ur de strategiska oljereserverna som OECD-länderna beslutade att tillföra marknaden.



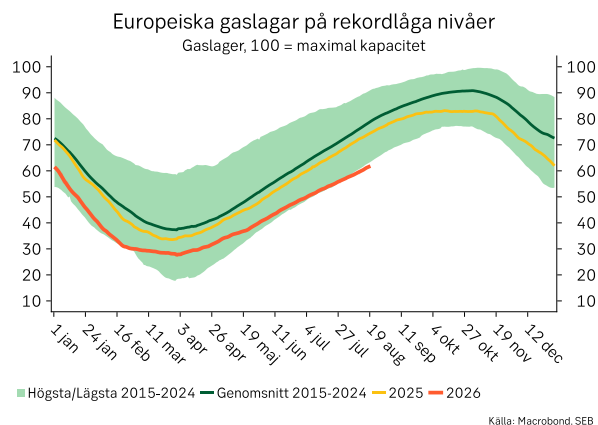
OPEC var tidigare den enda flexibla aktören. Under fem decennier har OPEC:s flexibilitet och reservkapacitet utgjort den centrala anpassningsmekanismen på den globala oljemarknaden. Nu har det plötsligt tillkommit en stor och flexibel köpare, beredd att låta importen variera kraftigt beroende på oljeprisets nivå.

Hur stängt är "stängt"? Hormuzsundet har inte varit fullständigt stängt, men fartygstrafiken och oljevolymerna är svåra att följa. De flesta bedömningar har utgått från en VLCC-passage per dag, motsvarande 2 miljoner fat råolja. Nyare uppskattningar pekar dock på två till tre passager, möjligen fler.

Betydligt mer olja har sannolikt passerat sundet än vad som antagits. Det förklarar till stor del varför Brentoljan kostar 87 dollar och inte 150 dollar. USA:s energiminister Chris Wright uppgav den 11 augusti att exporten genom sundet hade uppgått till närmare 9 miljoner fat per dag under föregående vecka. Uppgifterna är osäkra i ett krigsläge, men större flöden än väntat är den mest sannolika förklaringen till dagens råoljepris.

Vintern närmar sig och priserna på diesel och naturgas lär förbli höga. De globala diesellagren är små och priserna kan stiga ytterligare vid en kall vinter och stark efterfrågan på eldningsolja. Även Europas naturgaslager är mycket små, medan priset ligger på

120 dollar per fat oljeeekvivalent. En kall vinter skulle bli särskilt utmanande om även nordöstra Asien drabbas.



Från topp till botten, och överskott 2027–2028?

På cykliska råvarumarknader stimulerar en pristopp utbudet och hämmar efterfrågan, vilket så småningom leder till lägre priser. År 2026 väntades bli ett sådant bottenår, med ett överskott på 2–3 miljoner fat per dag och ett genomsnittligt Brentpris på 56 dollar enligt EIA januariprognos. USA:s krig med Iran skapade i stället en ny kris. Risken är nu att botten infaller 2027 eller 2028, men osäkerheten i Mellanöstern är stor.

När normaliseras trafiken genom Hormuzsundet?

Ingen vet. De flesta prognoser utgår från normal trafik i början av 2027. Om så sker kan den globala oljemarknaden enligt de ledande energiorganen få ett överskott på 4–5 miljoner fat per dag. Beräkningen tar dock inte hänsyn till behovet av att återuppbygga de globala lagren.

Vi har sänkt vår prognos för Brentoljan. Prognosen har sänkts från 95 till 90 dollar per fat för 2026 och från 85 till 75 dollar för 2027. För 2028 behåller vi ett normaliserat pris på 70 dollar. Tillräckligt mycket olja tycks passera Hormuzsundet för att hindra en exponentiell prisuppgång under 2026. Behovet av lageruppbyggnad bör samtidigt begränsa prisfallet 2027 om ett överskott uppstår.

En central fråga är hur OPEC(+) kommer att agera.

Förenade Arabemiraten har lämnat gruppen och avser att höja produktionen med 1,5 miljoner fat per dag till 5 miljoner. Venezuela ökar produktionen med stöd av amerikanska företag, samtidigt som produktionen växer snabbt i USA, Kanada, Brasilien och Guyana. Kommer återstoden av OPEC+ att försvara sina marknadsandelar eller hålla fast vid strategin att begränsa utbudet och dra nytta av sina lägre produktionskostnader? Om gruppen väljer en volymkamp med producenterna i Nord- och Sydamerika kommer oljepriserna att förbli pressade längre.

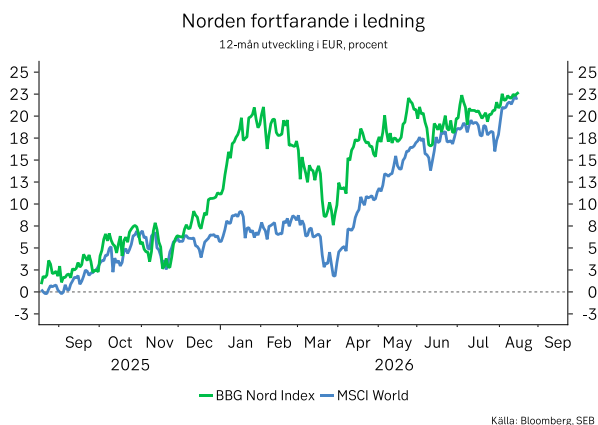
Aktiemarknaden

Skäl att vara optimistisk

Lägre oljepriser har lättat på räntetrycket och återstartat uppgången i den globala tillverkningscykeln. Det har återspeglats i uppreviderade vinstprognoser och en cyklisk sektorrotation under sommaren, och vi förväntar oss att detta mönster fortsätter in i hösten. De nordiska marknaderna ser väl positionerade ut för en supercykel av fysiska investeringar när den amerikanska IT-sektorns boom börjar avta.

Störningarna fortsätter, men oljepriserna faller ändå.

Geopolitisk risk har fortsatt att stå i fokus sedan den senaste utgåvan av *Nordic Outlook*. Men även om konflikten fortsätter och den officiella trafiken genom Hormuzundet fortfarande är dämpad, ligger oljepriserna långt under toppen från i våras och på en nivå som är tillräckligt låg för att dämpa uppåttrycket på räntorna och möjliggöra en återhämtning i den globala tillväxten. Det är skälet till att både globala och nordiska index har nådde nya rekordnivåer i somras.

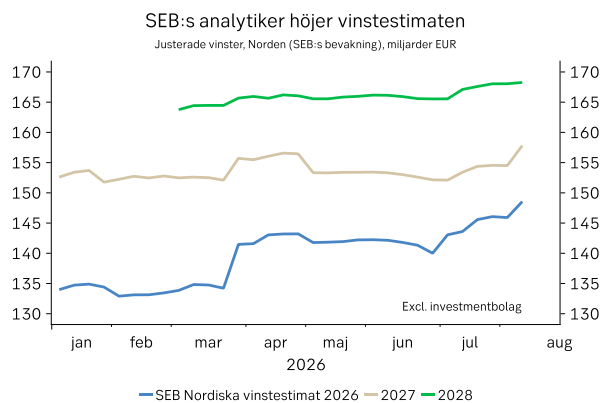


Ledande indikatorer har inte direkt rusat, men PMI fortsätter att peka på en tillväxt som ligger tydligt över trend, och index för makroöverraskningar är nu mer positiva än de var innan kriget bröt ut. Även om inflationen steg efter störningarna på energi-marknaderna tycks den nu ha nått sin topp, vilket minskar trycket på centralbankerna att höja räntorna. Det tyder på att det finns utrymme för snabbare tillväxt under kommande månader, även om oljepriserna stannar på nuvarande nivå. Geopolitisk oro har också minskat i takt med att marknaderna vant sig vid scenariot med periodvisa stridigheter, vilket möjliggjort att VIX fallit under 15.

Trots att marknaden under sommaren har haft vissa farhågor kring framtida lönsamhet och ökad skuldsättning bland amerikanska "hyperscalers", fortsätter den strukturella boomen inom datacenterbyggande att driva efterfrågan genom tekniksektorns leveranskedjor.

Uppreviderade vinstprognoser driver uppsidan.

Resultatet har blivit en kraftig medvind för aktier i form av en upprevideringscykel för vinstprognoser. Under sommaren höjde SEB:s analytiker de förväntade vinsterna för nordiska bolag över alla fyra nordiska marknader och över hela prognoshorisonten. Upprevideringarna är starkast för industri, energi och finans, vilket innebär att de mest cykliska sektorerna leder utvecklingen.



För 2026 pekar nordiska "bottom-up"-estimat nu på en vinsttillväxt om 20 procent, upp från cirka 10 procent precis före vapenvilan i april. Vi bedömer dock att det finns mer uppsida för estimatet, givet vår övergripande makroprognos, särskilt för 2027 där revideringarna har släpat efter estimatet för innevarande år.

Längre fram står den amerikanska marknaden inför vissa strukturella orosmoln. USA:s skuld och budgetunderskott ökar, vilket sätter press uppåt på långa räntor, samtidigt som Kina naggar lönsamheten för stora AI-modeller i kanten. Detta är dock inga överhängande hot. Vi förväntar oss inte att Fed höjer räntorna, och värderingen av amerikanska teknikaktier har kommit ner under sommaren, samtidigt som vinstprognoserna fortsätter att stiga. Investerare tycks vara förberedda på att AI-investeringarna planar ut under ordnade former. Om långa räntor däremot stiger mer kommer investerare att behöva diversifiera bort från den amerikanska marknaden och IT-sektorn.

Sammantaget förblir vi optimistiska till aktier. Även om vi anser att nordiska aktier har den bästa potentialen bör även amerikanska aktier stiga under de kommande månaderna trots en del mer långsiktig strukturell motvind.

USA

Stabil tillväxt trots återkommande chocker

Ekonomi förblir motståndskraftig trots upprepade chocker från politik, krig och snabb ekonomisk omvandling. BNP-tillväxten är kvar strax över 2 procent. Bidragen från konsumtion och AI-investeringar dämpas något, medan arbetsmarknaden trots vissa svaghetstecken, förblir i balans. Inflationen återgår gradvis till målet. Federal Reserve avstår från ytterligare höjning. Under 2027 och 2028 sänks räntan åter något. Bakom den stabila bilden döljs betydande osäkerheter.

Ekonomi har förblivit motståndskraftig och vi reviderar upp tillväxten för innevarande år något, från 2,1 till 2,2 procent. Prognosen för 2027 och 2028 ligger på 2,1 procent; även 2027 är uppreviderad med en tiondel.

Snabb AI-utbyggnad och robust privat konsumtion höll uppe efterfrågan under första halvåret. AI-investeringarna är importintensiva och kräver bland annat processorer och minneschips från Asien vilket begränsar nettobidraget till BNP. BNP exklusive utrikeshandel, offentlig sektor och lager, ett mått som visar underliggande efterfrågan i den inhemska ekonomin, steg dock under andra kvartalet i den snabbaste takten på mer än tre år.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

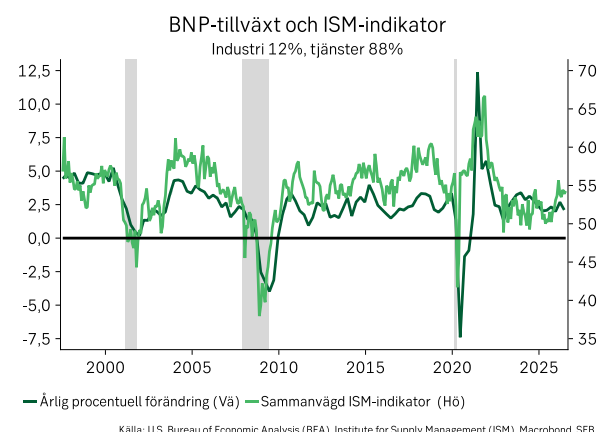
	2025	2026	2027	2028
BNP	2,1	2,2	2,1	2,1
Arbetslöshet*	4,3	4,2	4,2	4,3
Löner	3,9	3,1	3,0	3,0
Kärn-PCE-inflation	2,8	3,3	2,5	2,2
Offentligt saldo**	-6,8	-7,5	-7,5	-7,5
Offentlig skuld**	124	126	130	133
Fed funds rate, %***	3,75	3,75	3,50	3,25

* % av arbetskraft, ** % av BNP, *** övre del av intervall för Fed's styrränta vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

Industrin visar tecken på ökad aktivitet, enligt både enkätundersökningar och faktiska produktions- och orderdata. Investeringsplanerna har höjts medan bedömningar av leveranstider och priser åter dämpats. AI-investeringarna fortsätter att dominera samtidigt

som energisektorn fått stöd av högre priser. Även andra delar av industrin har sett en viss förbättring på senare tid, men det är för tidigt att tala om en bestående vändning. En volatil utveckling i bilindustrin, efter slopade elbilssubventioner i fjol, komplicerar bilden.

Indikatorer för tjänstesektorn är kvar på expansiva nivåer. Sammantaget pekar sentimentsindikatorer mot en uppväxling i ekonomin framöver. Bostadsmarknaden förblir ett sänke under press av höga bolåneräntor. Offentlig sektor har bara delvis tagit tillbaka fallet under fjolårets nedstängning.



Följdverkningarna av kriget i Iran har varit måttliga.

De senaste åren har kännetecknats av upprepade chocker. Dels från pandemin och geopolitiken. Dels från de stora kasten i den ekonomiska politiken – inom finans-, immigrations- och handelspolitiken – under både Bidens och Trumps mandatperioder. Näringslivet har dock så här långt visat en stor anpassningsförmåga.

Villkoren för utrikeshandeln förblir osäkra. De

faktiska tullsatserna har sjunkit efter Högsta domstolens, HD:s, nej till delar av Trumps tullar. Vita huset vill återställa tullarna till nivån innan HD:s beslut och utfärdade under sommaren nya tullar på anklagelser om tvångsarbetskraft, vilka lär följas av tullar med sikte på överproduktion hos USA:s handelspartners. Tullar på fler varusektorer är också tänkbare. Om de nya tullarna klarar en domstolsprövning är oklart. Undantag kopplade till bl a det nordamerikanska frihandelsavtalet USMCA – som nu ska förlängas ett år i taget – har bidragit till att tullarna blivit lägre än befarat. Vi räknar med att tullarna stabiliseras på i genomsnitt drygt 10 procent, jämfört med som mest över 20 procent i fjol. USA:s nya 50-procentiga tullar på en mindre grupp kanadensiska varor är en uppåttrisk. Kanada har lovat att svara med lika stora tullar på USA, något som i värsta fall kan utvecklas till ett fullskaligt handelskrig mellan länderna.

De ekonomiska utsikterna är osäkra och kopplade till ut hålligheten i AI-investeringarna, nedåtrisker för hushållens konsumtion och vissa svaghetstecken på arbetsmarknaden. Att AI-investeringarna inte längre kan finansieras av bolagens egna kassaflöden utan också kräver lånade medel ökar risken för bakslag. Vi antar att AI-investeringarna ligger kvar på en hög nivå under prognosperioden men att tillväxttakten gradvis mattas. På längre sikt kan produktivitetsförbättringar från AI lyfta potentiell tillväxt.

Konsumtionen vilar på bräckliga fundament

Hushållen har fått stöd av ovanligt stora skatteåterbärningar under våren. Preliminära kalkyler tyder på att återbärningarna ökade disponibelinkomsterna med nästan en halv procentenhet under första halvåret. Det har kompenserat för motvinden från höjda bensinpriser. Konsumtionen har dock varit stark även i förhållande till inkomsterna. Sparkvoten har sjunkit till 2,7 procent i juni, väl under nivåerna innan pandemin. Det låga sparandet kan spegla positiva förmögenhetseffekter från stigande aktiekurser. Dessa är dock mindre jämnt fördelade än värdet av bostadstillgångar, vilket stödjer att konsumtionen drivs av mer förmögna hushåll. Ökade betalningsproblem för kreditkortslån och billån tyder på en ökad press på hushåll med svagare ekonomi, samtidigt som hushållsenkäter är fortsatt dystra.



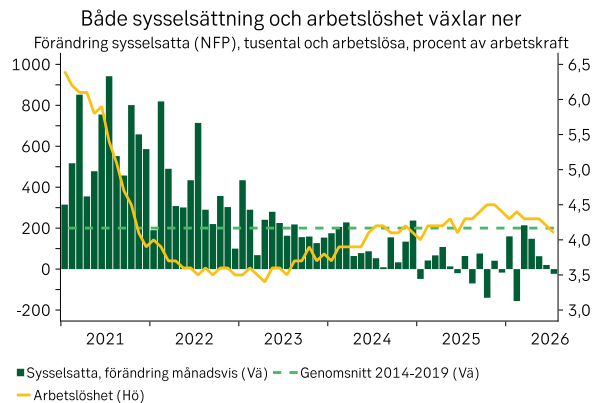
Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Fallande börser, till exempel utlöst av oro för den framtida lönsamheten i AI-satsningarna, skulle därmed riskera att drabba ekonomin dubbelt; direkt via lägre investeringar och indirekt genom fallande förmögenhetsvärden. Statistiken för inkomster och sparande har dock ofta reviderats och bör därför tolkas med försiktighet. Vi räknar med att konsumtionen mattas av framöver, när stödet från skatteåterbärningen klingar av, men inte dramatiskt.

Arbetsmarknaden visar nya svaghetstecken

Sysselsättningstillväxten bromsade in tydligt under juni och juli och tidigare månader reviderades ned.

Tremånaders-genomsnittet låg i juli på endast 20 000 nya jobb per månad respektive 40 000 för privat sektor. Statistiska problem, så som förändrade säsongs-mönster, kan ha bidragit till den senaste svagheten, till exempel inom utbildnings-sektorn. Sysselsättningen har under det senaste året drivits av icke konjunktur-känsliga sektorer som hälso- och sjukvård, utbildning och offentlig sektor, men även dessa stannade av i juli.



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Lägre arbetslöshet gör utvecklingen svårtolkad.

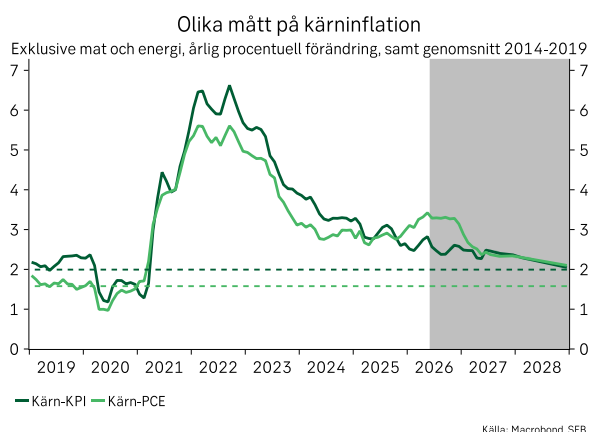
Åldrande befolkning och skärpt immigrationspolitik har samtidigt stramat åt utbudet av arbetskraft, vilket minskar antalet nya jobb som behövs för en stabil arbetsmarknad (break-even-sysselsättningen). Att nedgången i arbetslösheten drivits av en nedgång i arbetskraftsdeltagandet – och inte ökad sysselsättning – är en varningsklocka. Minskad immigration är en bidragande faktor eftersom den utländska arbetskraften är koncentrerad till åldrar med högre deltagandegrader. Men även deltagandegraden i aktiva åldrar har sjunkit, vilket kan tyda på att arbetslösa väljer att lämna arbetskraften. Att löneökningstakten fortsätter att växla ned tyder inte heller på en särskilt stark arbetsmarknad och innebär att arbetsmarknaden inte utgör en inflationsrisk.

Arbetsmarknadsindikatorer är blandade. Hushållen signalerar i enkäter att det blivit svårare att hitta ett jobb, medan uppsägningarna ligger kvar på historiskt låga nivåer; nytillkomna på arbetsmarknaden och långtidsarbetslösa omfattas dock inte av denna statistik. Småföretagares anställningsplaner, en annan ledande indikator, studsade oväntat upp i juli. Vi förväntar oss en fortsatt låg aktivitet i både anställningar och uppsägningar och att arbetslösheten drar sig försiktigt högre under prognosperioden till 4,3 procent, en nivå som inte signalerar risk för recession.

Inflationen är för hög men på väg ned

Högre energipriser tryckte upp inflationen under våren, vilket följts av en förnyad nedgång under sommaren.

Kärn-KPI-inflationen låg på 2,5 procent i juli, nära vad som historiskt krävts för att vara förenligt med inflationsmålet 2 procent, medan månadsökningarna närmar sig takten innan pandemin. Statistiken stödjer vår syn om endast övergående effekter från både tullar och energi och med begränsade spridningseffekter till övriga priser och inflationsförväntningar. Feds målvariabel, kärn-PCE, ligger dock en bra bit över målet och över kärn-KPI, på tvärs mot det historiska mönstret. Vi tror att nedgången i kärn-PCE inledningsvis blir trögare än för KPI, bland annat eftersom faktorer som tidigare drev upp KPI, som hyror och bilförsäkringar, har lägre vikt i PCE. Statistikmyndigheterna ska se över metodiken för PCE i slutet av september och revidera historisk statistik. Detta förväntas sänka inflations-takten med åtminstone ett par tiondelar och därmed minska gapet mot KPI något. Vi prognostiserar att inflationen, mätt med både KPI och PCE, är tillbaka vid målet i slutet av prognosperioden, men att kärn-PCE ligger kvar på höga nivåer under resten av detta år.



Feds ordförande Kevin Warsh har fått en tuff start. 3 av 12 ledamöter röstade för en höjning i juli och allt fler har uttryckt otålighet över den fortsatt höga inflationen. Warsh, som behöver försvara sin trovärdighet kring inflationsbekämpningen utan att reta upp Vita huset som vill se lägre räntor, vill att Fed ska sluta att signalera vad som ska hända med räntan. Marknaden förväntas i stället dra sina egna slutsatser av inkommande data. Den nya policyn bidrog till att sätta tryck upp på långa räntor efter räntemötet i juli, till följd av den ökade osäkerheten kring Feds politik framöver med en kommitté som drar åt olika håll och utan tydlig ledning. Warsh har sagt att han föredrar att titta på ett bredare urval av inflationsmått. Han har också signalerat att Fed kanske borde byta målvariabel från PCE när man i början av nästa år, som vanligt, ska bekräfta sitt styrdokument för penningpolitikens mål och medel. Dessa uttalanden har inte heller stärkt trovärdigheten. Retoriken från andra delar av Fed har

förblivit högaktig. Marknaden har dock dragit ned sina höjningsförväntningar något, från dryga två höjningar i år till knappt en, i december, och sedan eventuellt en ytterligare nästa år.

Fed höjer inte men sänkningar dröjer längre

Vi tror att de senaste månadernas svagare data för arbetsmarknaden och inflationen räcker för att Fed ska kunna avstå från höjningar i närtid. När inflationen tydligare börjar dra sig tillbaka mot målet tror vi att dörren för ytterligare ett par räntesänkningar öppnas, även om det dröjer längre än tidigare väntat. Vi prognostiserar att styrräntan sänks i september nästa år respektive i mars 2028 till ett nytt intervall på 3,00–3,25 procent, i linje med rådande estimat för neutral ränta. Tolkningar av effekterna av AI-utbyggnaden på ekonomi, inflation och räntor har stått i fokus för diskussionerna i Fed. Vi tror att uppåtriskerna för inflationen överväger på kort sikt men att högre produktivitet kan bana väg för lägre priser och räntor på längre sikt (läs mer i tema på sid 12).

