

Konjunkturprognosen

Sverige hukar undan handelsrusket

- Handelskriget blir inflationsdämpande utanför USA, eftersom global tillväxt bromsar in
- Svensk återhämtning fördröjs och inflationen svalnar – Riksbanken sänker räntan två gånger i år
- Kronan stärks vidare, tack vare fallande osäkerhet och goda ekonomiska förutsättningar för Sverige

Macro Research • Konjunkturprognosen

21 May 2025



Handelsbanken

Förord

Vid ingången av året såg förutsättningarna starka ut för en svensk konjunkturuppgång med hushållen i förarsätet. Men handelsstormen som har dragit in från väst sätter krokben för den konjunkturuppgång som nyss inletts. I denna rapport lyfter vi vår bedömning av konjunkturutsikterna i denna osäkra miljö, där en slutsats är att osäkerheten i sig utgör det främsta hindret för tillväxt i svensk ekonomi i år. Förutsättningarna finns fortfarande på plats när väl osäkerheten hos hushåll och företag har lättat. Samtidigt ser vi stora skillnader mellan inkomstgrupper och hur industriföretag i olika regioner ser på de ekonomiska utsikterna.

Handelskriget kan fortfarande ta många vändningar och de långsiktiga effekterna är svåra att bedöma, sannolikt även i efterhand. Mycket talar för att säkerhetspolitiska frågor, handelsförbindelser och geopolitisk splittring kommer fortsätta prägla även den ekonomiska agendan. Den svenska, och europeiska, upprustningen av försvaret är ett konkret exempel på det. På lång sikt, och för välfärden, är produktivitetstillväxten central. Min övertygelse är att Sverige med sin låga statsskuld, heterogena näringsliv och trovärdighet för sitt politiska och finansiella system har goda förutsättningar att rusta för framtiden och att tackla även framtida ekonomiska svängningar.

Christina Nyman, chefsekonom



Utsikter för svensk ekonomi	Kortsikten	Medelsikten
TILLVÄXT	→	↗
ARBETSLÖSHET	↗	↘
INFLATION	→	↘
RIKSBANKENS STYRRÄNTA	↘	↗
LÅNGRÄNTA	→	→
BOSTADSPRISER	→	↗
SVENSKA KRONAN	↗	↗

Anm.: Pilar avser ungefärlig riktning jämfört med föregående period. Kortsikten avser närmaste året, medelsikten avser 2–3 års sikt. För svenska kronan avser pil uppåt en förstärkning mot euron (d.v.s. lägre EUR/SEK-kurs).

Källa: Handelsbanken

Innehållsförteckning

Förord	2
Global bakgrund: Skydd från det stormande handelskriget	4
Temaartikel - Inflation: Handelskriget dämpar inflationen utanför USA	13
Sverige - BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser: Ökad osäkerhet fördröjer återhämtningen	20
Sverige - Privatekonomi och bostadsmarknad: Ökad pessimism i handelskrigets spår	26
Sverige - Inflation, penningpolitik och finansmarknader: Riksbanken har utrymme att stötta återhämtningen	30
Tabellbilaga: Nyckeltal	37
Fotnoter	39
Kontaktuppgifter	42

Global bakgrund

Skydd från det stormande handelskriget

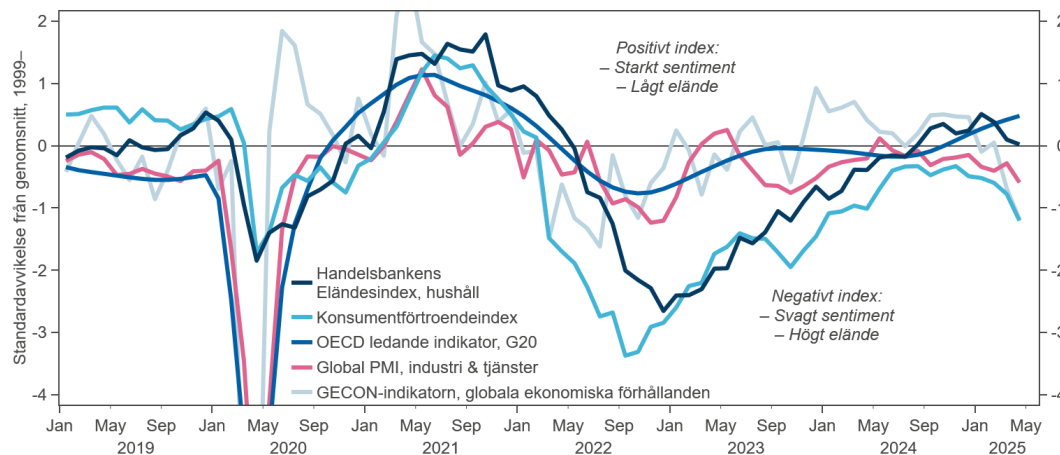
I kölvattnet av eskalerande handelskonflikt har stämmningsläget i ekonomin dykt och de finansiella förhållandena stramats åt. Trots nedtrappningen nyligen drar vi slutsatsen att skadan är skedd och förutspår svagare tillväxt och arbetsmarknad. Tullarna ser ut att förbli relativt höga, vilket slår negativt på BNP direkt men även indirekt via ökad osäkerhet. I USA underblåser handelskriget inflationen, medan en efterfrågedämpande effekt dominerar i Europa och sänker inflationen. Mot bakgrund av det räknar vi med att Fed väntar till september innan försiktiga räntesänkningar återupptas, medan ECB sänker räntan på de närmaste mötena. Riskbilden är balanserad men bred - recessionshot vs. motståndskraft, börsuppgång vs. kapitalutflöden från USA - så ny marknadsturbulens är inte utesluten.

Tullarnas tillväxteffekt: Skadan är redan skedd

Framåtblickande indikatorer för BNP-tillväxten bör rycka upp sig något under de närmaste månaderna, efter nedtrappningen i handelskriget. Men efter en väsentlig nedgång under 2025 – särskilt på grund av den amerikanska regeringens besked 2 april om dramatiska tullhöjningar – kommer nivån sannolikt att förbli låg och signalera en avmattning i global ekonomisk aktivitet. Hittills har nedgången främst visat sig i förtroendeindikatorer, såsom konsument- och företagsbarometrar. En mer exakt mätning av tillväxteffekten kommer endast gradvis att framträda eftersom 1) den direkta effekten av tullarna slår som en skattehöjning, där hushåll och företag jämnar ut konsumtion och investeringar över tid, 2) företag har agerat förebyggande inför tullhöjningarna (se nedan) för att mildra smällen, vilket gör eventuella svängningar i data svårtolkade närmaste tiden, och 3) den faktiska hårda datan publiceras med eftersläpning, många gånger flera månader senare. Vi står fast vid slutsatsen i vår [konjunkturuppdatering den 9 april](#), att handelskonflikten är ett hårt slag mot global BNP, med svag tillväxt åtminstone under 2025–2026.

Eskalering i handelskonflikten har försämrat stämmningsläget i ekonomin – en mer exakt mätning av tillväxteffekten kommer endast gradvis att framträda

Globala ekonomiska indikatorer



Källor: Macrobond, nationella källor, OECD, S&P Global, C. Baumeister et al (2022) och Handelsbanken

Anm.: Eländesindex och konsumentförtroendeindex syftar på den gemensamma faktorn i index för euroområdet, Finland, Norge, Sverige, Storbritannien och USA.

Framåtblickande indikatorer signalerar en avmattning i den globala tillväxten, men bör rycka upp sig något

Den partiella nedtrappningen i handelskonflikten kom snabbare än vi tidigare antagit och en central fråga är om det spelar någon roll eller om skadan redan är skedd? Medierapportering och data visar att godsvolymer som hanteras i hamnar har fallit men förefaller ha stabiliserats något. Snarare än ett tidigt bevis på en varaktig ekonomisk nedgång, är denna nedgång troligen delvis rekylen efter den så kallade "front-loading"-perioden, där företag agerat förebyggande och ökat lagren för att mildra effekterna av de kostnadsökningar, störningar i leveranskedjor och rena skära bristsituationer som går hand i hand med tullhöjningar och handelskrig. I slutändan räknar vi med att lageruppbbyggnaden bidrar till att jämna ut effekterna av tullhöjningarna, men att den inte fullt ut kan överbrygga svackan i ekonomin eftersom vi antar att tullarna förblir avsevärt högre än tidigare, även efter nedtrappningen, se rutan *Huvudsakliga antaganden om handelskonflikten*. Detta kommer att belasta global BNP.

Snabb nedtrappning, men i slutändan högre globala tullar än tidigare, vilket kommer belasta BNP

Huvudsakliga antaganden om handelskonflikten

- Vårt grundantagande är en partiell nedtrappning av handelskonflikten under 2025. USA:s och Kinas gemensamma tillbakarullning den 12 maj från tidigare enorma tullhöjningar var ett större steg på den vägen än vi såg i konjunkturuppdateringen i april och bidrar till att avvärja risker för kris i deras respektive ekonomier.
- Framöver förväntar vi oss att USA:s paus av de hotade högsta "ömsesidiga" tullarna antingen kommer att förlängas eller ersättas av handelsavtal, under antagandet att bilaterala förhandlingar i stort sett lyckas blidka USA genom vissa sänkningar av handelspartners tariffära och icke-tariffära handelshinder, samt andra uppgörelser. Se rutan *Risker till prognosen* för alternativa scenarier.
- Den globala genomsnittliga tullen antas i slutändan hamna på en väsentligt högre nivå än innan USA inledde årets upptrappning, eftersom det blir allt tydligare att USA:s globala grundtull på 10 procent är här för att stanna. Resan mot nedtrappning kommer att vara skakig med 1) enstaka bilaterala lösningar i förhandlingar för att undvika USA:s "ömsesidiga" tullar, 2) införanden av ytterligare sektorsspecifika tullar som USA signalerat, exempelvis inom läkemedel, halvledare och elektronik, samt 3) handelspartner som inte passivt accepterar USA:s tullhöjningar, utan känner sig tvingade att införa åtminstone partiella motåtgärder.
- För USA så antar vi att den genomsnittliga importtullen landar i häraden 10–15 procent, de 13 procent vi har i skrivande stund, klart under den tillfälliga apriltoppen på cirka 27 procent och ungefär en tredjedel av den hotade nivån (alla siffror statistiskt beräknade genomsnitt utifrån importsammansättning före eskaleringen). Om handelspartner svarar med proportionerliga tullhöjningar, så skulle tullen på export från USA stiga i samma utsträckning. De slutliga handelsavtalen kommer sannolikt att skilja sig mellan USA:s handelspartner med olika typer av sektorsspecifika detaljer, regleringar, undantag, kvoter, etc. Den genomsnittliga tullnivån är därmed endast en grov indikation på hur handel, värdekedjor och konsumenter drabbas.
- Mot EU antar vi att USA höjer tullarna med ca 10 p.e., till ca 11,5 procent. Det är något högre än gällande nivå i skrivande stund (ca 10 procent), eftersom vi antar att tullar införs även på bland annat läkemedel, som utgör runt en fjärdedel av EU:s export till USA. Tillsammans med bilar och stål skulle sektorsspecifika tullar då reglera runt 40 procent av EU:s export till USA. Detta innebär att den genomsnittliga tullen på EU:s totala export (exklusive handel inom EU) ökar med cirka 2 p.e., eftersom ca en femtedel av EU:s export går till USA.^[1] Från EU:s sida antar vi svarstullar nära 10 procent på import från USA, medan EU:s tullar mot andra handelspartner antas hållas i stort sett oförändrade. Detta innebär att den genomsnittliga tullen på EU:s totala import höjs med knappt 1,5 p.e., eftersom import från USA står för knappt 15 procent av total import till EU.^[2]
- Mot Kina antar vi att USA vill behålla högre tullar, men med en viss ytterligare nedtrappning från dagens 40 procent till omkring 30 procent – fortfarande mer än en fördubbling av ursprungsnivån. Detta innebär att den genomsnittliga tullen på Kinas totala export ökar med cirka 2.5 p.e., eftersom knappt 15 procent av kinesisk export går till USA. Från Kinas sida antar vi ungefär proportionerliga svarstullar. Detta innebär att den genomsnittliga tullen på Kinas totala import höjs med drygt 1 p.e., eftersom import från USA står för knappt 7 procent av total import till Kina.
- Vi analyserade även handelskonfliktens makroekonomiska effekter i vår [konjunkturuppdatering den 9 april](#) och i en artikel om tullar i vår [konjunkturrapport från januari \(se sida 9–14\)](#).

Den europeiska ekonomin väntas drabbas mindre än den amerikanska, via den direkta handelskanalen. När USA höjer tullarna mot samtliga handelspartner minskar inte bara importen. Exporten sjunker ungefär lika mycket, inte minst eftersom resurser måste tas från produktiva, konkurrenskraftiga företag, ofta exportörer, och istället omfördelas till ineffektiva verksamheter som täcker importbortfallet. Därtill ökar bristsituationer och kostnader genom leveranskedjorna. I kontrast till detta räknar vi i vårt huvudscenario med att Europa endast höjer tullar mot en handelspartner, USA, som representerar en relativt liten andel av Europas totala handelsflöden.

Europa drabbas mindre än USA, eftersom endast den senare höjer tullar mot alla handelspartner

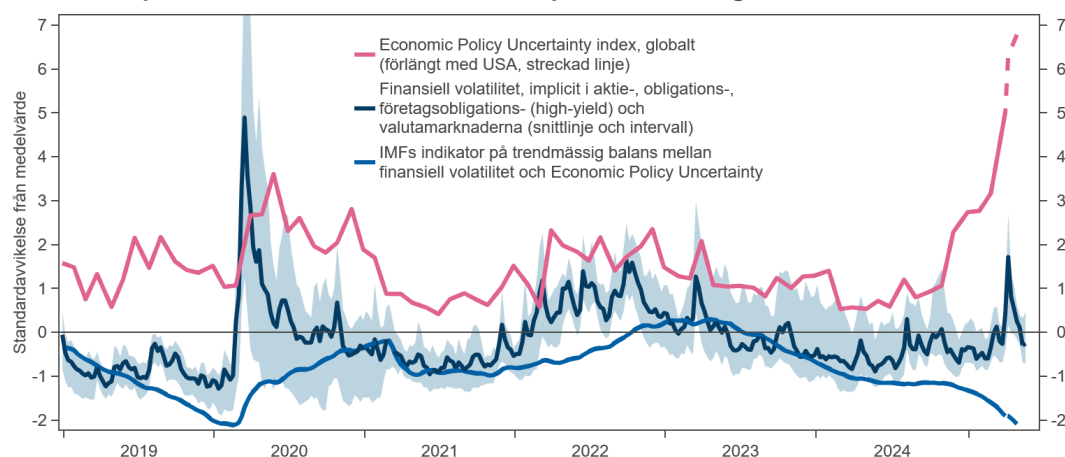
En annan tidig varningssignal är de mer restriktiva finansiella förhållandena, som blivit resultatet av marknadsoron i handelskrigets kölvatten, och som gör det dyrare och potentiellt svårare för hushåll och företag att låna, vilket bromsar BNP-tillväxten. Å ena sidan tyder amerikanska börsnoterade företags rapporter för första kvartalet på att större företag hoppas att stormen blåser förbi och försöker rida ut den genom att hålla sina investeringsprognoser intakta, även om investeringarna sägs minska något under andra kvartalet samtidigt som många företag valt att inte guida alls på grund av den förhöjda osäkerheten. Mindre företag är generellt sett mindre motståndskraftiga och åtminstone i USA finns det nu alarmerande signaler på en negativ reky i investeringsplanerna, efter att Donald Trumps valseger initialt gav skjuts åt planerna.

Stramare finansiella villkor begränsar hushållens och företagens konsumtion

Högre osäkerhet och risker driver marknadsoro och därmed stramare finansiella förhållanden, men skadar även konsumtion och investeringar direkt. I vissa avseenden har osäkerheten börjat avta jämfört med den bräckliga grund vår prognos vilade på i januari, bland annat eftersom första rundan i handelskonflikten nu ligger bakom oss istället för att utgöra en *known unknown*. Marknadens inprisade osäkerhet har också minskat från toppen i april, mätt som implicit volatilitet på aktie-, ränte-, kredit- och valutamarknaderna. Men de här två tentativa förbättringarna är klen tröst och kanske kortlivade, eftersom 1) den "ökande säkerheten" beror på en realisering av ogynnsamt ekonomiskt scenario, 2) måtten på marknadsosäkerhet ligger fortfarande strax högre än under "normala" år (över typvärdet), och 3) måtten på marknadsosäkerhet ligger fortsatt klart lägre än vad som är förenligt med de mycket allvarigare signalerna från index för ekonomisk-politisk osäkerhet och geopolitisk risk – en obalans som IMF pekat ut sedan tidigare (se graf). Vi räknar därför med svagare investeringar och en försenad konsumtionsåterhämtning, vilket ytterligare kommer att dämpa den globala BNP-tillväxten 2025.

Osäkerhet är en annan viktig faktor som dämpar konsumtion och investeringar

Ekonomisk-politisk osäkerhet vs. marknadens inprisade kortsiktiga volatilitet



Källor: Macrobond, Bloomberg, CBOE, Economic Policy Uncertainty, ICE, JP Morgan och Handelsbanken

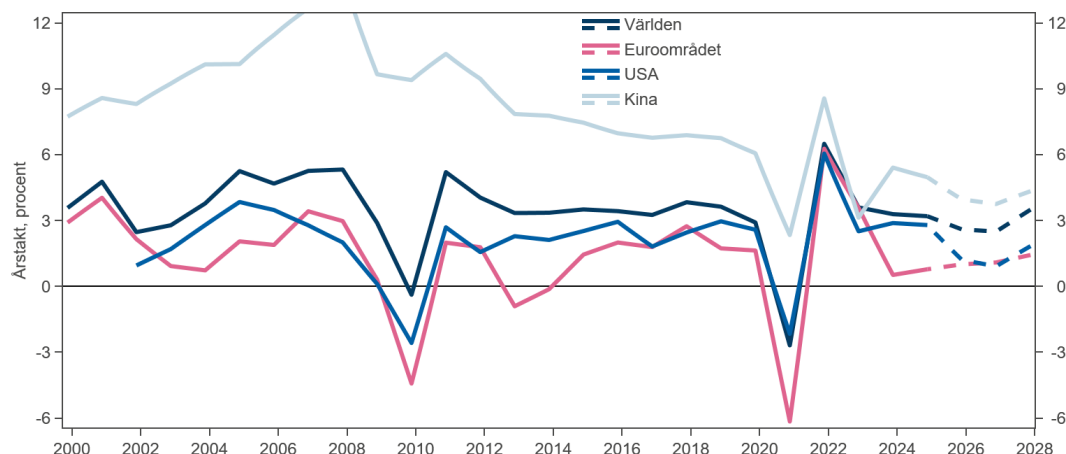
Anm.: IMF:s indikator replikerad från analys i GFSR, oktober 2024. Trend avser ett års glidande medelvärde.

Ekonomisk-politiska osäkerheten är stigande - marknadsvolatiliteten reagerade saktfärdigt, men VIX och andra mått har nu fallit tillbaka från apriltopparna och underskattar riskerna, säger IMF:s indikator

Steg för steg under 2026 och 2027 bör världsekonomin börja återhämta sig. Vid det laget bör de gradvisa penningpolitiska lättnaderna vi förutspår ha fått full effekt. Vidare räknar vi med att finanspolitiken blir något mer expansiv – försiktigt trotsandes oro för redan höga statsskulder – ger stöd åt tillväxten och understödjer behovet av försvarssatsningar, inte minst i Europa. Konsumtion och investeringar bör ta fart i takt med att hushåll och företag återfår förtroendet och har en uppdämd efterfrågan från 2025. Vi förutspår också att världshandeln finner fotfäste och återgår till tillväxt, dock utan förväntningar om full återhämtning från chocken 2025. Sammantaget förutspår vi att global BNP kommer att växa med svaga 2,7 procent både 2025 och 2026, men notera den skarpa kontrasten i tillväxtriktning under loppet av dessa två år – inbromsning under första, uppväxling under andra. Återhämtningen fortsätter med 3,3 procent tillväxt 2027, men riskerna är betydande – se alternativa scenarier i rutan *Risker till prognosen*.

En gradvis vändning till global återhämtning under 2026–2027, men världshandelstappet blir bestående

Global BNP-prognos



Källor: Macrobond, IMF och Handelsbanken

Stagnerande tillväxt i USA, bakslag i redan utmanade kinesiska ekonomin och en fördröjd återhämtning i euroområdet innebär svag global prognos

Översikt större ekonomier

Euroområdet – se artikel i *Global Macro Forecast*, vår engelskspråkiga konjunkturrapport.

