

Konjunkturprognosen

Svensk köpkraft trumfar tullhot

- Trots en osäker omvärld är förutsättningarna för återhämtning i svensk ekonomi på plats
- Svenskarnas inkomstökning räcker både till mer sparande och ökad konsumtion
- Riksbanken redo för en sista sänkning: Inflationen vid målet men kronförstärkning dröjer

Macro Research • Konjunkturprognosen

22 January 2025



Handelsbanken

Innehållsförteckning

Global bakgrund: Utsikterna vilar på bräcklig grund	3
Euroområdet: Mjuklandning, men tillväxten förblir dämpad	9
Temaartikel: Globala tullscenarier: Tullhoten - skadar tillväxten, underblåser inflationen och skapar risker	13
Sverige: BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser: Konjunkturen vänder upp i år	19
Sverige: Privatekonomi och bostadsmarknad: Tyngre plånböcker och stigande bopriser	25
Sverige: Inflation, penningpolitik och finansmarknad: Omvärld ger volatila finansmarknader	29
Tabellbilaga: Nyckeltal	34
Fotnoter	36
Kontaktuppgifter	39

Global bakgrund

Utsikterna vilar på bräcklig grund

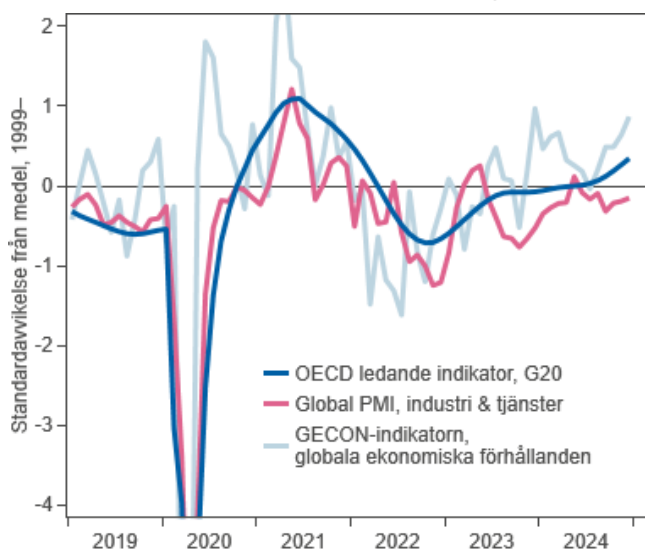
Vi förutspår ytterligare ett par år med medelmåttig global BNP-tillväxt. Under huven döljer sig dock väsentliga skillnader mellan ekonomier. Upptrappning av handelskonflikten, särskilt mellan USA och Kina, skadar tillväxten och underblåser inflationen. Vi hade visserligen räknat med en viss avmattning i dessa två megaekonomier, samtidigt som vi förutspådde en återhämtning i Europa, men tillväxten möter nu fler utmaningar. Regionala ekonomiska skillnader ger också regional splittring i penningpolitiken – åtstramande styrräntor i USA, Storbritannien och Norge, normalisering av räntorna i euroområdet och Sverige, samtidigt som Kina lättar på sin penningpolitik. Geopolitiska och ekonomisk-politiska risker ökar osäkerheten kring vårt huvudscenario.

Hyggliga tillväxtutsikter men de kan inte tas för givna

Ledande indikatorer för den globala tillväxten är på uppgång, vilket innebär slutet på den svacka som under andra halvåret 2024 märktes i inte minst förtroendeindikatorer såsom inköpschefsindex PMI (se diagram nedan). Visserligen ligger centrala indikatorer fortfarande på medelmåttiga nivåer, men det förebådar stabil BNP-tillväxt under första halvåret 2025 – en klar förbättring från förra sommarens mullrande tillväxtoro. De snabba åtgärderna från centralbankerna förefaller alltså ha fungerat och håller ekonomin på kurs mot en mjuklandning, som vi förutspådde i föregående utgåva av Konjunkturprognosen, [Penningpolitiska spelet – Räntesänkningar krävs för vinst](#). Stabiliseringen av utsikterna för 2025 beror också på Pekings insatser för att stötta Kinas problemtyngda ekonomi. De första tecknen på positiv verkan syns, men ytterligare stimulanser behövs och har signalerats av regeringen.

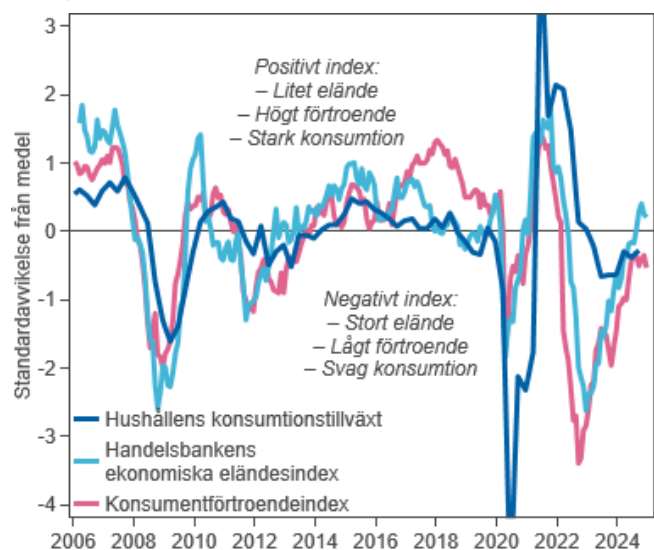
Förtroendesvackan förbi; Utsikterna för 2025 för stunden upprätade efter att centralbanker och Peking lanserade stöd

Globala framåtblickande indikatorer stärks gradvis



Källor: Macrobond, OECD, S&P Global, C. Baumeister m.fl. och Handelsbanken

Avtagande ekonomiskt "elände" får fart på konsumtionen



Källor: Macrobond, nationella källor och Handelsbanken

Anm.: Grafen visar den gemensamma signalen i data för euroområdet, Norge, Storbritannien, Sverige och USA.

Vi räknar med att konsumtionen kommer att driva tillväxten, tack vare fortsatt starkt hushållsekonomi. Våra index för ekonomiskt elände^[1] har fortsatt att förbättras och indikerar i genomsnitt en bättre ekonomisk situation för hushållen än normalt, vilket beror på faktorer såsom stabil reallönetillväxt, stigande tillgångspriser och sänkt styrränta. Men trots denna stora förbättring från 2022 års avgrundsdjup, så har hushållsbarometrar visat på nervöst förtroende och hittills har konsumtionen inte ökat enligt sitt normala samband med minskat elände. Detta återspeglas i något förhöjda sparkvoter i många ekonomier, då inkomstillväxten överträffat den bleka

Starkt hushålls-ekonomi ger ny tillväxtkraft framöver

konsumtionstillväxten. Det gapet sluts delvis framöver då vi räknar med en uppväxling i konsumtionen. Vi antar dock att det tar tid innan hushållens sparande normaliseras fullt ut, bland annat av försiktighetsskäl med tanke på osäkerheten och riskerna. Ett undantag är USA, där konsumtionen tog fart tidigare och sparkvoten framöver väntas stiga från låg nivå och bidra till att konsumtionen svalnar.

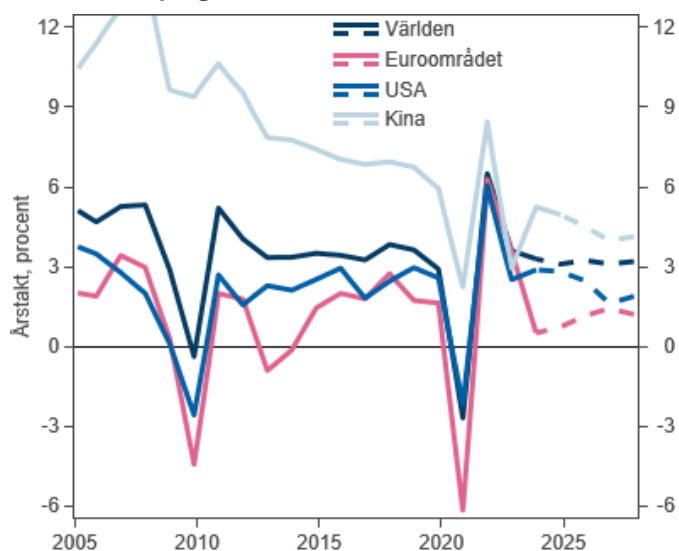
Både geopolitik och ekonomisk politik är källor till osäkerhet och risker under vår prognosperiod 2025–2027, vilket hushåll, företag och marknader känner av redan i dagsläget. Donald Trumps seger i presidentvalet i USA bidrar till detta, särskilt genom hotet att eskalera handelskonflikten. Vi antar en begränsad upptrappning av konflikten i prognosens huvudscenario, men med risker som lutar mot sämre utfall – se rutan *Risker till prognosen* nedan och temaartikeln *Tullhoten*.