Warsh har lanserat ett stort reformarbete med ett

antal arbetsgrupper som ska se över Feds sätt att arbeta i en ekonomi i snabb förändring. Reformerna tar sikte på viktiga frågor – som behovet av nya datakällor av bättre kvalitet, nya perspektiv på ekonomins funktionssätt, påverkan av AI och hur detta påverkar Feds reaktionsfunktion, samt Feds kommunikations- och balansräkningspolicy. Tidsplanen är ambitiös. Grupperna ska vara klara till årsskiftet och Warsh har indikerat att de kan leverera svar på många av de frågor som Fed idag brottas med. Det återstår dock att se hur väl Warsh lyckas förankra mer radikala förändringar av Feds ramverk hos den övriga kommittén. Läs mer i det internationella avsnittet på sid 10.

Långsiktigt ohållbara underskott i budgeten.

Utrymmet för nya finanspolitiska reformer ser ut att begränsas efter mellanårsvalet, som vi tror kommer att resultera i en delad kongress (läs mer i temaartikel på sid 24). De viktigaste drivkrafterna för budgeten är lagstadgade program för sjukvård och pensioner, vilka är svåra att lösa i dagens polariserade politiska klimat, samt de växande räntebetalningarna. Kriget i Iran ställer därtill krav på ytterligare satsningar på militären. Vi tror att den offentliga sektorns underskott ligger kvar på nuvarande nivåer kring 7,5 procent av BNP under prognosperioden. Vid någon punkt tror vi att marknaden kommer att kräva en ökad premie för att finansiera USA:s snabbt växande offentliga skuld men när detta sker är svårt att bedöma.

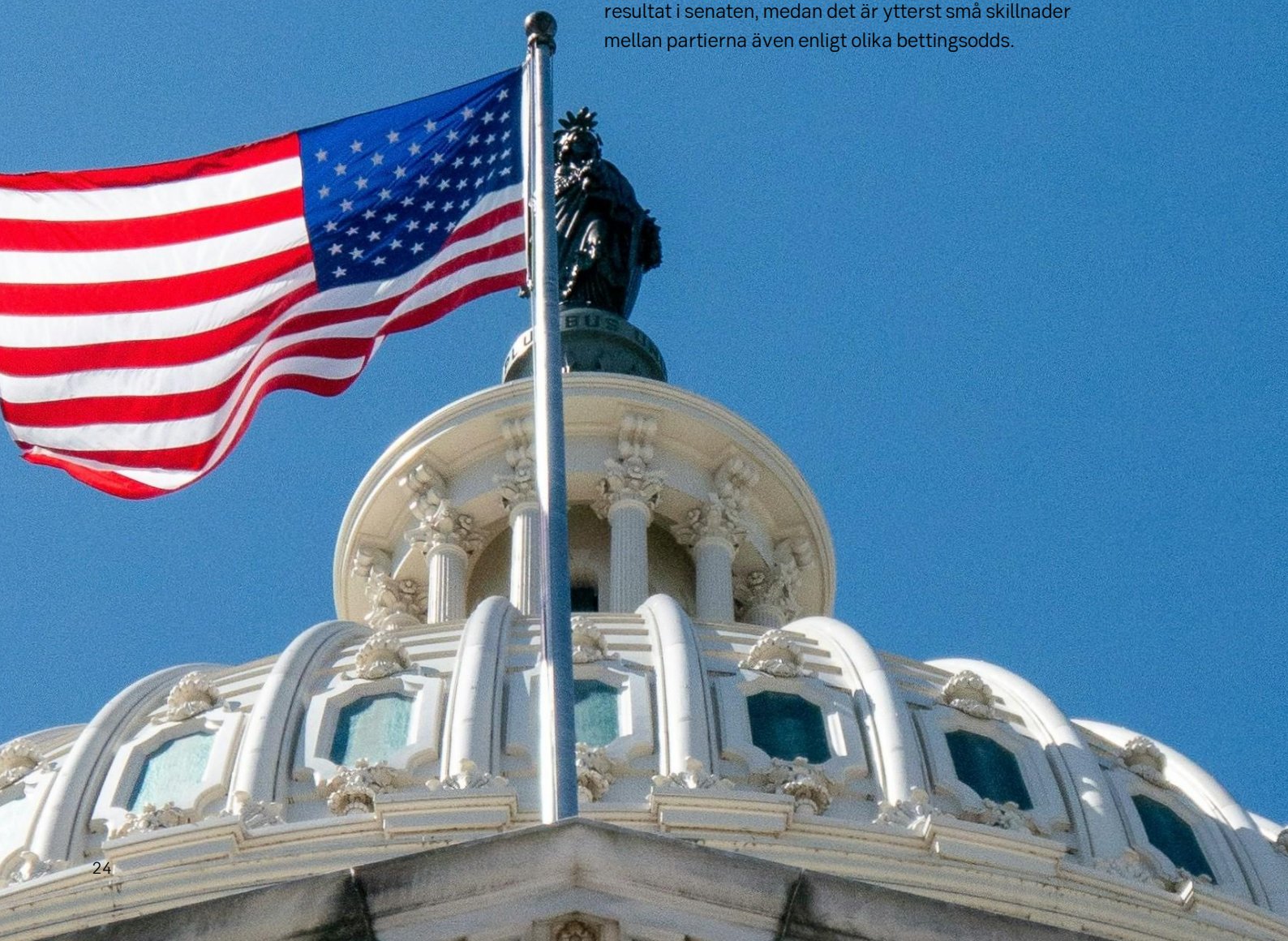
Tema:

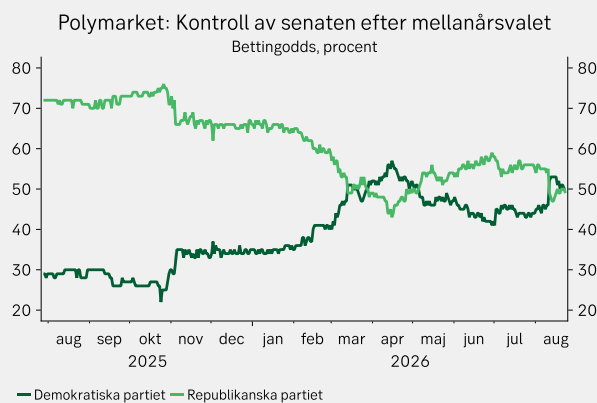
USA:s mellanårsval

Maktskifte i kongressen med små effekter på ekonomin

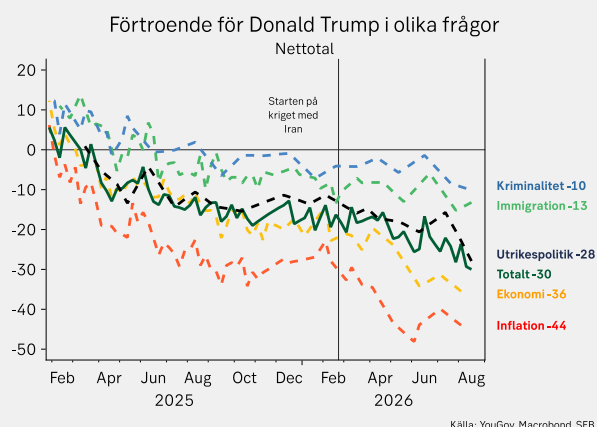
Missnöjet med Trumps krig i Iran och höga bensinpriser har stärkt demokraternas chanser i höstens mellanårsval. Vi förväntar oss att demokraterna tar tillbaka makten över representanthuset. En seger även i senaten är svårare att nå men kan inte uteslutas. Den direkta effekten på ekonomin av valet är sannolikt begränsad. En förlust av hela eller delar av kongressen kan dock väntas ytterligare öka användningen av presidentordrar, snarare än lagstiftning i kongressen, och stärka fokus på utrikespolitiken. För Demokraterna blir valet en signal om styrkeförhållandet mellan olika falanger i partiet.

Den 3 november är det mellanårsval i USA. Då får amerikanerna välja om hela representanthuset (435 platser), drygt en tredjedel av senaten (35 av 100 platser), 36 av 50 delstatsguvernörer samt representanter på lokal och delstatlig nivå. Det vanliga mönstret är att en sittande president som också kontrollerar hela kongressen ("trifecta"), tappar en eller båda kamrarna i mellanårsvalet. Opinionsmätningarna tyder på en upprepning i årets val. Vi räknar med att demokraterna får en majoritet i representanthuset, medan partiet har en större uppförsbacke i senaten. Ett maktskifte i båda kamrarna kan dock inte uteslutas; just nu väger mätningarna inför senatsvalen ytterst jämnt i ett antal avgörande delstater. RealClearPolitics genomsnitt av opinionsmätningar tyder på ett 50–50-resultat i senaten, medan det är ytterst små skillnader mellan partierna även enligt olika bettingsodds.





Det sviktande förtroendet för Donald Trump är det viktigaste skälet bakom det väntade maktskiftet i representanthuset, som tenderar att följa den allmänna väljaropinionen. Stödet för Trump har sjunkit gradvis sedan han inledde sin andra presidentperiod, men nedgången har tagit ny fart sedan starten på kriget med Iran. Särskilt allvarligt är förtroendetappet kring förmågan att hantera ekonomin och kring inflation och levnadsomkostnader, eftersom dessa frågor tenderar att rankas högst av väljarna. Missnöjet med inflationsuppgången under Bidens presidentperiod var en av de viktigaste faktorerna bakom Trumps valseger 2024; nu är förtroendet lika lågt för båda partierna. Republikanerna ses alltjämt som bättre på kriminalitet och immigration, men även där har förtroendet dalat. Väljarna ser däremot demokraterna som bäst vad gäller hälso- och sjukvård och denna fråga rankas i vissa mätningar som en av de viktigare efter ekonomin och inflationen.



Utsikterna till en demokratisk storslam är av flera skäl begränsade. Dels är det bara ett begränsat antal distrikt, eller cirka 20-40 platser, som brukar skifta parti; huvuddelen av distrikten är solitt röda (republikanska) eller blå (demokraterna). Dels väger det redan i utgångsläget mycket jämnt i representanthuset; Republikanerna har 219 platser mot 212 för demokraterna, medan 4 platser är vakanta. Antalet

osäkra distrikt har därtill minskat ytterligare efter vårens omritade kartor, i bland annat Texas och Kalifornien, samt efter beslut i Högsta domstolen, HD, om att tillåta republikanerna att rita om kartorna i ett antal delstater i den amerikanska södern på ett sätt som kommer att bryta upp flera i dagsläget svarta majoritetsvalkretsar. Republikanerna ser genom dessa åtgärder ut att netto ha vunnit åtminstone 5 eller 6 platser i förhållande till demokraterna.

Kvaliteten hos de enskilda kandidaterna är avgörande i valen till senaten. Republikanerna har idag 53 senatorer mot 47 för demokraterna (inklusive 2 oberoende). Demokraterna måste vinna minst fyra platser för majoritet, eftersom vicepresident JD Vance har utslagsröst om det väger lika. Detta förutsätter också att demokraterna inte tappar sina nuvarande senatsplatser i vågmästarstaterna Michigan och Georgia. Särskilt Michigan har blivit ett osäkert kort efter en knapp primärvalsseger för en progressiv vänsterkandidat, El-Sayed. Demokraterna ser i dagsläget ut att ha relativt goda möjligheter att ta över North Carolina, Maine och möjligen Ohio, men behöver också vinna någon av de röda delstaterna Alaska, Iowa eller Texas (där en kontroversiell republikansk kandidat, Paxton, stärkt chanserna för hans demokratiska utmanare, Talarico).

Utvecklingen i kriget i Iran och för bensinpriset kan fortfarande påverka utsikterna för valet. För demokratiska väljare är motståndet mot president Trump, snarare än stödet för det egna partiets politik, en viktig motiverande faktor. På den republikanska sidan handlar det om att upprätthålla entusiasmen hos de egna trots ökad motvind för ekonomin. Minskat förtroende för ekonomin även bland republikanska väljare har drivit de senaste nedgångarna i konsumentförtroendet enligt Michiganuniversitetets mätningar. Republikanerna har försökt få igenom ett nytt reformpaket innan valet, med fokus på försvaret och jordbruket, vilket sannolikt inte räcker för att vända opinionen. Förslaget ser dessutom ut att ha kört fast i kongressen på grund av olika tilläggskrav från Trump.

Påverkan på valprocessen

Donald Trump har försökt stärka republikanernas ställning genom den så kallade SAVES Act, som bland annat innehåller krav på ID-kort vid registrering och röstning och att väljare ska kunna bevisa att de är medborgare. Det kan låta okontroversiellt i svenska öron, men i USA, där många väljare fortfarande saknar pass, riskerar lagen att försvåra för fattigare väljare och för de många kvinnor som ändrat sina namn efter giftermål. Ett argument för de hårdare reglerna är att

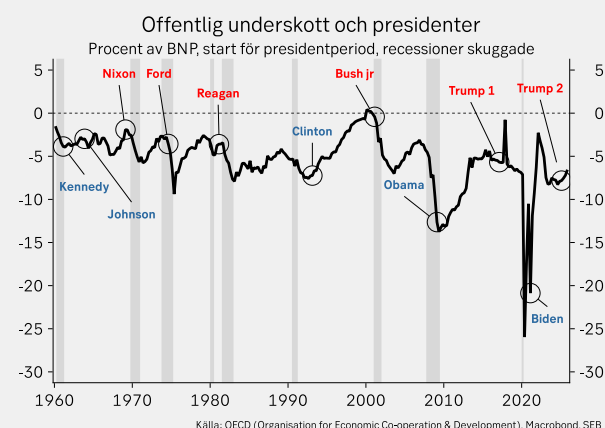
förhindra icke-medborgare från att rösta. Det finns dock inget stöd för att dessa i tidigare val skulle ha röstat i en omfattning som påverkat valresultat. Den utlänning som olagligt försöker rösta riskerar att utvisas, så incitamentet att göra detta bör vara litet. Lagförslaget ses, av demokraterna, som ett försök att minska valdeltagandet i grupper som ofta röstar demokratiskt. Trumps möjligheter att få igenom SAVES Act i kongressen ser i vilket fall små ut. Vita huset vill också att Postverket ska begränsa möjligheterna till post-röstning, en fråga som nu ligger på HD:s bord. Bara drygt hälften av alla väljare (55 procent) har, enligt PEW Research Center, förtroende för att valet kommer att utföras på ett rättvist och riktigt sätt och denna misstro är nu ungefär lika stor hos båda partiernas anhängare, om än av olika skäl. Det har spekulerats i att Donald Trump skulle kunna placera ut immigrationspolisen ICE vid vallokalerna för att avskräcka väljare på valdagen. Detta skulle dock inte vara lagligt och vi ser det som mindre sannolikt.

Mellanårsval betyder mindre än presidentval. En hel eller delvis seger för demokraterna kan öppna för nya kongressförhör och riksriksåtal mot både Trump och andra ministrar, som försvarsminister Hegseth eller hälso- och sjukvårdsminister Kennedy. För en fällande dom krävs dock en kvalificerad majoritet i senaten, vilket demokraterna inte kommer att få. Demokraterna skulle också – om man behärskar båda kamrarna – kunna rösta igenom resolutioner mot till exempel krigföringen i Iran eller nya tullar. Donald Trump behåller dock sin vetorätt vilket gör att den typen av initiativ och lagstiftning ändå skulle stoppas. Ett skifte i senaten skulle dock ge demokraterna inflytande över tillsättningar av till exempel ministrar eller domare.

Stopp för ekonomiska reformer

Vita huset har sedan Trump kom tillbaka, tack vare sin majoritet, lyckats få igenom både fjolårets stora skattesänkarpaket och, under 2026, nya pengar till ministeriet för inrikes säkerhet (DHS) och myndigheterna för immigration och tull- och gränskontrollen ICE och CBP, som stoppades av demokraterna i den ordinarie budgetprocessen. Tappar man kontrollen över representanthuset tvingas man komma överens med demokraterna i den ekonomiska politiken eller riskera nya omgångar av nedstängningar som i fjol. Finansieringen av offentlig sektor ser efter voteringar i båda kamrarna ut att förlängas över valet, men kommer att behöva hanteras av nästa kongress i januari. Under 2027 kommer kongressen sannolikt också att behöva enas om en höjning av skuldtaket, alltså gränsen för hur mycket staten får låna för att fullgöra sina åtaganden.

Mer expansiv finanspolitik? Demokratiska presidenter har ofta tvingats till nedskärningar av republikanska kongresser. Demokraternas motstånd mot Trump-administrationen har dock snarare handlat om det motsatta; för stora nedskärningar. Det kan inte uteslutas att Republikanerna tvingas backa på en del av sina nedskärningar för att få igenom egna prioriteringar, till exempel på försvaret. Det kan på marginalen leda till en mer expansiv finanspolitik. Huvudscenariot är dock att underskotten ligger kvar på nivåer runt 7,5 procent av BNP för hela den offentliga sektorn. Den historiska erfarenheten är att underskotten tenderat att öka under republikanska presidenter och tvärtom för demokratiska. Krig och andra extraordinära händelser som finanskrisen eller pandemin har dock också spelat roll. Senaste gången budgeten visade överskott var vid millennieskiftet, under Bill Clintons sista år som president. För räntemarknaden står effekterna på centralbanken Fed i fokus. Viktigast är att Fed sannolikt avstår från eventuella ränteändringar vid mötet i oktober, inför valet.



Mer presidentordrar och utrikespolitik

Trump har visat en förkärlek för att använda presidentordrar snarare än att gå via kongressen. Det betyder att politiska frågor avgörs av rättsväsendet, och i sista hand Högsta domstolen, snarare än av väljarnas utsedda representanter i kongressen. Detta sätt att regera kommer inte att påverkas av mellanårsvalet och har betydelse för till exempel regleringar och myndigheters sätt att arbeta. Presidenten har friare händer i utrikes-, handels- och försvarspolitik. Sådana frågor har redan innan valet tagit alltmer av hans energi i anspråk.

Mellanårsvalet har också en viktig symbolisk roll inom partierna, inte minst för demokraterna inför nästa president- och kongressval 2028. Det gäller till exempel styrkeförhållandena mellan progressiva vänsterkandidater och mer traditionella mittendemokrater, beroende på hur väl de olika falangerna lyckas i höst.

Japan

Regeringen stresstestar marknad och centralbank

Ekonomin har visat motståndskraft. Den inhemska efterfrågan stöds av höga löneavtal, finanspolitiska stimulanser och en robust investeringscykel. BNP-tillväxten hämmas dock av stora globala risker och osäkerhet kring energiförsörjningen. Högre marknadsräntor speglar oro för inflationen och statsskuldens utveckling. Trots Japans och USA:s samordnade och historiska stödköp av yenen förväntas valutan förbli undervärderad under hela prognosperioden.

Tillväxten uppvisade motståndskraft under första halvåret 2026, trots stora globala utmaningar. Hushållens konsumtion och investeringar stöddes av högre vinster, stigande löner och en stark arbetsmarknad. Beroendet av importerad energi gör dock Japan sårbart för situationen i Mellanöstern. Den ekonomiska politiken har varit – och väntas förbli – expansiv. BNP växer med 0,8 procent i år men bromsar in något till 0,7 procent både 2027 och 2028. Nedåtriskerna fortsätter att dominera.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,1	0,8	0,7	0,7
Arbetslöshet*	2,5	2,5	2,5	2,5
KPI	3,2	1,7	2,1	2,2
Offentligt saldo**	-1,1	-2,0	-2,4	-3,0
Offentligt bruttoskuld**	207	204	200	198
Styrränta, % ***	0,75	1,25	1,50	1,50

* % av arbetskraft, ** % av BNP, *** vid årets slut.

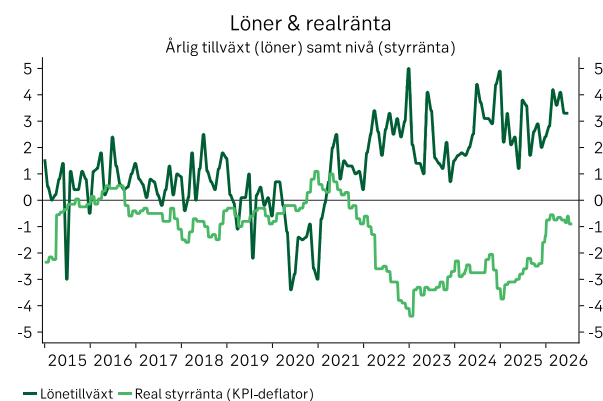
Källa: Macrbond, SEB

Den långsiktiga utmaningen är att höja produktiviteten tillräckligt för att motverka effekterna av en åldrande befolkning. Arbetskraftsbrist och det geopolitiska läget driver nu investeringar i automatisering, digitalisering och AI. Bolagsstyrningsreformer och bättre fungerande kapitalmarknader kan styra den privata sektorns stora sparande mot produktiva investeringar. Ökad energisäkerhet är nu en högt prioriterad fråga för regeringen.

Regeringens fokus på en expansiv ekonomisk politik, och tecken på att Japan permanent lämnat deflationen bakom sig, stressar marknaderna. Takaichi-regeringen

har bl a infört en tvåårig sänkning av momsen på livsmedel och läskedrycker, från 8 till 2 procent fr o m april 2027. Det årliga intäktsbortfallet, och ökade försvarsutgifter, motsvarar en finanspolitisk expansion på ca 3 procent av BNP.

Högre nominell BNP-tillväxt sänker skuldkvoten. Den offentliga bruttoskulden som andel av BNP förväntas nu falla under 200 procent av BNP under prognosperioden. Men de högre refinansieringskostnaderna kommer gradvis att belasta statsbudgeten och minskar utrymmet för framtida stimulanser. Japan är dock inte beroende av extern finansiering – för perioden 2026–2028 väntas bytesbalansöverskottet uppgå till 530 miljarder dollar.



Källa: Japanska regeringen, BIS, Macrobond, SEB

Nikkei-börsen har stigit med 55–60 procent det senaste året, med stöd av starkt prissättningskraft, bolagsstyrningsreformer, AI-investeringar och svag yen. Höga företagsvinster, tillsammans med förväntningar om starkare produktivitetstillväxt, väntas fortsatt stödja aktiemarknaden – trots högre räntor.

Bank of Japan (BoJ) höjde räntan till 1,00 procent i juni och fortsätter därmed den gradvisa reträtten från en exceptionellt expansiv penningpolitik. BoJ står under politisk press att föra en tillväxstödjande räntepolitik. Vi väntar oss att centralbanken höjer räntan ytterligare två gånger, till 1,50 procent. En stor del av inflationstrycket är importerat och drivs av en undervärderad valuta och högre energikostnader. De historiska stödköpen i slutet av juli – av både Japan och USA för att stödja yenen – bedöms få mycket begränsade effekter.

Nominella och reala räntor väntas förbli betydligt lägre än exempelvis i USA. Den reala styrräntan kommer att förbli negativ under hela prognosperioden, vilket tynger yenen. Samtidigt innebär BoJ:s fortsatta minskning av balansräkningen en risk för högre långräntor, även när regeringen försöker uppmuntra inhemska investerare att öka sina innehav av statsobligationer. Vid utgången av 2026, 2027 och 2028 väntas USD/JPY handlas till 157, 153 respektive 153.