Kina

- Det första kvartalet gav några gynnsamma datautfall och i maj offentliggjorde Beijings policymakare ytterligare stimulanser för att stärka ekonomin, bland annat räntesänkningar från centralbanken PBOC.
- Men ihållande inhemska utmaningar, inklusive dämpad konsumtion, en krisande fastighetssektor och en negativ demografisk utveckling, samverkar nu dessutom med global handelskonflikt – tillsammans utgör de ett starkt hot mot regeringens tillväxtmål på 5 procent. Ett fullskaligt handelskrig vore ekonomiskt ohållbart för både USA och Kina, och en 90 dagars paus för de skyhöga tullnivåerna som lanserades i april är nu i kraft vilket ger tid till mer dialog.
- BNP-tillväxten förutspås bromsa in 2025, för att sedan återhämta sig under 2026 och in i 2027. Exporten, en viktig drivkraft för tillväxten, väntas på grund av tullarna minska från de starka nivåerna som rådde under första kvartalet när företag i inte minst USA agerade förebyggande och ökade sina lager. Den inhemska efterfrågan förblir relativt svag trots pågående stimulansåtgärder.

USA

- Ekonomin bromsar in, men första kvartalets negativa totala BNP gav en missvisande mörk bild av den underliggande tillväxten. Motvinden bedöms öka 2025–2026. Större tullhöjningar än väntat, inte bara mot strategiska rivalen Kina utan även mot alla andra handelspartner, kommer att skada tillväxten. Försämrade utsikter för utrikeshandeln och ökad osäkerhet har lett till kraftigt fallande investeringsplaner för företagen.
- Konsumtionstillväxten väntas mattas av på grund av sjunkande realinkomster i takt med att inflationen stiger i spåren av tullar. Vidare dras inkomster och konsumtion med i fallet när arbetsmarknaden försvagas framöver. Dessutom räknar vi med att den låga sparkvoten kommer att stiga, eftersom osäkerheten gör konsumenterna försiktiga. Sammantaget förutspår vi med en något svagare BNP-tillväxt och något högre arbetslöshet än konsensus.
- Fed förväntas fokusera på inflationsdelen av sitt dubbla mål, eftersom en ny svår inflationsepisod som en större risk än lågkonjunktur. Inflationsförväntningarna bland hushåll, företag och investerare är på väg upp och vi spår att inflationen tar fart framöver. Därför ser vi att Fed avvaktar med nästa räntesänkning till september och bara sänker långsamt under 2026–2027. Den federala budgeten ser ut att öka underskottet markant, men ger endast måttlig BNP-stimulans.

Inflationen åter på frammarsch i USA, men under kontroll globalt

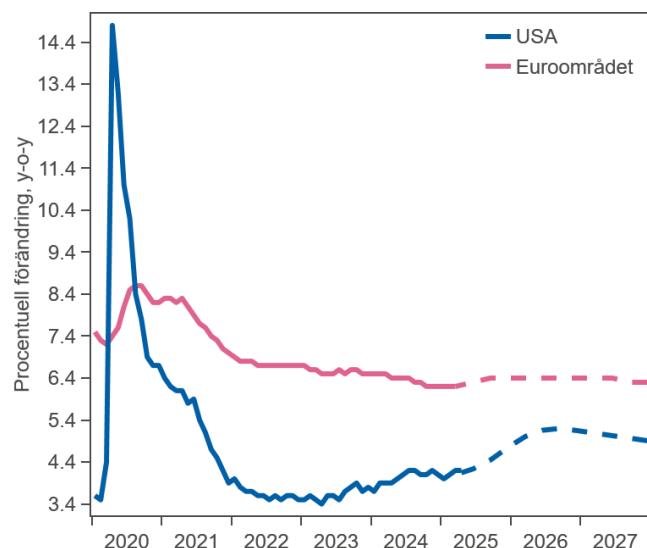
Vi förväntar oss en försvagning av arbetsmarknadsläget. I USA hänger arbetskraftsbristen kvar, vilket gör att vi prognostiserar bara en måttlig ökning av arbetslösheten, då företag antas delvis hamstra arbetskraft givet den milda inbromsning i BNP-tillväxten som vi förutser. I Europa saktar ekonomin inte in påtagligt, men den försenade återhämtningen är kostsam eftersom företag redan har hamstrat personal under flera svaga år. Därför förväntar vi oss en viss förlust av arbetstillfällen framöver, men främst genom avgångar snarare än uppsägningar. Sammanfattningsvis prognostiserar vi en ökning av arbetslösheten på kort sikt, följt av en stabilisering och därefter en viss nedgång på medellång sikt.

Arbetslösheten
förväntas stiga på kort
sikt

Inflationen väntas åter gå på frammarsch i USA i år, medan inflationsnedgången fortsätter i Europa. Detta står i kontrast till erfarenheterna av synkroniserade globala inflationsrörelser, men orsakas av handelskriget vilket väntas få motsatta effekter på inflationen i USA och övriga världen, se temaartikel om inflation. I USA driver stigande importpriser och utbudsstörningar upp inflationen. I Europa och på andra håll är störningen inflationsdämpande, främst på grund av ökad osäkerhet och försvagad efterfrågan, vilket håller tillbaka kostnadstrycket på arbetsmarknaden och vinstmarginalerna. Den inflationsdrivande effekten av svarstullar och de indirekta effekterna av höga tullar mellan USA och Kina är sannolikt begränsade och vägs med råge upp av ökad global konkurrens och den dollarförsvagning som vi förutspår. Under 2026 väntas den amerikanska inflationen börja svalna, medan inflationen i euroområdet väntas sjunka något under ECB:s mål. Under 2027 räknar vi dock med att inflationen stabiliseras nära 2 procent.

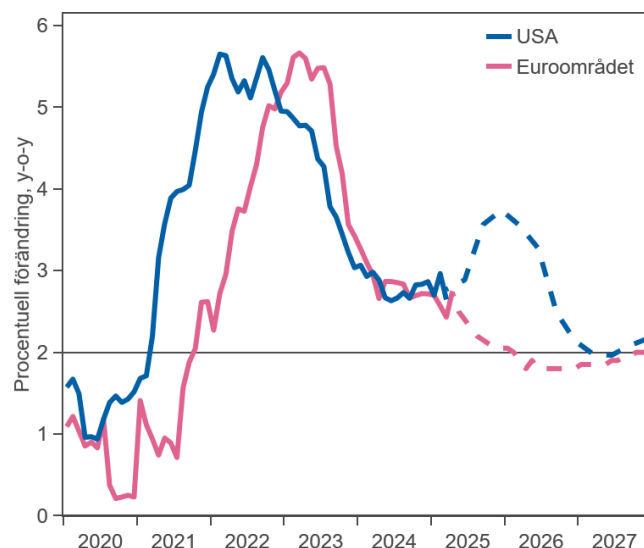
Handelskriget blir
inflationsdämpande
utanför USA

Arbetslöshet



Källor: Macrobond, Eurostat, BLS och Handelsbanken

Inflation



Källor: Macrobond, Eurostat, BEA och Handelsbanken

Styrräntesänkningar motverkas av högre riskpremier i marknadsräntor

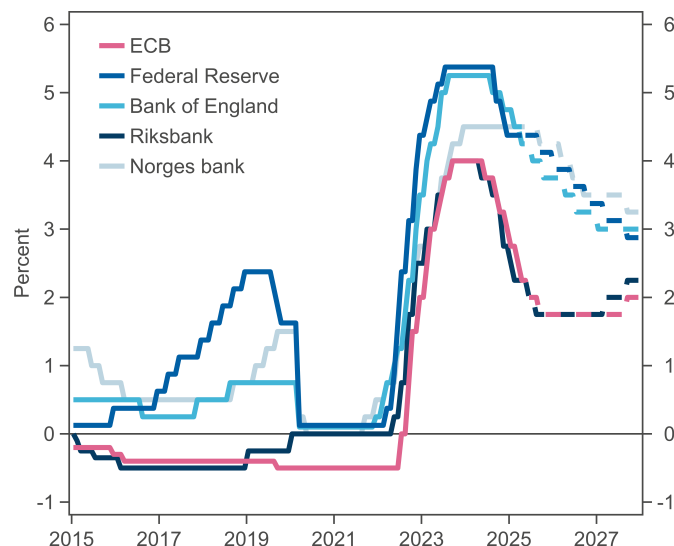
Centralbankerna förväntas sammantaget sänka styrräntorna mer än vi räknade med innan vår konjunkturuppdatering i april. Detta innebär att vi bedömer att centralbankerna delvis kommer att "se igenom" risken för tullrelaterat inflationstryck och för de flesta – undantaget amerikanska Fed, se rutan *Översikt större ekonomier* – blir tillväxtrisken den dominerande faktorn för penningpolitiken, i kölvattnet av den stagflationistiska störning som handelskriget medfört. [3] Samtidigt måste centralbankerna förbli vaksamma inför risken för en ny inflationskris och därför prognostiserar vi att räntesänkningarna blir försiktigare än genomsnittet av tidigare konjunkturedgångar. En förutsättning för ett sådant balanserat agerande är att de finansiella marknaderna fortsätter att fungera normalt, även när lågkonjunkturen realiserar framöver. Ett första sådant test har redan avklarats: turbulensen efter den 2 april ledde inte till att marknaderna spårade ur och hamnade i finansiell stress.

Centralbanker förväntas
sänka räntorna
ytterligare för att mildra
tillväxtnedgången, men
försiktigare än vad som
är vanligt under
lågkonjunkturer

Vår sedan länge hållna syn att löptidspremierna på obligationsmarknaden är på uppgång har visat sig vara korrekt, men efter den kraftiga uppgången i upptakten till vår rapport i januari förutspådde vi då en partiell rekyl.^[4] Den slutsatsen kan ha varit förhastad, eftersom marknaden i stället för att dämpas av en allmän minskning av risk och osäkerhet, nu upplever motsatsen med ny oro kring tillväxt, inflation och statens upplåningsbehov (finanspolitik).^[5] Sammantaget är vår prognos för de längre marknadsräntorna en gradvis nedgång framöver, drivet av centralbankernas sänkningar. Men mot slutet av 2027 räknar vi med att de längre marknadsräntorna fortfarande kommer att vara betydligt högre än under det senaste decenniet, främst på grund av högre styrräntor, drivet av högre neutralräntor, men också på grund av en högre löptidspremie.

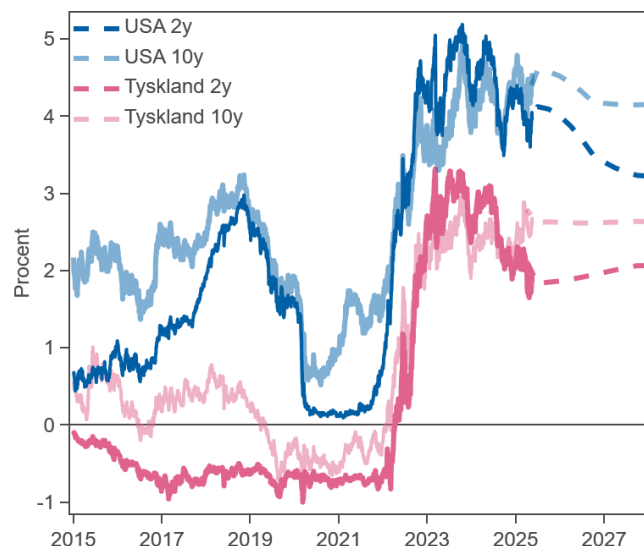
Långa räntor väntas sjunka långsamt, men förbli väsentligt högre än under det senaste decenniet

Styrräntor



Källor: Macrobond, ECB, Federal Reserve, Bank of England, Norges Bank, Riksbanken och Handelsbanken

Statsobligationsräntor



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Golvad, men inte uträknad: Dollarn försvagas på stagflationstendenser

Balansen mellan de viktigaste drivkrafterna bakom dollarn har skiftat, och nya faktorer har hamnat i fokus, vilket sammanlagt har lett till en kraftig försvagning sedan början av året. Därmed är dollarn nu är svagare mot exempelvis euron än vad vi tidigare prognostiserat, även jämfört med vår prognosuppdatering i april. Vi har dock tidigare lyft fram risken för en djupare dollarförsvagning, kopplad till att tvivlen ökar kring dess status som världens ledande valuta.^[6] Vi vidhåller att oron för *de-dollarisation* är överdriven, se rutan *Dollarn har tillfälligt förlorat sin glans – inte sin status*, men räknar ändå med att dollarn kommer att fortsätta försvagas. Det drivs främst av USA:s stagflationstryck och en avtagande tilltro till Trump-administrationens förmåga att föra en solid ekonomisk politik.

Dollarn har försvagats, snabbare än väntat

Faktorer som generellt talar för en svagare dollar och i vissa fall en starkare euro (EUR/USD upp):

- En relativ försvagning av amerikanska konjunkturutsikter. Denna tendens går längre om vår BNP-prognos för USA, som ligger under konsensus, realiseras och kan få genomslag på marknaderna.
- Stagflationsimpulsen som handelskriget skapat är svår att hantera för beslutsfattare och ökar risken för penning- och finanspolitiska felsteg, inte minst från Fed. Det bidrar till stigande riskpremier och ökar trycket på kapitalutflöden från USA när den riskjusterade avkastningen sjunker och kapital omallokeras globalt.
- Förtroendet för administrationens förmåga att föra en sund politik – inom ekonomi, utrikesrelationer, handel, försvar och så vidare – kommer sannolikt att försvagas ytterligare i takt med att sämre inkommande data bekräftar oron för politiken. Detta bidrar till en gradvis nedgång i dollarns attraktionskraft som en säker hamn, men också till debatten om dollarns roll som världens reservvaluta – även om vi anser att den senare är överdriven, se ovan.
- Europeiska tillväxtutsikter har stärkts, inte minst tack vare den avgörande förändringen i tysk finanspolitik som lyfter BNP-prognosen något. Utöver detta bidrar det ökade och mer akuta behovet av att kraftigt öka försvarsutgifterna till att stimulera den ekonomiska aktiviteten på kort till medellång sikt.

Flera faktorer talar för en fortsatt dollarförsvagning...

- Offentliga finanserna är sköra på båda sidor av Atlanten, men tydligt mer ohållbara i USA, särskilt då den kommande budgeten ser ut att innebära ett kraftigt ökat underskott vilket ökar riskerna på obligationsmarknaden. I Europa är problemet mindre, med Frankrike som ett olyckligt undantag.
- Värdestabiliteten, en central egenskap hos en *safe haven*-valuta, hos euron och andra europeiska valutor visade sig tydligt under den globala marknadsoron i mars–april, vilket bekräftar att investerare och centralbankers reservförvaltare har möjlighet att ytterligare diversifiera bort från dollarn. En bidragande orsak är sannolikt den politiska trovärdigheten i Europas demokratier, till exempel det sansade och ekonomiskt välvägdade sätt på vilket handelskonflikten hittills har hanterats.
- USA:s positiva räntedifferens förväntas minska under de kommande åren.

Faktorer som talar för en starkare dollar och en svagare euro (EUR/USD ned):

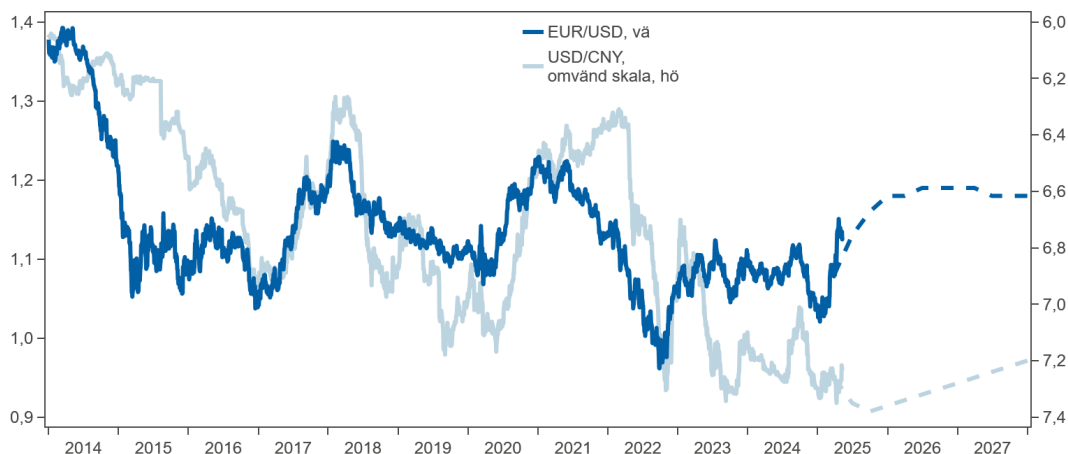
- En del av narrativet om "amerikansk exceptionalism" lever fortfarande kvar, då utsikterna för USA:s produktivitetstillväxt fortfarande ser något starkare ut än för jämförbara ekonomier, även efter att de tillväxtfientliga delarna av Vita husets ekonomiska politik vägts in.

...men amerikanska näringslivets produktivitet är en styrka för dollarn

Sammantaget ser vi att EUR/USD når 1,19 – nära vår uppskattning av den långsiktiga jämviktsnivån. Våra prognoser för andra viktiga globala valutor inkluderar en kortsiktig försvagning av den kinesiska yuanen, vilket bidrar till att mildra effekterna av tullhöjningarna på exporten.

Vi bedömer att EUR/USD närmar sig sin långsiktiga jämviktsnivå

Nyckelprognoser för större valutakurser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Dollarn förväntas försvagas på alla fronter

Dollarn har tillfälligt förlorat sin glans – inte sin status

Dollarn har förlorat en del av sin attraktionskraft som en säker hamn under de senaste månaderna, efter sin försvagning och tecken på kapitalutflöden från amerikanska tillgångar. Vid flera tillfällen har dollarn försvagats även under episoder med fallande riskvilja, *risk off*, på marknaden – ett ovanligt mönster för vad som vanligtvis är världens främsta *safe haven*-valuta.

Men det är viktigt att inte blanda ihop dollarns roll som säker hamn med dess strukturella roll som världens dominerande valuta. Den senare är mycket mer förankrad och vilar på flera fundament:

- **Reservvaluta:** Dollarn står för ungefär 58 procent av centralbankernas valutareserver globalt, medan motsvarande andel av den andraplacerade euron står för 20 procent (IMF).
- **Finansieringsvaluta:** Cirka 64 procent av världens skuld är denominerad i dollar, jämfört med 23 procent i euro (BIS).
- **Faktureringsvaluta:** Den globala handeln, särskilt med råvaror som olja, är överväldigande prissatt i dollar. Statistik från 2022 visade att dollarn användes för att prissätta cirka 54 procent av den globala handelsfaktureringen (Brookings).
- **Betalningsvaluta:** Gränsöverskridande betalningar görs till stor del i dollar. I mars 2025 stod dollarn för 49 procent av de globala betalningar som behandlades via SWIFT, vilket överträffade eurons andel på 22 procent (SWIFT).

Dessa funktioner är djupt sammanflätade. Till exempel, eftersom dollarn dominerar finansiering, prissättning och betalning, är det globala banksystemet starkt beroende av tillgång till dollar. Därför håller centralbankerna dollarreserver inte bara för handels- eller interventionsändamål, utan för att säkerställa att de kan backa upp sina inhemska banksystem i tider av stress.

Medan rollen som säker hamn kan fluktuera med sentiment, politik eller geopolitik – och komma tillbaka lika snabbt som den försvann – är rollen som dominerande valuta djupt inbäddad i den globala finansiella infrastrukturen. Att ersätta den skulle ta många år och kräva ett trovärdigt alternativ, vilket för närvarande inte finns. Euron kommer närmast, men begränsas fortfarande av institutionella hinder. Renminbin ligger ännu längre efter, med brist på konvertibilitet och globalt förtroende.

Denna kontext hjälper till att förklara vad som annars kan framstå som en motsägelse i amerikansk politik. Administrationen talar om en "strong dollar policy" men signalerar samtidigt att en svagare dollar vore önskvärd. Vad man syftar på med "strong dollar policy" handlar om att bevara dollarns globala dominans inom reserver, finansiering, fakturering och betalningar – inte nödvändigtvis ett högt växelkursvärde.

Faktum är att dollarn enligt de flesta mått fortfarande är övervärderad. En något svagare växelkurs skulle hjälpa amerikanska exportörer utan att hota dollarns internationella roll. Administrationen verkar sikta på just detta: en billigare dollar, men en som fortsätter att förankra det globala finansiella systemet. Den senaste tidens depreciering har dock till stor del drivits av försämrade utsikter för den amerikanska ekonomin och stigande rädsla för stagflation – en utveckling som knappast är välkomna nyheter för administrationen.