Trumps seger ökar osäkerheten och riskerna...

Den omedelbara nettoeffekten av Trumps seger bedöms dock vara positiv för 2025, eftersom Washington ser ut att leverera både en förlängning av de tillfälliga skattesänkningar som löper ut i år och en rad avregleringsåtgärder – ett lyft för det ekonomiska förtroendet och därmed hushållens konsumtion och näringslivets investeringar, vilket spillar över i exportorder globalt. Sammantaget räknar vi med global BNP-tillväxt på 3,2 procent 2025, följt av fortsatt medelmåttiga 3,1–3,2 procent 2026–2027 mot bakgrund av att Kina och USA bromsar in – delvis på grund av en något negativ effekt av den begränsade eskaleringen i handelskonflikten – och euroområdet återhämtar sig. För mer information om tillväxtutsikterna, se rutan *Översikt större ekonomier* nedan och artiklar om Norge och Storbritannien i vår engelskspråkiga konjunkturrapport.

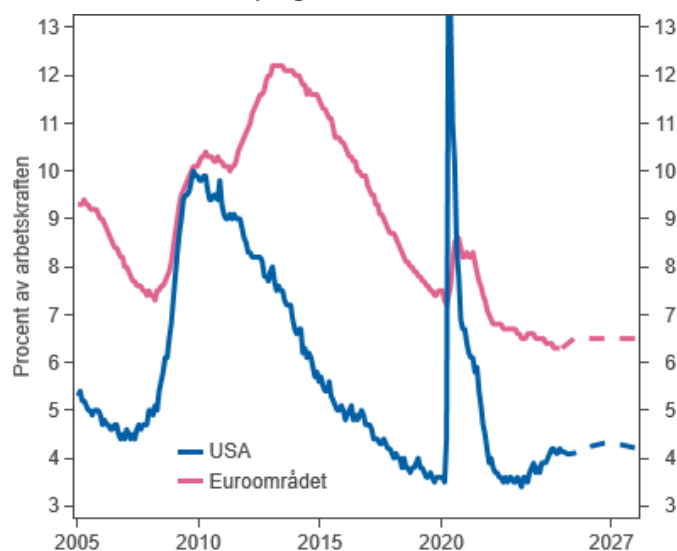
...men väntas på kort sikt ge en skjuts åt tillväxten

Globala BNP-prognoser



Källor: Macrobond, IMF och Handelsbanken

Globala arbetslöshetsprognoser



Källor: Macrobond, BLS, Eurostat och Handelsbanken

Arbetsmarknaden förblir stark

Vi räknar med att arbetsmarknader förblir totalt sett strama, om än med betydande skillnader mellan ekonomier och branscher, och vi förutspår endast en gradvis avkyllning. Antalet lediga platser blir totalt sett successivt färre i förhållande till antalet arbetslösa, så det blir svårare att hitta arbete inom vissa sektorer och regioner, medan en överskottsefterfrågan på arbetskraft dröjer sig kvar i andra. Trots detta räknar vi med bara en modest arbetslöshetsuppgång framöver. I USA beror den högre arbetslösheten på att efterfrågan på arbetskraft avtar i den svalnande ekonomin, medan orsaken i euroområdet är att näringslivet behöver fokusera på produktivitetsvinster för att upprätthålla lönsamheten och kan möta stigande efterfrågan i ekonomin med befintlig arbetsstyrka efter att hamstrat personal under lågkonjunkturen, i stället för att nyanställa.

Basscenariot med mjuklandning pekar på modest arbetslöshetsuppgång

Inflationen fortfarande för hög, men närmar sig långsamt målet

Med undantag för Kina ligger den underliggande inflationen envist kvar över centralbankernas mål i de ekonomier vi bevakar. Och nu visar de senaste framåtblickande indikatorerna, såsom företagens prisplaner (se graf nedan), tecken på en ny uppgång i inflationen. Vi håller fast vid prognosen att inflationen är på väg mot målet, men understryker att resan tar tid eftersom effekterna av inflationskrisen 2021–2023 klingar av långsamt. En förklaring är att andrahandseffekter^[2] fortfarande finns kvar. För det första ökar arbetskraftskostnaderna fortfarande snabbt i flera ekonomier och branscher, vilket vältras över till konsumentpriserna – något som förvärras av att vissa branscher har behov av att kompensera sig för tidigare marginalpress. För det andra strävar hushållen fortfarande efter att ta tillbaka förlorad köpkraft genom att kräva högre löneökningar. Slutligen stiger administrativa priser och avtalsreglerade avgifter ytterligare, eftersom de ofta släpar efter eller till och med är indexerade mot den historiska inflationstakten.

Långsam resa mot inflationsmålen, delvis på grund av vanliga eftersläpande effekter...

En annan förklaring till den långsamt avklingande inflationen är att de beteendeförändringar och den pånyttfödda inflationsmedvetenhet (till skillnad från tidigare *rational inattention*) som följt i kölvattnet av hög inflation, inte har återställts till tidigare förhållanden. Detta kan spåras i faktorer såsom:

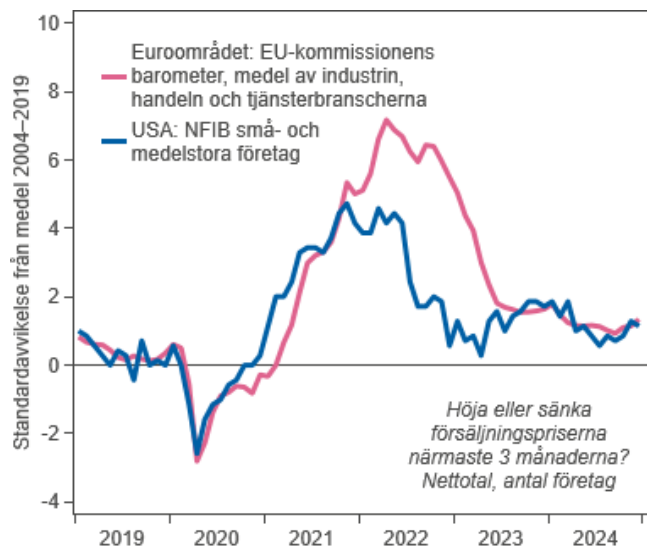
... och delvis på grund av kvardröjande beteendeförändringar

- Diskrepans i det historiskt sett nära sambandet mellan å ena sidan prisplaner och vinstmarginaler (fortfarande höga totalt sett) och å andra sidan konjunkturindikatorer (övervägande svaga).
- Kil mellan hushållens inflationsförväntningar (höga) och inflationsmått som KPI (mer normala).
- Skevhet mot uppsidan i marknadsbaserade inflationsriskmått.

Sammantaget har ändå världsekonomin kommit närmare att lyckas med inflationsnedgångens reptrick^[3] och i takt med att efterfrågan normaliseras, arbetsmarknaden svalnar och inflationens andrahandseffekter avtar, så förutspår vi att inflationen kommer att nå till målet (se graf nedan). Vårt huvudscenario med en begränsad upptrappning i handelskonflikten innebär endast en liten inflationsdrivande effekt, men vi bedömer att riskerna för allvarliga effekter är stora i ett ogynnsamt konfliktscenario (se temaartikeln *Tullhoten*).