Kina

Divergerande tillväxtkrafter

Tillväxtavmattningen under andra kvartalet får oss att marginellt sänka vår prognos för 2026 till 4,6 procent. Tillväxten hittills i år på 4,7 procent ligger dock fortfarande inom Pekings målintervall, vilket ger beslutsfattarna utrymme att skjuta på nya stimulanser till fjärde kvartalet. Den K-formade tillväxten befästs i takt med att exporten når rekordnivåer samtidigt som den inhemska efterfrågan förblir svag. Yuanen kommer att fortsätta sin gradvisa uppgång, men i en måttlig takt som bevarar Kinas konkurrenskraft i utrikeshandeln.

Trots avmattningen under andra kvartalet ligger tillväxten hittills i år, 4,7 procent, inom Pekings målintervall på 4,5–5,0 procent. Den starka momentumet under första halvåret ger tillräcklig marginal för att säkerställa att helårsmålet nås. Vi sänker marginellt vår tillväxtprognos för 2026 till 4,6 procent, behåller prognosen för 2027 på 4,5 procent och sänker den ytterligare till 4,4 procent för 2028.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	5,0	4,6	4,5	4,4
Inflation	-0,1	1,1	1,2	1,5
Offentligt saldo **	-7,5	-7,9	-8,0	-8,2
1-års ränta, % **	1,40	1,30	1,30	1,40
7d reporänta, % **	3,00	2,90	2,90	3,00
USD/CNY**	7,00	6,60	6,45	6,40

* % av BNP, ** vid årets slut.

Källa: Macrbond, SEB

Expansiv politik efter Politbyråns oktobermöte.

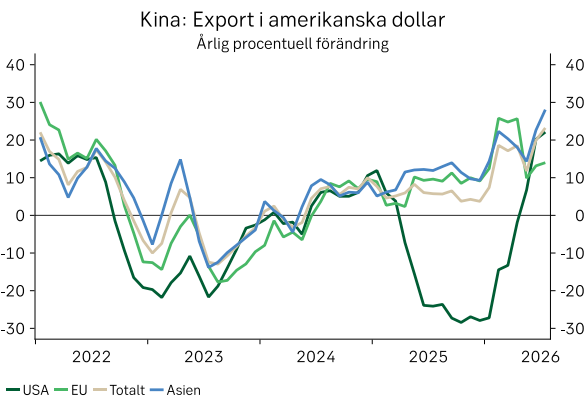
Pekings beslutsfattare är bekväma med att avvakta med nya stimulanser till fjärde kvartalet i år, i linje med det traditionella mönstret där finanspolitiken blir mer expansiv efter Politbyråns möte i oktober. De offentliga utgifterna bromsade kraftigt in efter den kraftfulla finanspolitiska impulsen i början av 2026. De offentliga utgifterna krympte från och med april vilket har gett en åtstramande tillväxteffekt hittills i år. Det minskade underskottet speglar ett sjuårigt mönster där de

offentliga utgifterna hamnar lägre än budgeterat – ett mönster som vi tror upprepas även 2026.

Provinserna hade per juni emitterat lokala obligationer för nästan 94 procent av det program på 6 000 miljarder yuan (motsvarande cirka 4 procent av BNP) som ska växla dolda skulder mot offentliga. Programmet aviserades ursprungligen 2024. Detta borde göra det möjligt att på lokal nivå åter fokusera på offentliga investeringar. Men en kraftig ökning av infrastrukturutgifterna är inte given.

Den tydligt K-formade tillväxten befästs alltmer.

Exporten förblir den viktigaste tillväxtmotorn och har vuxit med tvåsiffriga tal sedan april. Uppgången drivs av högteknologisk tillverkning och maskinvaror, till stor del kopplat till globala AI-investeringar. Den traditionella exporten släpar dock efter. Elbilar fortsätter att accelerera, med en tillväxt på 30 procent under första halvåret i år. Kina har till och med knuffat ner Japan som Australiens största billeverantör. Samtidigt har exporten av raffinerad olja tagit fart sedan maj, vilket speglar lättade exportrestriktioner. I volymtermer är bilden dock mer dämpad – stora delar av exporttillväxten beror på prisuppgångar.



ASEAN är nu den främsta destinationen för Kinas export,

samtidigt som exporten till USA ökar under en period av geopolitiskt lugn efter president Trumps besök i Peking i maj. Den 12,5-procentiga tull enligt Section 301 som USA infört utgör ett litet hot mot detta tillfälliga töväder i relationerna. De bilaterala förbindelserna väntas förbli stabila inför president Xi:s planerade toppmöte i USA i september.

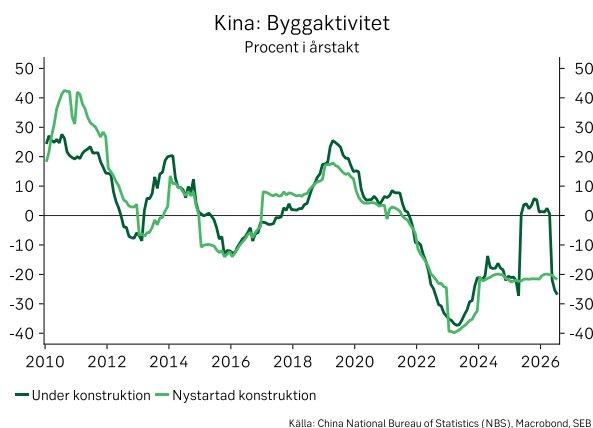
Kriget i Iran minskade volymerna av Kinas råoljeimport

i mars med i genomsnitt 23 procent på årsbasis, vilket ledde till en snabb omställning av Kinas inköpsstrategi. När leveranserna från Persiska viken begränsades trädde Ryssland, Brasilien och andra producenter i Atlantområdet in som huvudsakliga

leverantörer. Samtidigt satte Kinas minskade efterfrågan tak för de globala råoljepriserna.

Importen återhämtade sig sekventiellt i juli. Raffinaderiernas produktion har gradvis förbättrats i takt med att raffinering marginalerna åter blivit positiva. I mitten av juni blev de oberoende raffinaderierna lönsamma, följt en månad senare av de statsägda raffineringssjättarna. Så länge råoljepriserna förblir tillräckligt låga för att skydda dessa sköra marginaler kommer kinesiska oljeköpare sannolikt att fortsätta sin återhämtning.

Fastighetsmarknaden fortsätter att dra ner tillväxten, med fastighetsinvesteringar som fortfarande är 18 procent lägre på årsbasis hittills i år. Byggaktiviteten har befunnit sig i en svacka sedan 2022. Hushållens försiktighet har lett till lägre skuldsättning genom ökade banksättningar.



Konsumenters pessimism förblir kopplad till fastighetsmarknaden. Bostadspriserna föll ytterligare i juni, då 49 av de 70 undersökta städerna noterade nedgångar. De största städerna lyckas nu pressa fram blygsamma prisuppgångar, medan mindre städer fortsätter att falla.

Kinas producentprisindex steg med 4,1 procent i juni 2026, den högsta noteringen sedan augusti 2022. Nedgången till 3,5 procent i juli återspeglar dock avtagande energichock från Mellanöstern. Medan högre priser på kol, petroleum och icke-järnmetaller drev upp kostnaderna i tidigare produktionsled under månaderna efter Irankriget, förblev KPI-inflationen dämpad. Transmissionsmekanismen mellan producent- och konsumentpriser är fortsatt svag, vilket speglar den ihållande svaga inhemska efterfrågan.

Kreditykeln konsolideras gradvis. Den svaga kredittillväxten speglar den dämpade efterfrågan på långfristig upplåning från både företag och hushåll. Samtidigt upprätthåller tillsynsmyndigheterna disciplinen inom ramen för Pekings "anti-involution"-

kampanj, som syftar till att dämpa destruktiva priskrig och överinvesteringar. Trots ökande refinansieringsbehov kommer Pekings övergripande kontroll att låsa fast Kina i en lägre kredittillväxt de kommande åren.

Fortsatt svag inhemska efterfrågan talar för ytterligare penningpolitisk lättnad. Nedgången i marknadsräntor över samtliga löptider hittills i år speglar förväntningar om försiktiga lättnader. Vi räknar med att centralbanken sänker sin 7-dagars reverse repo-ränta med 10 punkter före utgången av 2026.



Kinas centralbank (PBoC) motverkar en snabb förstärkning av yuanen. Trots svag inhemska data och ett bredare räntegap mellan USA och Kina leder valutan uppgången på de asiatiska tillväxtmarknaderna, med en appreciering på över 3,9 procent hittills i år. För att bromsa yuanens uppgång har PBoC hållit den dagliga fixingen stabil sedan juni. Samtidigt har tillsynsmyndigheterna uppmanat affärsbankerna att erbjuda högre avkastning på företagens dollarinsättningar för att uppmuntra företag att behålla sina intäkter i dollar. Dessa åtgärder har fått det handelsviktade yuanindexet att försvagas och återgå till vad vi bedömer vara centralbankens komfortzon. Kinas reala effektiva växelkurs förblir dock historiskt nedpressad och ligger kvar på nivåer som senast sågs 2013. Med tanke på exportens motståndskraft skulle en starkare yuan göra lite för att skada landets konkurrenskraft i utrikeshandeln.

Å andra sidan bör den underliggande flödesdynamiken begränsa en försvagning av yuanen. Till följd av de betydande handelsöverskotten har utländska valutainsättningar i kinesiska banker stigit stadigt till 1 160 miljarder USD, i linje med dollarinsättningarna i Hongkongs banker som för närvarande uppgår till 1 170 miljarder USD. Mot denna bakgrund finns det fortfarande potential för fler yunköp från exportörer, eftersom konverteringsgraden ligger under trend. Vi sänker därför vår prognos för USD/CNH till 6,60 vid årets slut.

Indien

Oljechocken har nått toppen

Energichocken har passerat sin topp vilket föranleder en viss upprevidering av tillväxten. Inflationen är fortsatt under kontroll trots ökande matinflation. En kraftig El Niño kommer sannolikt att dämpa jordbruksaktiviteten och begränsa konsumtionsåterhämtningen under 2027. Centralbankens åtgärder har stabiliserat rupien, men risken för förnyad volatilitet i oljepriserna, liksom högre amerikanska räntor, utgör fortsatt en källa till svaghet för rupien.

Tillväxten blev högre än väntat under första kvartalet, vilket gör att prognosen revideras upp för 2026 till 6,8 från 6,4 procent. Högfrekventa indikatorer tyder på att det fanns tillräckligt med momentum innan oljechocken slog till. Riskerna kvarstår, men det värsta av oljechocken kan ha passerat.

Pristrycket kvarstår. Aktiviteten återhämtade sig under andra kvartalet i takt med att en tillfällig nedgång i oljepriserna stärkte konsumentförtroendet och näringslivets sentiment. Statliga subventioner och pressade vinstmarginaler har begränsat genomslaget av energichocken på slutkonsumenterna. Nedåtriskerna för jordbruksproduktionen tilltar dock, och begränsar konsumtionsåterhämtningen under 2027.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

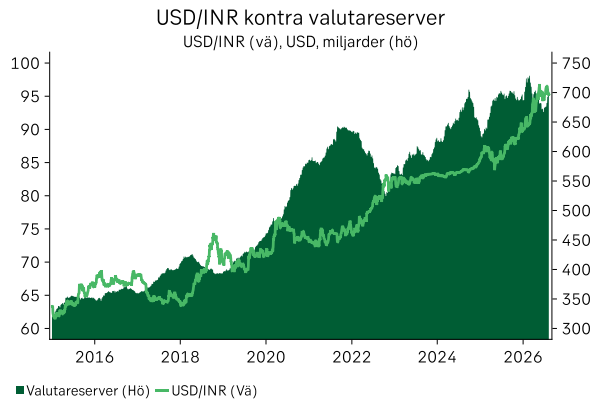
	2025	2026	2027	2028
BNP (kalenderår)	7,7	6,8	6,9	6,8
BNP (räkenskapsår) *	7,5	6,8	6,9	6,8
Inflation	2,2	4,1	4,3	4,4
Styrränta	5,25	5,75	5,75	5,25
USD/INR**	90	96	95	94

* Indiens räkenskapsår löper mellan 1 april och 31 mars efterföljande kalenderår. Här räknas 2026 som räkenskapsåret som sluar i mars 2027, ** vid årets slut.
Källa: Macrbond, SEB

Lägre oljepriser minskar behovet att flytta budgetmedel från infrastruktursatsningar till energisubventioner. Risken för finanspolitisk försämring är lägre, men budgetunderskottet för räkenskapsåret 2027 (som avslutas i mars 2027) ökar ändå till 4,5 procent av BNP.

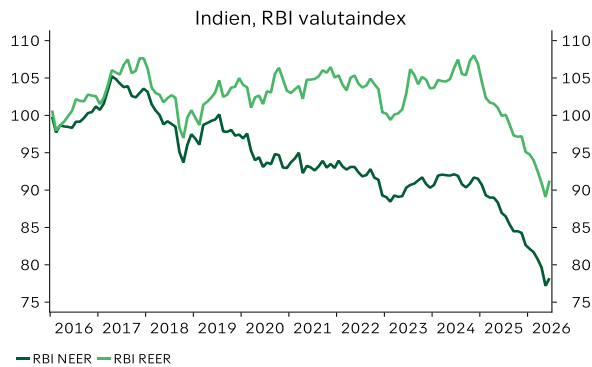
Varuhandelsunderskottet har ökat i år till följd av kraftigt stigande importkostnader. Som svar har regeringen skärpt reglerna för guldimport och i juni

lanserades en bränsleblandning med hög etanolhalt i syfte att minska beroendet av importerad råolja.



Källa: Reserve Bank of India (RBI), Macrbond, SEB

Pristrycket ökar successivt, och kan komma att överskrida inflationsmålet i slutet av 2026. Även om statliga subventioner har dämpat effekten av den kraftiga uppgången i råoljepriserna ökar livsmedelsinflationen. En kraftig El Niño förstärker – tillsammans med mindre monsunregn än normalt – pristrycket på livsmedel. Högre priser sprids redan till kärnkategorier och motiverar en måttlig räntehöjningscykel.



Källa: Reserve Bank of India (RBI), Macrbond, SEB

Centralbanken (RBI) försöker stabilisera den indiska rupien (INR) som har försvagats mot sin handelsvägda valutakorg sedan slutet av 2024. Efter att ha förbrukat mer än 61 miljarder USD av valutareserven till försvar av rupien sedan kriget i Mellanöstern bröt ut, dämpades deprecieringstrycket i juni 2026. De efterföljande kapitalinflödena drevs huvudsakligen av incitament som subventionerar utländska investerare. Vi räknar med att USD/INR kommer att röra sig inom ett intervall kring 96 fram till slutet av 2026, men en varaktig uppgång i oljepriserna eller en starkare USD skulle kunna leda till förnyad försvagning av rupien. Om amerikanska räntor inte stiger ytterligare kan USD/INR handlas mot 94,5 vid slutet av 2027, även om ytterligare nedgång begränsas i takt med att RBI återuppbygger sin valutareserv.

Emerging markets Motståndskraftiga men exponerade

Irakriget och dess energistörningar har haft varierande effekter på tillväxtmarknaderna (EM), med tydligare effekter för energiimportörer än för energiproducenter. Val och finanspolitik bidrar ytterligare till tillväxtskillnader inom gruppen. Centralbankerna har blivit mer hökaktiga under kriget, och en utdragen konflikt innebär en uppåtrisk för inflation och räntor. Den politiska cykeln innebär flertalet val mot slutet av vår prognoshorisont.

BNP

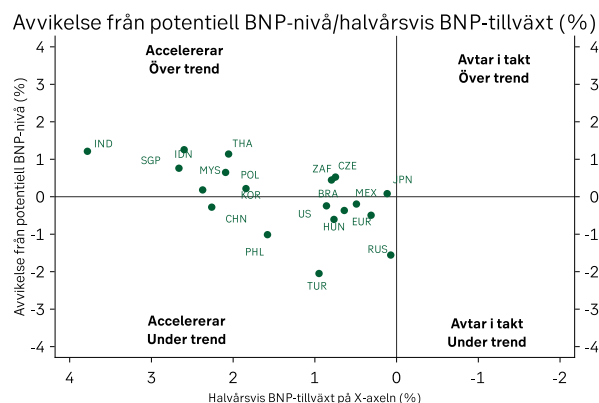
Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
Kina	5,0	4,6	4,5	4,4
Indien	7,7	6,8	6,9	6,8
Brasilien	2,3	2,0	1,8	1,9
Ryssland	1,0	0,8	1,1	1,9
Polen	3,6	3,5	3,1	3,1
Turkiet	3,6	3,2	3,5	3,7
SEB Emerging Markets	4,4	4,0	4,2	4,2

Källa: Macrbond, SEB, PPP=Purchasing Power Parity

Asien: Energistörningar och teknikexport

Utanför Kina och Indien fortsätter Östasiens beroende av importerad energi att göra regionen sårbar. AI-driven elektronikexport har ökat kraftigt i hela regionen. Sydkorea och Taiwan har gynnats mest men de flesta länder i regionen har noterat en betydande ökning av sin export av teknikrelaterade varor. Inflationen har överlag stigit till följd av energipriserna, men effekterna varierar. Prisregleringar eller subventioner har dämpat effekten i Sydkorea, Taiwan, Malaysia och Indonesien jämfört med många andra delar av regionen, där förändringar i de globala energipriserna slår igenom mer direkt mot konsumenterna. År 2028 blir ett stort valår, med allmänna val i Sydkorea (parlamentsval), Malaysia (allmänna val), Filippinerna (presidentval) och Taiwan (presidentval).



CEEMEA¹: Krig och politisk förändring

I Ryssland har kostnaderna för Ukrainas anfall mot energi- och logistikinfrastruktur ökat, vilket bidrar till en stagnerande ekonomisk utveckling trots högre globala energipriser. Ukrainas position i konflikten kan ha stärkts något på slagfältet men ett svagt luftförsvaret innebär fortsatt sårbarhet för ryska robotanfall. Ett kortsiktigt underskott i statsbudgeten visar beroendet av extern finansiering, och i avsaknad av tecken på att kriget avslutas i närtid förblir finansieringssituationen efter 2027 osäker. Peter Magyars valseger i Ungern har inlett en period av betydande politisk förändring och ett institutionellt EU-närmande väntas underlätta frigörandet av EU-medel. Investerarnas optimism talar till landets fördel, men en välbehövlig finanspolitisk åtstramning begränsar tillväxtlyftet i närtid. Polens tillväxt väntas fortsätta överträffa regionens men fortsatt expansiv finanspolitik samt valen 2027 tillför både finansiell och politisk osäkerhet. Tjeckien, å sin sida, fortsätter att visa tecken på en industriell återhämtning. Turkiet genomgår en välbehövlig finanspolitisk konsolidering, och en fortsatt stram penningpolitik väntas hålla tillväxten dämpad i år. Möjligheten till val, tidigare än de som är planerade för 2028, kan dock ge ett finanspolitiskt tillväxtlyft men också ökad politisk och finansiell volatilitet mot slutet av vår prognoshorisont.

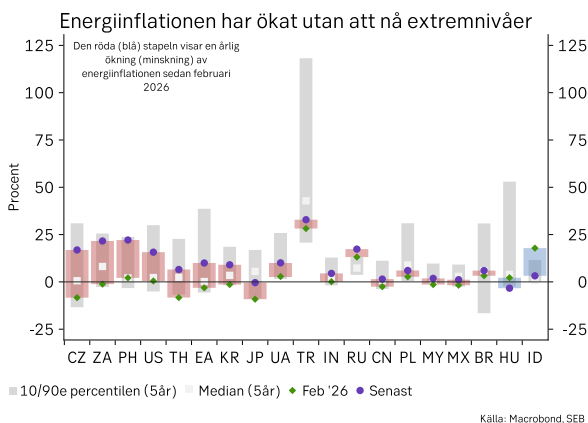
Latinamerika: Val och Trump-risker

I Brasilien var tillväxten starkare än väntad under första kvartalet och valrelaterade finanspolitiska satsningar, tillsammans med en exportökning till följd av högre globala råvarupriser, drar upp tillväxten till nära 2 procent i år. Nästa år, lär tillväxten avta, till stor del som en följd av att högre inflation tynger inhemsk efterfrågan, samtidigt som en finanspolitisk konsolidering genomförs efter valet. Utfallet av valet

¹ CEEMEA inkluderar Central- och Östeuropa, Mellanöstern och Afrika.

den 4 oktober i år – med en trolig andra valomgång senare i november – blir en nyckelhändelse och en betydande osäkerhetsfaktor, framför allt mot bakgrund av den tilltagande politiska polariseringen och de motstridiga agendorna hos de ledande presidentkandidaterna. Höjda amerikanska tullar på brasilianska varor samt USA:s klassning av lokala kriminella grupper som terroristorganisationer, utgör också en källa till oro.

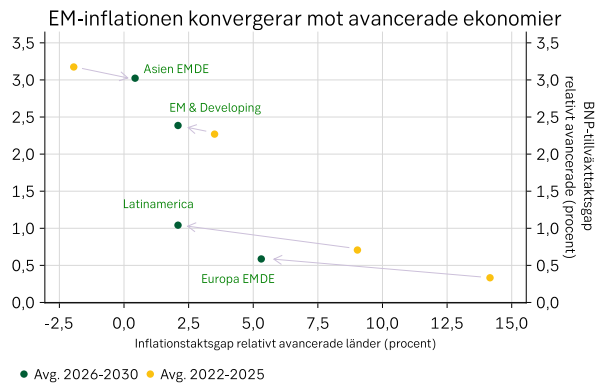
Mexikos tillväxt landade på svaga 0,7 procent 2025. Utsikterna är måttliga och, präglade av en relativt svag inhemsk efterfrågan, en gradvis avmattnings på arbetsmarknaden och privata investeringar som hämmas av ett antal osäkerhetsfaktorer. Dessa inkluderar det nya rättsväsendet, den kommande USMCA-översynen, den föränderliga regelmiljön och den senaste tidens volatilitet i energipriserna. Samtidigt väntas finanspolitisk konsolidering hålla tillbaka tillväxten. Dessa svagheter begränsar eventuella positiva effekter av fotbolls-VM i år. Val till kongressen väntas också hållas 2027. Vi behåller vår dämpade tillväxtprognos på 1,2 procent för 2026 och en måttlig uppgång till 1,8 procent för 2027.



EM-konvergensen fortsätter

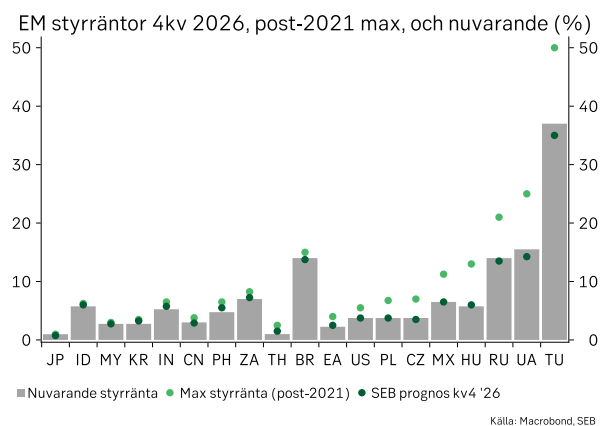
Inflationen i juli ligger fortsatt över målen i de flesta tillväxtmarknaderna, med undantag för Tjeckien, Ungern och Thailand. Energirelaterade kostnadstryck har blivit betydande i både Asien och delar av EM Europa, men åtminstone i det senare fallet har dessa hittills inte förändrat dynamiken i den totala inflationen.