Risker till prognosen: Riskbilden är balanserad men bred

Vi bedömer att riskerna för ekonomin nu är mer balanserade, efter att de större nedåtrisker som beskrevs i vår konjunkturprognos i januari delvis har materialiserats, vilket föranledde oss att justera ned vårt huvudscenario i konjunkturuppdateringen i april. Samtidigt bedömer vi att osäkerhetsintervallet kring vår huvudprognos är bredare än normalt – även om vi har större klarhet kring de inledande faserna av handelskonflikten, råder stor osäkerhet kring framtida utvecklingsfaser och, kanske ännu viktigare, de makroekonomiska effekterna av en eskalering i denna aldrig tidigare skådade omfattning.

- På nedsidan bygger vårt negativa alternativscenario på antagandet att handelsförhandlingarna stannar av, att USA återinför en betydande del av de pausade "ömsesidiga" tullarna och att resten av världen svarar med fullständig vedergällning. I detta handelskrigsscenario blir nedgången i den internationella handeln betydligt mer allvarlig, förnyad marknadsoro skärper de finansiella villkoren, och försämrat förtroende hos hushåll och företag ger ett kraftigt bakslag för konsumtion och investeringar. Den svagare ekonomin slår mot arbetsmarknaden, med tydligt högre arbetslöshet som i sin tur fördjupar och förlänger lågkonjunkturen ytterligare. De flesta centralbanker "ser igenom" den initiala inflationsimpulsen och sänker styrräntorna kraftigt för att mildra nedgången, vilket annars skulle leda till kraftig disinflation på medellång sikt. Men amerikanska Fed ställs inför en stagflationschock av sådan magnitud att de i stället tvingas höja styrräntan för att dämpa inflationen och bevara förankringen av inflationsförväntningarna. Finanspolitiken tillför visserligen stimulanser till ekonomin, men sammantaget leder scenariot till en global recession, inklusive i Europa. I ett sådant scenario bedömer vi att svensk tillväxt skulle kunna öka med endast 0,8 procent i år och 0,4 procent nästa år. Riksbanken sänker räntan till 1,0 procent för att mildra konsekvenserna.

- På uppsidan bygger vårt positiva alternativscenario på att hushåll och företag visar sig vara motståndskraftiga mot tullchocken, att handelsförhandlingarna leder till en större avtrappning än i vårt huvudscenario, samt att osäkerhetskanalen i ekonomin förblir relativt dämpad och inte förstärker de direkta negativa effekterna på handeln. I detta scenario minskar exporten fortfarande, men spridningseffekterna på hushållens konsumtion, investeringarna och arbetsmarknaden blir betydligt mindre. Inflationen visar sig vara mer trögrörig, drivet av ökad prissättningsförmåga, vissa sekundära effekter samt oro för att inflationsförväntningarna inte längre förankras. Därför skulle centralbankerna hålla en mer restriktiv penningpolitik, där Federal Reserve inte sänker styrräntan alls under 2025 och inte når sin neutrala räntenivå under prognosperioden 2025–2027, medan ECB enbart normaliserar sin styrränta till 2 procent. I Sverige bedöms tillväxten i ett sådant scenario uppgå till 2,0 procent i år och 2,6 procent nästa år. Riksbanken ligger still med räntan på 2,25 procent.

- Slutligen finns flera andra faktorer som innebär både uppåt- och nedåtrisker. Geopolitiska spänningar och geoeconomisk fragmentering förväntas förvärras något ytterligare till följd av handelskonflikten, men givet det breda spektrumet av spänningspunkter globalt är såväl förbättring som försämring möjliga. Förnyad marknadsoro och stramare finansiella villkor skulle i värsta fall kunna leda till en kreditåtstramning (företagsutlåningsstandarder stramades åt under första kvartalet 2025), men stress i de finansiella marknaderna bedöms som osannolik och centralbankerna har verktyg för att säkerställa att marknaderna fungerar. Omvänt skulle mer optimistiska marknader och lösare finansiella villkor kunna främja en ökad kreditgivning.

Temaartikel - Inflation

Handelskriget dämpar inflationen utanför USA

I kontrast till normala synkroniserade inflationsmönster bedömer vi att handelskriget har motsatta effekter på inflationen i USA och resten av världen. I USA driver stigande importpriser och utbudsstörningar upp inflationen. På andra håll är chocken inflationsdämpande, främst på grund av ökad osäkerhet och försvagad efterfrågan, vilket håller tillbaka kostnadstryck och vinstmarginaler. Den inflationsdrivande effekten av svarstullar och de indirekta effekterna av höga tullar mellan USA och Kina är sannolikt begränsade och överskuggas av ökad global konkurrens i kombination med en svagare dollar. Hur handelskriget utvecklas är fortfarande mycket osäkerhet. Förändrat prissättningsbeteende är en risk och flaskhalsar i leveranskedjor kan öka pristrycket när efterfrågan återvänder.

Inflationsdrivande i USA och inflationsdämpande på andra håll

I vårt huvudscenario räknar vi med att handelskriget kommer att pressa upp inflationen i USA samtidigt som det har en inflationsdämpande effekt i övriga delar av världen. Detta står i kontrast till historiska mönster med en hög grad av synkronisering av inflationen i utvecklade ekonomier. Enligt en studie av ECB uppskattas till exempel att gemensamma globala faktorer förklarar cirka 70 procent av inflationsvariationen i OECD-länderna.^[7] Dessa resultat understryker hur globala chocker – såsom fluktuationer i råvarupriser och covid-19-pandemin – driver globala inflationstrender. Alltmer synkroniserade konjunkturcykler och centralbankernas gemensamma inriktning mot inflationsmål har också bidragit till denna konvergens. I den nuvarande situationen ser vi däremot endast begränsade globala spridningseffekter av USA:s tulldrivna inflationsuppgång.

I kontrast till inflationens normala mönster med synkroniserad utveckling mellan länder

Tvärtom förväntas handelskriget för de flesta ekonomier innebära en negativ impuls för efterfrågan som dämpar inflationen. Den primära transmissionskanalen verkar genom ökad global osäkerhet kring de handelspolitiska spelreglerna. Osäkerheten tynger företagens och konsumenternas sentiment, dämpar den ekonomiska aktiviteten, vilket i sin tur pressar ner inflationen. Utvecklingen av priserna på globalt handlade varor – inklusive råvarupriser – verkar i samma riktning, återigen inte minst till följd av den generella avmattningen i den globala konjunkturen. Vid sidan av osäkerhetskanalen är prisseffekterna av högre tullar på globalt handlade varor tvetydig men vi bedömer att minskad amerikansk importefterfrågan dominerar över kostnadsökningar, och att nettoeffekten även för denna kanal är inflationsdämpande utanför USA.

Den primära inflationsdämpande transmissionskanalen verkar genom ökad global osäkerhet

Handelskrigets utveckling är fortsatt mycket osäker

Det saknas fortfarande konkreta bevis för både en bred nedgång i ekonomisk aktivitet och en avtagande inflation, så centralbankerna kommer sannolikt att fortsätta att vara vaksamma på risken för ett förnyat eller ihållande inflationstryck. Det finns även stora frågetecken kring hur länge handelskriget kommer att pågå, hur det slutar och hur det slår på ekonomin, med betydande risker i båda riktningar, se avsnittet *Global bakgrund*. I vårt huvudscenario är den politiska osäkerheten fortsatt hög – både när det gäller tullar och andra områden för globalt samarbete – även om den förväntas lätta gradvis under andra halvåret. Framgångsrika förhandlingar åtföljda av endast små höjningar av tullarna skulle fortfarande kunna avvärja en tydlig avmattning i aktiviteten och i förlängningen därmed också dess inflationsdämpande effekter. Omvänt skulle en upptrappning som involverar fler länder och en djupare global ekonomisk fragmentering öka risken för ett globalt stagflationsscenario. Resultatlösa förhandlingar med förlängda pauser och återkommande hot skulle troligen förstärka den avvaktande hållningen bland företag och hushåll, ytterligare fördröja återhämtningen och därmed dämpa inflationstrycket ytterligare.

Den politiska osäkerheten är fortsatt hög, även om den väntas lätta gradvis under andra halvåret

Kostnadstrycket dominerar i USA

En viktig skillnad mellan USA och de flesta av dess handelspartner ligger i handelskonfliktens omfattning. För USA är det ett globalt handelskrig som omfattar många handelspartner samtidigt. För de flesta andra ekonomier är konflikten däremot bilateral – det vill säga begränsad till deras handelsrelationer med USA. Amerikanska producenter och konsumenter drabbas av högre importpriser och sannolikt leveransstörningar, vilket driver på inflationen och urholkar köpkraften. Samtidigt tyngs investeringar och konsumtion av ökad osäkerhet, vilket också bidrar till en avmattning i den inhemska ekonomiska aktiviteten. Även om den svagare ekonomiska aktiviteten bidrar till att hålla tillbaka arbetskraftskostnaderna och företagens marginaler, motverkas den inflationsdämpande effekten mer än fullt ut av stigande importpriser och bristande tillgång på varor i både producent- och konsumentledet. Genomslaget till de globala priserna via USA:s exportpriser beror bland annat på de amerikanska exportörernas prissättningsbeteende och vilken grad av *pricing power* de har på de internationella marknaderna.

För USA är handelskriget globalt till sin natur och omfattar många handelspartner samtidigt – driver på inflationen där

Utanför USA dominerar svagare efterfrågan över inflationseffekterna

För världens övriga länder är lägre ekonomisk aktivitet den dominerande kanalen från handelskriget till inflationen. Efterfrågan från USA dämpas direkt av importtullar i USA och efterfrågan från resten av världen dämpas till följd av den bredare försvagningen av den globala ekonomiska aktiviteten – i spåren av ökad global osäkerhet och minskade handelsflöden. Den främsta kanalen är dock att avmattningen i den inhemska aktiviteten pressar ner arbetskraftskostnader och vinstmarginaler. Till skillnad från i USA blir inflationsimpulsen från högre importkostnader begränsad (se nedan). Den svagare globala efterfrågan sätter i stället press nedåt på de globala importpriserna, vilket på marginalen förstärker den inflationsdämpande effekten.

För världens övriga länder är lägre ekonomisk aktivitet den dominerande kanalen

Svarstullar har begränsad inverkan på de genomsnittliga importtullarna

När handelspartner inför svarstullar på USA:s export förblir den totala effekten på de genomsnittliga tullnivåerna och importpriserna för de flesta ekonomier begränsad, och vi ser inte att det kommer att ge upphov till varken betydande bristsituationer eller brett inflationstryck. Dessutom är det troligt att svarstullarna inriktas på konsumentvaror, snarare än insatsvaror, för att minimera riskerna för bredare kostnadseffekter via leveranskedjor. EU:s aviserade tullåtgärder har till exempel inriktats på produkter som drycker, livsmedel och hushållsapparater. På marginalen kan dock svarstullar ge ett visst inflationstryck.

Svarstullar kommer sannolikt att fokusera på konsumentvaror för att undvika bredare kostnadseffekter

Räkneexempel – direkt genomslag av tullar

Genomslaget från tullar till importpriser, och därefter till konsumentpriser, är komplext och beror på flera faktorer, bland annat importens priselasticitet, vilka typer av varor som omfattas av tullar och graden av (gränsöverskridande) integration av värdekedjor. Ett förenklat räkneexempel med en universal tull på alla varor kan ändå ge användbara insikter.

Import- och konsumentpriser

Ett land där varor från USA står för 8 procent av den totala varuimporten – motsvarande den globala andelen av USA:s varuexport – inför en enhetlig 10-procentig svarstull på amerikansk import (ett rimligt antagande för andra handelspartner än Kanada, Mexiko och Kina). Detta skulle höja den genomsnittliga tullsatsen – och det totala importpriset – med cirka 0,8 procent. I ett land där importerade varor utgör 25 procent av konsumtionen (en rimlig uppskattning för en europeisk ekonomi) skulle ett fullständigt genomslag leda till en ökning av konsumentpriserna med cirka 0,2 procent.

I USA:s fall, om man antar en 15-procentig ökning av den genomsnittliga tullnivån och en importandel på 10 procent i konsumtionen, skulle ett fullständigt genomslag innebära en ökning av konsumentpriserna med cirka 1,5 procent.

Exportpriser

Samtidigt drabbas USA:s export av större tullhöjningar än sina handelspartner. Med en universell tull på alla varor är genomslaget av USA:s importtullar för en genomsnittlig handelspartner cirka 13 procent – vilket motsvarar USA:s import som andel av den globala importen. En 15-procentig höjning av USA:s tullar skulle därför höja den genomsnittliga tullen på partnerländernas export med cirka 2 procent. Symmetriska vedergällning – där handelspartner inför motsvarande tullar på amerikansk export – skulle däremot höja tullarna på amerikansk export med hela 15 procent.

Dämpad indirekt tullkostnad via globala leveranskedjor

Det finns en risk för att handelskriget skapar ineffektivitet eller till och med flaskhalsar i de globala integrerade värdekedjorna. Vi anser att denna risk främst är kopplad till en upptrappning av konflikten där fler länder blir indragna, vilket leder till ökad global fragmentering, se *Global bakgrund*. Även bilaterala tullar kan dock bidra till effektivitetsförluster i globala värdekedjor, vilket i sin tur kan driva på globala produktionskostnader, särskilt på längre sikt. På kortare sikt finns risker kopplade till övergångskostnader för att omstrukturera globala leveranskedjor och kostnader för att undvika högre tullkostnader och/eller mildra effekterna av tillfälliga störningar, såsom att upprätthålla större lagernivåer eller andra åtgärder som påverkar kostnadseffektiviteten i värdekedjan.

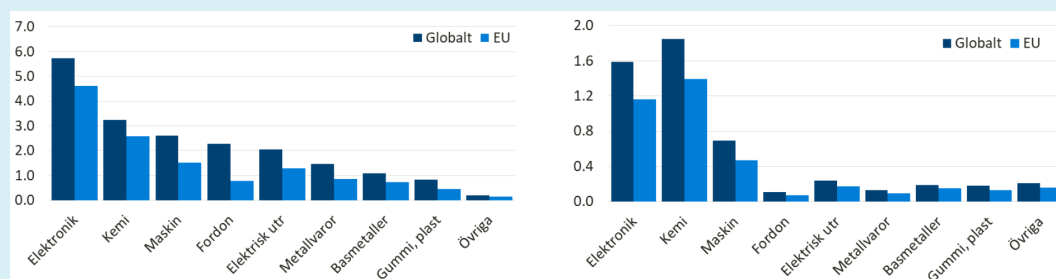
Tredjeland kan även påverkas av en indirekt tullbördas till följd av relativt höga tullar mellan USA och Kina. Till exempel leder USA:s högre tullar på kinesisk import till högre amerikanska exportpriser, vilket skapar en indirekt tullbördas för andra länder. Vi bedömer att även denna effekt är begränsad, givet att handelskriget mellan USA och Kina inte återigen eskalerar.

Preliminära risker på kort sikt inkluderar omställningskostnader för att omstrukturera globala leveranskedjor

Indirekt tullkostnad av högre bilaterala tullar mellan USA och Kina

Den indirekta tullbördan av bilaterala tullar mellan USA och Kina analyseras i en rapport i The World Economy.^[8] Författarna använder input-output-data och illustrerar bland annat effekterna med ett exempel där tullarna mellan USA och Kina höjs till 100 procent i båda riktningarna. Inom elektroniksektorn, som är starkt beroende av importerade insatsvaror, uppskattar de den indirekta tulleffekten av USA:s 100-procentiga tull mot Kina (vänster diagram) till ungefär 5 procent för både EU och globalt. Därutöver uppskattas effekten av den 100-procentiga kinesiska tullen mot USA till ungefär 1 procent i EU 1,5 procent globalt (höger diagram). Därmed skulle den totala tullbördan (och importpriset) på datorer och elektronik – till följd av 100 procent bilaterala tullnivåer mellan USA och Kina – uppgå till 6,5 procent. Effekten på de flesta andra produkter är betydligt mer dämpad, med den viktade indirekta tullbördan för EU uppskattad till cirka 1,2 procent, varav 0,9 procent från USA:s tullar mot Kina och 0,3 procent från Kinas tullar mot USA. Om man antar 30 procents tullar mellan USA och Kina – ungefär i linje med vårt huvudscenario – skulle den indirekta tullbördan på all import till EU bli cirka 0,4 procent. Enligt vår uppfattning tyder detta på att inflationseffekten av höga bilaterala tullar mellan USA och Kina är relativt dämpad för de flesta andra länder.

Indirekt tullkostnad av 100% högre tull mellan USA och Kina



Anm.: Baserat på Mao, H. och Görg, H. (2020), "Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains", The World Economy, 43(7) – Den vänstra grafen visar den indirekta effekten av högre tullar från USA mot Kina och den högra grafen visar den indirekta effekten av högre tullar från Kina mot USA

Exportmöjligheter och intensifierad konkurrens

Handelskriget har betydande konsekvenser för den relativa konkurrenskraften och kommer sannolikt att omforma de globala handelsflödena. I synnerhet förväntas USA:s import minska till följd av importtullar, vilket innebär betydande utmaningar för dess handelspartner. USA:s varuimport svarar för cirka 13 procent av den globala varuimporten och cirka 3 procent av global BNP. Samtidigt kommer USA:s export sannolikt att minska på grund av svarstullar. Handelsflödena mellan USA och Kina förväntas påverkas särskilt mycket, vilket återspeglar den relativt stora ökningen av tullarna mellan de två länderna. Sammantaget skapar detta både utmaningar och möjligheter för USA:s handelspartner, där vissa länder sannolikt kommer att förlora mer än andra.

Ett exempel baserat på de aggregerade handelsflödena ger en grov men ändå användbar utgångspunkt för att illustrera konkurrensen om marknadsandelar. USA:s handelspartner står inför en minskad efterfrågan på export när USA:s import minskar, samtidigt som de har möjlighet att vinna marknadsandelar till följd av minskad amerikansk export. Men eftersom USA:s import är betydligt större än dess export, blir nettoeffekten av en lika stor nedgång i amerikansk export och import att den aggregerade exportmarknaden minskar för handelspartner (utanför Kanada och Mexiko). Till exempel motsvarar en 10-procentig nedgång i USA:s import (förlorade marknadsandelar) ungefär 0,9 procent av den globala importen, medan en 10-procentig nedgång i USA:s export (potentiella nya marknadsandelar) motsvarar mindre än 0,6 procent.

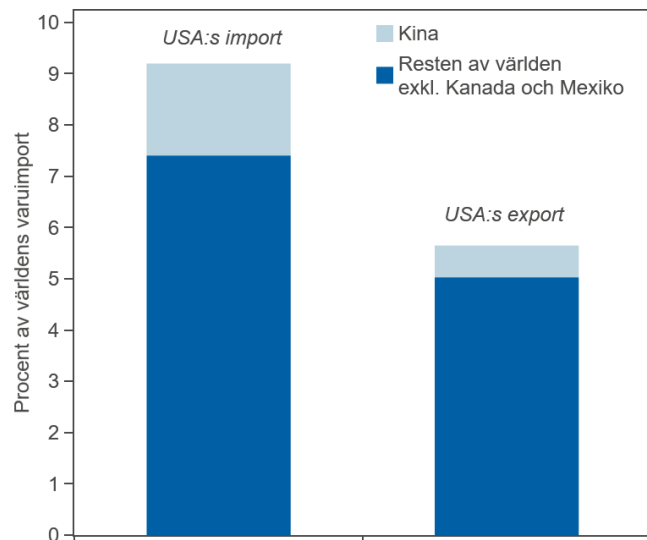
För att ett land ska bli en nettovinnare måste det också finnas en nettoförlorare. USA:s import från Kina – som står för ungefär 2 procent av den totala globala importen – förväntas minska relativt sett mer på grund av tullar. Även om detta skapar möjligheter för andra länder att utöka sin marknadsandel i USA, kommer Kina sannolikt att intensifiera ansträngningarna för att omdirigera exporten till (eller genom) alternativa destinationer och därigenom öka konkurrensen både på

USA:s import står för cirka 13 procent av den globala varuimporten och cirka 3 procent av global BNP

Kina kommer sannolikt att intensifiera ansträngningarna för att omdirigera exporten till (eller genom) alternativa destinationer

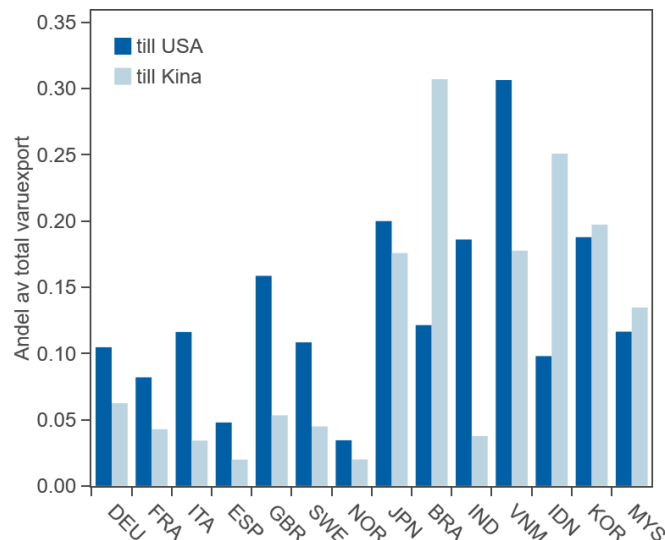
tredjeländers marknader och på den inhemska marknaden.