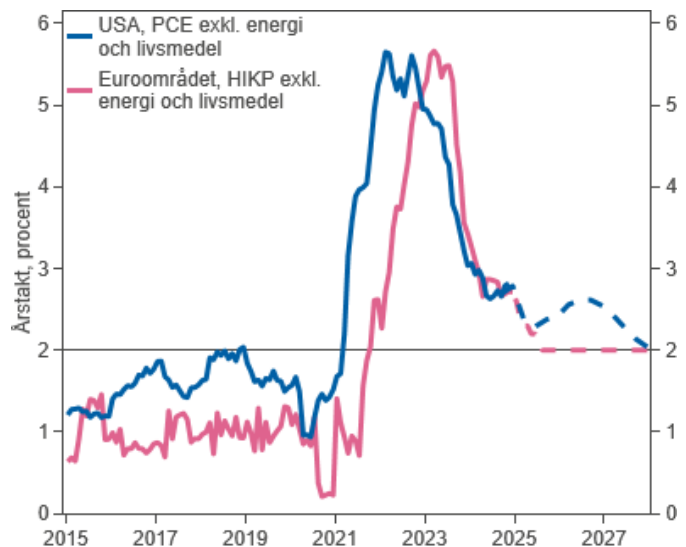
Framstegen fortsätter dock och inflationen väntas nå målet trots tullutmaningar

Prisplaner fortsatt högre än snittet före inflationskrisen



Källor: Macrobond, Europeiska Kommissionen, NFIB och Handelsbanken

Global underliggande inflation



Källor: Macrobond, Eurostat, BEA och Handelsbanken

Översikt större ekonomier

Euroområdet – se separat artikel i denna rapport.

Kina

- BNP-tillväxten väntas fortsätta sin nedåtgående trend 2025–2027. Den senaste tidens exportledda tillväxtlyft i industrin förväntas avta när det kolliderar med de högre amerikanska tullar vi antar. Konsumtionstillväxten är svag och inte redo att ta över BNP-stafettpippen, eftersom konsumentförtroendet är rekordlågt även efter Pekings nya stimulanser sedan andra halvåret 2024.
- Myndigheterna signalerar att mer stimulans är på väg. Vi räknar med att PBOC inom kort sänker styrräntorna igen. Hittills har de penningpolitiska lättnaderna inte varit nog för att kickstarta ekonomin, men lägre räntor och bättre likviditet har bidragit till att stoppa bostadspriset – vilket kan dämpa hushållens förmögenhetsoro – och drivit på vissa kategorier av fasta investeringar.
- Nästa steg är finanspolitiska åtgärder som stöttar hushållen och lyfter förtroendet. En kraftigt expansiv budget väntas och den viktigaste hållpunkten är folkkongressen som börjar den 5 mars. Men utmaningarna är stora med den djupt skuldsatta fastighetssektorn och den negativa demografiska utvecklingen som tynger ekonomin.

USA

- USA:s ekonomi har gått starkt, men framöver står BNP-tillväxten inför avgörande beslut och motvind. Återvändande president Donald Trump antas skada tillväxten via tullhöjningar på import från både den strategiska rivalen Kina, men också i viss mån andra handelspartners. Åtstramning av migrationspolitiken är ytterligare ett slag mot tillväxten. Å andra sidan väntas den nya regeringen förlänga de tillfälliga skattesänkningar som löper ut i år och införa tillväxtvänliga avregleringar.
- Konsumtionstillväxten väntas bromsa in från höga nivåer trots en god inkomstutveckling, eftersom hushållens sparkvot väntas stiga till mer normala nivåer. Näringslivets förtroende har skjutit i höjden, så vi förutspår att de fasta investeringarna kommer att hålla uppe på kort sikt, innan de negativa sidorna av regeringens politik blir mer synliga och dämpar investeringarna.
- Den underliggande inflationen i USA är för hög och underblåses framöver av både tullar och den signalerade expansiva finanspolitiken. Vi förutspår att Fed kommer att sänka räntan långsamt, men med mer än vad marknaden för närvarande prisar in. Under första halvåret 2025 ser vi två sänkningar för att säkerställa den ekonomiska stabilisering som uppnåtts genom åtgärderna under hösten 2024. Därefter pauser Fed räntesänkningarna när tullpolitiken träder i kraft.

Styrränteskillnader och riskpremier driver räntorna

Även efter de inledande sänkningarna är styrräntenivån fortsatt åtstramande i de flesta ekonomier, i alla fall om man jämför med våra antaganden om den neutrala styrräntan på medellång sikt.^[4] Men det kortsiktiga perspektivet är en annan sak och vi räknar med att olika regionala ekonomiska förutsättningar kommer att avspeglas i skillnader mellan centralbankernas penningpolitik.

Somliga centralbanker väntas sänka räntan långsamt mot neutral nivå eftersom inflationsmiljön kräver försiktighet – Federal Reserve på grund av USA:s starka BNP och procykliska finanspolitik, liksom Bank of England och Norges Bank på grund av envis inflation (se graf nedan och artiklar i vår engelskspråkiga konjunkturrapport). För ECB och Riksbanken bedömer vi att vägen mot en normalisering av räntan till neutral redan är utstakad på grund av en svag BNP och en inflation på god väg mot målet. I Kina räknar vi med att PBOC kommer att lätta på politiken.

Den *direkta* makroekonomiska effekten av tullhöjningarna i vårt huvudscenario är isolerat en liten sak för de flesta centralbanker, men två undantag är USA:s och Kinas centralbanker. Den amerikanska centralbanken bedöms motverka den något inflationsdrivande effekten genom att sänka styrräntan mindre än vad som skulle ha varit fallet utan tullhöjningar, medan Kinas PBOC kommer att luta åt andra hållet för att mildra den negativa BNP-effekten. De *indirekta* effekterna av den upptrappningen i handelskonflikten står dock högt på centralbankernas agenda. För det första i form av en beredskap för att allvarigare scenarier för handelskonflikten kan ge en betydligt större inflationsimpuls framöver (se temaartikeln *Tullhoten*). För det andra drivs den senaste tidens

Regionala ekonomiska skillnader driver regional splittring i penningpolitiken

Endast gradvisa sänkningar från Fed, BoE och Norges Bank medan ECB och Riksbanken normaliserar

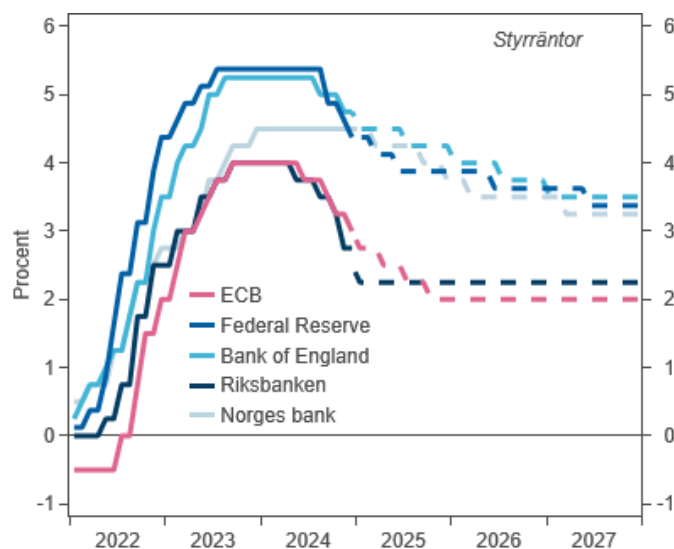
Milt basscenario för tullhöjningar innebär att inverkan på penningpolitiken blir liten, men riskerna är stora

uppgång i längre marknadsräntor av dels högre inflationsförväntningar, dels en i ännu högre grad stigande så kallad löptidspremie, vilken i sin tur har lyfts delvis av inflationsrisker – faktorer som talar för att centralbanker måste vara på sin vakt även mot dagens inflationsdynamik.^[5] Avslutningsvis har löptidspremien också drivits av risker till offentliga finanser och tillväxt, en återspeglning av både de i värsta fall stagflationistiska handelskonfliktscenarierna framför oss och bredare geopolitisk och ekonomisk-politisk osäkerhet och risk, bedömer vi.