Den medelfristiga bilden av tillväxt och inflation är i stort sett oförändrad jämfört med vår majpublikation, med en fortsatt konvergens mellan tillväxtmarknaderna och de avancerade ekonomierna vad gäller inflation på medellång sikt. De kommande åren väntas den genomsnittliga tillväxten bli marginellt högre relativt de avancerade ekonomierna jämfört med föregående period 2022–2025, men kombinerat med en betydligt lägre relativ inflationsprofil.



De finansiella förhållandena har försämrats den senaste tiden. Ett undantag är börserna som föll kraftigt efter krigsutbrottet men som därefter har återhämtat sig i takt med att ekonomierna absorberat krigets chocker. Spreadar för statliga kreditwappar ligger dock fortsatt över nivån från före kriget totalt sett, till stor del drivet av Asien, medan CEEMEA-spreadarna har snävat in till under nivåerna från före kriget. Vidare har en starkare dollar inneburit att de flesta EM-valutor har försvagats hittills i år.

Irankriget fick centralbankerna att bli mer hökaktiga, vilket resulterade i flera räntehöjningar under andra kvartalet i både Asien och CEEMEA. I dagsläget, och i avsaknad av tecken på andrahandseffekter på inflationen, har vi inte gjort några grundläggande förändringar av våra styrräntebanor jämfört med ett scenario där energistörningarna klingar av mer i närtid. Den fortsatta osäkerheten kring hur konflikten kommer att sluta utgör en uppåtrisk för såväl vår inflations- som ränteprognos. Skulle marknadens prissättning visa sig ha varit alltför optimistisk avseende Mellanöstern så kan en snabb åtstramning av de finansiella förhållandena tvinga centralbankerna till ytterligare åtstramningar, vilket skulle innebära nedåtrisker för våra tillväxtprognoser.



Euroområdet

Ekonomin trotsar högre energipriser, än så länge

Tillväxten i euroområdet har hittills i år överträffat våra förväntningar. Motståndskraften mot högre energipriser har varit god men låga lagernivåer för naturgas är oroväckande för priser och produktion inför kommande vinter. Inflationsriskerna ligger på uppsidan och även om vi räknar med begränsade indirekta effekter av konflikten i Mellanöstern ökar risken ju längre konflikten pågår. ECB höjer räntan igen i september.

Tillväxten i euroområdet har hittills i år överraskat på uppsidan. Irland, som har en ganska liten vikt, har haft en volatil utveckling som påverkat totalsiffran. Ekonomierna har varit motståndskraftiga mot högre energipriser och särskilt positivt är att den i flera år stagnerande tyska ekonomin vuxit tre kvartal i rad. Indikatorer som PMI, inköpschefsindex, visar att företagen hittills har stått emot kriget i Mellanöstern väl; positivt är att industrins humör tydligt förbättrats. Konsumentförtroendet har förbättrats men är kvar på en låg nivå medan faktisk konsumtion har utvecklats starkare än vad konsumentförtroendet indikerar.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,2	0,9	1,3	1,5
Arbetslöshet*	6,3	6,3	6,2	6,1
Löner	3,9	3,1	3,0	3,0
HIKP	2,1	2,8	2,0	1,6
Offentligt saldo**	-2,9	-3,4	-3,4	-3,3
Offentlig bruttoskuld**	87	88	89	90
Inlåningsränta, %***	2,00	2,50	2,50	2,25

* % av arbetskraft, ** % av BNP, *** vid årets slut.

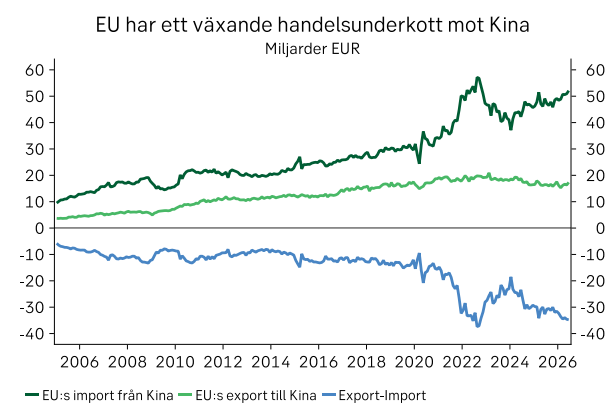
Källa: Eurostat, SEB

Uppväxling med långsiktiga utmaningar

Vi har skruvat upp BNP-prognosen för i år något till följd av starkare utfall under första halvåret. Flera faktorer, som visst stöd från finanspolitiken, en god anpassningsförmåga hos företagen och hyfsade initiala lager av naturgas har bidragit till motståndskraft mot kriget i Mellanöstern. Framöver ser läget dock osäkert ut. Låga

naturgaslager bidrar till höga energipriser från och med i höst och en bit in på nästa år. Bränder och torka har också präglat regionen under sommaren. Ovanligt låga vattennivåer i ett par av Europas viktiga floder begränsar transportkapaciteten och viss kärnkraftsproduktion. Dessa faktorer bidrar till att tillväxten växlar ner något under andra halvåret i år och början av nästa år. Effekterna bedöms dock vara tillfälliga och begränsade och redan under andra kvartalet nästa år växlar tillväxten upp igen.

Tillväxten tydligt högre nästa år. Hushållen gynnas av lägre inflation, en robust arbetsmarknad och löneökningar som fortfarande är högre än ett historiskt genomsnitt. Investeringarna i näringslivet ökar snabbare när osäkerheten om energipriser minskar och tillsammans med satsningar på försvar och infrastruktur (inte minst i Tyskland) resulterar det i högre investeringstillväxt. Exporten, å andra sidan, hålls tillbaka av USA-tullar och försvagad konkurrenskraft i industrin. Handelsunderskotten mot Kina har vuxit sedan pandemin och framöver väntas EU komma med ytterligare åtgärder för att hantera Kinas omfattande subventioner till industrin. Finanspolitiken blir i stort sett neutral. Sammantaget väntas BNP öka med strax under 1 procent i år och runt 1,5 procent per år 2027–2028, strax över historisk trend. Riskerna ligger på nedsidan.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Fortsatt divergens. Tillväxtskillnaderna mellan de stora ekonomierna kvarstår, men minskar. Den tyska ekonomin växlar upp även nästa år och hamnar en bra bit över potentiell tillväxt, drivet av finanspolitiskt stöd (främst i försvar och infrastruktur), men också till följd av en cyklisk återhämtning när global efterfrågan ökar. Sommarens reformpaket, innehållande bland annat skattesänkningar för låg- och medelinkomsttagare, förslag på en mer flexibel arbetsmarknad, höjd pensionsålder och regelförenklingar, väntas – om det genomförs fullt ut – ha små men positiva effekter på tillväxten. I stället fortsätter strukturella motvindar inom industrin (inte minst bilindustrin, vilket sommarens

varsel inom bilindustrin tydligt illustrerade) och en åldrande befolkning att hindra den potentiella tillväxten från att ta fart. Spanien har haft höga tillväxttal de senaste åren (se tema "Spanien – Europas tillväxtmotor, Nordic Outlook Januari 2026), men dessa blir lägre de kommande åren.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
Tyskland	0,2	0,9	1,1	1,3
Frankrike	0,8	0,6	1,0	1,2
Italien	0,5	0,9	0,7	0,7
Spanien	2,8	2,5	1,9	1,8
Euroområdet	1,2	0,9	1,3	1,5

Källa: Eurostat, SEB

Stram arbetsmarknad. Även om vi sett ett stort fall i sysselsättningen i exempelvis den tyska industrin jämfört med toppnoteringen 2019, balanseras den utvecklingen till stora delar av att en åldrande befolkning och stramare migrationspolitik minskar arbetsutbudet. Indikatorer, som antalet lediga platser, talar för en viss försvagning av arbetsmarknaden framöver. Arbetslösheten ökar marginellt i närtid och faller därefter tillbaka redan i början av nästa år.

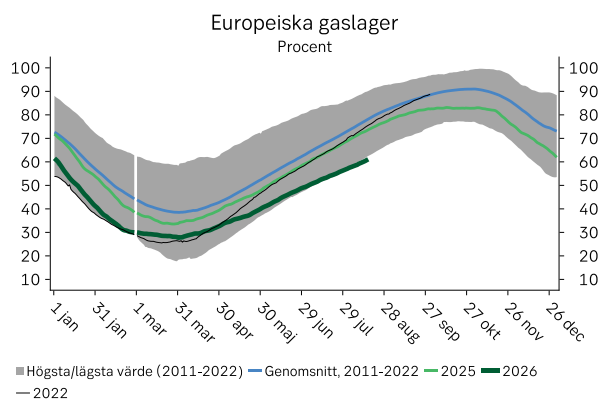
Viktiga politiska år. Europa går till flera viktiga val under kommande år, val som kan ha stor påverkan på EU. Närmast i tiden ligger septembers tyska delstatsval i Sachsen-Anhalt, Mecklenburg-Vorpommern och Berlin. Normalt läggs inte så stor vikt vid delstatsvalen, men utkomsten av valen har betydelse, främst för att de med stor sannolikhet lär visa att stödet för ytterhögerpartiet AfD har ökat. I Sachsen-Anhalt finns till och med en viss sannolikhet för det första AfD-styret på delstatsnivå. Även om valen inte lär resultera i en upplösning av Merz något sköra regeringskoalition, pekar de mot att valet till förbundsdagen 2029 kan bli en framgång för AfD.

Frankrike har presidentval i april 2027 och Marine Le Pen från ytterhögerpartiet Nationell Samling kan bli landets nästa president. Hon utmanas dock förmodligen av en mitten-centerkandidat i andra omgången och utgången är oviss. Om Le Pen vinner kan det få stora implikationer för EU. Det gäller inte bara stödet till Ukraina, utan också EU-samarbetet överlag eftersom Le Pen har en tydligt EU-skeptisk syn, i stark kontrast till tidigare franska presidenter. Även Italien och Spanien har val nästa år och i Spanien hänger premiärminister Sánchez löst, inte minst efter den senaste tidens flyktingkaos vid exklaven Ceuta och sommarens bränder. Europa riskerar således att få en politik med

mer inslag av ytterhögern, en utveckling som riskerar att splittra EU i en alltmer geopolitiskt fragmenterad värld.

Torka, bränder och mindre gas. Europa har under sommaren drabbats av flera värmeböljor med bränder, torka och låga vattennivåer i floder. De stora bränderna i Frankrike och Spanien har negativa effekter och flera verksamheter har tvingats stänga ned. De ekonomiska efterverkningarna är svåra att kvantifiera men även om de kan bli rätt stora på lokal nivå blir de troligtvis relativt små på nationell nivå. Europeiskt jordbruk drabbas också av torka. På kort sikt påverkas antagligen produktionen av färsk frukt och grönt, medan förra årets goda spannmålsskördar dämpar de negativa följderna och minskar oron för kraftiga prisuppgångar på övriga livsmedel. Återkommande torka och låga vattennivåer är dock en påminnelse om att frågan om självförsörjningsgrad och motståndskraft blir en allt större utmaning för regionen.

På kort sikt kan energifrågan bli ett större bekymmer för euroområdet via höga priser på naturgas och antagligen även på el. Värmeböljan har bland annat inneburit att viss kärnkraft inte gått på full kapacitet på grund av låg tillgång till kylvatten. En ökad användning av luftkonditionering har också inneburit att mer energi än vanligt använts under sommaren.

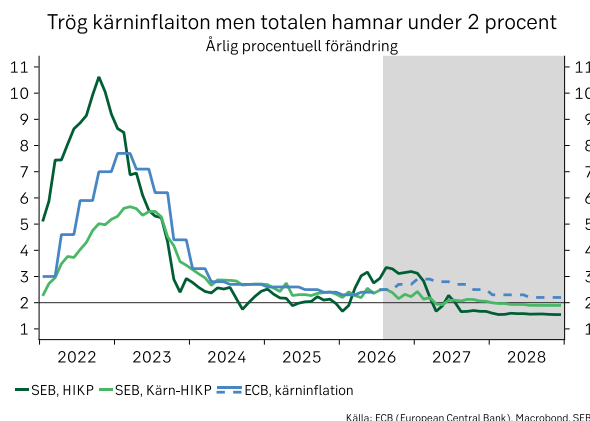


Källa: Gas Infrastructure Europe (GIE), Macrobond, SEB

Naturgas står för en tredjedel av euroområdets uppvärmning och är även viktig som insatsvara för delar av industrin. På sommaren används den för att producera el vid behov. Det syns bland annat i låga lagernivåer i Europa, vilka faktiskt ser lägre ut än 2022. Trots kriget i Ukraina och avstängda ryska gasledningar lyckades Europa fylla på naturgaslagren inför vintern 2023/24 och även om det finns tillräckligt med gas inför vintern finns viss oro för lagersituationen nästa vår. Naturgaspriset är i utgångsläget fortfarande betydligt lägre än under vintern 2021/22 men riskbilden har tydligt skiftat i fel riktning.

Fortfarande lite för hög inflation

Kärninflationens nedåtgående trend från toppnivåerna 2023 har i princip upphört och prisökningstakten har stabiliserats sedan förra året. Vi ser ännu få, eller inga, indirekta effekter från stigande energipriser på övriga priser eller andrahandseffekter via löner. Att tjänstepriserna fortfarande ligger tydligt över historiskt genomsnitt förklaras av en stram arbetsmarknad och löneökningar tydligt över historiskt genomsnitt.



Graden av indirekta effekter på grund av kriget i Mellanöstern, eller för den delen andrahandseffekter via högre lönekrav, ligger framför oss och beror på hur konflikten utvecklas. Vi har tidigare pekat ut naturgasen som nyckelfaktor här, och från att ha varit hanterbar innan sommaren utgör den nu den stora riskfaktorn för inflationen som helhet. Samtidigt indikerar terminsprissättningen på olja och andra råvaror att de nuvarande pristopparna blir tillfälliga, vilket talar för lägre grad av övervärträng. En snabb nedgång för olja, och framför allt för oljeprodukter, skapar snarare en miljö där total inflation från mitten av 2027 och 2028 tydligt faller under inflationsmålet. Vi räknar med ganska begränsade indirekta effekter, men riskbilden är tydligt på uppsidan.

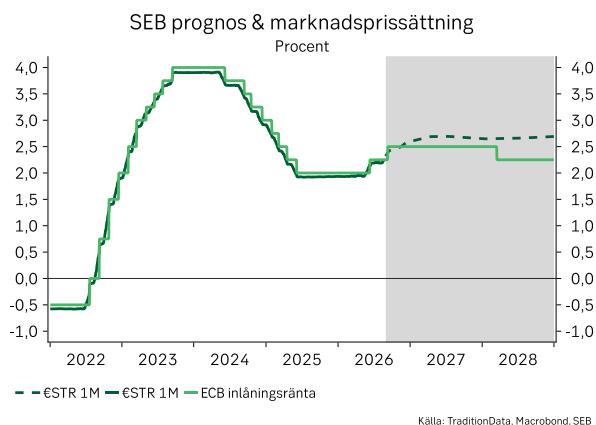
Skördeläget ser sämre ut än normal där årets torka bör öka livsmedelspriserna, men när och hur mycket är osäkert i nuläget. För färsk frukt och grönt kan effekterna komma redan i höst men för andra livsmedel är uppåtriskerna mer för nästa år. I den positiva vågskålen ligger dock att förra årets skördar var ovanligt bra.

Den stora frågan för inflationen på sikt är ändå läget på arbetsmarknaden och lönebildningen. Den demografiska utvecklingen talar för en fortsatt stram arbetsmarknad och en lönetillväxt över historiskt genomsnitt. Vi räknar därför med att tjänstepriserna stiger i en relativt hög takt under prognosperioden. Det bidrar till att inflationen framöver landar nära inflationsmålet och inte under, som under 2010-talet.

ECB höjer räntan igen i september. Ränthöjningen i juni från 2 till 2,25 procent var väntad men ECB:s agerande framöver är mer osäkert. Kriget i Mellanöstern blir viktigt, inte minst med tanke på det höga fossila energiberoendet i många ekonomier. Dock finns det i dagsläget flera faktorer som talar för ytterligare en höjning: För det första är inflationen, framför allt kärninflationen (KPI exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak), fortfarande för hög. Det är framför allt tjänstepriserna som oroar ECB. För det andra har ECB en högre inflationsprognos än vår, med en inflation som ligger kvar över målet. För det tredje har ECB i sin kommunikation inte gått emot marknadens förväntningar på ytterligare en till två höjningar i år utan ECB verkar ganska bekväma med marknadens prissättning.

Sammantaget talar det för ytterligare en räntehöjning. Vi bedömer därför att ECB höjer inlåningsräntan från 2,25 till 2,50 procent i september, vilket är den övre delen i intervallet av ECB:s syn på neutral ränta. När energipriserna faller tillbaka nästa år och inflationen närmar sig, eller till och med skjuter under målet, sänker ECB räntan en gång, till 2,25 procent. Men räntesänkningen dröjer till början av 2028.

Ordförande Lagardes mandat löper ut i slutet av 2027 och både spekulationer om nästa ordförande och huruvida Lagarde kommer att sluta tidigare för att ägna sig åt fransk politik, har i år dykt upp. Vår bedömning är att en tidigare avgång inte påverkar penningpolitiken i någon större utsträckning.



Tema:

EU:s handel med utsläppsrätter

Balansgång mellan klimatambition och konkurrenskraft

Med ökade risker kopplade till energistörningar i Mellanöstern och ett växande konkurrenstryck från Kina vill EU-kommissionen via sitt förslag till reform av utsläppshandeln balansera klimatambition med industriell konkurrenskraft. Genom en långsammare minskning av utsläppstaket kan förslaget dämpa industrins kortsiktiga koldioxidkostnader. Ändringar i fri tilldelning och förstärkning av offentliga stöd innebär också ett tydligt avsteg från dagens politik. Samtidigt kan en mjukare utsläppsbana försvaga drivkrafterna för omställning och tvinga beslutsfattare att hantera svåra avvägningar mellan konkurrenskraft, energisäkerhet och långsiktig klimatambition.

Europa pressas alltmer av energi-, handels- och klimatrelaterade chocker. För det första ser en snabb lösning på kriget i Iran och en återöppning av Hormuzsundet inte ut att vara nära förestående. Det understryker de motvindar Europa möter genom beroendet av importerade fossila bränslen. För det andra växer Europas handelsunderskott mot Kina. Med osäkra handelsförhandlingar expanderar Kina snabbt i viktiga sektorer som riktar sig mot europeiska marknader, såsom bilar och kemikalier, samtidigt som tillträdet till den kinesiska hemmamarknaden förblir begränsat. För det tredje gör rekordtemperaturer och skogsbränder Europa till den kontinent som värms upp snabbast. Låga vattennivåer i Seine, Rhen och Donau påverkar redan energi- och transportinfrastruktur. I detta läge har EU-kommissionen lagt fram ett förslag om en omfattande reform av EU:s utsläpps-handelssystem, EU ETS. Formellt syftar förslaget till att anpassa ETS till EU:s nya klimatmål för 2040, men det bredare målet är att upprätthålla klimatambitionen och samtidigt värna industrins konkurrenskraft.

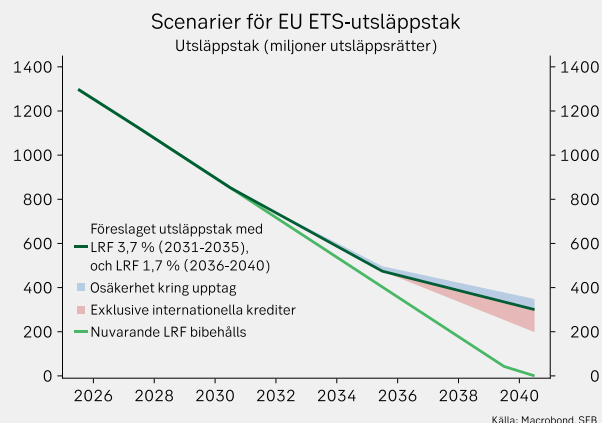
EU-ETS – klimatpolitikens kärna. EU ETS har varit i drift sedan 2005 och utgör kärnan i EU:s klimatpolitik, tillsammans med unionens bindande utsläppsmål för 2040 och 2050. Utsläppshandelssystemet ETS sätter ett sjunkande tak för de totala utsläppen. Det kräver även att berörda företag lämnar över utsläppsrätter som motsvarar deras utsläpp och gör det möjligt att handla med utsläppsrätter så att minskningar sker där de är billigast. Det övergripande syftet är att skapa incitament för kostnadseffektiva utsläppsminskningar i sektorer med stora punktsläpp som är relativt enkla att verifiera. Systemet fokuserade inledningsvis på el- och värmeproduktion samt energiintensiv industri som stål. Omfattningen har dock successivt breddats till att också gälla delar av flyg och sjöfart. I dag omfattar EU ETS omkring 40 procent av EU:s totala utsläpp. Ett separat system, EU ETS 2, ska från 2028 omfatta bränsleförbränning och vägtransporter.

Närmar sig sina gränser. Historiskt har EU ETS varit framgångsrikt genom att skapa tydliga ekonomiska incitament för utsläppsminskningar genom att prissätta koldioxid. Utsläppen i de sektorer som omfattas av EU ETS har minskat med mer än 50 procent sedan 2005. Systemets framgång som marknadsbaserad klimatpolitik har påverkat utformningen av utsläppshandel och koldioxidprissättning i Sydkorea, Kina och flera amerikanska delstater. Trots dessa framgångar närmar sig EU ETS nu strukturella hinder för fortsatta utsläppsminskningar. Kraftsektorn, som stått för 75 procent av de historiska utsläppsminskningarna inom EU ETS, närmar sig snabbt en nivå där de återstående utsläppen främst kommer från naturgasbaserad elproduktion (som balanserar elsystemet). För att nå framtida ETS-mål behöver energiintensiv industri bära en betydligt större del av kommande utsläppsminskningar, jämfört med de omkring 21 procent som den stått för historiskt.

Kostnadsutmaningar. Kostnaderna för utsläppsrätter inom EU ETS har ökat kraftigt det senaste decenniet, från ett genomsnitt under 10 EUR/ton 2012–2018 till 60–100 EUR/ton sedan 2021. Ökningen drevs till stor del av att beslutsfattare i allt högre grad använt EU ETS för att höja klimatambitionen, med start i "European Green Deal" 2019, följt av Fit-for-55-paketet 2021 och 2023 års reform som innebar att utsläppsrätterna skulle ta slut 2039. Reformerna har höjt de årliga ETS-kostnaderna till i genomsnitt 35 miljarder EUR för kraftsektorn och 7,6 miljarder EUR för energiintensiv industri. Beroende på elnätets utsläppsintensitet motsvarar den implicita utsläppsrättskostnaden (EUA-kostnaden) 11 procent av industrins elpriser i Tyskland, men mindre än 0,5 procent i Sverige.