USA:s handelsflöden exklusive Kanada och Mexiko



Källor: IMF och Handelsbanken

Export till USA och Kina



Källor: IMF, Macrobond och Handelsbanken

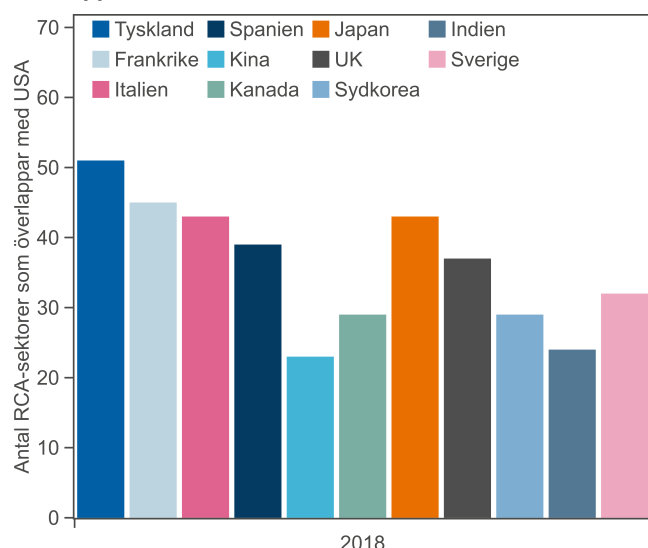
Europa och Japan har relativt stor överlappning med USA:s export

Ett mått på hur väl handelspartner är positionerade för att konkurrera om de exportgap som uppstår till följd av handelskriget är graden av överlappning i komparativa fördelar – särskilt likheter med Kinas export till USA och med USA:s export till resten av världen (exklusive Kanada och Mexiko). RCA-indexet (Revealed Comparative Advantage) mäter ett lands relativa fördel eller specialisering när det gäller att exportera en viss vara eller tjänst.^[9] Genom att jämföra RCA-värden mellan länder kan vi identifiera antalet sektorer med överlappande komparativa fördelar, vilket ger en grov uppskattning av i vilken utsträckning enskilda länder kan påverkas av förändringar i konkurrenskraften hos sina handelspartner.

Om vi först tittar på potentialen att ersätta USA:s export har Tyskland den största överlappningen när det gäller komparativa fördelar. Men antalet överlappande sektorer är liknande för andra europeiska länder och för Japan, vilket tyder på att de har likvärdiga förutsättningar i konkurrensen om förlorade amerikanska marknadsandelar. Överlappningen mellan USA:s export och Kinas export är däremot relativt låg. När vi tittar på konkurrensen gentemot Kinesisk export kan en hög grad av överlappning vara ett tveeggat svärd. Å ena sidan signalerar det potential att ersätta förlorade kinesiska marknadsandelar på den amerikanska marknaden. Å andra sidan indikerar det ökad konkurrens från Kina på andra marknader när kinesiska företag försöker kompensera förlorade amerikanska marknadsandelar. Italien sticker ut med en relativt hög överlappning av sektorer med en komparativ fördel gentemot Kina, medan Storbritannien och Kanada har en låg grad av överlappning (se artikeln om euroområdet för mer diskussion).

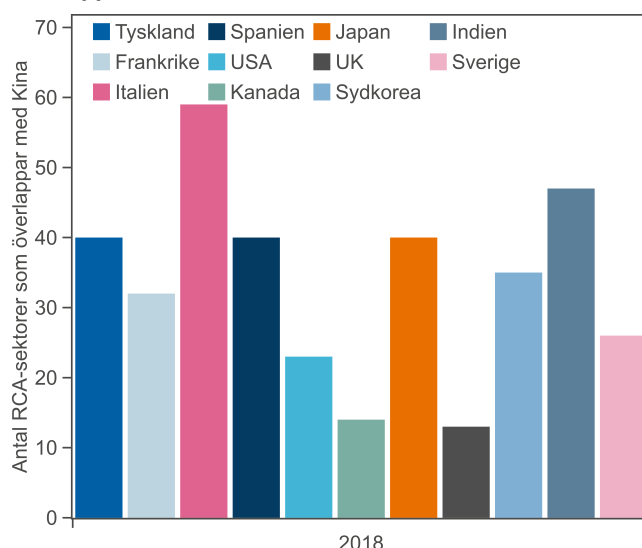
Hög grad av överlappning med den kinesiska exporten kan vara ett tveeggat svärd

Överlappande konkurrensfördelar med USA



Källor: UNCTAD och Handelsbanken

Överlappande konkurrensfördelar med Kina



Källor: UNCTAD och Handelsbanken

Kinesisk export till USA ersätts av grannländerna i Asien

Handelsmönstren efter tullhöjningarna mellan USA och Kina 2018–2019 visar att kinesisk export avsedd för USA hittade alternativa marknader, inklusive asiatiska grannländer och, i synnerhet, euroområdet. Den ökade kinesiska exporten till euroområdet återspeglar sannolikt strukturella likheter med exporten till USA – enligt Export Similarity Index (ESI)^[10]. Däremot kan ökningen i den kinesiska exporten till grannländerna i Asien inte tillskrivas en sådan överlappning. Det handlar sannolikt snarare om förändringar av leveranskedjor, som delvis syftar till att kringgå USA:s tullar. Detta stöds av analys av Fed som visar att USA:s minskade import från Kina följdes av ökad import från andra asiatiska länder som i sin tur importerade mer av samma varor från Kina. Analys från ECB tyder också på att de asiatiska grannländerna ökade exporten till USA, medan ingen signifikant ökning observerades från andra regioner, inklusive euroområdet, där exporten till USA var minst lik Kinas. Färsch handelsdata antyder ett liknande mönster i det nuvarande tullkriget, och Vietnams import från Kina och dess export till USA båda nådde nya rekord i april, undantaget rekyl efter pandemin.

Ökningen av den kinesiska exporten till grannländerna i Asien återspeglar förändrade leveranskedjor, som delvis syftar till att kringgå USA:s tullar

Handelskriget dämpar världsmarknadspriser

USA:s tullhöjningar 2018–2019 tyder på att de asiatiska grannekonomierna är bäst positionerade för att ersätta den minskande kinesiska exporten till USA, och att Kina omdirigerar en del av sin export från USA till Europa. Nettoeffekten på exportvolym och exportpriser för enskilda länder är svårbedömd. Generellt kommer länder med begränsad exponering mot den amerikanska marknaden och mot kinesisk konkurrens på marknader i tredje land att påverkas mindre, åtminstone direkt. På samma sätt är ekonomier med en hög andel differentierad export bättre positionerade för att behålla marknadsandelar i både USA och på andra marknader.

Nettoeffekten på exportvolym och exportpriser i enskilda länderna är svårbedömd

Den mindre globala exportmarknaden för handelspartner utanför Nordamerika ökar dock konkurrensen, vilket sätter press nedåt på de globala handelspriserna när amerikanska handelspartner – särskilt Kina – försöker återvinna förlorade amerikanska marknadsandelar. Denna prisdämpande effekt förstärks av den bredare avmattningen i den globala efterfrågan. Sammantaget bedömer vi därmed att handelskriget har en dämpande effekt på priserna på globalt handlade varor. Hittills har detta varit tydligast i form av sjunkande priser på olja och andra råvaror, även om den senaste tidens nedgång i oljepriserna delvis har drivits av utbudsfaktorer. Efterfrågan på differentierade varor tenderar att vara relativt oelastisk, men inte heller dessa produkter är helt isolerade från den bredare avmattningen.

Ökad konkurrens sätter press nedåt på globala handelspriser

Trängsel i hamnarna kan orsaka pristryck när efterfrågan återupptas

Mindre global handel minskar efterfrågan på frakter och bör pressa ned och minska risken för trängsel. Samtidigt riskerar en förskjutning av kapaciteten från Stillahavsområdet till andra farleder att skapa trafikstockningar i hamnarna, vilket får konsekvenser för leveranstiderna och tillgången på varor. För närvarande finns det få tecken på tullrelaterade störningar i leveranskedjorna för hav eller ett tryck uppåt på fraktpriserna. Osäkerheten har dock skapat volatilitet i fraktpriserna, vilket kan återspegla riskerna för kapacitetsbegränsningar om och när handelstvisten mellan USA och Kina löses och efterfrågan återupptas och avsändare börjar diversifiera leveranskedjorna mellan regioner.

Hittills finns det få tecken på tullrelaterade störningar i globala transportkedjor

Förändrat prissättningsbeteende kan fortfarande utgöra en risk

Det finns en växande oro för att ett förnyat, om än trevande, kostnadstryck till följd av handelsspänningar kan få ett relativt starkt genomslag på inflationen. Forskning om den post-pandemiska inflationsuppgången har pekat på en icke-linjär Phillips-kurva, vilket tyder på att pris- och lönesättningsbeteenden påverkas av rådande ekonomiska förhållanden snarare än att förbli konstanta över tid.^[11] När marginalkostnaderna stiger kraftigt tenderar företagen att höja priserna oftare för att skydda vinstmarginalerna, medan strama arbetsmarknader uppmuntrar till mer flexibla lönejusteringar när företagen tävlar om att locka till sig och behålla arbetstagare. Den senaste tidens höga inflation kan dessutom ha gjort att inflationsförväntningarna har blivit mer mottagliga för nya inflationschocker.^[12]

I vårt huvudscenario för inflationen inkluderar vi vissa kvarstående utmaningar i den sista fasen av inflationsnedgången, bland annat höjda tjänstepriser, ihållande höga prisförväntningar bland företag och hushåll och, i vissa regioner och sektorer, fortsatt strama arbetsmarknader. I de flesta länder bedömer vi dock att lågt resursutnyttjande stöder en nedgång i inflationen, om än i olika takt, och vi ser inga uppenbara kostnadsdrivande chocker i pipeline som skulle samverka med prisbildningsbeteenden efter pandemin och framkalla en förnyad inflationsuppgång.

Dollarns försvagning dämpar inflationstrycket hos handelspartner

Under handelskriget 2018–2019 stärktes dollarn och den kinesiska renminbin försvagades. Under normala omständigheter skulle den senaste tidens ökande ränteskillnader och kapitalflöden till safe havens på grund av ökad osäkerhet förväntas också bidra till en starkare dollar. I det nuvarande läget har dock dollarn i stället försvagats, vilket bidrar till att dämpa transmissionen av inflationstrycket från USA till resten av världen. Dessutom förstärker den svagare dollarn den negativa effekten på USA:s importefterfrågan.

Sverige – BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser

Ökad osäkerhet fördröjer återhämtningen

Osäkerheten i spåren av USA:s nya handelspolitik tynger hushållens konsumtion, företagens investeringar och exporten. Vi räknar med dämpad tillväxt och en fortsatt svag arbetsmarknad i år. Räntesänkningar, expansiv finanspolitik och stigande reallöner talar för att en konjunkturedgång, med negativ tillväxt, kan undvikas och i takt med att osäkerheten om handelskriget mildras bedöms konjunkturen vända upp under nästa år. Även försvarsupprustningen i både Sverige och övriga Europa stimulerar tillväxten de kommande åren.

Osäkerhet tynger tillväxten i år...

En trevande återhämtning påbörjades under det andra halvåret av 2024. Stigande reallöner och lägre räntor bidrog till att hushållens konsumtion vände upp samtidigt som exporten ökade i god takt. Men redan i början av innevarande år har vi fått ett bakslag i återhämtningen. BNP-indikatorn tyder på att svensk ekonomi stagnerade under Q1 och hushållen har blivit betydligt mer pessimistiska om både sin egen ekonomi och svensk ekonomi i stort. Hushållens försämrade stämningsläge och inbromsningen i den svenska ekonomin kan sannolikt kopplas till det osäkra omvärldsläget i spåren av USA:s nya handelspolitik och en högre inflation. Den senaste tidens tecken på att handelskriget håller på att deskalera och återhämtningen på börsen talar för att hushållen blir mindre pessimistiska framöver. Vi räknar dock med att hushållen fortsätter att vara mer pessimistiska än normalt till följd av förhöjd osäkerhet om både sin egen och svensk ekonomi i stort. Även om stigande reallöner tillsammans med skattelättnader leder till att de reala disponibla inkomsterna ökar i god takt i år talar det för att hushållen kommer hålla hårt i plånboken och öka sitt sparande den närmaste tiden. Som en följd förväntas återhämtningen i hushållens konsumtion att fördröjas.

Hushållen har blivit betydligt mer pessimistiska och håller hårdare i plånboken

Höjda tullar kommer minska exporten till USA och utöver den direkta effekten av höjda tullar dämpas exporten också av sämre tillväxtutsikter i omvärlden. Højningen i den sammantagna effektiva tullen på export till USA antas bli omkring 11–12 procentenheter – inklusive en grundtull och sektorsspecifika tullar på stål, bilar och sannolikt läkemedel (mer om tullantaganden för EU i *Global bakgrund*) – men eftersom svensk varuexport till USA endast utgör 9 procent av total varuexport, så blir den direkta effekten på svensk BNP av relativt begränsad. Över 80 procent av svensk export går till EU:s inre marknad eller till marknader som EU har frihandelsavtal med. Samtidigt skjuter en del företag upp investeringsbeslut på grund av osäkerheten och bostadsbyggande bedöms vara kvar på låga nivåer givet höga byggkostnader och avvaktande hushåll. Sammantaget bedömer vi att BNP-tillväxten landar på 1,5 procent i år, vilket är linje med vår uppdatering i april men en nedrevidering med 0,4 procentenheter jämfört med prognosen i januari.

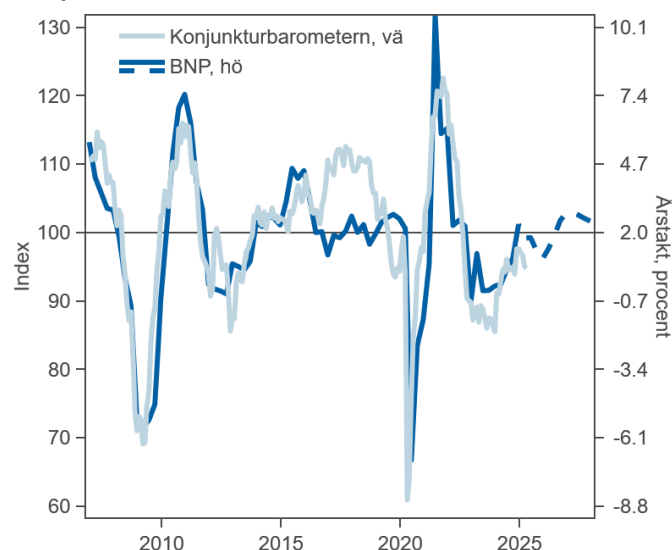
Företag skjuter upp investeringsbeslut på grund av osäkerheten

... men konjunkturen vänder upp nästa år

I takt med att Riksbanken sänker räntan, osäkerheten om USA:s handelspolitik klingar av och hushållens reala disponibla inkomster fortsätter att öka i en god takt bedöms konjunkturen börja vända upp under nästa år. Vi räknar även med att mer expansiv finanspolitik, med lånefinansierade försvarssatsningar och skattesänkningar samt bidrag till hushåll, stimulerar tillväxten nästa år och 2027. Dessutom har hushållen en hög sparkvot, delvis på grund av försiktighetsskäl. I takt med att konjunkturen ljusnar räknar vi med att hushållens sparkvot minskar något, vilket i kombination med stigande reala disponibla inkomster leder till att hushållens konsumtion ökar snabbare än normalt både nästa år och 2027. Ökade försvarsinvesteringar i övriga EU och en något högre global tillväxt bidrar också till ökad export. Sammantaget räknar vi med att BNP ökar med 2,1 procent nästa år och 2,6 procent 2027 samt att resursutnyttjandet är tillbaka på normala nivåer i slutet av 2027.

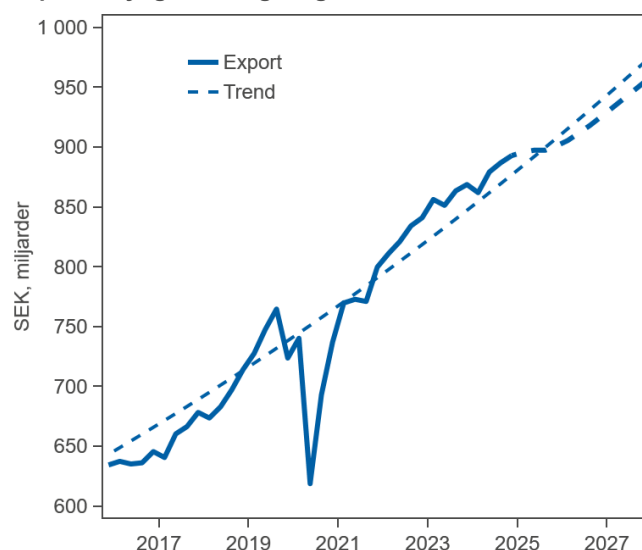
Minskad osäkerhet och expansiv ekonomisk politik lyfter tillväxten nästa år

Dämpad tillväxt i år



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Exporten tyngs av svagare global tillväxt och tullar



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Svag arbetsmarknad ett tag till

I början av året fanns det tecken på en begynnande förbättring på arbetsmarknaden. Sysselsättningen och antalet arbetade timmar ökade under det första kvartalet och en del framtidsindikatorer som varsel har normaliserats. De närmaste kvartalen räknar vi dock med att arbetslösheten stiger något och sysselsättningen är oförändrad när efterfrågan dämpas och vissa företag skjuter på rekryteringar till följd av hög osäkerhet. Avmattningen mildras av att försvarsindustrin expanderar i rask takt och att sysselsättningen fortsätter att växa i offentlig sektor. I takt med att tillväxtutsikterna förbättras under nästa kommer det också att återspeglas på arbetsmarknaden, med stigande sysselsättning och lägre arbetslöshet under 2026 och 2027. En hög arbetslöshet samtidigt som bristen på arbetskraft är lägre än normalt, talar för att det finns goda förutsättningar för att sysselsättningen kan öka när väl efterfrågan ökar och osäkerheten minskar. Vi bedömer att sysselsättningen ökar med cirka 130 000 personer till slutet av 2027.