Sammantaget räknar vi med en gradvis nedgång i längre marknadsräntor, drivet av centralbankernas förväntade sänkningar och en minskning av löptidspremien (se diagram nedan). Det senare väntas spela ut långsamt, i takt med att osäkerheten och riskerna klingar av och vi gradvis får bättre klarhet i utsikterna för tillväxt, inflation och offentligt upplåningsbehov (finanspolitiken). Detta kommer till stånd dels genom den nya amerikanska regeringens policybesked och konkreta steg i den förmodade upptrappningen i handelskonflikten, dels genom fler bevis på ordnade lösningar av den ekonomiska oron kring Kina respektive euroområdet. Mot slutet av 2027 (vår prognoshorisont) räknar vi med att de längre marknadsräntorna är kvar på betydligt högre än under föregående decennium, främst på grund av högre neutrala räntor, men också på grund av högre löptidspremier.

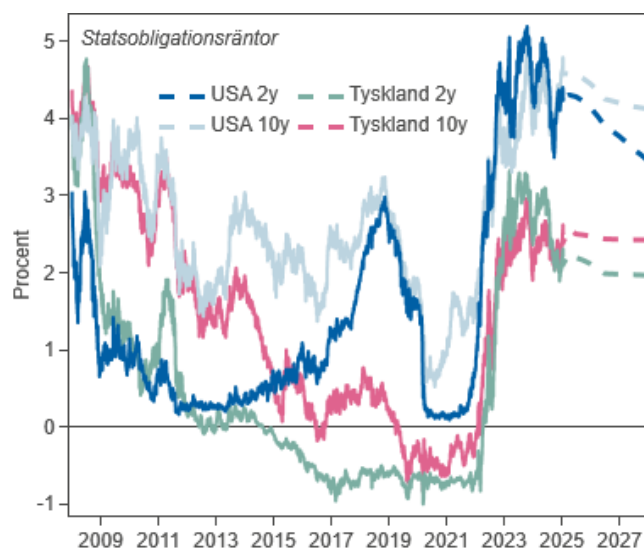
Långräntorna kommer att sjunka långsamt, men förblir betydligt högre än under föregående decennium

Centralbankernas policyinriktning spretar



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

Långräntor sjunker bara måttligt



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Dollarn förblir stark trots gradvis försvagning under 2026-2027

Efter en kraftig förstärkning av dollarn präglas utsikterna för EUR/USD av en känslig balans mellan olika drivkrafter och vår prognos är att valutaparet handlar i sidled, pendlandes runt 1,03 fram till andra halvåret 2025. Därefter räknar vi med en mycket utdragen försvagning av dollarn och att EUR/USD når 1,08 i slutet av 2027 – fortfarande en betydligt starkare dollar jämfört med den långsiktiga jämvikten, som vi bedömt till 1,18.

Utsikterna för EUR/USD präglas av en känslig balans mellan drivkrafter

Flera faktorer talar för svagare dollar och starkare euro (EUR/USD upp):

- Den för närvarande förhöjda globala osäkerheten antas klinga av gradvis framåt mitten av 2026, vilket stärker riskaptiten på valutamarknaden, i eurons favör (se även ränteavsnittet ovan).
- Vårt antagande om en begränsad upptrappning av handelskonflikten innebär ett större nettosäljtryck i dollarn än vad som för närvarande prisas in av valutamarknaden, eftersom USA:s import minskar mindre än vad som vore fallet i scenarier med större upptrappning.
- Den amerikanska räntenivån sjunker, vilket dämpar risken för hårdlandning i global ekonomi och därmed också valutamarknadens riskaversion som har drivit dollarns styrka under de senaste åren.

Flera faktorer talar för en svagare dollar...

Men andra faktorer talar för det omvända:

- USA:s speciella ekonomi med hög tillväxt (*US exceptionalism*), inte minst jämfört den tröga utvecklingen i euroområdet, kvarstår särskilt under första delen av prognosperioden.

...medan andra ligger i motsatt vågskål

- Räntedifferenserna ökar 2025 då ECB:s räntesänkningar går snabbare än Feds.

Våra prognoser för andra viktiga valutor omfattar bland annat en försvagning av den kinesiska yuanen på kort sikt, vilket bidrar till att mildra tullhöjningarnas exportsmäll (se diagram nedan), och en förstärkning av den japanska yenen på grund av styrräntehöjningar från Bank of Japan.

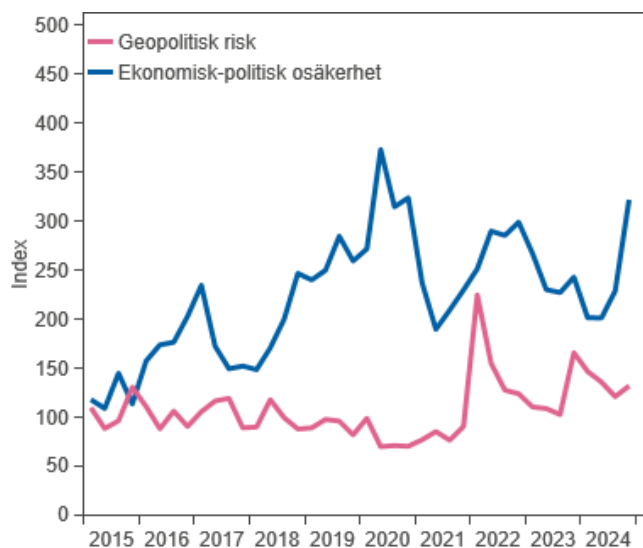
Betydande rörelser också i andra viktiga valutor

Dollarn svagare så småningom



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Geopolitisk risk och ekonomisk-politisk osäkerhet har stigit



Källor: Macrobond, Caldara and Iacoviello (2021), Economic Policy Uncertainty and Handelsbanken

Risker till prognosen: Nedsidan dominerar fortfarande

Vi bedömer att nedsidesriskerna till de ekonomiska utsikterna dominerar. Medan den omedelbara risken för en hårdlandning för världsekonomin har minskat sedan vår prognos i september, så innebär den ökade risken för handelskonflikt att den sammantagna riskbilden är fortsatt negativ. Dessutom ökar osäkerheten på den geopolitiska och ekonomisk-politiska arenan och därmed är sannolikheten större än vanligt att vårt huvudscenario slår fel. Bland riskerna noterar vi:

- På nedsidan bedömer vi att riskerna kring handelskonflikten lutar mot allvarigare eskalering (se temaartikeln *Tullhoten*). Vidare finns det fortfarande inflationsrisker som kan samverka med tullhoten och skapa ett betydande bakslag i inflationsnedgången mot centralbankernas mål, vilket skulle kunna leda till styrräntehöjningar och hårdlandning i ekonomin. Eventuella negativa geopolitiska och ekonomisk-politiska överraskningar riskerar att förvärras av negativa reaktioner på de finansiella marknaderna, som i dagsläget inte prisar in svansriskerna (se graf ovan).^[6]
- På uppsidan kan hushållens konsumtion i många länder ta mer fart än väntat om sparkvoten kommer ner till en mer normal nivå, till följd av redan förbättrade hushållsfinanser och ett starkt förtroende när världsekonomin håller sig på vägen mot mjuklandning.
- Slutligen finns det faktorer som utgör både upp- och nedsidesrisker. Vi antar att geopolitiska spänningar och geoeconomisk fragmentering förvärras något i vårt huvudscenario för handelskonflikten, men med tanke på en uppsjö av oroshärdar runt om i världen finns det utrymme för både förbättringar och försämringar. Dessutom är företagens och hushållens förtroendeeffekter svårprognosticerade och de kan accentuera effekten av förändringar i osäkerhet.