Höga kostnader hotar konkurrenskraften. Trycket på att reformera EU ETS ökade i början av 2026 när ETS-priserna närmade sig 100 EUR/ton. Priserna på utsläppsrätter föll tydligt efter att Tysklands förbundskansler Merz vid en konferens i februari sa att om EU ETS inte längre leder till utsläppsminskningar samtidigt som industrins konkurrenskraft bevaras, bör EU vara berett att revidera eller skjuta upp systemet. Detta skedde samtidigt som handelsspänningarna ökade och Tysklands handelsunderskott mot Kina hade vuxit markant. I och med att överenskommelsen om ett utsläppsminskningssmål på 90 procent till 2040 är inne i sitt slutskede hade EU:s beslutsfattare redan signalerat till marknaden att de skulle vidta åtgärder för att dämpa trycket från höga kostnader för utsläppsrätter.

Lättare tryck. Den 17 juli lade EU-kommissionen fram ett förslag om en omfattande reform av EU ETS. Kommissionen föreslog att den linjära reduktionsfaktorn, LRF, sänks från dagens 4,3 procent per år till 3,7 procent 2031–2035 och 1,7 procent 2036–2040. Detta skulle minska ETS-utsläppen med omkring 85 procent jämfört med om nuvarande LRF behålls till 2040. Den långsammare årliga minskningen av utsläppstaket skulle också förlänga tillgången på utsläppsrätter till 2050, året då EU ska nå nettonollutsläpp.



Rörligt utsläppstak. Förslaget innebär att man skulle använda 260 miljoner ton internationella utsläppskrediter för att sänka den linjära reduktionsfaktorn (LRF) till 1,7 procent under 2036–2040. Dessutom vill kommissionen auktionera ut ytterligare 250 miljoner utsläppsrätter kopplade till permanent koldioxidinfångning 2031–2040. Det skulle kunna höja bruttotaket samtidigt som den effektiva LRF sänks till omkring 1,5 procent. Tillgången till, och priset på, både internationella krediter och permanenta koldioxidupptag är dock fortsatt osäkra. Om det inte finns tillräckligt med kvalificerade internationella krediter skulle LRF återgå till 2,7 procent från 2036.

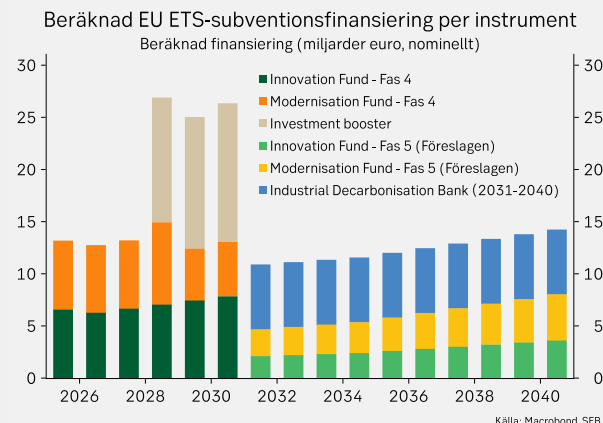
Även infångningsspåret är begränsat: Europas planerade stora koldioxidinfångningsprojekt uppgår bara till omkring 1,6 miljoner ton, med kostnader flera gånger över dagens ETS-priser. Sammantaget skapar detta en tydlig risk att ETS-företag möter ett stramare utsläppstak, högre omställningstryck och potentiellt högre kostnader än vad kommissionens förslag antyder.

Ökad villkorlighet. ETS använder fri tilldelning för att motverka koldioxidläckage, det vill säga att företag flyttar produktion utanför EU på grund av koldioxidkostnader. Kommissionen planerar att återinföra 15 procent av den fria tilldelningen till stål- och cementsektorn och andra sektorer som omfattas av EU:s gränsjusteringsmekanism för koldioxid, CBAM (en form av koldioxidtull på importerade varor med syfte att importörer ska ha ungefär samma kostnad för koldioxidutsläpp som producenter inom EU). Den fria tilldelningen skulle ha fasats ut 2028–2034, men detta skjuts nu till 2038. Samtidigt vill kommissionen göra fri tilldelning villkorad av planer på investeringar för minskning av utsläppen i EU och verifierat genomförande, där 80 procent ska tilldelas i förväg och resterande 20 procent först efter att åtgärderna har genomförts.

Omläggning av stöd för lägre utsläpp. Kommissionens ETS-förslag kan bredda stöden till industrin. För det första skulle den befintliga Innovationsfonden fyllas på med intäkter från 200 miljoner utsläppsrätter efter 2030 och Moderniseringsfonden, som stödjer energiomställning i medlemsländer med lägre inkomster, förlängas. För det andra skulle en Industrial Decarbonisation Bank (IDB), inrättas med målet att mobilisera 100 miljarder EUR i två faser, där den första löper under 2028–2030 och kallas "Investment Booster". Denna fas skulle finansieras genom 400 miljoner auktionerade ETS-rätter. En andra fas från 2031 skulle finansieras via öronmärkta intäkter och årliga EU-budgetanslag snarare än ytterligare dedikerade utsläppsrätter.

Finansieringsutsikter. Storleken på framtida ETS-finansierade omställningsstöd beror i hög grad på koldioxidpriset. Om utsläppsrätter stiger från omkring 80 EUR/ton i dag till 100 EUR/ton 2030 kan "Investment Booster" lyfta de genomsnittliga årliga stöden 2028–2030 till cirka 26 miljarder EUR, ungefär dubbelt så mycket som dagens nivå. I ett scenario med 124 EUR/ton 2035 och 180 EUR/ton 2040 skulle de årliga stöden ligga under 2025 års nivå 2031–2037, innan de i slutet av 2030-talet i genomsnitt överstiger den med omkring 5 procent. Eftersom IDB:s andra fas inte är kopplad till en fast volym utsläppsrätter,

tillkommer det dock ytterligare osäkerhet kring framtida subventionerad finansiering för EU:s industriella omställning.



Tidiga aktörer i Norden. Det fanns en oro för att kommissionen skulle rulla tillbaka EU ETS och därmed missgynna företag som redan förbundit sig till stora omställningsinvesteringar, många av dem i Norden. "Investment Booster" kan dämpa denna oro genom en princip om "först till kvarn", där stöd kopplas till tidsfrister för projektgenomförande och oberoende verifierade utsläppsminskningar. Det gynnar projekt som blir operativa i närtid. För tidiga aktörer kan stöden därför delvis kompensera den nackdel som en långsammare minskning av utsläppstaket och senare utfasning av fri tilldelning utgör.

Koppling till industripolitik. Förslaget är ett första steg mot att integrera ETS i EU:s industripolitiska agenda, med målet att minska energiberoendet och stärka konkurrenskraften. Med begränsad ytterligare finansiering på längre sikt skulle det dock bara delvis omvandla ETS från ett renodlat utsläppshandelssystem till en hybrid av koldioxidprissättning och industripolitik.

Svåra avvägningar väntar. Kommissionens förslag är fortfarande långt från en slutgiltig uppgörelse, och förhandlingarna mellan parlamentet och rådet lär pågå in i andra halvåret 2027. Beslutsfattare står inför svåra avvägningar mellan klimatambition och lägre kostnadsbörda för europeisk industri. Ytterligare lättnader i utsläppsbanan kan fördröja energiomställningen och lämna EU mer exponerat mot volatila globala fossil-energimarknader. Samtidigt finns det betydande frågetecken kring huruvida investeringar i svårminskade industrisektorer kan konkurrera kostnadsmässigt med andra regioner, och om det ligger i EU:s strategiska intresse att bevara delar av Europas tunga industri även när dessa inte är fullt konkurrenskraftiga, vare sig avseende koldioxid- eller produktionskostnader.

Storbritannien Vid ett politiskt och ekonomiskt vägskäl

Storbritannien inledde året starkt, med god tillväxt och en nedgång i arbetslösheten. Tillväxten väntas landa på 1,1 procent 2026 för att därefter gradvis ta fart. Ett svagt underliggande inflationstryck gör det möjligt för Bank of England att lämna räntan oförändrad, även om energipriserna utgör en uppåtrisk. Premiärminister Andy Burnham har hittills fokuserat på mindre reformer men hans långsiktiga agenda väcker finanspolitisk oro i en tid då upplåningskostnaderna är de högsta sedan 2008.

Stark tillväxt under årets första halvår. BNP ökade med 0,6 procent under första kvartalet, drivet av offentlig konsumtion och hushållens konsumtion, medan nettoexporten höll tillbaka tillväxten. Under andra kvartalet ökade BNP med 0,4 procent, men med starkare organiskt tillväxt. Privata investeringar och export stärktes, samtidigt som den offentliga konsumtionen föll tillbaka. Förbättringen i hushållskonsumtionen drivs av en normalisering av sparkvoten, vilket tyder på bättre stämningsläge.

Samtidigt sjönk arbetslösheten till 4,9 procent, främst genom ett minskat arbetskraftsdeltagande. Sysselsättningen fortsätter att falla och ungdomsarbetslösheten är fortsatt hög. Arbetslösheten väntas därför på kort sikt stiga marginellt innan den stabiliseras kring 5 procent under 2027.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,3	1,1	1,3	1,6
Arbetslöshet*	4,9	5,0	5,1	4,9
Löner	4,8	4,1	3,8	3,8
KPI	3,4	3,1	2,4	1,7
Offentligt saldo**	-5,4	-4,0	-3,5	-2,5
Offentlig skuld**	102	104	105	105
Styrränta, % ***	3,75	3,75	3,00	3,00

* % av arbetskraft, ** % av BNP, *** vid årets slut.

Källa: Macrbond, SEB

Inflationen har sjunkit till 2,8 procent, efter att ha nått en topp på 3,9 procent förra året. Den väntas stiga i närtid till följd av högre energipriser och ligga kvar över målet under stor del av 2027. Den underliggande disinflationen har dock fortsatt, med lägre tjänsteinflation och löneökningstakt, samtidigt som andrahandseffekterna av Hormuzkrisen varit begränsade. Mot denna bakgrund lämnade Bank of England (BoE) styrräntan oförändrad på 3,75 procent i juli. Vi räknar med oförändrad ränta under resten av året, följt av tre sänkningar från mitten av 2027 till 3,0 procent. Ytterligare uppgångar i energipriserna utgör dock en uppåtrisk för prognosen.

Ännu en premiärminister. Efter Starmers avgång tillträdde Greater Manchesters borgmästare Andy Burnham. De inledande reformerna har fokuserat på att minska hushållens levnadskostnader, bland annat genom ett pristak på bussresor och slopad moms på el. Hans bredare agenda lägger större vikt vid yrkesutbildning och lokala arbetsmarknadsbehov, ökad regional självständighet, återindustrialisering och bostadsbyggande. Burnham väntas fortsätta normaliseringen av relationerna mellan Storbritannien och EU, även om det inte är hans främsta prioritering.

Bräckligt finanspolitiskt läge. Mot bakgrund av Storbritanniens statsfinanser, med hög offentlig skuld, betydande räntekostnader och ett skattetryck nära rekordnivåer, är marknaderna fortsatt skeptiska till Burnhams expansiva politik. Långräntorna ligger på nivåer som inte har noterats sedan 2008, vilket speglar både geopolitisk och finanspolitiska oro. Den avgörande frågan är om han kan övertyga obligationsmarknaden att han kommer hålla statsfinanserna i schack och följa den finanspolitiska regeln om balans i de löpande offentliga utgifterna. Annars kommer marknaden kräva högre räntor vilket begränsar reformmöjligheterna.

Högsta lånekostnaderna sedan 2008
10-årig statsobligation, ränta



Källa: Macrbond Financial AB, Macrbond, SEB

Norden

Sverige | sid 41

Tillväxten växlar upp, industrin utvecklas starkt, särskilt i branscher där även investeringarna är höga. Arbetsmarknaden återhämtar sig succesivt. Inflationen har ökat något den senaste tiden; Riksbanken avvaktar men höjer i mars nästa år.

Danmark | sid 48

Tillväxtupprevideringar och en stark inledning av året gör att vi reviderar upp BNP i år, men bedömer att tillväxten bromsar in 2027-2028. Finanspolitiken blir svagt expansiv och vi räknar med en oförändrad styrräntespread mot ECB i år.

Norge | sid 46

Vi reviderar ned prognosen för fastlands-BNP i år, men tillväxten väntas återhämta sig under 2027-2028. Hushållens konsumtion blir en viktig tillväxtmotor. Vi räknar med en sista räntehöjning till 4,50 procent innan sänkningarna inleds i slutet av 2027.

Finland | sid 50

Ekonomi har överraskat på uppsidan, vilket har fått oss att revidera upp vår prognos för 2026. Vi tror dock att det starka första halvåret var tillfälligt och att BNP faller något under andra halvåret. Nästa år växlar tillväxten upp igen.



Sverige

Tillväxten tar fart

Tillväxten växlar nu allt tydligare upp och större kraft kommer från konsumtionen. Industrin utvecklas starkt, särskilt inom försvar, läkemedel och informations-teknologi, branscher där även investeringarna är höga. Arbetsmarknaden återhämtar sig succesivt. Finanspolitiken blir mer neutral efter valet oavsett vem som vinner. Inflationen har ökat något den senaste tiden; Riksbanken avvaktar men höjer i mars nästa år.

Efter en oväntad nedgång i början av året steg BNP med starka 1,4 procent i kvartalstakt under andra kvartalet, enligt det i och för sig ganska opålitliga snabbestimatet. Inkommande data stöder dock stark tillväxt och vi räknar med att uppgången bekräftas av det slutgiltiga estimatet. Vi har justerat upp vår redan optimistiska prognos för BNP i år med en tiondel till 2,7 procent. Vi håller också fast vid att tillväxten nästa år blir 2,9 procent men mot slutet av året sker en gradvis inbromsning. Under 2028 växer BNP med 2,0 procent, vilket är nära den underliggande trenden.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,5	2,7	2,9	2,0
Arbetslöshet*	8,9	8,7	8,4	7,7
Löner	3,6	3,4	3,3	3,2
KPIF	2,6	1,2	1,9	1,8
Offentligt saldo**	-1,3	-2,4	-2,2	-1,8
Offentlig skuld**	35	37	38	39
Styrränta, % ***	1,75	1,75	2,25	2,25

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

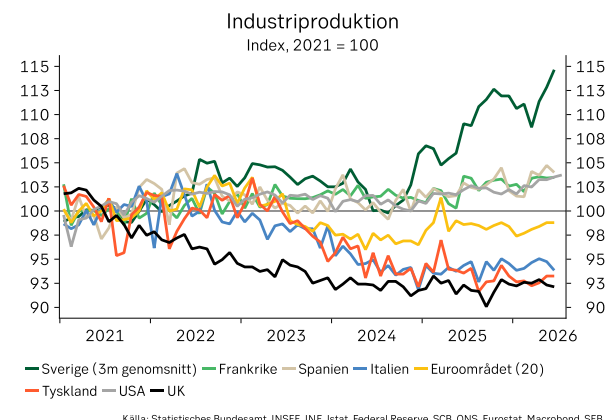
Konsumtionen allt viktigare drivkraft för tillväxt.

Investeringar och export har varit viktigast för tillväxten under en tid men hushållens konsumtion bidrar alltmer, även om lågt konsumentförtroende fortfarande är ett frågetecken. Efter den kraftiga stimulansen i år bedöms finanspolitiken gradvis stramas åt, oavsett vilken regering som tillträder efter valet i september. Fördröjda effekter från vissa reformer 2026 och fortsatt ökande militärutgifter, delvis i form av stöd till

Ukraina, gör att finanspolitiken fortsätter ge tillväxtstöd 2027. Vi tror att valet i höst blir viktigare för vilka typer av reformer som genomförs snarare än för storleken på stimulanserna. Fortsatt svag arbetsmarknad talar för att Riksbanken lämnar räntan oförändrad ännu en tid. Den första räntehöjningen väntas nu ske i mars nästa år, drygt ett halvår tidigare än vi bedömde i maj. Riksbanken höjer ytterligare en gång under hösten 2027.

Svensk industri sticker ut

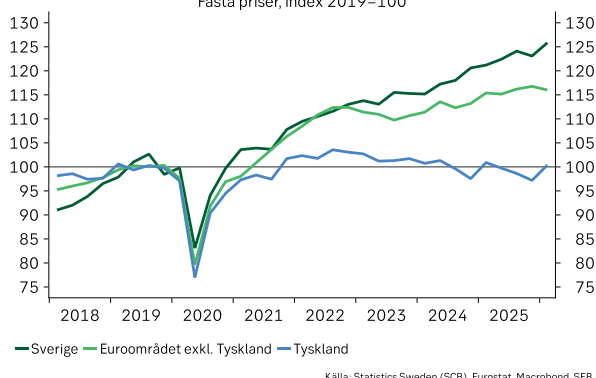
Svensk produktion har gått förvånansvärt starkt det senaste året. Industrin leder uppgången, men även många andra sektorer visar stigande aktivitet och optimism. Industriproduktionen saktade in i början av 2026 men har därefter åter tagit fart, trots en syrefattig global industrikonjunktur. Stora svängningar i statistiken gör den underliggande trenden svår att urskilja, men svensk industri sticker ut i en internationell jämförelse.



Vissa industrisektorer är väldigt starka. Utvecklingen

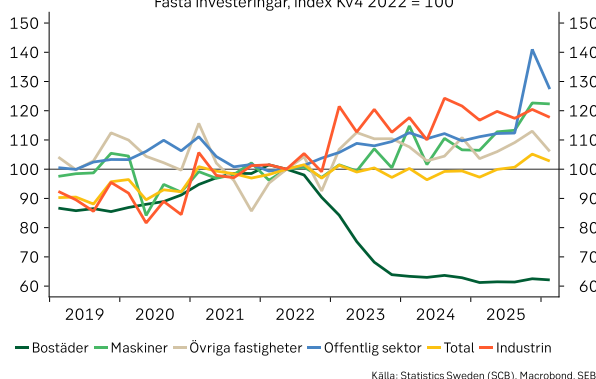
skiljer sig mellan sektorer, med särskilt hög efterfrågan på försvarsmateriel, läkemedel och informations-teknologi. Produktionen av "övriga transportmedel", som huvudsakligen utgörs av försvar, har ökat kraftigt de senaste åren. Både orderingång och orderstockar pekar på fortsatt hög aktivitet framöver. Delar av basindustrin möter däremot svagare efterfrågan. Till exempel tyngs trävaru- och massaindustrin av lågt bostadsbyggande, utan tydliga tecken på en uppväxling i närtid. Produktionen drivs av både inhemsk och extern efterfrågan och exporten har stigit stadigt sedan 2022; tidigare mest drivet av tjänster, men varor tar över alltmer, t ex läkemedel, försvar och även fordonssektorn som ser vissa tecken på ljusning.

Varu- och tjänsteexport
Fasta priser, index 2019=100



God investeringsvilja. Uppväxlingen i industrin syns också i företagens investeringar, som har ökat markant de senaste åren. Uppgången stannade av under fjolåret, bland annat till följd av minskade investeringar i batteritillverkning och grönt stål. Samtidigt talar stora satsningar inom försvar, AI och kraftöverföring för en fortsatt stark underliggande investeringsvilja. AI-boomen i Sverige och omvärlden märks bland annat genom stora investeringar i svenska datacenter, där relativt billig el och ett svalt klimat gör Sverige attraktivt för etableringar.

Bred uppgång i investeringar exkl. bostäder
Fasta investeringar, index Kv4 2022 = 100



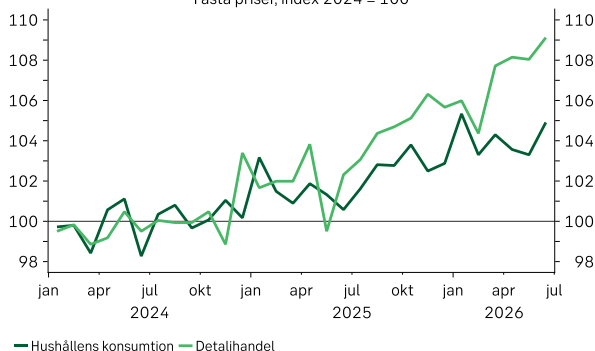
Bostadsinvesteringarna har bottnat, men någon tydlig vändning uppåt går fortfarande inte att se. Antalet påbörjade bostäder per år har varit i stort sett oförändrat sedan mitten av 2023. Stigande bostadspriser talar för att byggandet vänder uppåt, men höga byggkostnader gör uppgången måttlig. Antalet påbörjade bostäder 2028 väntas vara 38 000, vilket är 40–45 procent lägre än toppåret 2021.

Hushållen tvekar men ökar konsumtionen

Konsumentförtroendet har stigit under sommaren men ligger fortfarande väl under det historiska snittet. Det är främst frågorna som rör hushållens egen ekonomi som tynger, medan en viss optimism kan skönjas för den svenska ekonomi som helhet. Att hushållen tror att priserna under de senaste 12 månaderna ökat med

nästan 10 procent tyder på att många hushåll fortfarande pressas av de höga kostnadsökningarna under 2022 och 2023.

Stark detaljhandel lyfter konsumtionen
Fasta priser, index 2024 = 100



Väldigt stark detaljhandel. Lågt konsumentförtroende har inte hindrat hushållen från att öka sin konsumtion, och en mycket stark utveckling för detaljhandeln talar för en uppväxling den senaste tiden. Vi fortsätter räkna med en konsumtionstillväxt nära tre procent både 2026 och 2027, men en del osäkerhet kvarstår. Hushållens inkomster har varit svagare än väntat under det senaste halvåret och även om kvartalen är svängiga och de första utfallen ofta revideras, har det uppstått ett litet frågetecken om den underliggande inkomstillväxten. För att konsumtionen ska fortsätta växa under nästa år blir det viktigt att arbetsmarknaden stärks i linje med våra prognoser. Under 2028 bromsar konsumtionen in när effekterna från stimulanserna faller bort. Vår bedömning är att momssänkningen på mat inte reverseras, vilket bidrar till att de reala inkomsterna växer i relativt hög takt även 2028. En eventuell momshöjning kommer antagligen att kombineras med annan kompensation till hushållen.

Hushållens inkomster, konsumtion och sparande

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
Real disponibel inkomst	1,3	2,3	2,2	2,0
Real konsumtion	1,9	3,0	2,9	2,4
Hushållens sparkvot*	13,9	12,2	11,8	11,4

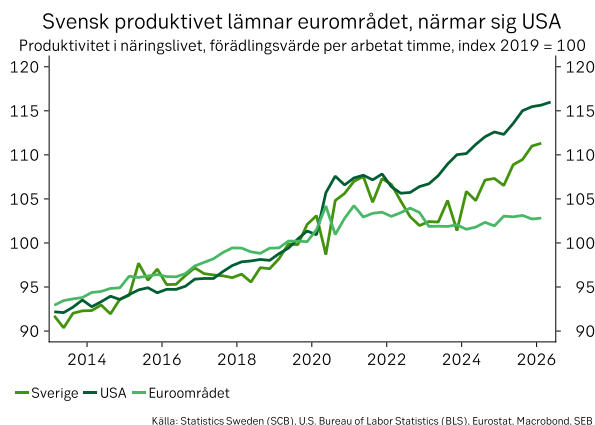
* % av hushållens inkomster.