Arbetslösheten stiger
något när efterfrågan
dämpas

Nyckeltal

	2024	2025p	2026p	2027p
BNP*	1,0	1,5	2,1	2,6
BNP, faktisk	1,0	1,3	2,3	2,8
Hushållens konsumtion*	0,3	1,2	2,8	2,9
Fasta investeringar*	-1,2	1,7	2,0	3,1
Nettoexport, BNP-bidrag*	0,4	0,4	0,0	0,2
Arbetslöshet**	8,4	8,6	8,4	7,8
Sysselsättning	-0,5	0,1	0,7	1,3
Timlön	4,1	3,7	3,6	3,4
Bostadspriser	2,1	0,3	4,7	5,9
Inflation, KPIF	1,9	2,6	2,0	2,0
Styrränta, procent***	2,50	1,75	1,75	2,25
Växelkurs, EUR/SEK***	11,48	10,80	10,65	10,50
Offentligt finansiellt sparande****	-1,5	-1,0	-1,5	-1,6
Bruttoskuld, offentlig sektor****	34,0	34,3	34,9	36,0

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: *Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

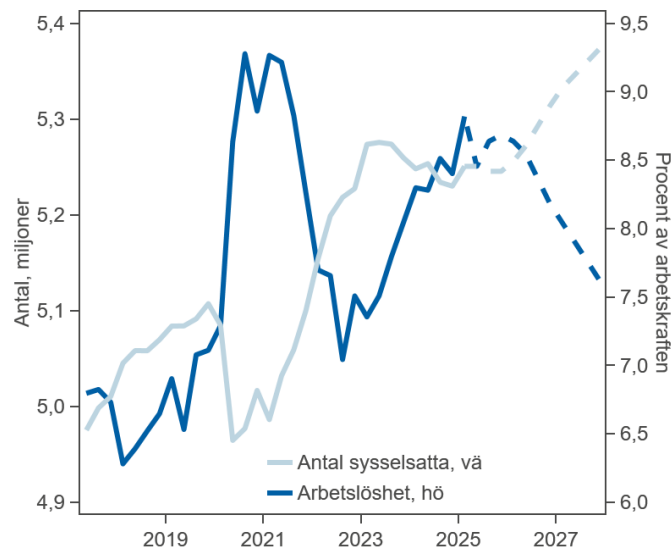
Normala reallöneökningar de kommande åren

Löneökningstakten var 4,1 procent förra året, vilket innebär att reallöneökningarna tog fart efter att ha sjunkit kraftigt under 2022. Arbetsmarknadens parter har kommit överens om ett nytt kollektivavtal som sträcker sig över två år från och med april 2025, med 3,4 procent lönerelaterade kostnadsökningar det första året och 3,0 procent lönerelaterade kostnadsökningar det andra året. Vi räknar med att det nya avtalet leder till en total löneökningstakt (både centralt avtalade

Stigande reallöner
stärker hushållens
köpkraft

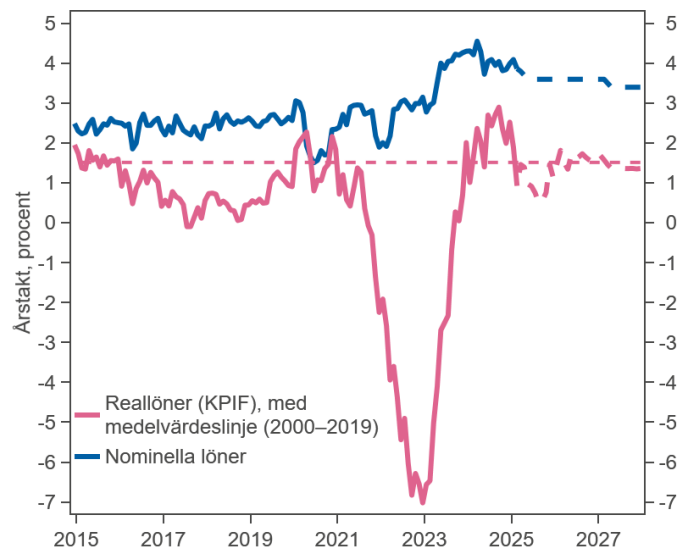
löneökningar och inklusive löneglidning) på 3,7 procent i år och 3,6 nästa år 2026. Den relativt höga nominella löneökningstakten innebär att reallönerna stiger i linje med snittet sedan 2000 trots att inflationen är något högre än normalt. Tillsammans med lägre räntor, expansiv finanspolitik och vändningen på arbetsmarknaden stärker det hushållens köpkraft och skapar goda förutsättningar för en återhämtning av hushållens konsumtion när väl osäkerheten lättar.

Arbetsmarknaden vänder upp först nästa år



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Relativt höga löner, men normala reallöneökningar



Källor: Macrobond, SCB, Medlingsinstitutet och Handelsbanken.

Expansiv finanspolitik valåret 2026

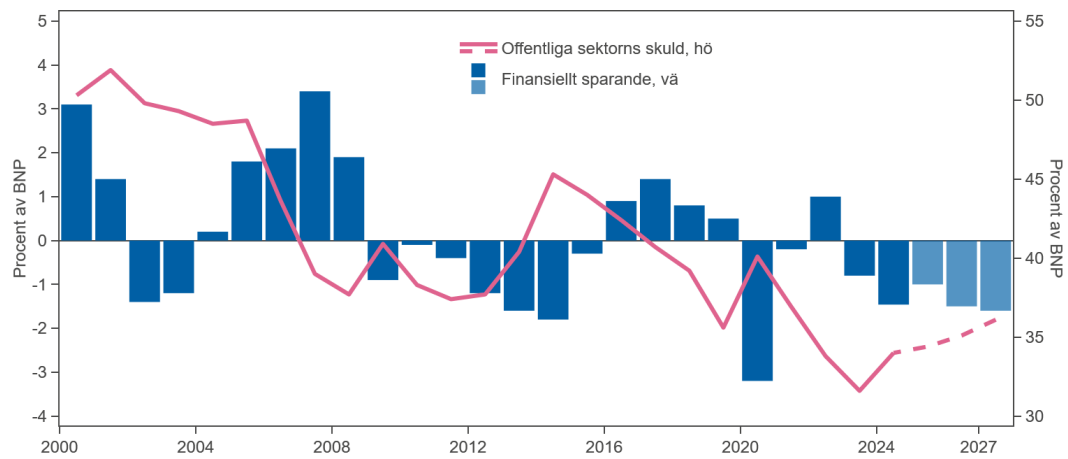
Finanspolitiken har i år lagts om i en expansiv riktning för år stödja konjunkturen. Budgeten för 2025 samt vårandringsbudgeten innehåller totalt ofinansierade reformer på cirka 70 miljarder kronor, utöver stöden till Ukraina. Ungefär hälften av satsningarna har riktats mot hushållen, bland annat genom lägre skatter på arbete, sparande och bensin samt tillfällig ökning av ROT-avdraget. Även valåret 2026 bedöms finanspolitiken bli expansiv med ofinansierade reformer på cirka 60 miljarder kronor, utöver fortsatta stöd till Ukraina och lånefinansierade försvarssatsningar, där omkring hälften bedöms bestå av åtgärder riktade till hushållen. Bland annat skattesänkningar riktade till pensionärer och arbetare, höjt barnbidrag och kanske en förlängning av det förhöjda ROT-avdraget är reformer som vi bedömer är troliga.

Regeringen har aviserat att försvarsutgifterna ska nå omkring 3,5 procent av BNP år 2030 och att ökningen från dagens nivå på 2,4 procent av BNP delvis kommer att lånefinansieras med totalt 300 miljarder kronor fram till 2034. På längre sikt, efter 2034, ska de permanent högre försvarsutgifterna fullt ut finansieras via omprioriteringar i statsbudgeten. Regeringen har signalerat att upplåningen ska få en framtung profil, där större delen av de ökade försvarsutgifterna finansieras via ökad upplåning under de kommande åren. Även oppositionen har sagt att de är positivt inställda till att lånefinansiera uppbyggnaden av försvaret under en övergångsperiod. Regeringen ska ha samtal med oppositionen om finansieringen av försvaret och mer konkreta riktlinjer väntas presenteras i höstbudgeten. Nästa år bedömer vi att den försvarsrelaterade upplåningen uppgår till cirka 30 miljarder kronor, och därefter till cirka 45 miljarder kronor per år under perioden 2027–2030. Vi räknar även med fortsatt stöd till Ukraina (militärt och/eller återuppbyggnadsstöd) nästa år och under 2027 på i storleksordningen 30 miljarder kronor per år. Sammantaget bidrar lånefinansierade försvarssatsningar, stöd till Ukraina och finanspolitiska stimulanser till ökade underskott och att den offentliga skuldsättningen stiger något de kommande åren. Skulden är dock fortsatt låg ur både ett historiskt perspektiv och jämfört med de flesta andra länder.

Ofinansierade reformer på cirka 60 miljarder kronor nästa år, utöver stöden till Ukraina och lånefinansierade försvarssatsningar

Försvarssatsningar stimulerar tillväxten

Underskott, men fortsatt starka offentliga finanser



Lånefinansierade försvarsatsningar leder till ökad offentlig skuldsättning

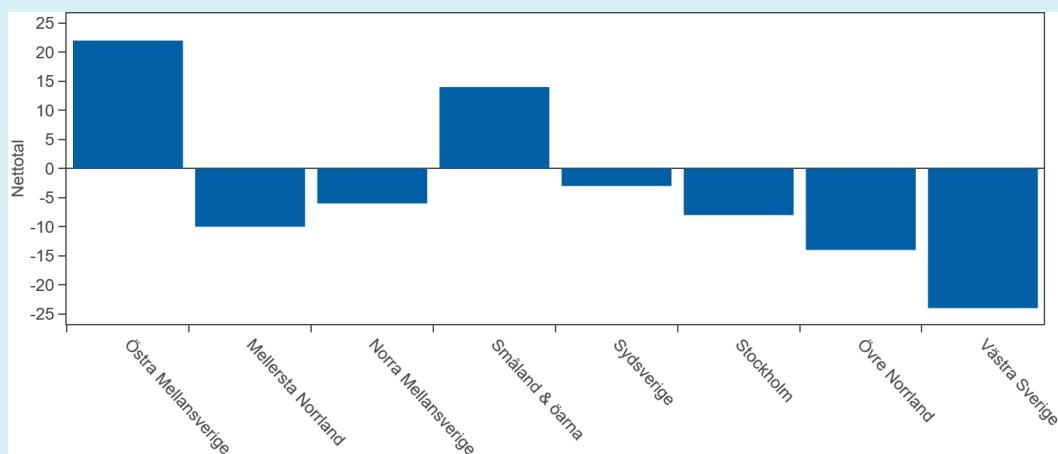
Industrin i Västsverige deppar, viss ljusning i Östra Mellansverige

Sammantaget är stämningssläget inom näringslivet starkare än normalt i Östra Mellansverige och Småland och öarna, men något svagare än normalt i övriga regioner med Övre Norrland i botten. USA:s kraftiga tullhöjningar påverkar i första hand industrin men den ökade konjunkturoren dämpar utsikterna även bredare i näringslivet. Vi ser en inbromsning i anställningsplanerna inom handeln i samtliga regioner, inte minst i Stockholm. Tjänstesektorn ser under årets första kvartal fortsatt ljusare än normalt på läget i de flesta regioner, med Stockholm, Västsverige och Sydsverige som undantag. Och inom byggindustrin är stämningssläget fortsatt svagare än normalt med svagast konfidensindikator och mest negativa anställningsplaner på kort sikt i Mellersta och Övre Norrland. Detta trots att byggföretagens ettårsutsikter är ljusa i Norrland.

Inom industrin ser vi växande regionala skillnader under första kvartalet när det kommer till företagens anställningsplaner. Till skillnad från övriga sex regioner ökar anställningsplanerna, och är tydligt positiva, i Östra Mellansverige och Smålandsregionen. Östra Mellansverige inbegriper de fem länen Östergötland, Södermanland, Uppsala, Örebro och Västmanland och gynnas av regeringens upprustning av försvaret, med SAAB som Östergötlands största arbetsgivare. Enligt SAAB har 2 av 3 av nyanställningarna i bolaget de senaste två åren hamnat i Sverige och företaget fortsätter planera för nyanställningar.

Snabbast inbromsning syns bland industriföretagen i Västra Sverige, där anställningsplanerna nu är betydligt svagare än normalt och indikerar försvagad arbetsmarknad. Fordonsindustrin är den enskilt största sektorn i regionen och påverkas negativt av höjda fordonstullar, tysk inbromsning och stärkt krona. Däremot ser bedömningen av orderingång och produktionsvolymerna i nuläget starka ut och skulle kunna indikera en ökad aktivitet inför att tullhöjningarna skulle träda i kraft. Även Övre Norrland uppvisar en nivå som signalerar ett svalt läge, där bland annat Northvolts konkurs ger ringar på vattnet. Samtidigt är lönsamhetsomdömet betydligt sämre än normalt i såväl Västra Sverige som Övre Norrland. I Stockholm ser industriföretagens anställningsplaner något dystrare ut än normalt trots att lönsamhetsomdömet är positivt, vilket skiljer sig från övriga regioner. Omkring en tredjedel av den svenska fordonsindustrin är kopplad till Stockholm och Mälardalen och regionen är därmed exponerad mot de höjda fordonstullarna. Dessutom är läkemedelsindustrin viktig för regionen vilket betyder att eventuella kommande sektorstullar mot läkemedel kan slå relativt hårdare på denna region framöver.

Industriföretagens anställningsplaner är positiva i Östra Mellansverige



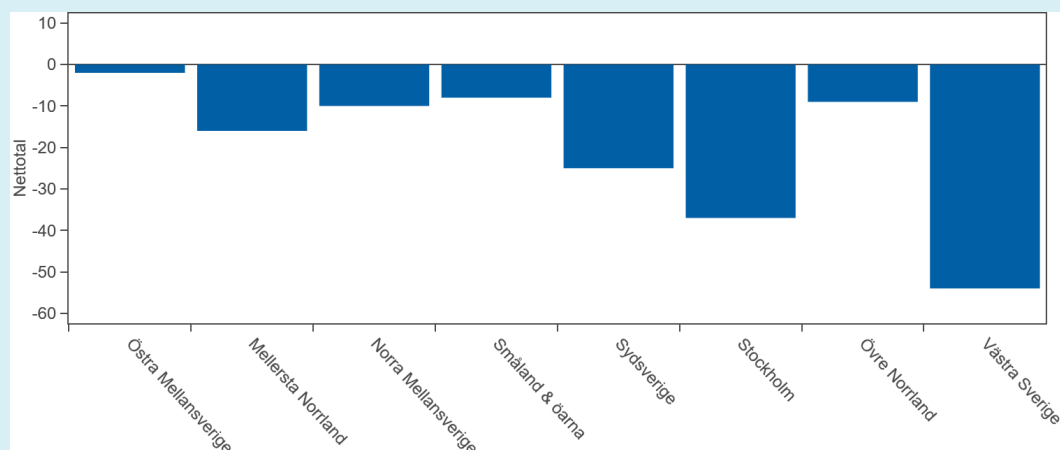
Källor: Macrobond, Konjunkturinstitutet och Handelsbanken

Anm.: Anställningsplaner kommande 3 månader, i första kvartalet 2025

Handelskriget tynger svensk varuexport, som är ett viktigt draglok i svensk ekonomi, och där inte minst de kraftiga tullhöjningarna på fordon slår hårt. Fordonsindustrin är Sveriges största exportnäring på motsvarande ca 15 procent av total varuexport, med stor del av produktionen i Västsverige. Enligt enkätundersökningar är det, i linje med detta, framför allt i Västsverige samt i Stockholmsregionen som industriföretagen upplever att de har fått en försämrad

konkurrenssituation utanför EU, även om andra regioner också bedömer att konkurrenssituationen ha försämrats.

Företagets konkurrenssituation utanför EU försämras mest i fordonstunga regioner

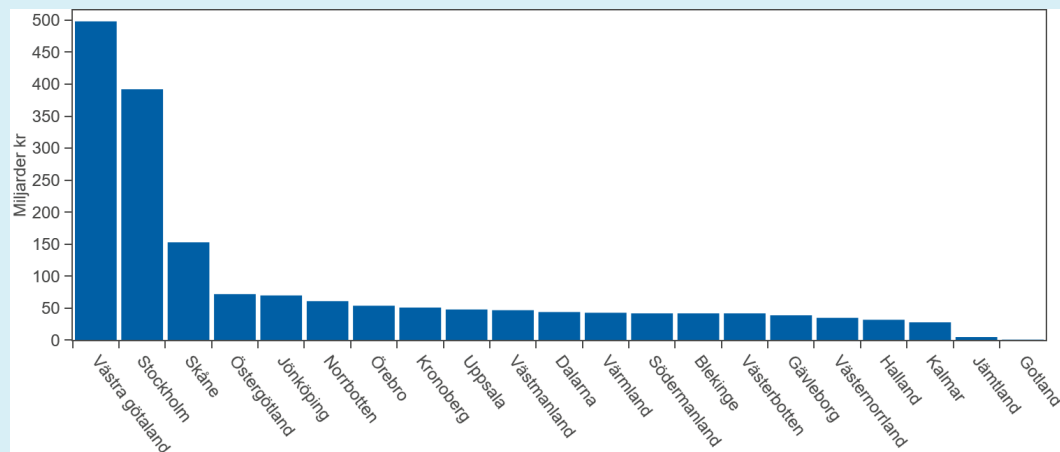


Källor: Macrobond, Konjunkturinstitutet och Handelsbanken

Anm.: Enkätundersökning i första kvartalet 2025

Västra Götaland står för en fjärdedel av Sveriges totala varuexport, enligt Kommerskollegium, och är därmed den region som bidrar mest till exportvärdet, tätt följd av Stockholm. Drygt 70 procent av företagen i Västra Sverige anger att bristande efterfrågan begränsar produktionen, vilket sannolikt både är en effekt av tullhöjningar och av allmän osäkerhet. I linje med det är det få företag som upplever tillgång till material eller utrustning som ett problem. Sammantaget står svensk industri inför stora utmaningar, där våra mest exporttunga regioner nu tyngs av aviserade tullhöjningar och den osäkerhet som finns kopplat till kommande handelsavtal, inte minst de sektorsspecifika mot fordon, stål och aluminium och läkemedel.

Regional varuexport 2023



Källa: Kommerskollegium

Sverige – Privatekonomi och bostadsmarknad

Ökad pessimism i handelskrigets spår

Den globala oron får hushållen att tveka. Vi ser tydliga tecken på en ökad försiktighet kopplat till både konsumtion, sparande och bostadsköp och räknar med att osäkerheten hänger kvar under året. Hushållens inflationsoro tror vi är överdriven men de dystra utsikterna för större inköp, inte minst bland låginkomsttagare, och den höga sparbenägenheten hos inte minst höginkomsttagare håller tillbaka konsumtionen. Det fördröjer den för detaljhandeln efterlängtan konjunkturuppgången och talar för dämpad utlåningstillväxt och utebliven boprisuppgång. Vår prognos om räntesänkningar och gradvis minskad oro stärker dock hushållens tillförsikt och bäddar för ökad konsumtion och återupptagen återhämtning på bostadsmarknaden mot slutet av året.

Stärkt köpkraft, men ekonomisk oro tynger

Det snabbt eskalerande handelskriget har kraftigt dämpat hushållens syn på både sin egen och Sveriges ekonomi. Hushållens pessimism är nu – efter aviserade tullhöjningar, ökad tillväxtoro och breda börsfall – betydligt större än normalt. Den ökade pessimismen syns såväl hos hög- som låginkomsttagare. Vi ser dock ovanligt stora skillnader mellan de olika inkomstgrupperna när det gäller synen på sin egen ekonomi samt synen på kapitalvaruinköp kommande 12 månader, där höginkomsttagare inte ser ut att dra ned på sina stora inköp i någon större utsträckning. Låginkomsttagare är desto dystrare, där exempelvis var tredje anger att de kommer lägga mycket mindre pengar på kapitalvaruinköp kommande 12 månader jämfört med föregående 12 månader. Det är tredubbelt så många som vanligt.

Hushållens tidigare optimism som bortblåst – särskilt dystra utsikter hos låginkomsttagare

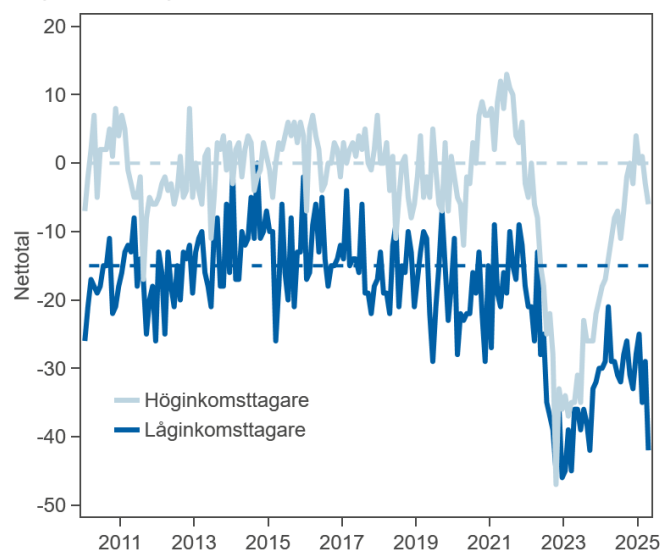
Avvaktande hushåll på bred front



Källor: Macrobond, NIER och Handelsbanken

Anm.: Konsumentförtroende i inkomstkvartil 4 respektive 1.

Låginkomsttagare ser mörkt på kapitalvaruinköp i år



Källor: Macrobond, NIER och Handelsbanken

Anm.: Syn på köp av kapitalvaror 12 månader framåt i inkomstkvartil 1 respektive 4 t.o.m. april. Streckade linjer avser medianvärdet 2010:1-2020:1.