Euroområdet

Mjuklandning, men tillväxten förblir dämpad

Inflationsnedgången fortsätter i takt med att de kvardröjande ekonomiska effekterna av pandemins utbudsstörningar och energikrisen normaliseras under 2025, vilket gör det möjligt för ECB att stödja en konsumtionsdriven återhämtning. Vi räknar med en måttlig BNP-tillväxt som dämpas av svag trendtillväxt, ökade handelshinder, konkurrens från Kina, politisk osäkerhet och höga energipriser. Dessutom är hushållen fortfarande tveksamma till att spendera, trots ökade realinkomster, lägre räntor och rekordlåg arbetslöshet. Sjunkande lönekostnader, med stöd av förbättrad produktivitetstillväxt, är viktiga förutsättningar för att ECB gradvis kan sänka styrräntan till 2,0 procent andra halvåret 2025. Nedåtriskerna till konjunkturen dominerar, framför allt ett sämre globalt handelsscenario.

En måttlig uppgång i BNP-tillväxten

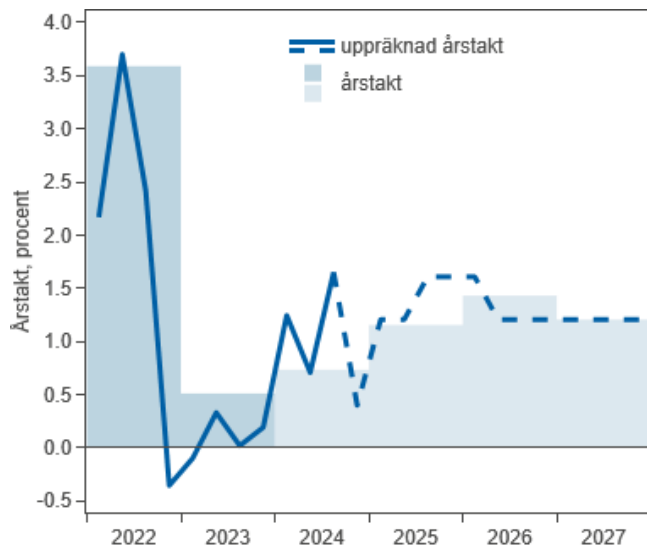
Vi förväntar oss att 2025 blir året då de kvardröjande effekterna av pandemirelaterade flaskhalsar och energikrisen ebbar ut. I takt med att inflationen gradvis avtar och stabiliseras kring målet kan ECB fortsätta att normalisera penningpolitiken och stödja en återhämtning i den inhemska efterfrågan. Tillväxten accelererar från sin låga nivå men förblir måttlig på grund av en svag trendtillväxt och motvinningar på hemmaplan såväl som globalt. Vi bedömer att BNP ökade med 0,7 procent i fjol, ökar till 1,2 procent i år, och toppar på 1,4 procent 2026, för att sedan åter bromsa in till 1,2 procent 2027.

Fortsatt inflationsnedgång gör att ECB kan stödja en återhämtning i den inhemska efterfrågan

Arbetslösheten är rekordlåg och BNP per sysselsatt är oförändrad sedan 2019, vilket tyder på att företagen har hamstrat arbetskraft för att undvika flaskhalsar när efterfrågan tar fart. Mot denna bakgrund förväntar vi oss en begränsad efterfrågan på ny personal på kort sikt och en viss ökning av arbetslösheten, trots att tillväxten stiger.

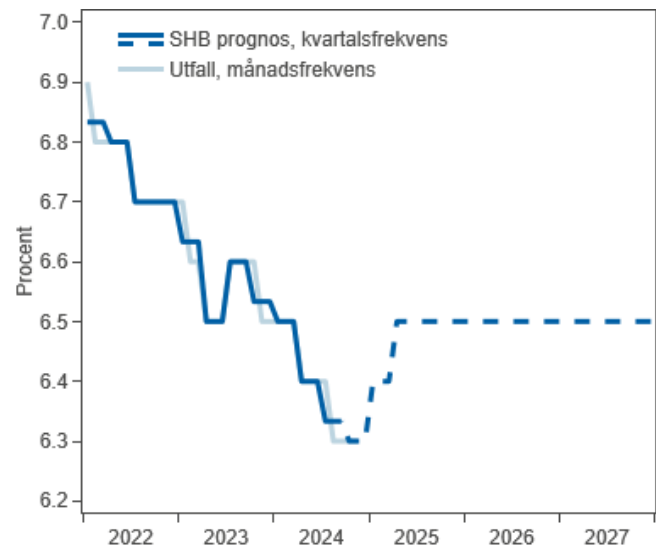
Företagen har hamstrat arbetskraft för att undvika framtida flaskhalsar

BNP-prognos



Källor: Eurostat, Macrobond och Handelsbanken

Arbetslöshetsprognos



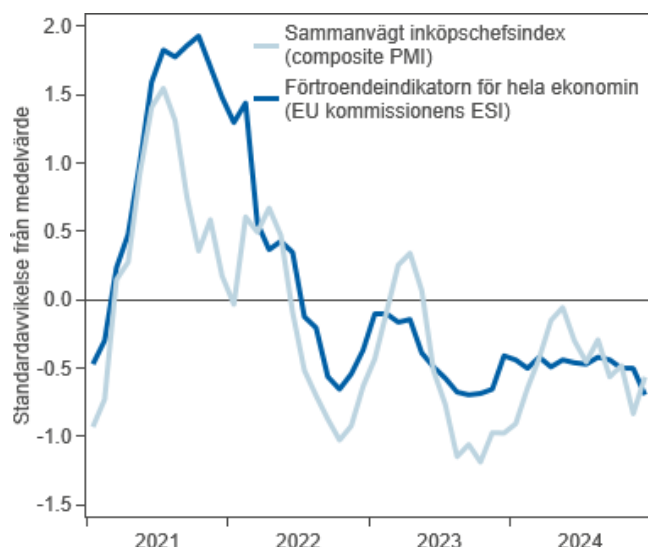
Källor: Eurostat, Macrobond och Handelsbanken

Hushållen är rustade för att öka efterfrågan

Efter en period med en bred stagnation från slutet av 2022 ökade euroområdets BNP igen under första kvartalet förra året och den ackumulerade tillväxten över de tre första kvartalen 2024 var nästan en procent, vilket är nära den potentiella tillväxten. Företagens förtroende är dock fortfarande dämpat, särskilt för tillverkningsindustrin, och tyder på en svag utvecklingen under avslutningen på fjolåret och inledningen av 2025. Å andra sidan är förutsättningarna för en hushållsdriven återhämtning på plats och vi förväntar oss att se en gradvis acceleration i efterfrågan, med en topp i den kvartalsvisa tillväxttakten under andra halvåret i år och i början av 2026.

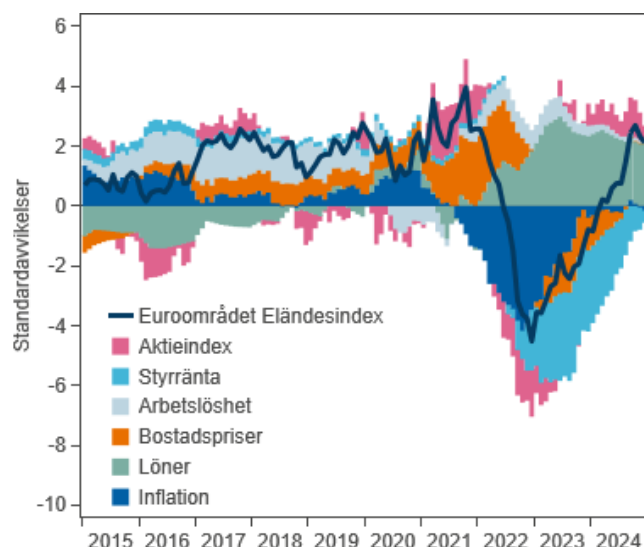
Förutsättningarna för en konsumtionsdriven återhämtning är på plats

Kortsiktsindikatorer



Källor: DG ECFIN, S&P Global, Macrobond och Handelsbanken

Handelsbankens Eländesindex för Euroområdet



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Hushållens reala inkomster ökade med i genomsnitt nästan tre procent i årstakt under de tre första kvartalen 2024, med stöd från fortsatt stigande sysselsättning och nominella löneökningarna som har varit högre än inflationen. Hushållen har dock sparat en allt större del av sin inkomst, vilket troligen har berott på höga räntor och stor osäkerhet. Under tredje kvartalet 2024 uppgick hushållens sparkvot till nästan 15 procent, vilket är mer än tre procentenheter över det långsiktiga genomsnittet före pandemin.