Källa: Macrobond, SEB

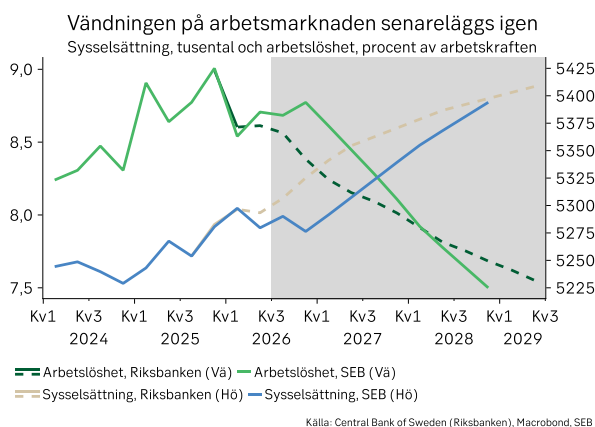
Ännu inget lyft på arbetsmarknaden

Trots starkare tillväxt har arbetsmarknaden ännu en gång varit svagare än väntat och kortsiktiga indikatorer tyder inte på någon tydlig vändning i närtid. Tillväxten har under det senaste året drivits av förbättrad produktivitet, vilket gör att Sverige på det området mer liknar USA än euroområdet. Produktivitetstillväxt drivs delvis av cykliska faktorer och när efterfrågan skiftas

mot arbetsintensiva tjänstesektorer är det troligt att sysselsättningen växer i högre takt.



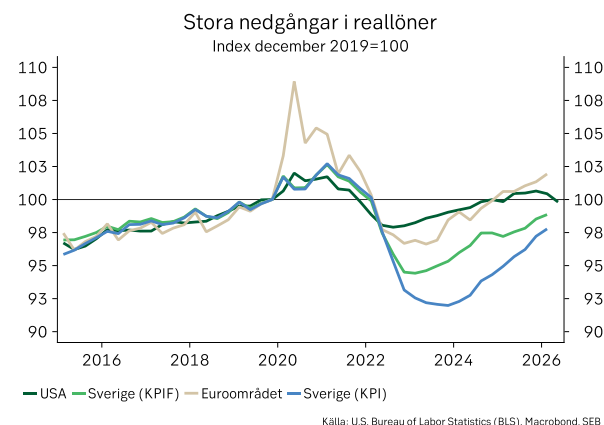
Vändningen på arbetsmarknaden dröjer. Under de senaste månaderna har antalet varsel fallit tillbaka och i Konjunkturinstitutets senaste barometer finns en del tecken på att företagen kommer att öka antalet anställda. Tydligast stiger anställningsplanerna inom handeln men uppgången är ganska bred. Den är dock inledningsvis inte så stark. Vi fortsätter prognostisera högre sysselsättning och fallande arbetslöshet men vändningen har återigen senarelagts med 1–2 kvartal.



Löneförhandlingar med låg inflation

Under hösten påbörjas förhandlingarna inför nästa avtalsrörelse och lönekrav från LO brukar presenteras i oktober. Kraven tenderar att ge en bra bild av var avtalen, som antagligen inte sluts förrän i slutet av mars, hamnar. Förutsättningarna inför förhandlingarna ser relativt goda ut med låg inflation, delvis driven av tillfälliga finanspolitiska åtgärder. Reallönerna har återhämtat stora delar av fallen under höginflationsåren men nivån är fortfarande långt från den historiska trenden. Sänkt skatt gör att totala inkomster utvecklats bättre, vilket kan dämpa lönekraven något. Arbetstidsförkortning är ett konfliktområde och det råder viss osäkerhet om hur LO kommer att betrakta kraven på kortare arbetstid relativt det allmänna

löneutrymmet. Viss osäkerhet råder alltid men till skillnad mot löneförhandlingarna 2022 och 2024, ser den kommande avtalsrörelsen ut att äga rum under en period med måttlig eller till och med låg inflation. Vår bedömning är att avtalen hamnar ett par tiondelar lägre än snittet i nuvarande avtal, som hamnade på 3,2 procent per år. Lönerna totalt bedöms öka med 3,3 procent både 2027 och 3,2 procent 2028.



Högre men fortfarande måttlig inflation

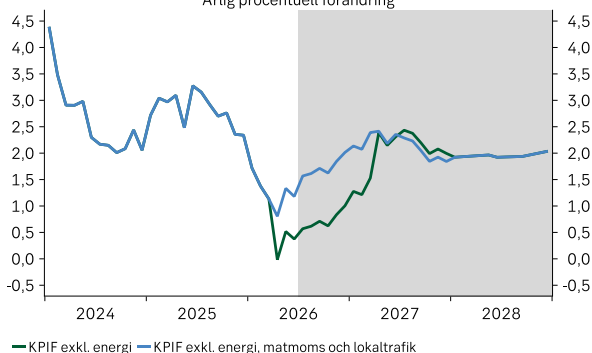
Med hjälp av sänkt matmoms föll KPIF exklusive energi till noll procent i årstakt i april, men har därefter stigit till en årstakt på 0,6 procent i juli. De säsongsrensade månadsförändringarna har, uppräknade till årstakt, varit nästan 4 procent i genomsnitt under de tre senaste månaderna, vilket skapar en viss osäkerhet om den underliggande trenden. En stor del av den senaste tidens uppgång förklaras dock av svängiga priser på utrikesresor, som gått från att i april dämpa inflationen med ett par tiondelar till att i juli öka inflationen med ungefär lika mycket. Vår prognos är att utrikesresor fortsätter att bidra till årsförändringen ungefär lika mycket som i juli och vi har inte ändrat vår prognos för andra halvåret. Osäkerheten är dock stor och höga priser på flygbränsle gör utrikesresor till den tjänst som potentiellt kan påverkas mest av kriget i Iran.

Höga priser på utrikesresor lyfter inflationen under sommaren
KPIF, säsongsrensats och uppräknat i årstakt, genomsnitt 3 månader



Kärninflationen på väg upp från låga nivåer. Bakom den kortsiktiga volatiliteten finns det dock tecken på att även den underliggande inflationstrycket är på väg att vända uppåt från låga nivåer. Kronans växelkurs har enligt våra modeller minskat kärninflationen med ungefär 0,5 procent under 2026, men efter den senaste tidens kronförsvagning ser det ut som att den kommer att vara ganska neutral för inflationen under 2027 och 2028. Det är också troligt att högre energipriser resulterar i en del indirekta effekter på både internationella priser och på inhemska tjänstepriser. Dessutom kommer högre priser på halvledare att spilla över i högre priser på datorer och mobiltelefoner. Storleken på de båda sistnämnda effekterna är mycket svårbedömda och på samma sätt som i euroområdet finns det inte några tydliga tecken på stigande varupriser i vare sig KPI eller PPI, utöver priserna på energi. Måttliga löneökningar kommer samtidigt att dämpa pristrycket. Flera temporära finanspolitiska åtgärder ger relativt stora effekter på inflationen, men KPIF exkl. energi, korrigerat för moms och lokaltrafik, steg till 1,6 procent i juli. Vi räknar med att uppgången fortsätter till en bit över två procent första halvåret nästa år. Avtagande indirekta effekter från energi bidrar till att kärninflationen därefter faller tillbaka och hamnar under målet. Mot slutet av 2028 bedöms inflationen vara nära målet, vilket dock förutsätter att matmomsen ligger kvar på sex procent.

Skatter och subventioner sänker inflationen 2026
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Osäkra energipriser på grund av marknad och politik.

Utsikterna för energipriserna är lite komplicerade och de höga drivmedelspriserna i år motverkas till största delen av sänkta skatter. Höga elpriser gör dock att energipriserna ändå stiger med drygt 10 procent i år. Under 2027 väntas både drivmedelspriser och elpriser falla tillbaka men normaliseringen av drivmedelsskatter gör att energipriserna i KPI blir i stort sett oförändrade. Prognosen för energipriserna är högst osäker på grund av snabbt skiftande marknadspriser men också på grund av ett eventuellt regeringsskifte. En röd-grön regering vill troligen höja både indirekta skatter och

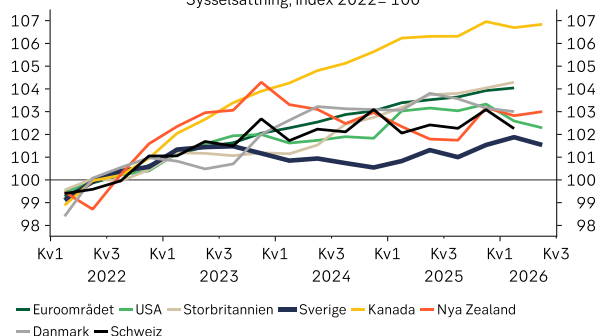
reduktionsplikten, något som inte beaktats prognosen i denna *Nordic Outlook*.

Ingen räntehöjning i år men två 2027

Trots oväntat hög inflation och en räntehöjning från ECB höll Riksbanken fast vid prognosen från juni i den penningpolitiska uppdateringen i augusti. Räntebanan i juni indikerade 50 procents sannolikhet för en räntehöjning och direktionen antydde att räntan kan komma att höjas under slutet av året om inflationsuppgången under sommaren visar sig vara mer bestående.

Avvaktar mer information. Vår prognos är ändå att direktionen väljer att hålla räntan oförändrad lite längre. Avgörande för när räntan kommer att höjas är hur direktionen väger risken för en bred och varaktig uppgång i inflationen mot risken att den än så länge osäkra återhämtningen kommer av sig. Högt belånade hushåll och en stor andel rörliga bolån gör att de negativa effekterna på svensk ekonomi från räntehöjningar blir tydligt större än i de flesta andra länder. Resursutnyttjandet är lågt och arbetslösheten är hög, samtidigt som sysselsättningen i Sverige under de senaste 3–4 åren har utvecklats svagast i G10. Den relativt nya direktionsledamoten, Göran Hjelm, har varit mest explicit med denna avvägning och sagt att Riksbanken inte bör höja så länge inflationsförväntningar och förtroendet för inflationsmålet är högt.

Svensk sysselsättning svagast i G10
Sysselsättning, index 2022=100



Källa: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), U.K. Office for National Statistics (ONS), Statistics Sweden (SCB), Statistics Canada, Statistics New Zealand, Macrobond, SEB

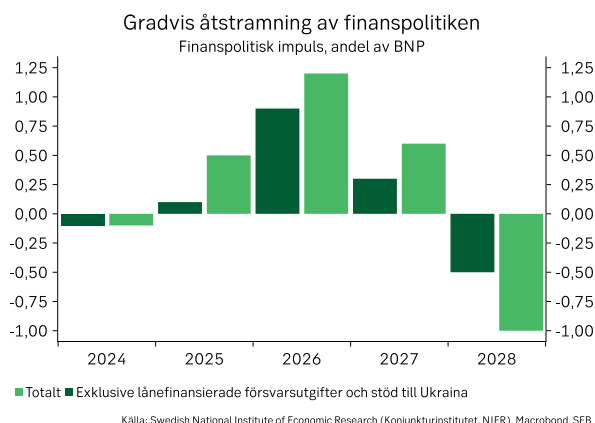
Vår prognos från maj om att räntan höjs först i slutet av 2027 utmanas dock från fler håll. Prognosen om stark tillväxt har fått mer stöd och inflationen ser under nästa år ut att periodvis bli lite högre än målet. Givet att arbetsmarknaden vänder uppåt under början av nästa år är det troligt att Riksbanken försiktigt börjar justera räntan uppåt. Att räntedifferensen mot ECB växer och att räntan i nuläget ligger i den nedre delen av Riksbankens bedömning av den långsiktiga jämviktsnivån, bidrar på marginalen också till vår

bedömning. Vi räknar med att räntan höjs till 2 procent i mars och vidare till 2,25 procent i september nästa år. Under 2028 bedöms räntan vara oförändrad.

Stramare finanspolitik efter valet

Valet i september gör att utsikterna för finanspolitiken är osäkra. En regering som hämtar stöd från alla fyra röd-gröna partier verkar just nu som det troligaste utfallet. Om Centerpartiet blir vågmästare kommer dock förhandlingarna troligen att bli utdragna, givet de stora åsiktsskillnaderna mellan framför allt Centerpartiet och Vänsterpartiet. Centerpartiet har tidigare sagt att de inte kommer sitta i, eller ens stödja, en regering med Vänsterpartiet, men har inte explicit motsatt sig att stödja en socialdemokratisk minoritetsregering som också får stöd av Vänsterpartiet.

En regering som behöver stöd från alla fyra röd-gröna partier kommer också att få svårt att enas om stora delar av den ekonomiska politiken. Centerpartiet motsätter sig starkt skattehöjningar för hushåll och företag. Ökade skatter och högre reduktionsplikt för drivmedel är dock eventuellt ett undantag och högre bensin- och dieselpriiser kan vara möjliga. En omläggning av energipolitiken ligger antagligen också i korten, där en reversering, eller i alla fall en tydlig fördröjning, av utbyggnaden av kärnkraft ersätts med stöd till sol- och vindkraft. En röd-grön regering kommer sannolikt ha lite lättare att enas om ökade utgifter än ökade inkomster, men även där finns betydande oenighet.

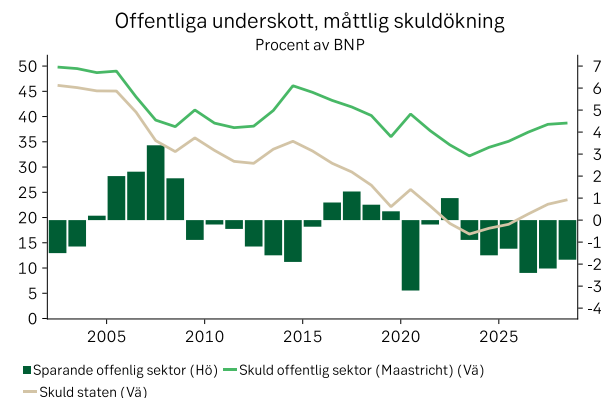


Anm. Den finanspolitiska impulsen skattas som förändringen i det konjunkturjusterade offentliga sparandet med omvänt tecken.

Begränsat reformutrymme. Enligt Konjunkturinstitutets (KI) beräkningar är utrymmet för ofinansierade reformer 95 miljarder kronor under perioden 2027–2030, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv. Mycket talar för att finanspolitiken kommer att övergå till att bli mer restriktiv under de närmaste två åren, även om den tillträdande regeringen antagligen inte helt kommer att uppfylla budgetmålet, som övergår från ett överskottsmål till balansmål 2027.

Under 2027 blir finanspolitiken ändå svagt expansiv då en del av stimulansåtgärderna under 2026 inte får full effekt förrän 2027. Till exempel får momssänkningen, som genomförs i april i år, full effekt nästa år. Dessutom fortsätter försvarsutgifterna och stödet till Ukraina, som exkluderats från de statsfinansiella målen, att öka.

Underskott men fortsatt låg skuldkvot. Kombinationen av svag konjunktur, ökade försvarsutgifter och stödet till Ukraina, gör att statsbudgeten kommer att visa underskott under en lång period. Den offentliga sektorns skuld som andel av BNP beräknas öka från 35 procent 2025 till 39 procent av BNP 2028. Statskulden ökar från 19 procent till 24 procent under samma period. Underskottet i offentlig sektor blir 2–3 procent per år. Både underskott och framför allt skuldnivåer är låga i ett internationellt perspektiv men det är ändå ett tydligt trendbrott från den långa perioden med fallande skuldkvot. Pressen från regelverket kommer att öka om den offentliga skulden som andel av BNP överstiger 40 procent, vilket är den övre gränsen för det så kallade skuldankaret som säger att den offentliga skulden ska uppgå till 35 +/- 5 procent av BNP. Riskerna för skulden är enligt vår bedömning större på uppsidan, men osäkerheten är stor. Stark tillväxt har historiskt bidragit till överraskande höga skatteinkomster men det kräver troligen att vi får en tillväxt där skattetunga delar, som arbetsmarknaden, förbättras. Stark tillväxt bidrar också till att hålla ned statsskulden som andel av BNP.



Offentliga sektorns finanser

Procent av BNP

	2025	2026	2027	2028
Staten, finansiellt sparande	-1,3	-2,8	-2,5	-1,8
Staten, skuld	18,7	20,7	22,6	23,5
Offentlig sektor, sparande	-1,3	-2,4	-2,2	-1,8
Offentlig sektor, bruttoskuld	35,1	36,9	38,5	38,7

Källa: Macrobond, SEB

Norge

Inflationen avtar äntligen

En svag inledning av året gör att vi reviderar ned vår prognos för fastlands-BNP i år, men tillväxten väntas återhämta sig mot trend under 2027-2028.

Hushållens konsumtion blir en viktigare tillväxtmotor, stödd av stigande reallöner och en stabil arbetslöshet. Kärninflationen har dämpats, men osäkerheten kring underliggande inflation är fortsatt stor. Vi räknar med en sista räntehöjning till 4,50 procent innan räntesänkningarna inleds i slutet av 2027.

Tillväxten i den norska ekonomin bromsade in från mitten av 2025 till och med första kvartalet 2026, där tillfälliga faktorer bidrog till den svaga inledningen på året. Vi har reviderat ned vår prognos för fastlands-BNP 2026 men räknar med att tillväxten återhämtar sig mot trend under 2027–2028. Hushållens konsumtion blir en allt viktigare tillväxtmotor när bostadsinvesteringarna förblir svaga och petroleuminvesteringarna börjar tynga aktiviteten i fastlandsekonomin. Finanspolitiken väntas förbli svagt expansiv de kommande åren, där högre försvarsutgifter och stigande pensions- och vårdutgifter stöttar den offentliga efterfrågan. Samtidigt bidrar kriget i Mellanöstern och volatila energipriser till ökad osäkerhet kring utsikterna.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,1	1,3	0,6	0,2
Fastlands-BNP	1,7	1,2	1,4	1,3
AKU-arbetslöshet*	4,5	4,5	4,4	4,4
Löner	4,9	4,6	3,9	3,6
KPI-JAE	3,1	3,1	2,6	2,2
Styrränta, % ***	4,00	4,50	4,00	3,75

* % av arbetskraft, *** vid årets slut.

Källa: Macrbond, SEB

Blandade utsikter för företagsaktiviteten

Exporttillväxten för traditionella varor väntas bromsa tydligt efter den starka utvecklingen 2025. En förbättrad inhemsk efterfrågan innebär samtidigt att nettoexporten utgör en mindre motvind de kommande åren. Stämningsslaget i industrin har normaliserats, men osäkerhet kring utländsk efterfrågan och finansieringskostnaderna väntas hålla investeringarna tillbaka.

Industriinvesteringarna väntas minska, medan en stor ökning av investeringarna i kraftsektorn ger visst stöd. Investeringscykeln inom petroleumsektorn har nått sin topp, och det stora antalet fältutbyggnader som godkändes 2022 inom ramen för skattepaketet under pandemin väntas vara färdigställda till 2027. Statistisk sentralbyrås senaste oljeenkät pekar dock på att investeringarna hålls uppe i år, då högre kostnader och större investeringsomfattning i pågående utbyggnader håller investeringarna uppe. Vi räknar med att investeringstillväxten bromsar från 7,2 procent ifjol till -1,0 procent i år, följt av en sammanlagd nedgång på 11 procent 2027-2028. Petroleumnäringen kommer att i allt högre grad att tynga tillväxten i fastlandsekonomin.

Bostadsinvesteringarna fortsätter att tynga

Bostadsinvesteringarna har haft svårt att ta fart efter en kortvarig återhämtning i slutet av 2025, och både försäljningen av nyproduktion och byggstartar pekar på fortsatt svaghet. Högre räntor och höga byggkostnader tynger både bostadsbyggarnas framtidsstro och efterfrågan på nyproducerade bostäder. Ökad renoveringsaktivitet väntas ge visst stöd, men bostadsinvesteringarna lär förbli svaga i år, innan en återhämtning inleds 2027. Ett begränsat nytilskott bör stödja marknaden för befintliga bostäder trots höga finansieringskostnader. Prisökningarna har hittills i år varit dämpade, med stora regionala skillnader. Oslo har utvecklats svagare än andra större städer, till följd av en omfattande utförsäljning av privatägda uthyrningsbostäder. Vi räknar med att bostadspriserna stiger med 2,6 respektive 3,0 procent 2026 och 2027.

Försiktiga hushåll driver tillväxten

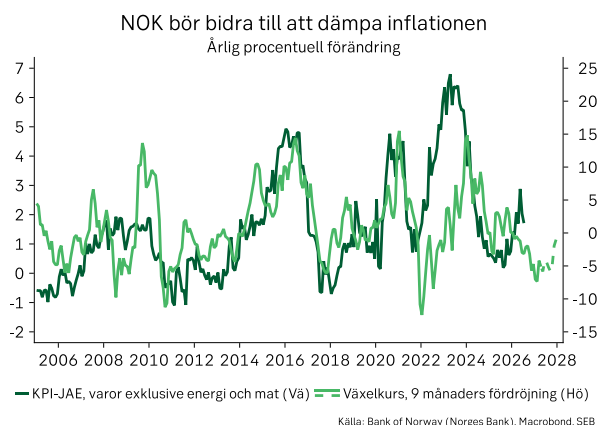
Konsumtionen tog fart under 2025, understödd av god löneutveckling och låg arbetslöshet. Nedgången under första kvartalet följde på exceptionellt starka bilköp i slutet av förra året inför förändringar av skattefördelen för elbilar. Konsumtionen exklusive bilar fortsatte att öka. Det svaga första kvartalet innebär att den årliga konsumtionstillväxten bromsar från 2,6 procent 2025 till 1,7 procent 2026. Därefter väntas konsumtionen ta fart igen, understödd av fortsatt stigande real disponibel inkomst, främst drivet av stark löneutveckling. Svagt förtroende och höga räntor utgör nedåtrisker för vår prognos om en konsumtionstillväxt på 2,2 respektive 2,1 procent 2027 och 2028.

Läget på arbetsmarknaden är fortsatt i stort sett stabilt. Arbetslösheten enligt arbetskraftsundersökningen, AKU, har stabiliserats på 4,7 procent efter en kraftig uppgång i början av 2025, medan den registrerade arbetslösheten legat kvar kring 2,1 procent. Det växande gapet speglar främst att fler förstagångs-

sökande står utanför NAV:s register, eftersom de inte har rätt till arbetslöshetsersättning. Sysselsättningsindikatorerna ger en blandad bild, med divergerande vakanstrender och måttliga anställningsplaner. Vi räknar med ett i stort sett stabilt arbetsmarknadsläge, där AKU-arbetslösheten sjunker till 4,4 procent i slutet av 2027 och den registrerade arbetslösheten ligger kvar nära nivåerna före pandemin. Löneökningstakten har överstigit 5 procent senaste åren, men normen i löneavtalen på 4,4 procent pekar mot en inbromsning framöver. Lägre inflation och en starkare NOK väntas dämpa löneökningarna ytterligare, även om en normalisering av låglöneandelen i industrin innebär att ökningstakten fortfarande ligger på 3,6 procent 2028.