En orsak till att höginkomsttagare är mindre pessimistiska kan vara att deras köpkraft har förbättrats mer än för låginkomsttagare. Skatteförändringarna som har införts i år, i termer av bl.a. ett förstärkt jobbskatteavdrag, en slopad avtrappning av jobbskatteavdraget och lägre skatt på investeringssparkonton (ISK), ger mest effekt hos höginkomsttagare, både i procent och i kronor räknat. Vidare gynnas höginkomsttagare, som ofta är bostadsägare, av tidigare räntesänkningar. Medan låginkomsttagare, som i större utsträckning bor i hyresrätt, även i år får relativt höga hyreshöjningar. Samtidigt ser vi att sparviljan hos framför allt höginkomsttagare är fortsatt hög.

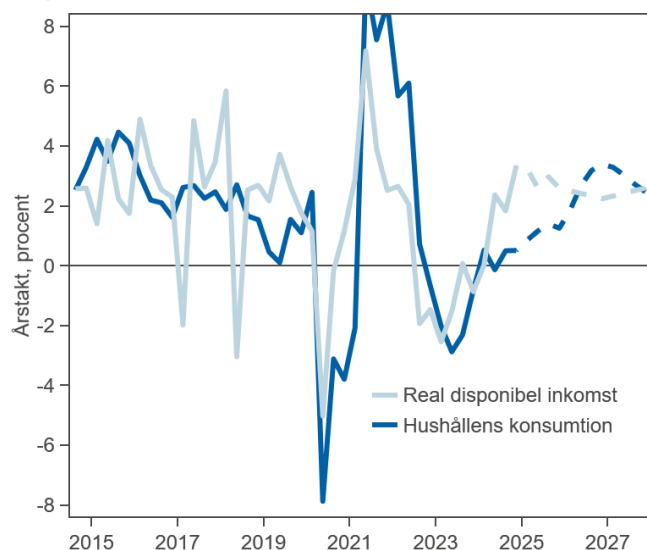
Mer pengar i plånboken, särskilt för höginkomsttagare

Fortsatt högt sparande bland många hushåll

Hushållen har varit försiktiga under det senaste året. Stigande reallöner och lägre räntor har förbättrat hushållens köpkraft, men det har främst använts till ett högre sparande och sparkvoten är nu på en betydligt högre nivå än normalt. Hushållens reala disponibla inkomster fortsätter att öka i en god takt i år. Stigande reallöner, sänkta skatter och lägre ränteutgifter är de främsta drivkrafterna. Samtidigt väntas hushållen vara mer försiktiga till följd av den höga osäkerheten om utvecklingen. Vi bedömer därför att hushållens sparkvot kommer att förbli hög i år. En ytterligare faktor som kan ha tryckt upp sparandet är att höginkomsttagare, som i genomsnitt sparar en större andel av sin inkomst, i år har större disponibelinkomstökningar än låginkomsttagare. De senaste årens stora och oförutsedda svängningar i ekonomin med pandemi, hög inflation och kraftigt stigande räntor talar för att hushållen har blivit mer försiktiga och att de därför vill bygga upp en större finansiell buffert. Vi räknar därför med att sparkvoten förblir på en historiskt sett hög nivå även de kommande åren.

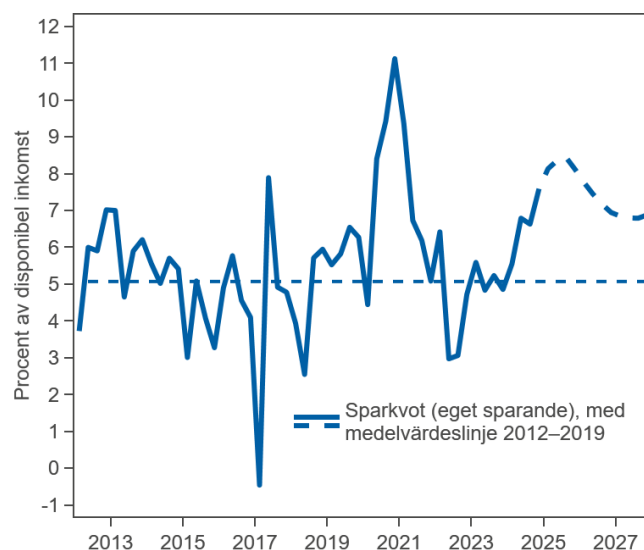
Hög osäkerhet leder till att hushållen sparar mer

Högre inkomster, men dämpad konsumtion



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Hushållen ökar sitt sparande



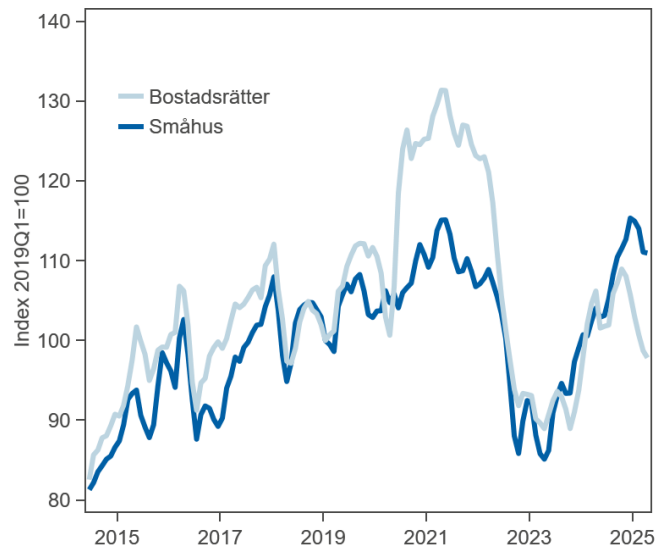
Källa: Macrobond, SCB and Handelsbanken

Ekonomisk oro tynger bostadspriserna i år

Oro kring de ekonomiska utsikterna och därtill börsfall får bostadspriserna att backa under inledningen av året. Nedgången är ungefär lika stor för bostadsrätter som för villor och sammantaget sjönk bostadspriserna i april med 0,9 procent, enligt HOX bostadsprisindex. Den ökade försiktigheten syns även i antal genomförda försäljningar som har sjunkit något sedan inledningen av året, främst drivet av bostadsrätter. Antalet genomförda villaförsäljningar är dock fortfarande nära tidigare toppnivå. Den låga aktiviteten under 2023 talar för ett visst uppdämt flyttbehov inom inte minst villasegmentet. Samtidigt fortsätter antalet osålda bostadsobjekt att trendmässigt stiga, men där det stigande utbudet under det gångna året gått hand i hand med förstärkt försäljningsaktivitet och stigande pristrend. Frågan är vad som händer om efterfrågan fortsätter att sjunka och hur stort tålamod dessa säljare har att invänta rätt spekulant och bud innan de sänker sina prisförväntningar. Det ovanligt stora antalet bostadsobjekt till salu utgör därmed en risk för utsikterna på bostadsmarknaden. En bidragande orsak till det höga utbudet av bostäder till salu kan dock vara att fler än vanligt avser sälja först och köpa därefter, vilket isåfall minskar risken för ett stressat läge bland säljarna.

Bostadspriserna backar på global oro

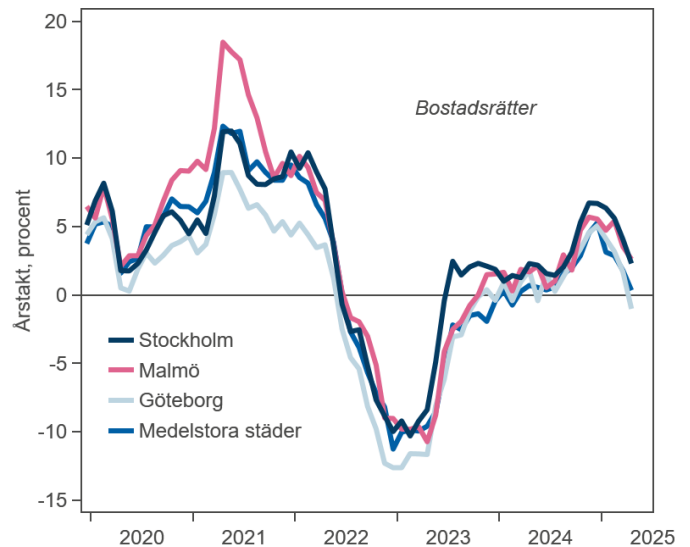
Försäljningsaktiviteten skaplig, men vikande trend



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: Antal transaktioner, tre månaders glidande medelvärde

Liknande avmattning i bopriser över landet



Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

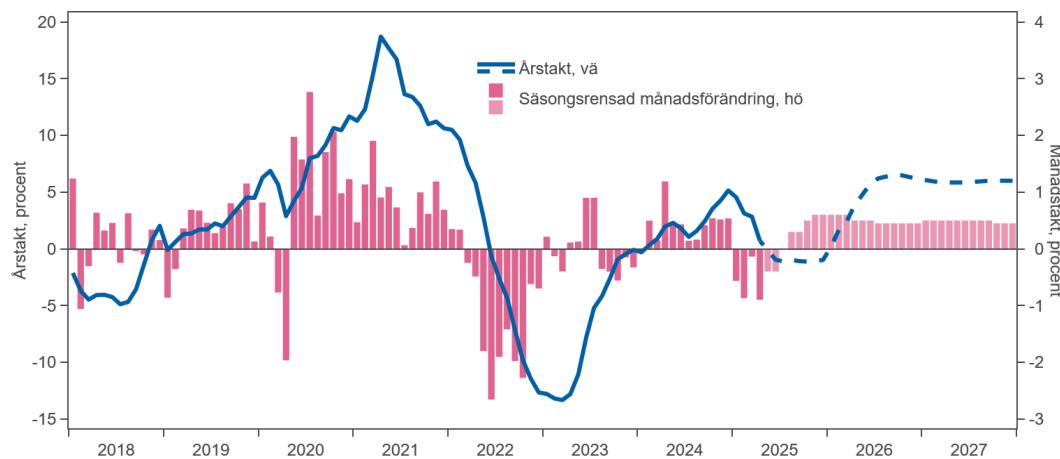
Anm.:

Räntesänkningar bidrar till stärkt tillförsikt i slutet av året

I takt med att oron kopplad till handelskriget lättar och hushållen känner sig mer trygga med sin framtida ekonomiska situation, samt med stöd av Riksbankens räntesänkningar, ser vi framför oss att köpaktiviteten på bostäder förstärks igen under andra halvåret. Vår prognos är att bostadspriserna sammantaget är oförändrade 2025 för att under 2026–2027 stiga med cirka 5–6 procent per år. Såväl uppdämt köpbehov samt ett antagande om lättnader i bolånereglerna ligger till grund för att vi ser framför oss en prisutveckling som överstiger hushållens inkomstökningar de kommande två åren. Huruvida bolånereglerna kommer att lättas eller inte är i nuläget inte känt, utan regeringen har lovat att återkomma under året med hur man ser på förslagen som lades fram i den statliga utredningen hösten 2024.

Gradvis minskad pessimism och lägre räntor ger ny gnista

Bostadspriser har skrämshicka, förnyad återhämtning mot slutet av året



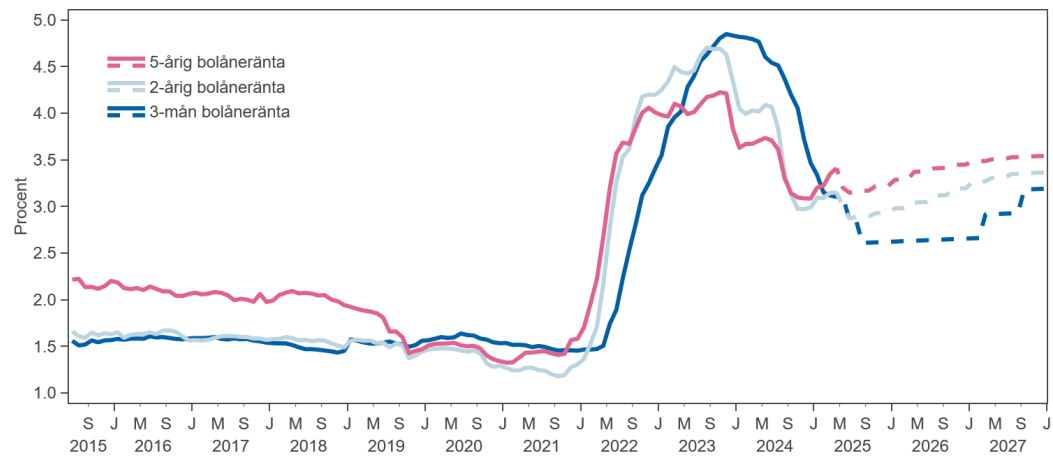
Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Oförändrade bostadspriser 2025, enligt vår prognos

Vi bedömer att vi i nuläget har en styrränta som är på en neutral nivå men att den senarelagda konjunkturåterhämtningen får Riksbanken att gå fram med två ytterligare räntesänkningar, vilket bidrar till att de rörliga (3-månaders) bolåneräntorna sjunker ytterligare. Bankernas rörliga snitträntor på nya bolån sjunker enligt vårt huvudscenariot till 2,6 procent i slutet av 2025 och förblir kring den nivån även nästkommande år. Därefter, när konjunkturen vänt upp, räknar vi med en gradvis normalisering tillbaka mot neutral nivå på styrräntan och att bolåneräntor på längre löptider stabiliseras vid en nivå strax över den rörliga boräntan. Sammantaget talar vår prognos för att kostnaden för rörliga boräntor i nuläget ser ut att vara lägre än för bundna. Men osäkerheten är förhöjd, se ränteavsnittet med två alternativa scenarier nedan samt blårutorna om Risker till prognosen i Globala bakgrunden.

Den rörliga boräntan sjunker tillfälligt - bottnar på 2,6 procent i vår prognos

Bolåneräntor på kortare löptider sjunker i år



Kostnaden för rörlig
boränta ser i nuläget
mer förmånlig ut än
bunden

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Sverige – Inflation, penningpolitik och finansmarknader

Riksbanken har utrymme att stötta återhämtningen

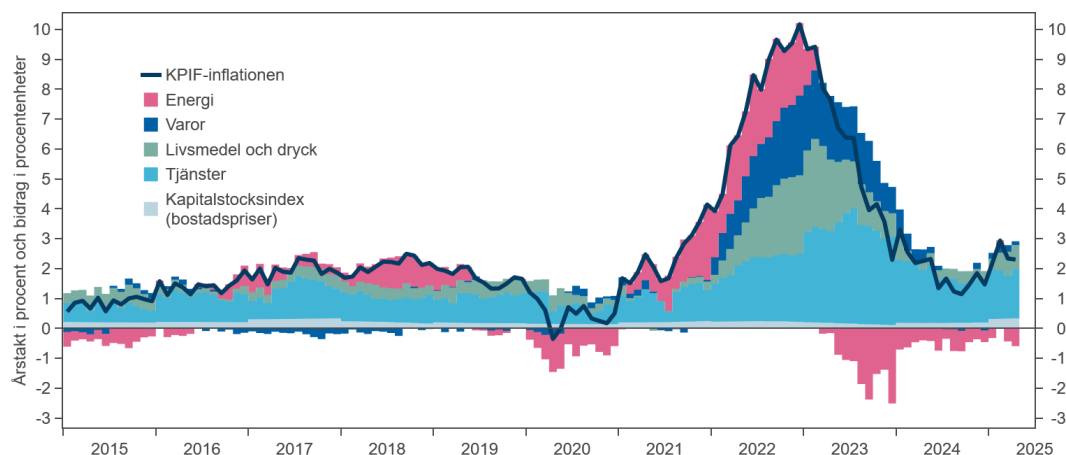
Svagare konjunkturutsikter och minskade inflationsrisker öppnar för Riksbanken att sänka räntan på sina kommande möten. Vi räknar med räntesänkning i juni och augusti till 1,75 procent. Den underliggande inflationen är fortfarande förhöjd men KPIF trycks ner av fallande energipriser. Svag konjunktur och starkare krona bidrar till att även den underliggande inflationen sjunker mot 2 procent nästa år. Den svenska kronan har överraskat med att stärkas både mot dollarn, som försvagats kraftigt, och mot euron. Detta trots den globala osäkerheten. Flera faktorer talar för kronan och vi räknar med en fortsatt förstärkning, framförallt mot dollarn. Framåt väntar vi oss att de långa statsräntorna i Sverige stiger något, till viss del i spåren av en förhållandevis expansiv finanspolitik.

Underliggande inflationen envist kvar över 2-procentsmålet

Inflationen i april var 2,3 procent enligt Riksbankens målvariabel KPIF. Energiprisnedgångar bidrar sedan två år negativt till inflationen och bortser vi från dessa ökade priserna med 3,1 procent. Inflationen är bred – livsmedelspriserna stiger snabbare igen (+4,7% i april), varupriserna har slutat sjunka (+0,4%) och tjänstepriserna stiger fortfarande snabbare än normalt (+3,8%).

Bred inflation,
motverkad av
sjunkande energipriser

KPIF-inflationen och bidrag från aggregerade produktgrupper



Källa: Statistics Sweden and Handelsbanken

Livsmedel, varor och
tjänster bidrar alla mer
än normalt till
inflationen, men energi
håller emot

Svagare ekonomi kommer att dämpa inflationen

Handelskriget väntas i slutändan dämpa svensk inflation via såväl svagare konjunktur som sammantaget lägre världsmarknadspriser, se temapartikel *Handelskriget dämpar inflationen utanför USA*. Till det kommer att kronan har stärkts en hel del vilket också dämpar inflationstrycket via lägre importpriser. Inflationen bedöms därmed vända nedåt under andra halvåret och landa nära Riksbankens 2-procentsmål under 2026. Den totala KPIF-inflationen fortsätter svänga med energiprisdynamikerna och den kan tillfälligt falla under Riksbankens målnivå under delar av 2026 – i likhet med vad som var fallet under 2024. Denna gång är det ett dalande oljepris som ligger bakom, medan trenden i elpriset antas vara flack på nuvarande låga nivå.

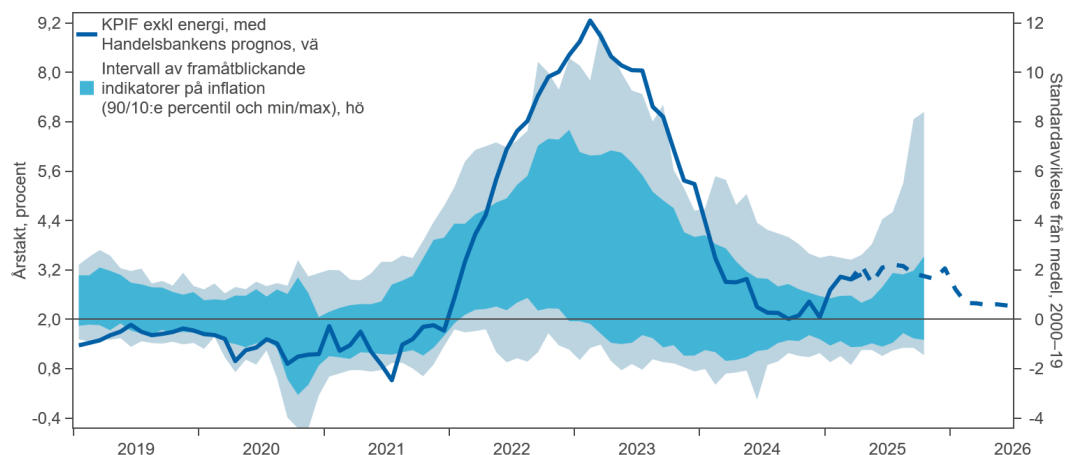
Svagare konjunktur och
lägre världsmarknads-
priser kommer att
dämpa inflationen till
2026...

Framåtblickande indikatorer spretar alltmer – en del ligger nu på nivåer under historiska snittet medan andra ligger markant högre – vilket står i kontrast med den unisona uppgången i indikatorer som skedde från 2021–2022 och vi bedömer därmed inte att en ny inflationsrusning står för dörren (se graf nedan). Men som vi länge argumenterat, ser vi heller inga tecken på att inflationen kommer att återgå till att trendmässigt ligga under Riksbankens 2-procentsmål, som var fallet under 2010-talet. Det nya centrala löneavtalet ger hushållen reallöneökningar, men är totalt sett balanserat och

...och goda förutsätt-
ningar för att den på sikt
ska stabilisera sig nära 2
procent

stödjer möjligheterna för att på sikt stabilisera inflationen kring målet. Som helhet är näringslivets prisplaner ovanligt höga i förhållande till både historiska snittet och till det dämpade konjunkturläget. Det bedöms vara resultatet av dels ett eftersläpande och seglivat kostnadstryck i kölvattnet av inflationskrisåren – exempelvis att nämnda löneavtal ger viss kompensering för hushållens förlorade köpkraft – dels en förändrad prissättningsdynamik i ekonomin.