Vårt eget ekonomiska Eländesindex för euroområdet belyser hur hushållen gynnas av lägre inflationen, fortsatt höga nominella löneökningar, fortsatt låg arbetslöshet, stigande tillgångspriser och gradvis lägre räntor.^[7] Konsumentförtroendet är dock fortfarande dämpat, med en negativ trend för framåtblickande komponenter i slutet av förra året, då hushållen blev mindre optimistiska om ekonomin, arbetslösheten och priserna under det kommande året.

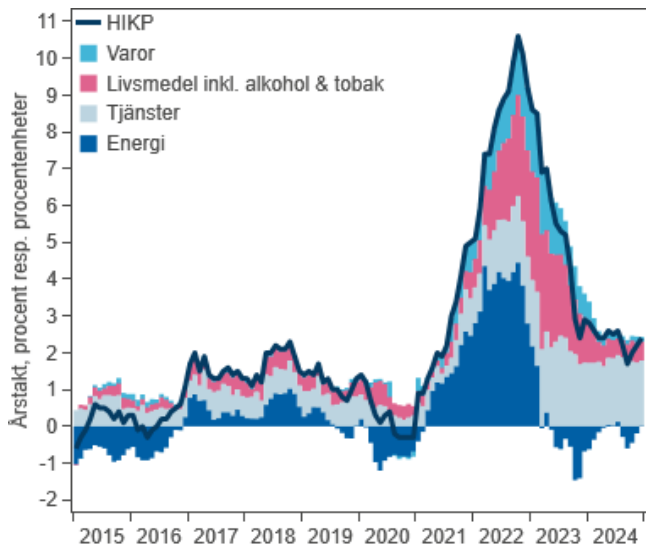
Fortsatt strama arbetsmarknader

En förbättrad efterfrågan behöver matchas av ett tillräckligt utbud för att skapa en hållbar tillväxt som inte hotar inflationsmålet. EU-kommissionens företagsundersökning visar att prisförväntningarna fortfarande är höga i relation till efterfrågeförväntningarna inom tjänstesektorn, vilket väcker frågor om ett förnyat kostnadstryck i takt med att efterfrågan stärks. Dessutom är en mjuklandning fortfarande beroende av att arbetsmarknaden fortsätter att svalna – till exempel lägre vakansgrad och minskad arbetskraftsbrist – utan att arbetslösheten ökar nämnvärt. Med detta sagt finns det tecken på att kostnadstrycket lättar. BNP-inflationen drivs inte längre av ökade enhetsvinster och bidraget från arbetskostnader per producerad enhet har kommit ner till strax över två procent det tredje kvartalet 2024. Det senare drivs av återhämtning i produktiviteten parallellt med en fortsatt inbromsning i arbetskostnader. Enligt ECB:s löneindikator toppar avtalade löneökningar på cirka 5,4 procent i slutet av 2024 för att sedan gradvis sjunka till ett genomsnitt på 3,2 procent under 2025.^[8]

Hushållens sparkvot ligger mer än tre procentenheter över genomsnittet före pandemin

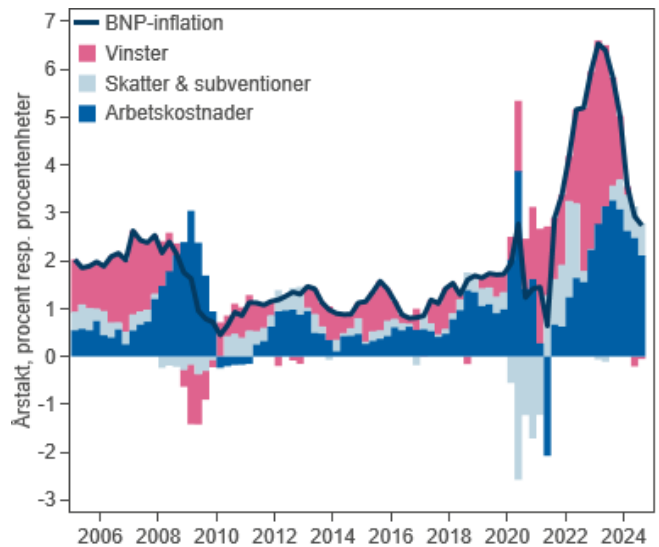
En mjuklandning är beroende av att arbetsmarknaden fortsätter att svalna utan att arbetslösheten ökar nämnvärt

HIKP-inflation



Källor: Eurostat, Marobond och Handelsbanken

BNP-inflation



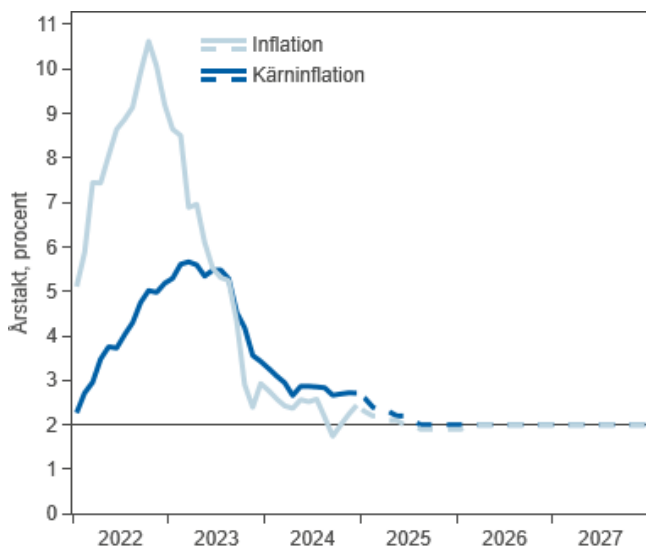
Källor: Eurostat, Marobond och Handelsbanken

Inflationsnedgången fortsätter

Sammantaget har den svaga ekonomin bidragit till fallande inflation, vilket har gjort det möjligt för ECB att sänka räntorna. Den dämpade ekonomiska aktiviteten och sjunkande energipriser bidrog till att inflationen sjönk till 1,7 procent i september, innan den steg igen under fjärde kvartalet när det negativa bidraget från energipriserna avtog. I december låg inflationen på 2,4 procent. Kärninflationen ligger fortfarande klart över målet på 2,7 procent i december, vilket är samma nivå som i april, vilket hänger samman med envist hög tjänsteinflation. Det finns dock en nedåtgående trend i tjänsteinflationen. När de tre senaste månaderna jämförs med de föregående tre månaderna har den fallit ner från över 5 procent under april-maj till 2,7 procent i december. Framöver väntas lägre löneökningar och en uppgång i produktivitetstillväxten bidra till att hålla tjänsteprisinflationen runt denna nivå, vilket bidrar till att kärninflationen stabiliseras runt 2-procentsmålet under andra halvåret i år.

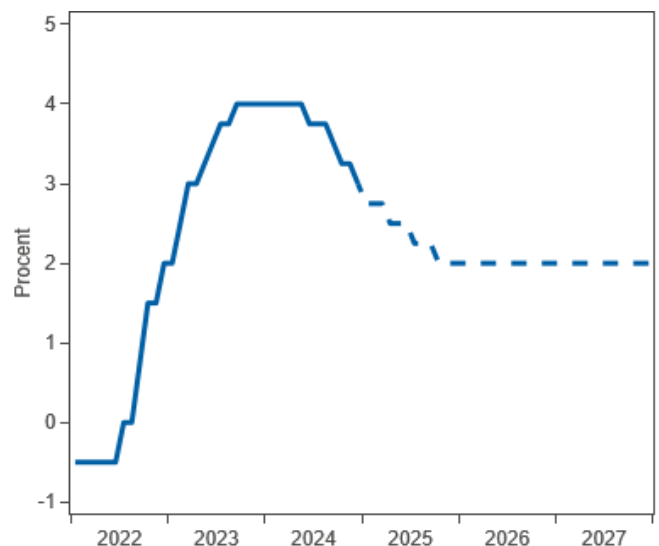
Den försvagade ekonomin har åtföljts av sjunkande inflation

Inflationsprognos



Källor: Eurostat, Macrobond och Handelsbanken

Styrränteprognos



Källor: Eurostat, Macrobond och Handelsbanken

Lägre styrräntor ger stöd åt en blygsam återhämtning...