Kärninflationen dämpades under sommaren

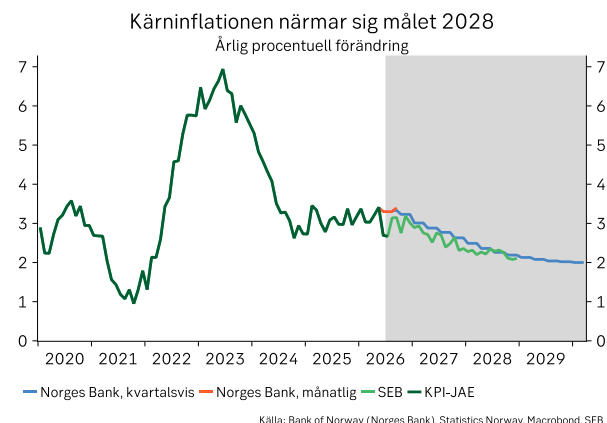
Den underliggande inflationen sjönk under 2023-2024 innan den stabiliserades strax över 3 procent ifjol. KPI-JAE, det vill säga KPI exklusive skatter och energi, började åter dämpas i sommar och årstakten föll till 2,7 procent i juli. Ett förnyat uppåtttryck på livsmedelspriserna var en viktig förklaring till den tidigare stabiliseringen, samtidigt som oväntat stora prisökningar på främst importerade varor också bidrog. Livsmedelsinflationen har gradvis dämpats sedan början av året, och även varuinflationen har fallit tillbaka under sommaren. En central fråga är om nedgången speglar säsongsmönster som reverseras under hösten. De högre varupriserna kan inte förklaras av internationella priser, samtidigt som växelkursen gradvis bör bidra till lägre varuinflation under 2027.



Utsikterna för tjänsteinflationen är mer blandade.

Baseffekter från lägre barnomsorgsavgifter, som sänkte den totala inflationen med tre tiondelar i augusti förra året, kommer allt annat lika att höja tjänsteinflationen exklusive hyror med nästan en procentenhet i augusti i år. Samtidigt är löneökningstakten fortsatt mycket hög, även om en gradvis inbromsning inleddes under 2025. Tjänsteinflationen väntas dämpas långsamt efter baseffekten i augusti. Hyrorna, som har en betydligt

större vikt i Norges KPI än i de flesta andra länder, väntas också bromsa endast gradvis, eftersom hyrorna i stor utsträckning justeras i linje med KPI



Vi har sänkt vår prognos för livsmedels- och varuinflationen under andra halvåret i år. Vår prognos ligger fortsatt under Norges Banks, men skillnaden väntas minska de kommande månaderna. Vi räknar fortsatt med en något snabbare nedgång i kärninflationen nästa år, men delar bedömningen att inflationen återgår till målet först mot slutet av 2028. Den totala inflationen väntas ligga något över KPI-JAE de kommande tolv månaderna, främst då drivmedels-skatterna normaliseras i september och oktober, även om en förlängning av de tillfälliga åtgärderna inte kan uteslutas. Den underliggande energipristrenden är nedåtriktad, och terminspriserna på drivmedel och el pekar mot en tydlig nedgång, särskilt under 2027. Effekten på KPI är mindre än i de flesta andra länder till följd av energins låga vikt i KPI och reglerade elpriser.

Norges Bank är fortsatt på sin vakt

Efter det penningpolitiska policyskiftet i mars återupptog Norges Bank räntehöjningarna i maj och höjde räntebanan ytterligare i juni, vilket signalerade en räntetopp på 4,55 procent. Lägre inflation har minskat behovet av ytterligare åtstramning, men kommittén är fortsatt vaksam för risken att inflationen biter sig fast på en för hög nivå. I augusti betonade Norges Bank att inflationen fortfarande ligger tydligt över målet och att det är för tidigt att dra slutsatsen att utsikterna tydligt har förändrats. Vi håller fast vid vår prognos om en sista höjning till 4,50 procent. Databeroendet är fortsatt stort, där det externa pristrycket utgör en central risk, även om energiprisförändringar hittills har återspeglats i valutakursen. När inflationen visar tydliga tecken på normalisering bör Norges Bank börja sänka räntan för att undvika att hålla tillbaka ekonomin i onödan. Vi räknar med att räntesänkningarna inleds i slutet av 2027 och att styrräntan sänks till 3,75 procent vid utgången av 2028.

Danmark

Den snabba tillväxten fortsätter

Tillväxtupprevideringar och en stark inledning av året gör att tillväxten revideras upp i år. De senaste två årens tillväxtstyrka överdriver ekonomins potential och vi väntar oss en inbromsning 2027–2028. Efter att ha drivits av export blir tillväxten framöver mer balanserad när konsumtion och export, exkl. läkemedel, växlar upp. Finanspolitiken är svagt expansiv 2026–2027 och blir därefter mer neutral. Vi räknar med en oförändrad styrräntespread mot ECB i år.

BNP-prognosen för 2026 höjs. BNP-tillväxten överraskade på uppsidan under första kvartalet och steg med 1,5 procent jämfört med kvartalet innan och med hela 6,2 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Dessutom reviderades tillväxttakten för 2025 upp från 3 procent till 3,5 procent. Kvartalsvisa BNP-data är fortsatt volatila, de revideras kraftigt och vi misstänker att de senaste kvartalen överdriver den underliggande styrkan i ekonomin. Överhängeffekter från förra året och de starka BNP-siffrorna för första kvartalet gör att tillväxtprognosen för 2026 höjs kraftigt från 2,0 procent till 3,5 procent, medan estimatet för 2027 sänks från 3 procent till 2,5 procent, 2028 ligger tillväxttakten kvar på den nivån.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

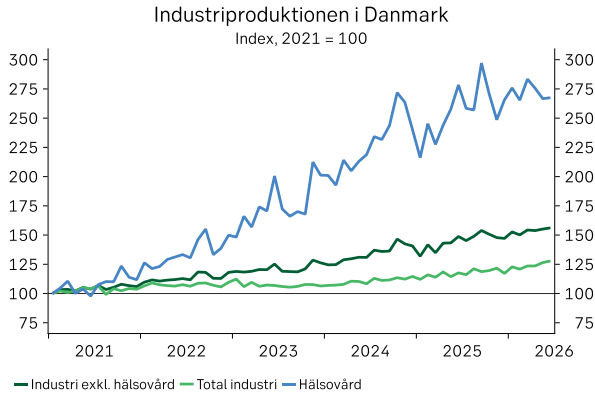
	2025	2026	2027	2028
BNP	4,4	3,5	2,5	2,5
HIKP	1,9	1,7	2,0	1,9
Löner	2,9	3,0	3,5	4,5
Offentligt saldo*	3,0	1,0	0,0	1,0
Offentligt skuld*	29	28	28	27
Bytesbalans*	12,6	11,0	10,0	9,0
Inlåningsränta, % **	1,60	2,10	2,25	2,00

* % av BNP, ** vid årets slut.

Källa: Macrobond, SEB

Förändrad sammansättning av tillväxten

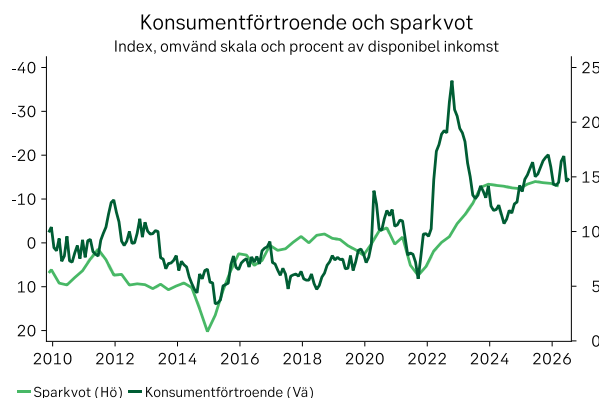
Sammansättningen av BNP-tillväxt är alltjämt skev till förmån för nettoexporten, där exporten ökade med 10,2 procent jämfört med förra året medan importen bara ökade med 0,6 procent. Den stora drivkraften för exporten under de senaste åren har varit läkemedelsindustrin, men vi ser nu vissa tecken på en rörelse mot en mer balanserad utveckling.



Från 2022 till 2024 drevs tillväxten nästan uteslutande av läkemedelsindustrin, som ökade produktionen med omkring 30 procent årligen, inte minst på grund av läkemedel mot övervikt från Novo Nordisk. Under 2025 dämpades tillväxten inom hälso- och sjukvårdssektorn, medan resten av industrin började ta fart. Nu har tillväxttakten för båda delarna av industrin konvergerat kring 8 procent, och för första gången på flera år är tillväxttakten högre när hälso- och sjukvård exkluderas.

Konsumtionstillväxten tar fart. Hushållens konsumtion har vuxit stadigt omkring 2–2,5 procent det senaste året, men detaljhandelsdata tyder på att konsumtionen tagit mer fart. Samtidigt kvarstår den ovanliga skillnaden mellan konsumtion och konsumentförtroende, det senare ligger på en nivå som normalt sammanfaller med en betydande nedgång i konsumtionen.

Vi bedömer dock att den låga förtroendenivån redan återspeglas i konsumtionsmönstret. Konsumenternas förväntningar på det egna hushållets ekonomiska situation skiftade nedåt under 2022 efter kostnadschocken och har blivit kvar där. Sparkvoten mer än fördubblades efter denna chock – från runt 6 procent till nästan 15 procent – och har även den legat stabilt där sedan 2024. Det är en historiskt hög sparkvot, och i frånvaro av nya chocker som skulle pressa ner tillförsikten ytterligare tror vi inte att sparkvoten kommer att stiga mer.

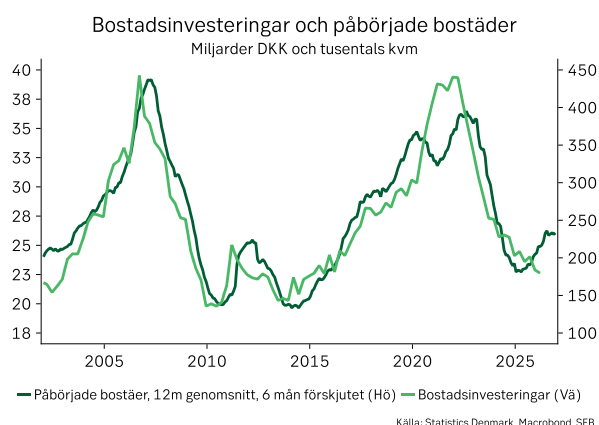


Med en sysselsättning som stiger med 1 procent årligen, reallöner som ökar med 1–2 procent och de pågående finanspolitiska stimulanserna, bör konsumtionstillväxten röra sig mot 3 procent. Vi räknar dock med att tillförsikten så småningom förbättras i takt med att de senaste utbudschockerna klingar av, vilket också öppnar för en lägre sparkvot. Positiva förmögenhets-effekter från tvåsiffriga boprisökningar talar också för att sparkvoten kommer att sjunka. Vi väntar oss att konsumtionen stiger med 3 procent under 2027 och 2028.

Tillfällig svaghet i investeringarna

Investeringar har utvecklats svagare än väntat de senaste kvartalen. Under första kvartalet låg de totala investeringarna 1,7 procent under nivån ett år tidigare. Huvudorsaken var en nedgång på 7,6 procent för bostadsbyggandet, men även maskininvesteringarna minskade med 1,5 procent.

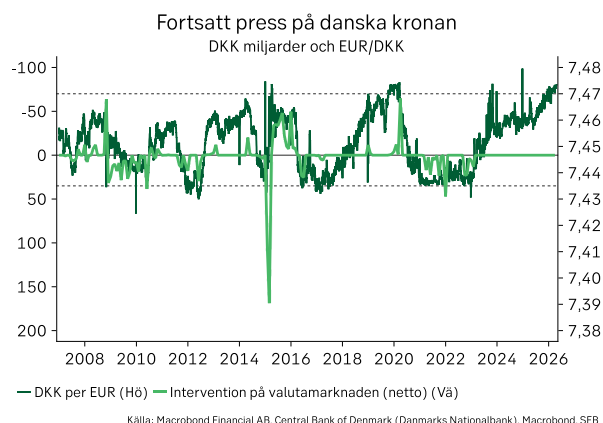
Bostadsbyggandet vänder upp. Men nedgången i bostadsinvesteringarna är på väg att brytas, drivet av stigande huspriser. Bostadsbyggandet bottnade redan förra året, och bör återspeglas i stigande investeringssiffror under andra halvåret 2026. Byggprojekten har hållits tillbaka under de senaste åren av stigande arbetslöshet, och under 2026 av stigande bolåneräntor och geopolitisk osäkerhet, men vi bedömer att denna motvind nu har kulminerat.



En svag utveckling för näringslivets investeringar speglar övergången till en mer balanserad sammansättning av tillväxten. Investeringar hölls tidigare uppe av Novo Nordisks stora fabriksbyggnadsprojekt, men de avtar nu i takt med att exportboomen mattas av. Resten av näringslivet som precis börjat ta fart kan ännu inte kompensera för bortfallet. Kapacitetsutnyttjandet ligger dock fortfarande över det historiska genomsnittet och vi väntar oss att investeringarna i maskiner och utrustning följer efter de kommande kvartalen.

Ny regering bibehåller utgifterna

Efter nästan tre månaders förhandlingar bildades en ny mitten-vänsterregering i början juni. Regeringen planerar en betydande utgiftsökning, särskilt för försvaret, samt skattesänkningar, inklusive en lägre mervärdesskatt på livsmedel, även om detaljerna fortfarande förhandlas. Finansdepartementet bedömde därför i maj att det offentliga saldot skulle vända till ett litet underskott under 2026 och 2027. Vi ser det dock som osannolikt då det faktiska saldot legat långt över budget under årets första fem månader. Vi räknar med en blygsam minskning av överskottet och en positiv finanspolitisk effekt på ekonomin.



En ny gräns för DKK. Centralbankschefen Christian Kettel Thomsen tillträdde 2024, men det är först nu som trycket på den danska kronan (DKK) har tvingat honom att avslöja eventuella, om än subtila, skillnader i hanteringen av valutakursen jämfört med sin föregångare. I början av sommaren handlades DKK/EUR svagare än den gamla interventionsnivån på 7,4730 utan att centralbanken agerade, vilket skapade viss osäkerhet kring reaktionsmönstret. Men efter en mindre intervention i juni – när växelkursen närmade sig 7,4760 – förtydligades den nya gränsen. Det finns tecken på ytterligare, men små, interventioner i augusti. Marknaden tycks dock ha accepterat den nya gränsen, och flödesbalansen är vanligtvis bättre under det andra halvåret. Trots en svag dansk krona väntar vi oss inga förändringar i styrräntespreaden i år.

Finland

Positiv överraskning

Den finska ekonomin har överraskat på uppsidan de senaste kvartalen. BNP ökade med nästan en procent i kvartalstakt både första och andra kvartalet, vilket har fått oss att revidera upp vår prognos för 2026. Vi tror dock att det starka första halvåret var tillfälligt och att BNP faller något under andra halvåret. Nästa år växlar tillväxten upp igen.

Tillväxten tar fart. Ekonomin visar äntligen lite mer styrka och revideringar av nationalräkenskaperna tyder dessutom på att den ekonomiska utvecklingen de senaste åren varit starkare än vad man tidigare trott. Tillväxten får stöd av både inhemsk och utländsk efterfrågan.

Stark detaljhandel. Detaljhandeln har ökat kraftigt de senaste månaderna. Det är överraskande med tanke på den fortsatt höga arbetslösheten och det svaga konsumentförtroendet. Den starkare detaljhandeln kan förklaras av en fortsatt hög reallönetillväxt samtidigt som personalnedskriningar har varit koncentrerade till vissa sektorer. Lägre räntor har dessutom inneburit ytterligare en lättnad i en högt skuldsatt ekonomi, även om den låga inflationen gör att reala räntor hålls uppe. Löneökningarna bör fortsätta att stödja konsumtionen nästa år, även om den höga arbetslösheten håller tillbaka konsumtionen.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	0,8	1,6	1,4	1,5
Hushållens konsumtion	-1,1	1,0	1,2	1,5
Export	5,0	3,6	3,5	3,0
Arbetslöshet*	9,7	10,4	10,0	9,5
Löner	3,1	3,5	3,0	2,5
HIKP	1,8	1,9	1,4	1,4
Offentligt saldo**	-3,4	-4,0	-4,0	-3,5

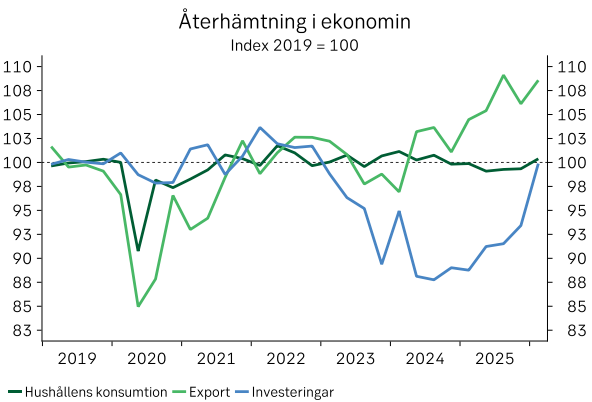
* % av arbetskraften, ** % av BNP.

Källa: Macrbond, SEB

En annan ljuspunkt är investeringarna. Ökade försvarsutgifter samt investeringar i energi och närliggande sektorer har varit viktiga drivkrafter för

tillväxten. Byggaktiviteten minskar inte längre men det finns fortfarande få tecken på en återhämtning. Fortsatt investeringsuppgång är en viktig del av tillväxten under prognosperioden. Försvars- och energirelaterade investeringar fortsätter att ge stöd, samtidigt som investeringar i den privata sektorn och, så småningom, även bostadsinvesteringar väntas spela en allt viktigare roll.

Industrin fortsätter att ta fart. Orderingången har ökat betydligt, vilket gynnar produktionen. Utrikeshandeln har växlat upp tydligt sedan början av 2025 och väntas fortsätta bidra positivt till tillväxten under hela prognosperioden, även om osäkerheten är hög givet omvärldsriskerna.



Arbetslösheten har toppat. Olika enkätundersökningar tyder på att arbetsgivarna har blivit något mer benägna att anställa, men få väntas gå in i någon större rekryteringsvåg. Arbetslösheten är fortfarande den högsta i EU. Det är positivt att löneavtalen inom exportsektorn nu fungerar som riktmärke för avtalsförhandlingarna i resten av ekonomin, vilket bidrar till att värna konkurrenskraften.

Skattesänkningar och utgiftsminskningar 2027.

Regeringen planerar inte ytterligare utgiftsminskningar utöver de som redan har beslutats. De tidigare åtgärderna kommer att kombineras med skattesänkningar, bland annat lägre inkomstskatter för både företag och höginkomsttagare. Budgetunderskottet väntas fortsätta ligga klart över 3 procent under hela prognosperioden.

Baltikum

Litauen | sid 52

Den stabila tillväxten under andra kvartalet stöddes av uttag från pensionsfonder som drev upp konsumtionen och ökade aktiviteten i andra sektorer. Enerkipriserna har hittills haft en marginellt negativ inverkan på ekonomin och inflationen toppar i höst.

Estland | sid 54

Vi räknar med en tillväxt på 2,5 procent i år. Hushållen gynnas av skattesänkningar som stärker de disponibla inkomsterna. Ökade investeringar och ljusare exportutsikter väntas lyfta tillväxten till nära 3 procent under 2027 och 2028.

Lettland | sid 53

Ekonomi har varit motståndskraftig trots yttre osäkerhet. Tillväxten väntas ligga runt 2 procent under hela prognosperioden. Investeringar och konsumtion fortsätter att driva tillväxten. Inflationen förblir hög medan arbetslösheten minskar måttligt.



Litauen

Tillväxten har nått sin topp

Den starka tillväxten under andra kvartalet stöddes inte bara av större än väntade uttag från pensionsfonder som drev upp konsumtionen, utan även ökad aktivitet inom andra sektorer.

Prisuppgången på energi har hittills bara haft en marginellt negativ inverkan på ekonomin. Tillväxten avtar kommande kvartal när den temporära uppgången i konsumtionen upphör. Inflationen når sin topp i höst. Byggproduktionen ökar kraftigt tack vare investeringar i försvarsinfrastruktur och bostäder.

46 procent har redan lämnat den andra pelaren i pensionssystemet. Siffran kan närma sig 60 procent i slutet av 2027, när uttagningsfönstret stängs. Cirka 3,8 miljarder euro, motsvarande 4,5 procent av BNP, har överförts till hushållen. Detaljhandelsförsäljningen av varaktiga varor ökade kraftigt initialt, men avtar nu gradvis. De flesta uttagna medel ligger kvar på konton och utgör därmed en sparbuffert. Tillförsikten bland konsumenterna har bara reagerat marginellt på högre inflation och är i stort sett oförändrad jämfört med i fjol. Vi sänker BNP-prognosen för 2026 något, baserat på lägre än väntad konsumtionstillväxt.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

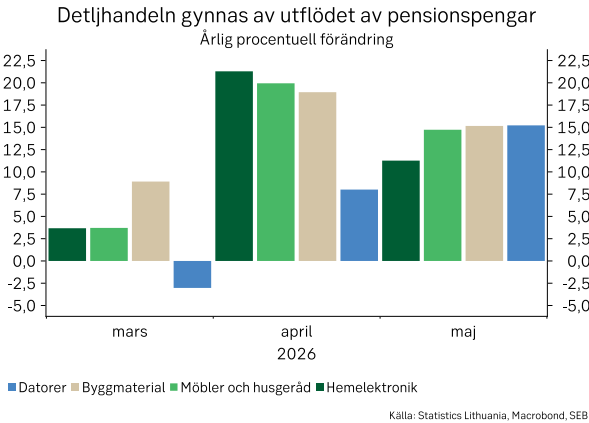
	2025	2026	2027	2028
BNP	2,9	3,0	2,1	2,7
Hushållens konsumtion	2,1	4,0	0,3	3,0
Export	5,3	0,9	3,1	3,5
Arbetslöshet*	6,9	6,7	6,8	6,7
Löner	8,4	8,5	7,0	6,5
HIKP	3,4	5,3	3,5	3,0
Offentligt saldo**	-1,8	-2,3	-2,7	-3,0

* % av arbetskraften, ** % av BNP.

Källa: Macrbond, SEB

Tillverkningsindustrin har överraskat positivt. Trots kraftigt högre energipriser och bekymmer kring leveranskedjor, fortsätter industriproduktionen att växa. Industrieläget förblir stabilt men en betydande uppgång i arbetskostnader, stark konkurrens från asiatiska producenter och brist på kvalificerad arbetskraft, begränsar framtida tillväxt. Priset på naturgas och el är en viktig risk för industriföretagen inför vintern.

Investeringar i försvarsinfrastruktur ökar. I somras påbörjades andra fasen av byggandet av Rudninkai militärcampus. EU-finansierade investeringar väntas nå sin topp i år. Kredittillväxten är också historiskt hög och byggproduktionen bidrar starkt till BNP-tillväxten i år. Stark efterfrågan och högre priser på energirelaterade varor kommer att leda till högre byggkostnader under 2026 och 2027.



Löneökningen överträffar förväntningarna och vi höjer prognosen för genomsnittlig bruttolönetillväxt för 2026 till 8,5 procent. Lönerna i offentlig sektor ökar mer än i privat sektor. Arbetsmarknaden är fortfarande tajt och sysselsättningen ökar gradvis, samtidigt som oron för AI:s påverkan på arbetsmarknaden ökar. Minimilönerna är redan satta för 2027 och kommer att öka med 8 procent, en mindre ökning än i år.