Framåtblickande indikatorer för inflationen



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: De framåtblickande indikatorerna är enhetligt framskjutna 6 månader.

Framåtblickande indikatorer spretar, i kontrast med den unisona uppgången 2021-2022

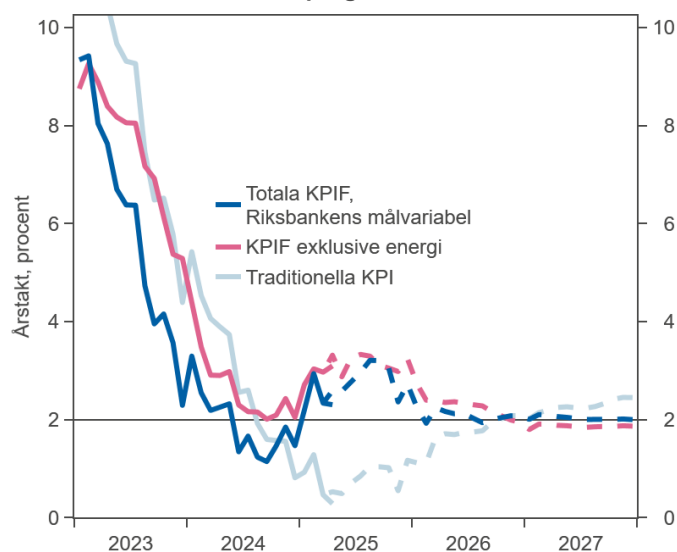
Den snabba uppgången i livsmedelspriserna väntas vända och bromsa in successivt. Världsmarknadspriser på livsmedelsråvaror är höga men har vänt nedåt och väntas sjunka ytterligare. Lägre pris på diesel och en starkare krona dämpar också kostnadstrycket i livsmedelsproduktionen. Sammantaget förväntar vi oss inte att livsmedelspriserna i konsumentledet faller, utan snarare att ökningstakten dämpas till historiskt normal, ca 2,5 procent per år.

Inbromsning i livsmedelspris-uppgången

Sammantaget, väntas den underliggande inflationen – mätt med KPIF exklusive energi (KPIFXE) – toppa kring 3 procent i sommar, mot bakgrund av stigande varupriser och övrigt pristryck som präglade inledningen av 2025. Men trots att KPIFXE-inflationen blivit högre än den puckel vi förutspådde i vår januarirapport, så håller vi fast vid prognosen att den är inne i en trendmässig försvagning och att 2 procent nås varaktigt, om än senare än vi räknade med i januari (se graf).

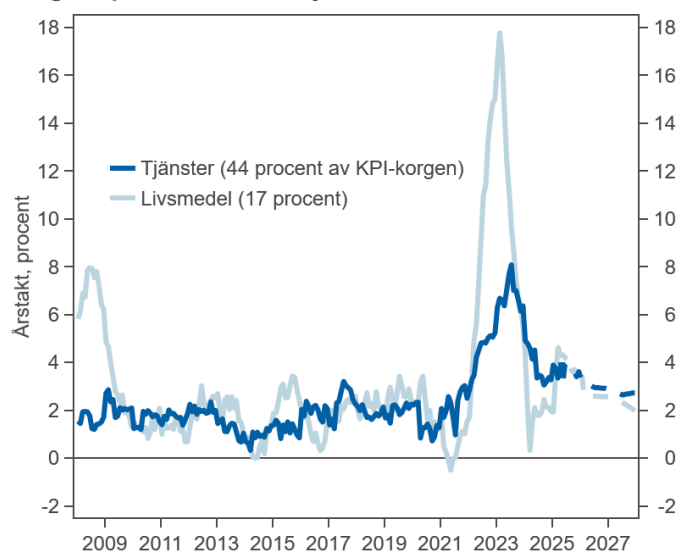
Underliggande inflation fortfarande för hög i år

Handelsbankens inflationsprognoser



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Prognos på livsmedel och tjänster i KPI

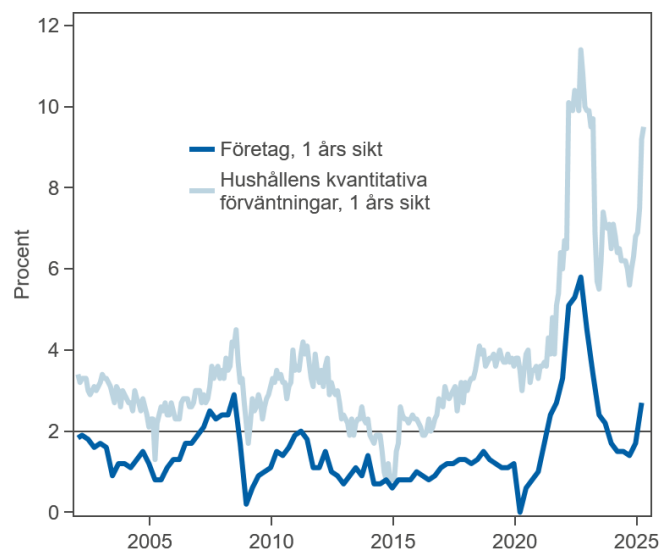


Källor: SCB och Handelsbanken

En av riskerna till inflationsprognosen är att inflationsförväntningarna har stigit snabbt bland svenska hushåll på senaste tiden – mycket snabbare än vad som kan förklaras av historiska samband. Om detta skulle leda till att hushållen agerar genom att försöka höja sin lön eller genom att i högre grad acceptera företagens prishöjningar, så kan den realiserade inflationen spås på tack vare förväntningsuppgången. Men andra mått på inflationsförväntningar, såsom bland företagen, har inte stigit alls i samma utsträckning (se grafer). Det bedöms begränsa risken via förtroendekanalen, men vi håller ett extra öga på inflationsförväntningarna även framgent.

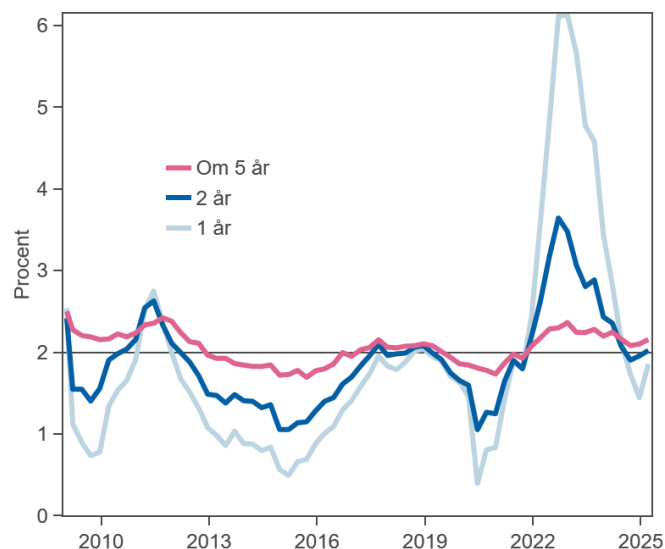
[Inflationsförväntningarna har stigit, särskilt bland hushåll](#)

Inflationsförväntningar enligt Konjunkturbarometern



Källor: Macrobond, Konjunkturinstitutet och Handelsbanken

Inflationsförväntningar enligt Riksbankens undersökning



Källor: Macrobond, Origo Group (historisk data: Kantar Prospera) och Handelsbanken

Anm.: Medelvärden för samtliga respondenter: Arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer, inköpschefer och penningmarknadens aktörer.

Riksbanken lättar på penningpolitiken

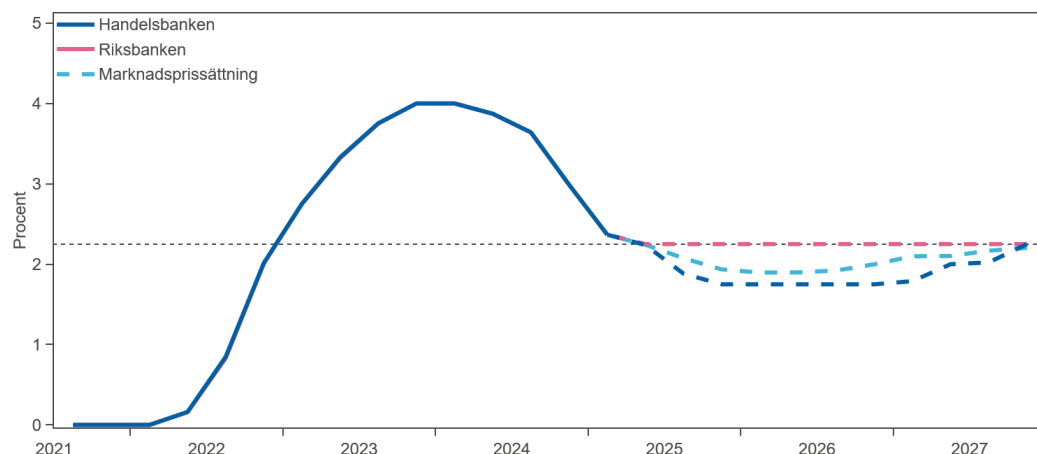
Riksbanken valde som förväntat att lämna styrräntan oförändrad på sitt penningpolitiska möte i maj, vilket var ett så kallat mellanmöte utan några prognoser, varken för konjunktur, inflation eller styrräntan. Men i sin kommunikation öppnade Riksbanken på dörren för en räntesänkning utan att säga något om när i tiden den skulle kunna komma. Riksbanken konstaterade att konjunkturutsikterna försämrats något sedan deras prognos i mars, att handelskriget troligen skulle sänka inflationen något på sikt. "Det skulle i så fall kunna tala för en något lättare penningpolitik framöver", enligt Riksbankens pressmeddelande.

[Riksbanken gläntar på dörren till sänkning i spåren av försämrade konjunkturutsikter](#)

Vi räknar med att Riksbanken sänker styrräntan i juni och i augusti, till 1,75 procent. Det betyder att styrräntan sänks under vad både vi och Riksbanken bedömer som den neutrala nivån, det vill säga den nivå som varken stramar åt eller stimulerar ekonomin. En lägre styrränta ger i detta läge lite mer råg i ryggen till hushåll som nu är mycket pessimistiska om den ekonomiska utvecklingen enligt Konjunkturinstitutets barometer. För att Riksbanken ska sänka styrräntan krävs att det inte kommer nya signaler på att inflationen är på väg att ta fart igen, vilket vi inte ser framför oss i vårt huvudscenario.

[Hushållen är mycket pessimistiska om den ekonomiska utvecklingen](#)

Riksbankens styrränta



Källor: Macrobond, Riksbanken och Handelsbanken

Anm.: Den nominella neutrala styrräntan bedöms vara ca 2,25 procent, se streckad stödlinje.

Riksbanken sänker i juni och august enligt vår prognos

Samtidigt som Riksbanken öppnade för en kommande räntesänkning tryckte de på osäkerheten, både kring inflationen och att konjunkturutsikterna snabbt kan ändras. Enligt vår bedömning beror tidpunkten och omfattningen på räntesänkningar på både utvecklingen av handelskonflikten men också på inkommande data.

Osäkerheten är dock stor

Vad gäller inkommande data är nedan några av de saker som vi tror kommer att väga över för en räntesänkning:

- Fortsatt lågt konsumentförtroende, behöver dock inte sjunka mer
- Riksbankens egen företagsundersökning tyder på avvaktande läge och uppskjutna investeringar
- Prisplaner ligger still eller dämpas
- Inflation i linje med Riksbankens prognos från mars

Inkommande data kommer vara avgörande för tidpunkt och antal räntesänkningar

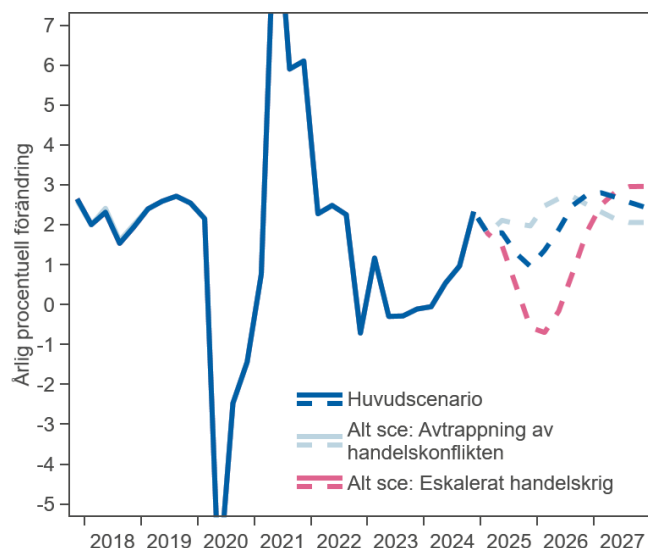
Jämfört med vår prognosuppdatering den 9 april har vi tagit bort en räntesänkning från vår prognos. Vi tecknade då två alternativa scenarier, ett med oförändrad styrränta och ett med räntesänkningar ner till 0,5 procent. sedan den 9 april har det lugnat ner sig på de finansiella marknaderna och även om mycket återstår och tullnivåer ligger långt över nivån innan handelskriget startade har det gjorts lite snabbare framsteg mellan USA och Kina än vi hade antagit. Mot den bakgrunden har vi reviderat upp vår BNP-prognos något och vi har också antagit att Riksbanken nöjer sig med två räntesänkningar.

Vi reviderar upp vår ränteprognos från en botten på 1,5 procent till 1,75 procent

Även denna gång har vi alternativa scenarier, se även mer utförlig beskrivning i avsnittet *Global bakgrund*. I det negativa alternativscenariot eskalerar handelskriget och osäkerheten bland hushåll och företag ökar. Det leder till att tillväxten blir lägre än i vårt huvudscenario och att Riksbanken sänker räntan till 1,0 procent för att mildra konsekvenserna. I det positiva alternativscenariot antar vi att det blir en större nedtrappning av handelskonflikten än vad vi antar i vårt huvudscenario men framförallt att hushåll och företag är motståndskraftiga och att den så kallade osäkerhetskanalen inte får någon större effekt. Det leder till att tillväxten blir högre och att Riksbanken därför lämnar räntan oförändrad på 2,25 procent.

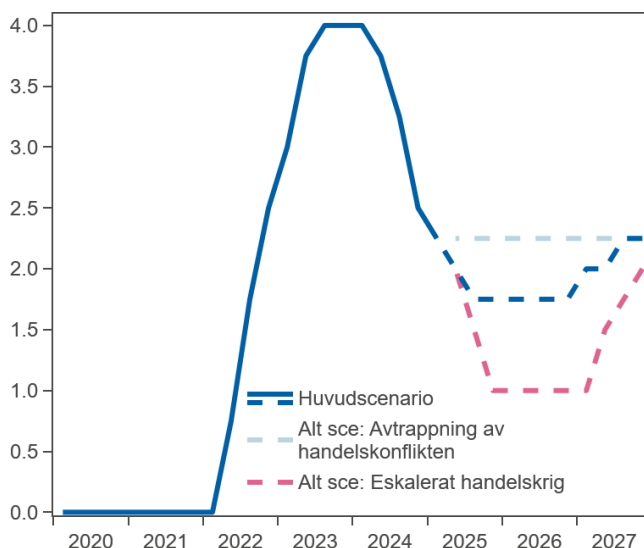
Två alternativscenarier illustrerar att utfallsrummet för styrräntan är stort

Alternativscenarier, BNP-tillväxt



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Alternativscenarier, Riksbankens styrränta



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Stora svängningar i marknadsräntorna - men stabilare framöver

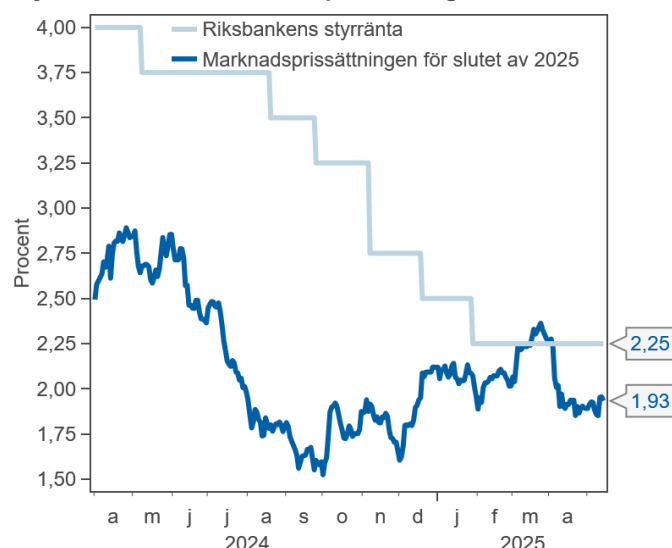
Marknadsprissättningen på Riksbanken indikerar att ytterligare en räntesänkning, med 25 punkter, är trolig under 2025, med en viss sannolikhet för två sänkningar. Därmed ligger marknadsprissättningen något över vår syn – som alltså är två sänkningar – och vi förväntar oss därför att prissättningen kommer ner något över de närmaste månaderna i takt med att vi får nya signaler från inflations- och konjunkturutvecklingen.

Marknaden prisar in något färre sänkningar än i våra prognoser

De långa svenska räntorna är i skrivande stund ungefär på samma nivå som vid årsskiftet, men under de senaste månaderna har vi sett en del rörelser både upp och ner. I början av mars steg räntorna i spåren av förväntningar om ökade offentliga försvarsutgifter. Men i april kom räntorna ner igen efter att Trump annonserat de "ömsesidiga" tullarna som var oväntat stora, vilket dämpade de globala konjunkturutsikerna och drev upp sannolikheten för fler räntesänkningar från Riksbanken och andra centralbanker.

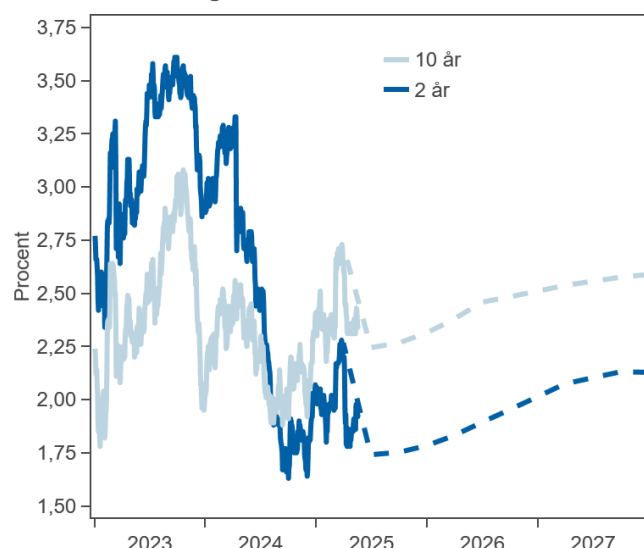
Upp och ner i marknadsräntorna sedan årsskiftet

Styrräntan och marknadens prissättning



Källor: Bloomberg, Handelsbanken och Macrobond

Svenska statsobligationsräntor



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Framåt väntar vi oss att de långa statsräntorna i Sverige stiger något, till viss del i spåren av en förhållandevis expansiv finanspolitik. Vi ser en viss nedgång i de kortare räntorna som en följd av att vi förväntar oss mer räntesänkningar än marknaden diskonterar. Nedgången är dock kortvarig eftersom vi räknar med att Riksbanken börjar höja räntan senare under prognoshorisonten.

Svagt stigande långräntor framöver

I USA har långräntorna kommit ned något sedan årsskiftet, men de underliggande drivkrafterna drar åt olika håll. Nedgången har främst drivits av nedställda konjunktursikter och en ökad tro på att Fed kan komma att sänka tidigare än väntat. Men räntenedgången har samtidigt dämpats av att terminspremien stigit, vilket tyder på en ökad osäkerhet kring konjunkturutvecklingen och en minskad vilja bland investerare att hålla amerikanska statspapper. Senast i raden av nya datapunkter var en tillfällig upptrappning – och därefter nedtrappning – av handelskonflikten mellan USA och Kina, vilket fick korta marknadsräntor att skifta upp. Marknaden tolkade det som att oron för en global inbromsning minskade, och därmed även behovet av framtida räntesänkningar. Det satte avtryck även i de svenska räntorna som steg något.