Fortsatta lättnader i penningpolitiken är en viktig förutsättning för att återhämtningen ska kunna förverkligas. Vi räknar med att ECB kommer att fortsätta med räntesänkningar vid de kommande mötena i januari och mars, ned till 2,5 procent. Därefter tror vi ECB slår av på takten och sänker räntan på mötena i juni och september, då Lagarde och hennes kollegor har stöd av fullständiga makroprognoser. Räntan ligger sedan still på 2 procent, vilket är vår uppskattning av den neutrala räntan. Bidraget till återhämtningen från finanspolitiken, det andra benet i den ekonomiska politiken förväntas vara i stort sett neutralt under prognosperioden, inklusive bidragen från Next Generation EU.

Vi räknar med att ECB fortsätter med räntesänkningar i januari och mars

En rad sammanlänkade kort- och långsiktiga utmaningar tynger återhämtningen, särskilt för energiintensiva industrier och för fordonsindustri. Utmaningarna omfattar en upptrappning av de globala handelsspänningarna, fortsatt höga energipriser, intensifierad konkurrens från Kina och politisk osäkerhet. Dessutom förväntar vi oss små framsteg när det gäller strukturella reformer som ökar den potentiella tillväxten (se ruta *Otillräckliga strukture reformer begränsar tillväxten*). Sammantaget bedömer vi att BNP-tillväxten begränsas till måttliga 1,3 procent i genomsnitt 2025–2027.

Global och strukturell motvind tynger återhämtningen

... med risker som framför allt är på nedsidan

Vårt relativt milda huvudscenario för tullar innebär att de negativa riskerna dominerar för den globala ekonomin. Energipriserna utgör också en negativ risk med gaslager som i början av januari var drygt 70 procent fulla, cirka 15 procentenheter lägre jämfört med samma period förra året, och med större exponering för marknadsvolatilitet efter att de ryska flödena via Ukraina har upphört. Positivt är att hushållen har stora besparingar som de kan välja att använda i större utsträckning. Det finns också en möjlighet att företagen har större möjlighet än vad vi antar att möta ökad efterfrågan med högre produktivitet. Sist men inte minst har den pågående tekniska utvecklingen potential att öka tillväxten produktiviteten, även om det finns frågetecken kring i vilken utsträckning EU är rustat för att fullt ut skörda frukterna av detta till följd av långsamma framsteg med nödvändiga reformer.

De negativa riskerna dominerar

Otillräckliga strukture reformer begränsar tillväxten

Euroområdet står inför en rad sammanflätade utmaningar på kort och lång sikt. Fortsatt disinflation och penningpolitiska lättnader bidrar till en konsumtionsledd återhämtningen, men den utmanas av rad orosmoln såsom högre globala tullar, bräcklig energiförsörjning, konkurrens från Kina, politisk osäkerhet och höga statsskulder. Tillväxtutsikterna på medellång sikt begränsas dessutom av en åldrande befolkning och långsam produktivitetstillväxt, med regleringshinder och otillräcklig tillgång till finansiering, inte minst riskkapital för nystartade företag, som några av de främsta hindren för investeringar och innovation. Mer harmonisering och fördjupad integration, inklusive finanspolitiken och kapitalmarknaden, är viktiga beståndsdelar för att öka den långsiktiga tillväxten. Mot bakgrund av de långsamma framstegen inom dessa reformområden inom EU fram till idag är förhoppningarna om snabba framsteg låga, och vi förväntar oss ingen accelerering i tillväxten utöver den kortsiktiga cykliska återhämtningen .

Läs mer om vår vy på Euroområdets strukturella utmaningar i makrokommentaren [Acceleration in growth capped by inadequate reform progress](#), eller i temaartikeln med samma namn i den engelska versionen av Konjunkturprognosen.

Temaartikel: Globala tullscenarier

Tullhoten - skadar tillväxten, underblåser inflationen och skapar risker

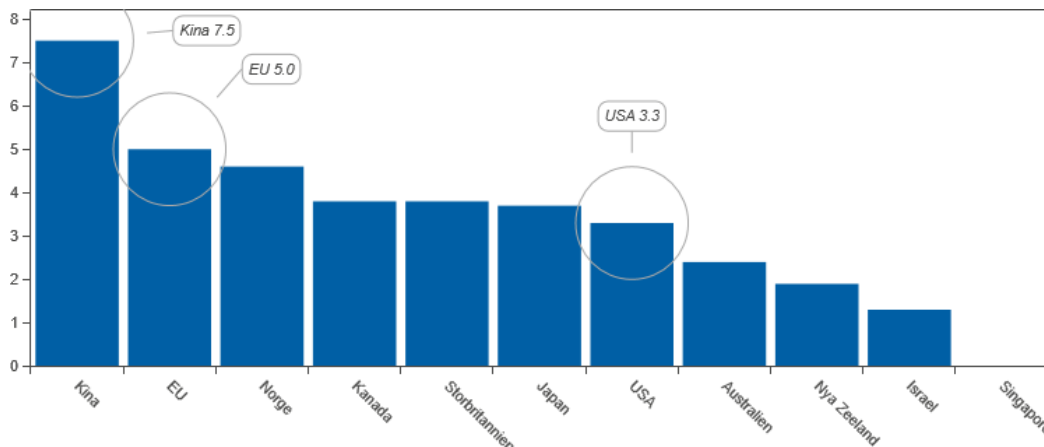
Vi antar en begränsad eskalering av handelskonflikter i vårt huvudscenario, men med risker som lutar mot sämre utfall. Osäkerheten kring konsekvenserna rör hur USA:s tullhöjningar under president Trump utformas, hur världen svarar och de makroekonomiska konsekvenserna. Vi skissar på olika utfall och sätter en sannolikhet på 25 procent för vårt huvudscenario. Vi har fler scenarion med en sämre utgång än en bättre. Vårt huvudscenario baseras på att USA höjer tullar brett mot Kina men bara i begränsad omfattning för andra länder och att länder svarar i begränsad omfattning. Konsekvenserna av detta är något lägre global BNP, med något större negativ effekt för USA och Kina. Något högre inflation främst i USA och att Federal Reserve sänker räntan i långsammare takt.

Begränsad eskalering är vårt huvudscenario, risker tilar mot sämre utfall

Utsiktorna för handelskonflikter 2025 är mycket osäkra och än mer osäkra för 2026–27, de sista åren i vår prognosperiod. Det råder stor osäkerhet kring en rad aspekter: (i) Vilka tullhöjningar och andra handelshinder som USA faktiskt kommer att införa med president Donald Trump vid rodet. (ii) Det finns en osäkerhet om hur resten av världen kommer att reagera på USA:s åtgärder, eller kanske kommer "vedergällning" att vara ett bättre ordval? (iii) Det råder osäkerhet om de makroekonomiska effekterna av upptrappningen av konflikten, inte minst om hoten om sällan upplevda generella snarare än riktade tullhöjningar förverkligas. Dessutom kommer detta vid en tidpunkt då: (i) världsekonomin fortfarande kämpar med kvardröjande effekter av inflationskrisen dess beteendeförändringar bland ekonomins aktörer. (ii) geostrategiska handelshinder riskerar störa leveranskedjorna en andra gång på bara några år.

Mångfacetterad osäkerhet kring utsiktorna för handelskonflikter: USA:s åtgärder, åtgärder i omvärlden och makroekonomiska effekter

Globala importtullar



Källor: WTO och Handelsbanken
Anm.: Genomsnittliga tullnivåer.