Inflationen ökar men i långsammare takt än väntat och vi sänker helårsprognosen för i år till 5,3 procent. Att matpriserna än så länge inte stigit mer hjälper, men riskbilden är på uppsidan nästa år. Årets inflation är högre än de andra baltiska ekonomiernas, främst på grund av skatteeffekter och stark inhemsk efterfrågan.

Ökningen av bostadspriserna verkar ohållbar. Högre räntor och bostadspriser som stiger långt över inkomstillväxten försämrar bostädernas prisvärdhet. Efterfrågan på bostäder får dock visst stöd från sänkningen av minimikravet på handpenning för förstagångsköpare från 15 till 10 procent.

Finanspolitiken förblir expansiv när det gäller högre sociala förmåner och försvarsutgifter och risken för den finansiella hållbarheten stiger. Den nybildade regeringen och presidenten fokuserar på att generellt öka utgifterna under de kommande åren, men diskussioner om hur det ska finansieras på sikt är fortfarande begränsade.

Lettland Motståndskraft trots osäkerhet

Ekonomin har varit motståndskraftig trots yttre osäkerhet. Tillväxten väntas ligga runt 2 procent under hela prognosperioden. Investeringar och konsumtion fortsätter att driva tillväxten. Inflationen förblir hög och lägre löneökningstakt begränsar förbättringen i köpkraften. Arbetslösheten minskar endast måttligt. Finanspolitiska påfrestningar förbli betydande och ökar de politiska utmaningarna de kommande åren.

Hittills i år pekar statistiken på en tillväxt strax över 2 procent, främst driven av energiproduktion, handel, företagstjänster och fastighetsverksamhet. Byggnadsinvesteringar har begränsats av ogynnsamma väderförhållanden, medan transport- och IKT-sektorerna minskat.

Efter tre månaders nedgång återhämtade sig sentimentsindikatorer kraftigt i juli. Förtroendet steg inom tillverkning, detaljhandel och tjänster, men försvagades inom byggsektorn. Trots svängningar den senaste tiden väntas tillväxten förbli stabil, stödd av tillväxt i investeringar och konsumtion, innan den avtar mot årets slut. Ytterligare tillväxtstöd kommer från starkare exporttillväxt och en stabil utveckling inom tillverkningsindustrin. Risken för förnyade prisökningar på energi och råvaror är den största nedåtrisen den närmaste tiden.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	2,1	2,3	2,0	2,1
Hushållens konsumtion	0,8	2,1	1,9	2,3
Export	0,1	1,7	2,2	2,7
Arbetslöshet*	6,9	6,6	6,4	6,3
Löner	7,7	6,5	6,0	5,5
HIKP	3,8	3,6	3,3	2,5
Offentligt saldo**	-2,5	-3,0	-3,0	-3,0

* % av arbetskraften, ** % av BNP.

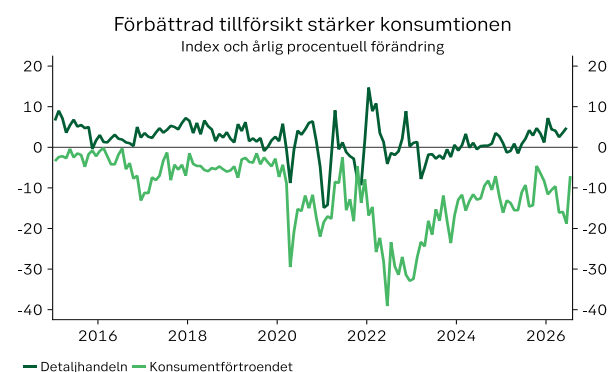
Källa: Macrobond, SEB

En kortsiktig utmaning är att bestämma framtiden för det nationella flygbolaget AirBaltic. Företaget kommer

sannolikt att behöva mer statligt stöd, vilket ökar trycket på de redan ansträngda offentliga finanserna och begränsar det finansiella manöverutrymmet ytterligare. Regeringen kan tvingas överväga skattehöjningar eller utgiftsnedskärningar som potentiellt kan påverka tillväxten.

Robusta investeringar och hushållskonsumtion. Som väntat har återhämtningen i hushållens konsumtion tagit fart och tillväxten i detaljhandelns försäljning steg med 4,8 procent i juni. Vi räknar dock med att tillväxten i total konsumtion avtar något till omkring 3 procent i slutet av året, i takt med att hushållen blir mer försiktiga inför vinterns högre energikostnader.

Investeringsaktiviteten hölls tillfälligt tillbaka av den ovanligt kalla vintern i början av året men återhämtar sig kommande kvartal. Investeringsstillväxten väntas minska i takt med att den nuvarande cykeln av EU-medel avtar i styrka. Tillväxten i företags- och hushållskrediter närmar sig också sin topp, även om efterfrågan på lån bör, trots något högre räntor, vara tillräckligt stark för att stötta fortsatt expansion på fastighetsmarknaden.



Källa: Official Statistics of Latvia, Eurostat, Macrobond, SEB

Inflationen förblir hög. Inflationen låg på 3,4 procent i juni. Pristrycket lättade på grund av lägre energipriser, stabiliserade livsmedelspriser och statliga åtgärder, såsom sänkningar av bränsleavgifter och sänkt momssats på utvalda livsmedel. Inflationen väntas dock ta fart igen under hösten, främst drivet av högre energikostnader. Livsmedelspriser väntas vara under kontroll på kort sikt men riskerar stiga nästa år.

Stabil arbetsmarknad men lägre löneökning. Första kvartalet visade på en oväntat kraftig avmattning i löneökningstakten till 4 procent från 7,7 procent förra året. Det är fortfarande oklart om det är ett statistikfel eller en ny verklighet, men en gradvis avmattning var väntad. Det innebär att tidigare starka köpkraftsförbättringar börjar mattas av.

Estland

Tillväxten återvänder men i lägre takt

Ekonomin har i stort sett utvecklats som förväntat och bedöms växa med 2,5 procent 2026. Hushållen gynnas av skattesänkningar som stärker de disponibla inkomsterna. Ökade investeringar och ljusare exportutsikter väntas lyfta tillväxten till nära 3 procent under 2027 och 2028. Åren med hög tillväxt som rådde innan pandemin verkar dock vara över. För en tillväxt över 3 procent på längre sikt behövs sannolikt nya drivkrafter.

Konsumenterna leder återhämtningen. En betydande upprevidering av BNP för första kvartalet bekräftar att ekonomin befinner sig i en återhämtningsfas. Hittills har tillväxten till stor del drivits av hushållens konsumtion, som tidigare hållits tillbaka av högre skatter och räntor, hög inflation och svagt konsumentförtroende. I år har hushållen i stället gynnats av skattesänkningar som har stärkt de disponibla inkomsterna, särskilt för höginkomsttagare. Inflationen har samtidigt minskat till omkring 2 procent. Framöver väntas konsumtionstillväxten dämpas när dessa effekter gradvis avtar.

Inflationstrycket har lättat. Inflationsutsikterna är fortsatt känsliga för energi- och livsmedelspriser, men det inhemska pristrycket har dämpats. Förutsatt att inga externa chocker inträffar, väntas inflationen ligga relativt stabilt kring 2,5 procent under hela prognosperioden.

Nyckeltal

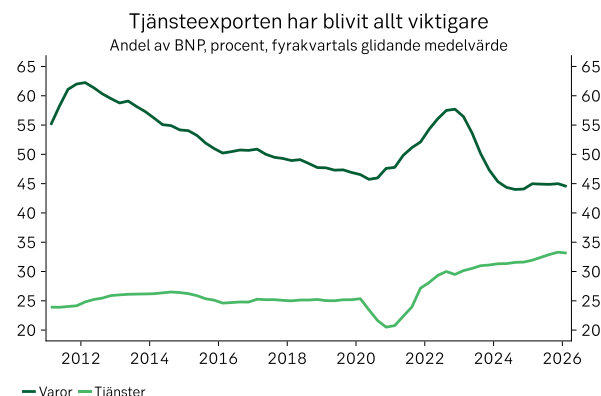
Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP	1,3	2,5	2,8	2,7
Hushållens konsumtion	-0,3	3,2	2,6	2,5
Export	4,8	2,8	4,5	3,0
Arbetslöshet*	7,5	6,5	6,1	5,8
Löner	5,6	5,8	5,5	5,5
HIKP	4,8	3,0	2,5	2,4
Offentligt saldo**	-1,2	-3,8	-4,0	-3,5

* % av arbetskraften, ** % av BNP.

Källa: Macrbond, SEB

Exportutsikterna har tydligt stärkts, drivna av positiva överraskningar i Estlands viktigaste handelspartners, även om förbättringen ännu inte syns fullt ut i statistiken. Mest anmärkningsvärd är vändningen i Finland, Estlands största exportmarknad, där tillväxten har återvänt tidigare än väntat. Detta bör ge en viss lättnad för industrin som har haft det motigt under flera år. Den större tillväxtpotentialen finns dock fortsatt inom tjänsteexporten, som har varit en viktig drivkraft för tillväxten under det senaste decenniet, understödd av tekniksektorns expansion.



Investeringarna blir en viktig tillväxtkraft och väntas stå för de största positiva överraskningarna under prognosperioden. En stor del av tillväxten beror på omfattande offentliga projekt, däribland Rail Baltica och ökade försvarsutgifter, men investeringsaktiviteten stärks även i den privata sektorn.

Arbetsmarknaden är fortsatt stabil.

Sysselsättningsgraden bland personer i åldern 15–74 år ligger redan nära 70 procent, vilket innebär att utrymmet för ytterligare uppgångar är begränsat. Lönstillväxten väntas också vara i stort sett oförändrad och fortsatt över 5 procent under hela prognosperioden.

Ekonomin tar stor plats i debatten. Ekonomiska frågor väntas få en framträdande roll i valrörelsen inför parlamentsvalet i mars 2027. Samtidigt har kritiken mot det stora budgetunderskottet och den snabbt stigande statsskulden vuxit. Även om partierna är medvetna om utmaningen saknas enkla lösningar. En stor del av utgiftsökningarna är kopplade till försvaret, samtidigt som ytterligare skattehöjningar är politiskt svåra efter flera tidigare höjningar. Vissa partier har lovat att avskaffa den impopulära fordonsskatten eller sänka momsens på livsmedel, men att genomföra sådana löften skulle vara svårt givet dagens finanspolitiska begränsningar.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2025	2026	2027	2028
BNP OECD	1,7	1,8	1,9	1,9
BNP världen (PPP)	3,4	3,1	3,2	3,3
KPI OECD	4,0	3,8	2,6	2,2
Oljepris, Brent (USD/fat)	68	90	75	70

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr USD	2025	2026	2027	2028
BNP	30 762	2,1	2,2	2,1	2,1
Hushållens konsumtionsutgifter	20 955	2,6	2,2	2,1	2,1
Offentlig konsumtion	4 165	0,6	0,2	0,7	0,8
Bruttoinvesteringar	6 553	3,0	4,3	4,6	3,7
Lagerbidrag i % av BNP	15	-0,1	-0,3	0,0	0,0
Export	3 320	1,6	4,8	4,3	4,1
Import	4 246	2,7	3,0	5,7	4,6
Arbetslöshet (%)		4,3	4,2	4,2	4,3
KPI		2,7	3,2	2,1	2,2
Kärn-KPI		2,9	2,6	2,4	2,2
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-6,8	-7,5	-7,5	-7,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		124	126	130	133

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr EUR	2025	2026	2027	2028
BNP	15 908	1,2	0,9	1,3	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	8 381	1,4	1,0	1,1	1,4
Offentlig konsumtion	3 430	1,4	1,9	1,0	1,3
Bruttoinvesteringar	3 391	2,9	1,6	1,9	2,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,2	0,1	0,0	0,0
Export	7 747	1,9	0,8	2,5	3,0
Import	7 169	3,5	1,9	2,5	3,0
Arbetslöshet (%)		6,3	6,3	6,2	6,1
HIKP		2,1	2,8	2,0	1,6
Kärn-HIKP		2,4	2,3	2,1	1,9
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-2,9	-3,4	-3,4	-3,3
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		87	88	89	90

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

		2025	2026	2027	2028
Storbritannien	BNP	1,3	1,1	1,3	1,6
	Arbetslöshet (%)	4,9	5,0	5,1	4,9
	Inflation	3,4	3,1	2,4	1,7
Japan	BNP	1,1	0,8	0,7	0,7
	Arbetslöshet (%)	2,5	2,5	2,5	2,5
	Inflation	3,2	1,7	2,1	2,2
Tyskland	BNP	0,2	0,9	1,1	1,3
	Arbetslöshet (%)	3,8	4,0	3,9	3,7
	Inflation	2,3	2,6	2,0	1,7
Frankrike	BNP	0,8	0,6	1,0	1,2
	Arbetslöshet (%)	7,7	8,2	8,1	7,9
	Inflation	0,9	2,4	1,9	1,6

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

		2025	2026	2027	2028
Kina	BNP	5,0	4,6	4,5	4,4
	Inflation	-0,1	1,1	1,2	1,5
Indien	BNP	7,7	6,8	6,9	6,8
	Inflation	2,2	4,1	4,3	4,4
Brasilien	BNP	2,3	2,0	1,8	1,9
	Inflation	5,0	4,5	4,0	4,0
Ryssland	BNP	1,0	0,8	1,1	1,9
	Inflation	8,7	6,0	4,8	4,7
Polen	BNP	3,6	3,5	3,1	3,1
	Inflation	3,8	3,0	2,7	2,5

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella styrräntor	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
USA	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
Japan	1,00	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50
Euroområdet, inlåningsränta	2,25	2,50	2,50	2,50	2,25	2,25
Storbritannien	3,75	3,75	3,50	3,00	3,00	3,00

Statsobligationsräntor, 10 år	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
USA	4,69	4,60	4,55	4,50	4,50	4,50
Japan	2,87	2,90	2,90	2,95	2,95	2,95
Tyskland	3,24	3,10	3,05	3,00	2,90	2,85
Storbritannien	5,12	4,90	4,70	4,60	4,50	4,50

Växelkurser	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
USD/JPY	159	157	155	153	153	153
EUR/USD	1,17	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20
EUR/JPY	185	184	186	184	184	184
EUR/GBP	0,86	0,87	0,88	0,89	0,88	0,87
GBP/USD	1,36	1,34	1,36	1,35	1,36	1,38

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr SEK	2025	2026	2027	2028
BNP	6 654	1,5	2,7	2,9	2,0
BNP, dagkorrigerat		1,8	2,5	2,7	2,2
Hushållens konsumtionsutgifter	3 054	1,9	3,0	2,9	2,4
Offentlig konsumtion	1 734	1,0	0,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 655	2,1	3,3	4,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	27	0,2	0,2	0,2	0,0
Export	3 505	3,8	4,9	4,7	3,7
Import	3 322	4,3	4,9	4,7	4,0
Arbetslöshet (%)		8,9	8,7	8,4	7,7
Sysselsättning		0,4	0,5	0,6	1,1
KPI		0,7	0,6	2,0	2,0
KPIF		2,6	1,2	1,9	1,8
KPIF exkl. energi		2,8	0,8	2,0	2,0
Timplöneökningar		3,6	3,4	3,3	3,2
Hushållens sparkvot, %		13,9	12,2	11,8	11,4
Real disponibel inkomst		1,3	2,3	2,2	2,0
Bytesbalansen, % av BNP		6,7	6,0	5,5	5,0
Budgetsaldo, mdr SEK		-102	-196	-208	-184
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,3	-2,4	-2,2	-1,8
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		35	37	38	39

Finansiella prognoser	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
Styrränta	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25
3-månaders ränta, STIBOR	2,06	1,95	2,30	2,45	2,45	2,45
10-års ränta	3,01	3,00	3,10	3,15	3,05	3,00
10-års räntedifferens mot Tyskland	-23	-10	5	15	15	15
USD/SEK	9,47	9,32	8,79	8,67	8,58	8,58
EUR/SEK	11,07	10,90	10,55	10,40	10,30	10,30
KIX	119,6	118,3	114,1	112,4	111,7	111,8

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr EUR	2025	2026	2027	2028
BNP	282	0,8	1,6	1,4	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	142	-1,1	1,0	1,2	1,5
Offentlig konsumtion	73	0,2	0,0	-0,5	-0,5
Bruttoinvesteringar	63	1,5	8,4	4,9	4,5
Lagerbidrag i % av BNP		0,5	0,1	0,0	0,0
Export	121	5,0	3,6	3,5	3,0
Import	116	2,6	5,1	3,9	3,6
Arbetslöshet (%)		9,7	10,4	10,0	9,5
HIKP		1,8	1,9	1,4	1,4
Timplöneökning		3,1	3,5	3,0	2,5
Bytesbalans, % av BNP		1,3	-0,5	-0,2	0,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-3,4	-4,0	-4,0	-3,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		89	92	94	95

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr NOK	2025	2026	2027	2028
BNP	5 511	1,1	1,3	0,6	0,2
BNP (fastland)	4 398	1,7	1,2	1,4	1,3
Hushållens konsumtionsutgifter	2 341	2,6	1,7	2,2	2,1
Offentlig konsumtion	1 255	2,4	2,3	1,9	1,8
Bruttoinvesteringar	1 284	0,8	-0,4	1,4	1,0
Lagerbidrag i % av BNP	-19	-1,1	-0,2	0,0	0,0
Export	2 512	2,7	2,1	-0,2	-1,0
Import	1 082	2,6	1,9	2,7	2,3
Arbetslöshet (%)		4,5	4,5	4,4	4,4
KPI		3,0	3,2	2,6	2,1
KPI-JAE		3,1	3,1	2,6	2,2
Årslöneökningar		4,9	4,6	3,9	3,6

Finansiella prognoser	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
Folioräntan	4,25	4,50	4,50	4,00	3,75	3,75
10-års ränta	4,30	4,25	4,15	4,00	3,85	3,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	105	115	110	100	95	90
USD/NOK	9,34	9,36	8,92	9,00	9,00	9,00
EUR/NOK	10,91	10,95	10,70	10,80	10,80	10,80

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr DKK	2025	2026	2027	2028
BNP	3 119	4,4	3,5	2,5	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	1 344	2,2	2,4	3,3	4,0
Offentlig konsumtion	717	2,1	3,6	5,0	2,4
Bruttoinvesteringar	716	-3,2	1,8	6,3	6,5
Lagerbidrag i % av BNP	4	-0,2	-0,4	-0,5	0,0
Export	2 158	3,5	5,1	4,8	4,8
Import	1 820	-1,2	3,1	7,2	7,4
Arbetslöshet (%)		6,6	7,0	6,2	5,4
HIKP		1,9	1,7	2,0	1,9
Timplöneökning		2,9	3,0	3,5	4,5
Bytesbalans, % av BNP		12,6	11,0	10,0	9,0
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		3,0	1,0	0,0	1,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		29	28	28	27

Finansiella prognoser	20-aug	dec-26	jun-27	dec-27	jun-28	dec-28
Styrränta	1,85	2,10	2,25	2,25	2,00	2,00
10-års ränta	3,05	2,90	2,90	2,85	2,75	2,70
10-års räntedifferens mot Tyskland	-19	-20	-15	-15	-15	-15
USD/DKK	6,40	6,39	6,22	6,22	6,22	6,22
EUR/DKK	7,48	7,48	7,46	7,46	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr EUR	2025	2026	2027	2028
BNP	84	2,9	3,0	2,1	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	46	2,1	4,0	0,3	3,0
Offentlig konsumtion	16	1,0	0,5	0,2	0,0
Bruttoinvesteringar	19	8,0	8,2	4,5	2,5
Export	61	5,3	0,9	3,1	3,5
Import	58	9,3	3,1	2,0	2,5
Arbetslöshet (%)		6,9	6,7	6,8	6,7
HIKP		3,4	5,3	3,5	3,0
Löner		8,4	8,5	7,0	6,5
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,8	-2,3	-2,7	-3,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		40	44	48	50

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr EUR	2025	2026	2027	2028
BNP	43	2,1	2,3	2,0	2,1
Hushållens konsumtionsutgifter	25	0,8	2,1	1,9	2,3
Offentlig konsumtion	10	7,0	2,1	1,5	1,8
Bruttoinvesteringar	10	9,8	4,9	2,9	4,0
Export	27	0,1	1,7	2,2	2,7
Import	29	5,7	3,7	3,0	2,7
Arbetslöshet (%)		6,9	6,6	6,4	6,3
HIKP		3,8	3,6	3,3	2,5
Löner		7,7	6,5	6,0	5,5
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-2,5	-3,0	-3,0	-3,0
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		47	49	52	53

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2025, mdr EUR	2025	2026	2027	2028
BNP	42	1,3	2,5	2,8	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	22	-0,3	3,2	2,6	2,5
Offentlig konsumtion	9	2,4	4,0	1,5	3,0
Bruttoinvesteringar	10	2,4	6,2	5,0	8,0
Export	33	4,8	2,8	4,5	3,0
Import	32	4,7	3,3	3,5	4,5
Arbetslöshet (%)		7,5	6,5	6,1	5,8
HIKP		4,8	3,0	2,5	2,4
Löner		5,6	5,8	5,5	5,5
Finansiellt sparande, offentlig, % av BNP		-1,2	-3,8	-4,0	-3,5
Bruttoskuld, offentlig, % av BNP		24	27	29	33

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	Mads Bossen Danmark +45 224 609 93	Erica Dalstø Norge +47 70 739 32 66
Pia Fromlet Euroområdet Tema: EU-handel +46 70 739 32 66	Dainis Gasputis SEB Riga Lettland +371 67779994	Gustav Helgesson Storbritannien +46 8 506 231 67
Jussi Hiljanen Räntemarknaden +46 8 506 231 67	Olle Holmgren Sverige Tema: AI-revolutionen +46 70 763 80 79	Cecilia Kohonen Kommunikatör +46 70 763 79 95
Elisabet Kopelman USA, Tema USA:s mellanårsval +46 70 655 30 17	Elizabeth Mathiesen SEB Köpenhamn Danmark +45 285 517 47	Erik Meyersson Emerging markets +46 70 739 16 83
Mihkel Nestor SEB Tallinn Finland, Estland +372 6 655 172	Tadas Povilauskas SEB Vilnius Litauen +370 686 464 76	Bjarne Schieldrop Energimarknaden, Råvaruprognoser +44 207 246 46 42
Amanda Sundström Räntemarknaden, Valutamarknaden +46 70 462 20 17	Thomas Thygesen SEB Köpenhamn Aktier, Danmark +45 214 796 56	Eugenia Victorino Kina, Indien +65 650 50 583
Gregor Vulturius Tema: EU:s handel med utsläppsrätter +46 70 739 20 16	Marcus Widén Makroprognoser +46 70 639 10 57	

Denna rapport publicerades den 25 augusti 2026.
 Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 20 augusti 2026.

Viktig information

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

Ansvar och tillförlitlighet

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

Om analyserna

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

Intressekonflikter

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

Målgrupp och distribution

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

Om SEB Group:

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

Analysmetodik

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

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

Tillämplig lag

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

Ytterligare information

För ytterligare information, vänligen besök www.seb.se

¹ MiFID (2014/65/EU).

² MAR(EU)596/2014.