Amerikanska räntor
påverkar de svenska
räntorna

Kronförstärkning trots en stökig miljö

Kronan har stärkts markant sedan årsskiftet, i en rörelse som överraskade många – inte minst med tanke på den stora osäkerheten som råder, vilket är en miljö som inte brukar gynna kronan. Det som låg bakom den till synes märkliga tajmingen på kronförstärkningen var en förändring i synen på den amerikanska ekonomin. Efter årsskiftet började investerare i ökande grad ta till sig att Trumps tullpolitik inte bara utgör en risk för världshandeln i stort, utan också riskerar att drabba den amerikanska ekonomin hårdare än andra länder.

USA väntas drabbas
hårt av tullarna

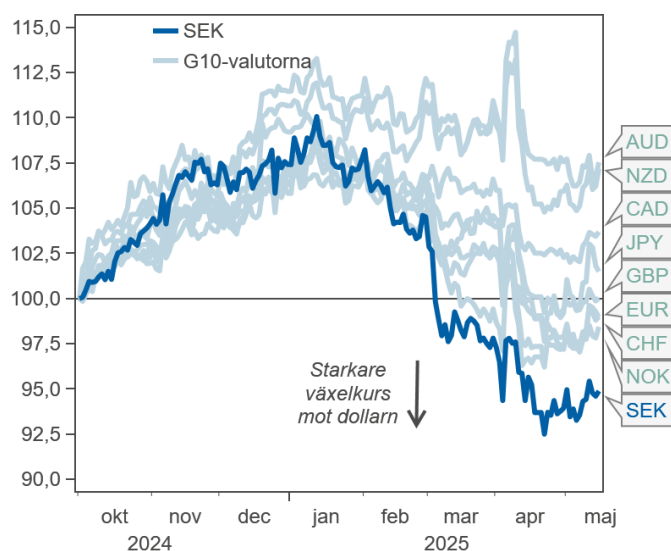
Samtidigt har värderingarna på amerikanska tillgångar – särskilt aktiemarknaden – varit historiskt höga. Kombinationen av stigande politisk och konjunktur osäkerhet, tillsammans med ansträngda värderingar, blev till slut en tydlig signal för många investerare att minska sin exponering mot USA. Det satte press på dollarn, och utgjorde den trigger som behövdes för att ett skifte i kapitalflöden skulle ta fart – ut ur USA, och in i andra valutor.

Kapitalflykt ut ur USA
och in i andra länder

Att just kronan kom att gynnas mest bland G10-valutorna beror inte på en *enskild* svensk styrkefaktor, utan snarare på att kronan länge haft en bred uppsättning fundamentala fördelar i ryggen. Bland dessa märks att valutan är tydligt undervärderad, att den ekonomiska återhämtningen – både från pandemin och från de kommande tullarna – väntas bli förhållandevis stark, och att Sverige har goda statsfinanser. Det sistnämnda är särskilt viktigt i oroliga tider, då det ger regeringen möjlighet att stimulera ekonomin om det skulle behövas.

Kronan gynnas av en
lång rad faktorer – inte
minst goda statsfinanser

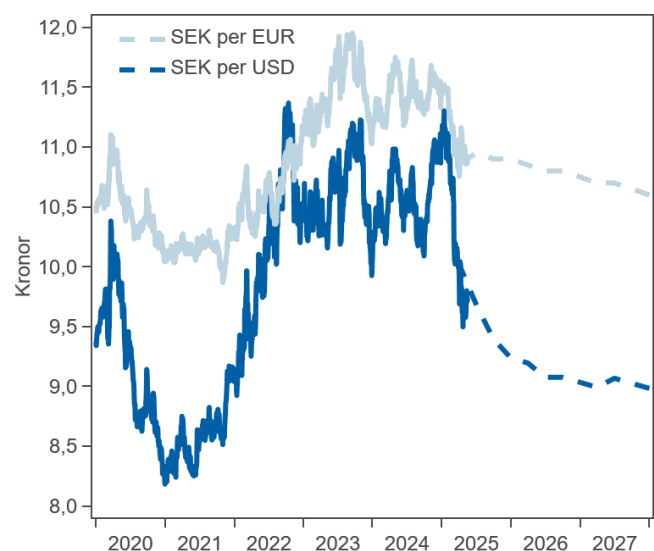
Kronan har stärkts mer än andra valutor



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: Index 100 = 2024-10-01. Stigande linjer innebär svagare växelkurs mot dollarn för respektive valuta.

Starkare krona framöver – särskilt mot dollarn



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Utöver detta finns fler strukturella faktorer som stärker kronans attraktivitet, något vi utvecklat närmare i de senaste utgåvorna av Kronbladet (länk till [april](#) och [maj](#)). Vi bedömer att kronan har fortsatt potential att stärkas framöver. De faktorer vi nämner ovan finns fortfarande kvar, och bör kunna gynna kronan, men takten i förstärkningen väntas bli betydligt långsammare än vi sett hittills under året. Förstärkningen mot dollar väntas bli tydligare än mot euron, vilket hänger ihop med att

Starkare krona även
framöver enligt
prognosen

dollarn väntas förvägas på bred front i takt med att den amerikanska konjunkturen dämpas samtidigt som inflationen stiger.

Finansiella förhållanden något stramare

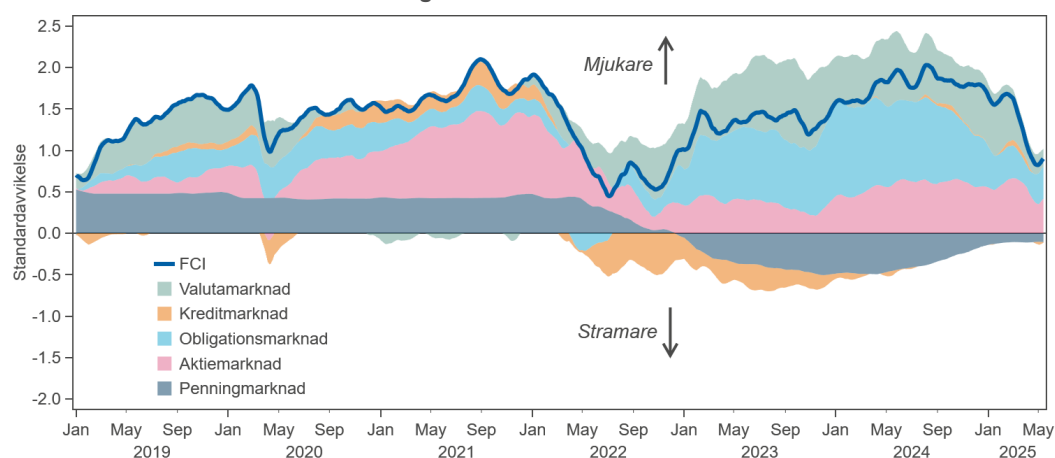
Enligt vårt FCI-index har de finansiella förhållandena i Sverige blivit något stramare sedan årsskiftet. Det är framför allt den starkare kronan som ligger bakom utvecklingen, men även börsen har utvecklats svagt, vilket drar ned indexet. De andra marknaderna har i stort sett rört sig sidledes.

Stramre finansiella förhållanden drivet av kronstyrkan

Att den starkare kronan bidrar till *stramare* finansiella förhållanden är egentligen inte uppenbart. Många hushåll upplever snarare att deras köpkraft stärks när de befinner sig utomlands, och importföretagen gynnas av dämpade kostnader. Men samtidigt påverkas hushåll som sparar i utländska tillgångar negativt eftersom värdet av exempelvis amerikanska aktier, mätt i kronor, sjunker när kronan stärks. Därtill drabbas de svenska exportföretagen av en minskad konkurrenskraft. I vårt index har vi dock tagit ett visst centralbanksperspektiv, och eftersom starkare krona dämpar inflationstrycket tolkas det som stramare.

Men kronstyrkan är även positiv för flera hushåll och företag

Svenska finansiella förhållanden enligt FCI



Källor: Macrobond och Handelsbanken

På penningmarknaden har rörelserna varit begränsade. Riksbankens räntesänkning i januari var i linje med förväntningarna, vilket gjorde att effekten på indexet blev begränsad. Kreditmarknaden har fortsatt att präglas av små spreadar mellan obligationer med hög och låg kreditrisk – en indikation på att riskaptiten är intakt. Detsamma gäller obligationsmarknaden, där lutningen på avkastningskurvan i stort sett är oförändrad jämfört med vid årets början. Sammantaget kvarstår alltså bilden av relativt gynnsamma finansiella förhållanden, men med en viss åtstramning sedan i januari, framför allt drivet av valutan och börsen.

Små rörelser i spreadar på obligationsmarknaden – sammantaget fortsatt gynnsamma finansiella förhållanden

Tabellbilaga

Nyckeltal

Inom parentes visas den extra konjunkturuppdateringen från 9 april 2025.

BNP, årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Världen	3.2 (3.2)	2.7 (2.6)	2.7 (2.5)	3.3 (3.5)
Utvecklade ekonomier	1.8 (1.8)	1.2 (1.0)	1.1 (0.7)	1.6 (1.9)
Tillväxtekonomier	4.1 (4.2)	3.7 (3.8)	3.8 (3.6)	4.1 (4.3)
Kina	5.0 (5.0)	4.2 (4.0)	3.8 (3.3)	4.1 (4.3)
Euroområdet	0.8 (0.8)	1.0 (0.8)	1.1 (0.9)	1.4 (1.5)
Norge, fastlandsekonomin	0.6 (0.6)	1.5 (1.1)	1.4 (1.2)	1.4 (1.3)
Sverige	0.9 (0.9)	1.5 (1.4)	2.1 (1.8)	2.6 (2.6)
Storbritannien	1.1 (1.1)	1.0 (0.2)	1.1 (0.7)	1.4 (1.6)
USA	2.8 (2.8)	1.2 (1.1)	1.0 (0.4)	1.8 (2.1)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Inflation, årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet	2.4 (2.4)	2.2 (2.2)	1.9 (1.9)	1.9 (1.8)
Norge	3.1 (3.1)	2.8 (3.1)	2.7 (2.8)	2.4 (2.4)
Sverige, KPIF	1.9 (1.9)	2.6 (2.8)	2.0 (2.2)	2.0 (2.1)
Storbritannien	2.5 (2.3)	3.4 (3.7)	3.4 (3.4)	3.1 (3.3)
USA, PCE	2.5 (2.5)	3.1 (3.8)	2.9 (3.1)	2.0 (2.0)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Arbetslöshet, procent av arbetskraften

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet	6.4 (6.4)	6.3 (6.5)	6.4 (6.7)	6.4 (6.6)
Norge, registrerad NAV	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.1 (2.2)	2.1 (2.2)
Sverige	8.4 (8.4)	8.6 (8.8)	8.4 (8.7)	7.8 (8.1)
Storbritannien	4.3 (4.3)	5.1 (5.2)	4.8 (4.8)	4.6 (4.6)
USA	4.0 (4.0)	4.4 (4.4)	5.1 (5.3)	5.0 (5.3)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Styrräntor och SWAP-räntor, årets slut

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet				
– Styrränta	3.00 (3.00)	1.75 (1.50)	1.75 (1.50)	2.00 (1.75)
– 2y	2.2 (2.2)	2.0 (1.7)	2.1 (1.9)	2.2 (2.0)
– 5y	2.3 (2.3)	2.3 (2.1)	2.4 (2.2)	2.4 (2.3)
– 10y	2.4 (2.4)	2.6 (2.4)	2.6 (2.5)	2.6 (2.6)
Norge				
– Styrränta	4.50 (4.50)	4.25 (4.25)	3.50 (3.50)	3.25 (3.25)
– 2y	4.2 (4.2)	4.1 (4.0)	3.7 (3.7)	3.7 (3.7)
– 5y	3.9 (3.9)	4.0 (4.0)	3.9 (3.9)	3.9 (3.9)
– 10y	3.9 (3.9)	4.1 (4.1)	4.0 (4.0)	3.9 (3.9)
Sverige				
– Styrränta	2.50 (2.50)	1.75 (1.50)	1.75 (1.50)	2.25 (2.00)
– 2y	2.4 (2.4)	2.0 (1.8)	2.3 (2.1)	2.4 (2.2)
– 5y	2.5 (2.5)	2.3 (2.2)	2.5 (2.4)	2.6 (2.5)
– 10y	2.7 (2.7)	2.6 (2.6)	2.8 (2.7)	2.8 (2.7)
Storbritannien				
– Styrränta	4.75 (4.75)	3.75 (4.00)	3.25 (3.50)	3.00 (3.50)
– 2y	4.3 (4.3)	4.1 (4.3)	3.6 (3.8)	3.5 (3.8)
– 5y	4.1 (4.1)	4.1 (4.4)	4.0 (4.2)	4.0 (4.2)
– 10y	4.1 (4.1)	4.2 (4.6)	4.4 (4.7)	4.6 (4.7)
USA				
– Styrränta	4.38 (4.38)	4.13 (3.88)	3.38 (2.88)	2.88 (2.63)
– 2y	4.1 (4.1)	3.8 (3.3)	3.2 (2.9)	2.9 (2.9)
– 5y	4.0 (4.0)	3.7 (3.3)	3.3 (3.2)	3.2 (3.1)
– 10y	4.1 (4.1)	4.0 (3.6)	3.6 (3.5)	3.5 (3.5)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Statsobligationsräntor, årets slut

		2024	2025	2026	2027
Tyskland					
–	2y	2.1 (2.1)	1.9 (1.6)	2.0 (1.7)	2.1 (1.9)
–	5y	2.2 (2.2)	2.2 (2.0)	2.3 (2.1)	2.3 (2.2)
–	10y	2.4 (2.4)	2.6 (2.5)	2.6 (2.5)	2.6 (2.6)
Norge					
–	2y	4.1 (4.1)	3.8 (3.7)	3.4 (3.4)	3.4 (3.4)
–	5y	3.8 (3.8)	3.8 (3.8)	3.7 (3.7)	3.7 (3.7)
–	10y	3.8 (3.8)	4.0 (4.0)	3.9 (3.9)	3.8 (3.8)
Sverige					
–	2y	2.1 (2.1)	1.8 (1.4)	2.0 (1.8)	2.1 (1.9)
–	5y	2.2 (2.2)	2.0 (1.9)	2.3 (2.1)	2.3 (2.3)
–	10y	2.4 (2.4)	2.3 (2.3)	2.5 (2.4)	2.6 (2.5)
Storbritannien					
–	2y	4.4 (4.4)	4.1 (4.1)	3.4 (3.6)	3.1 (3.6)
–	5y	4.2 (4.2)	4.3 (4.3)	3.9 (4.1)	3.8 (4.1)
–	10y	4.6 (4.6)	4.6 (4.6)	4.5 (4.6)	4.5 (4.5)
USA					
–	2y	4.3 (4.3)	4.0 (3.6)	3.4 (3.1)	3.2 (3.1)
–	5y	4.4 (4.4)	4.1 (3.7)	3.7 (3.5)	3.6 (3.5)
–	10y	4.6 (4.6)	4.5 (4.1)	4.2 (4.0)	4.2 (4.0)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Valutaprognoser globalt, årets slut

	2024	2025	2026	2027
EUR/USD	1.04 (1.04)	1.18 (1.10)	1.19 (1.11)	1.18 (1.12)
EUR/GBP	0.84 (0.84)	0.83 (0.82)	0.82 (0.82)	0.82 (0.82)
GBP/USD	1.24 (1.24)	1.42 (1.34)	1.45 (1.35)	1.44 (1.37)
USD/JPY	157.00 (157.00)	142.00 (144.00)	134.00 (136.00)	126.00 (128.00)
USD/CNY	7.30 (7.30)	7.27 (7.47)	7.18 (7.35)	7.10 (7.23)
EUR/CHF	0.94 (0.94)	0.95 (0.95)	0.96 (0.96)	0.97 (0.97)
EUR/NOK	11.60 (11.60)	11.30 (11.70)	11.10 (11.40)	10.90 (11.20)
EUR/SEK	11.48 (11.48)	10.80 (10.90)	10.65 (10.75)	10.50 (10.60)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Valutaprognoser kronan, årets slut

	2024	2025	2026	2027
USD/SEK	11.05 (11.05)	9.15 (9.91)	8.95 (9.68)	8.90 (9.46)
EUR/SEK	11.48 (11.48)	10.80 (10.90)	10.65 (10.75)	10.50 (10.60)
CHF/SEK	12.19 (12.19)	11.37 (11.47)	11.09 (11.20)	10.82 (10.93)
NOK/SEK	0.99 (0.99)	0.96 (0.93)	0.96 (0.94)	0.96 (0.95)
GBP/SEK	13.66 (13.66)	13.01 (13.29)	12.99 (13.11)	12.80 (12.93)
JPY/SEK	7.04 (7.04)	6.45 (6.88)	6.68 (7.12)	7.06 (7.39)
CNY/SEK	1.51 (1.51)	1.26 (1.33)	1.25 (1.32)	1.25 (1.31)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Fotnoter

- 1** För enskilda EU-länders export, dvs. inklusive export till andra EU-länder, handlar det om en ökning med ca 0,7 procentenheter. [↵](#)
- 2** För enskilda EU-länder, dvs. inklusive handel inom EU, blir genomslaget runt 0,5 procentenheter, men med stor variation mellan medlemsländerna. [↵](#)
- 3** För att läsa mer om penningpolitik inför tullchocker, se tema-artikeln på s. 13–18 i vår konjunkturrapport från januari. [↵](#)
- 4** Löptidspremien är den kompensation som investerare kräver för att bära tillväxt- och inflationsrisker. Dagens utmanande situation för offentliga finanser innebär i många länder risker för till exempel framtida upplåningsbehov, vilket också kan bidra till att driva löptidspremien. [↵](#)
- 5** Läs vår analys kring löptidspremier på s. 6-7 i vår [konjunkturprognos från januari](#). [↵](#)
- 6** För vidare analys kring de radikala och internt motstridiga policy-målen som administrationen i Vita Huset har, samt deras påverkan på dollarn, se *'Mar-a-Lago Accord' or 'Have-the-cake-and-eat-it-too' plan?*, vår engelska [Macro Comment](#) från den 3 april." [↵](#)
- 7** Ciccarelli. M and Benoît Mojon. B (2005), "Global inflation" [ECB Working Paper series, no 537](#) [↵](#)
- 8** Mao, H. and Görg, H. (2020), "Friends like this: The impact of the US–China trade war on global value chains", [The World Economy, Vol. 43, No 7](#) [↵](#)
- 9** Det beräknas genom att jämföra en produkts andel av ett lands export med andelen för samma produkt i den globala exporten. Om RCA är större än 1 sägs landet ha en relativ komparativ fördel i den produkten. [UNCTADstat Data Centre](#) [↵](#)
- 10** Export Similarity Index (ESI) av [Finger och Kreinin \(1979\)](#) som mäter graden av likhet mellan två länders exportstrukturer. [↵](#)
- 11** Malmendier, M. and Nagel, S. (2016), "Learning from inflation experiences", [The Quarterly Journal of Economics, Vol. 131, No 1](#) [↵](#)
- 12** Hobijn, B. et al. (2023), "The Recent Steepening of Phillips Curves", [Chicago Fed Letter, No 475](#) [↵](#)

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Svenska Handelsbanken AB (publ)(i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iakttä, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåsarssystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

Kontaktuppgifter

Christina Nyman Head of Economic Research Sweden & Chief Economist christina.nyman@handelsbanken.se	Helena Bornevall Deputy Head of Economic Research, Sweden helena.bornevall@handelsbanken.se
Claes Måhlén Chief Strategist claes.mahlen@handelsbanken.se	Johan Löf Head of Forecasting johan.lof@handelsbanken.co.uk
Charlotte Asgermyr Chief FI Strategist, Sweden charlotte.asgermyr@handelsbanken.se	Anders Bergvall Senior Economist, Sweden anders.bergvall@handelsbanken.se
Camila Da Souza Albistur Data Scientist, Sweden camila.da.souza.albistur@handelsbanken.se	Magnus Lindskog Senior Economist, Sweden magnus.lindskog2@handelsbanken.se
Martin Nilsson Economist, Sweden martin.nilsson2@handelsbanken.se	Tommy von Brömsen FX Strategist, Sweden tommy.von.bromsen@handelsbanken.se
Michel Gubel FX Strategist chgu13@handelsbanken.se	James Sproule Chief Economist, UK james.sproule@handelsbanken.co.uk
Daniel Mahoney Senior Economist, UK daniel.mahoney@handelsbanken.co.uk	Marius Gonsholt Hov Chief Economist, Norway marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no
Karine Alsvik Senior Economist, Norway karine.alsvik@handelsbanken.no	Nils Kristian Knudsen Senior FI/FX Strategist, Norway nils.knudsen@handelsbanken.no