USA:s tullar något lägre än många handelspartners

Mot bakgrund av de osäkra utsiktorna för handelskonflikter har vi dragit tre viktiga slutsatser. För det första är vårt grundantagande för denna konjunkturprognos ett scenario med en begränsad upptrappning av handelskonflikter. Så trots att ingen upptrappning ännu formellt har aviserats 2025 valde vi att avvika från prognoshandbokens standardantagande om "nuvarande policy". För det andra måste vi vara mycket uppmärksamma på de olika spår som handelskonflikter kan ta och också vara beredda att revidera våra makroekonomiska prognoser. Och slutligen är det viktigt att understryka att vi ser en stor risk för en sämre utveckling med en kraftig upptrappning som skickar fler stagflationsimpulser in i världsekonomin. Dessa slutsatser följer av följande:

Begränsad eskalering av handelskonflikter i huvudscenario...

... men risker för sämre utfall större än för bättre

- Riskerna för en eskalering är mycket stora, medan möjligheterna till deeskalering är begränsade från dagens utgångspunkt. Med andra ord, med tanke på att USA nu inleder ett nytt politiskt handelskonfliktspel, har världsekonomin mycket att förlora men lite att vinna eftersom resultat som är värre än vårt basscenario dominerar i intervallet av rimliga utfall. En enkel illustration är att utvecklade ekonomier potentiellt kan höja tullsatserna med tvåsiffriga procentenheter mot varandra, men bara har möjlighet att sänka dem med låga ensiffriga belopp.
- Trump har hotat att använda tullar som ett politiskt påtryckningsmedel för att uppnå flera andra typer av politiska mål än de konventionella målen att jämna ut handelsspelplanen och skydda strategiska industrier. Det innebär en risk för överraskande tullhöjningar utanför vår konfliktfram.
- Historien visar att det går snabbare att höja tullar och handelshinder än att sänka dem. Detta bidrar till de negativa riskerna och visar att det är en klen tröst för världsekonomin att höra budskapet från nyckelpersoner i Vita huset – såsom finansministerkandidaten Scott Bessent – att Trumps strategi kan beskrivas som "eskalera för att deeskalera".

... Trump hotar med icke-konventionell användning av tullar

Handelshinder går snabbt att resa men tar lång tid att montera ned

Scenarier för handelskonflikter under de kommande åren

Handelskonflikten är ett komplext politiskt spel med en uppsjö av utfall, så vi förenklar det till en beslutsträdsstruktur för att hjälpa till att definiera en uppsättning grova alternativa scenarier (se illustration). Beslutsträdet bör också hjälpa oss att bedöma om den kommande utvecklingen av handelskonflikter följer vårt huvudscenario. För att analysera handelskonflikten finns tre stiliserade beslutsrundor med i vårt träd:

Ett beslutsträd för att konkretisera olika utfall

1. För 2025 antar vi en sannolikhet på ungefär 1/3 att Trumps första steg av tullhöjningar på varor från Kina blir relativt litet, t.ex. upp till 20 procent (från 14 procent i dagsläget) jämfört med hans hot om en höjning till 60 procents genomsnittlig tull. Ett annat alternativ som också kan vara förenligt med vårt huvudscenario är en medelstor initial höjning av USA:s tullar mot Kina, tillsammans med små riktade tullhöjningar mot utvalda ekonomier (1/3 sannolikhet), men ett sådant första steg ökar risken för ett sämre slutresultat. Slutligen antar vi också en 1/6 sannolikhet för en stor första höjning av USA:s tullar mot Kina, t.ex. direkt till 30 procent. Denna starka signal om att ett negativt alternativscenario är under uppsegling skulle innebära att Trump gör det till högsta prioritet att höja tullar mot en bred uppsättning europeiska, asiatiska och/eller nordamerikanska handelspartners. Utöver dessa tre stiliserade utfall i första beslutsrundan finns det *svansrisker på båda sidor*.

1. Räkna med att USA höjer tullarna mot Kina, och delar av resten av världen - men oklart med hur mycket

2. I den andra omgången svarar världen på USA:s första steg. Det är osäkert om Kina och resten av världen är mer benägna att svara med tullhöjningar på, eller nära, nivån för USA:s åtgärder, eller ett betydligt mjukare svar. Experter och förståsigpåare är oense i denna fråga och många länder håller än så länge korten nära bröstet, så förbered dig på överraskningar. Vi anser dock att vedergällning i form av tullhöjningar som är större än de amerikanska åtgärderna endast är en svansrisk.

2. Kommer världen att svara med mildare eller mildare åtgärder?

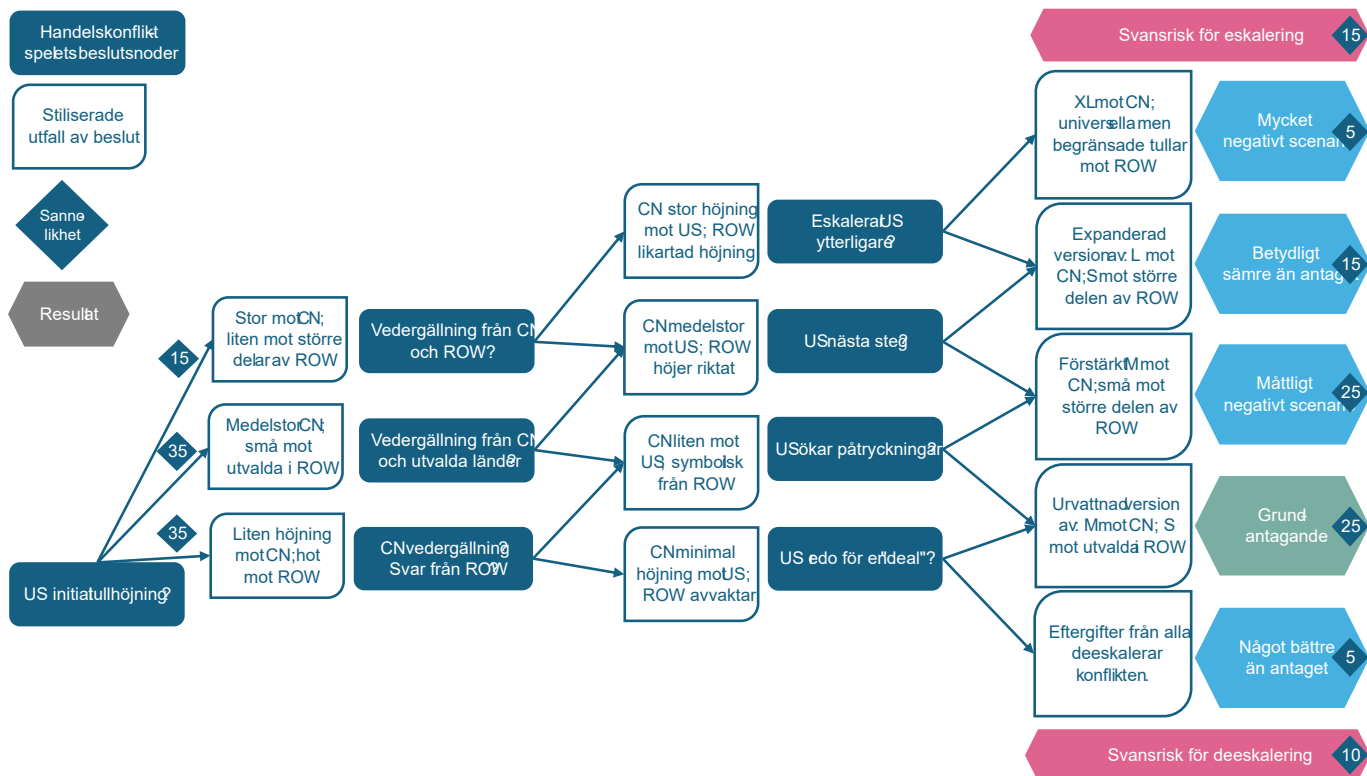
3. Skevheten mot ytterligare upptrappning kvarstår i den tredje omgången av vår handelskonflikt när USA beslutar om ytterligare steg, men möjligheter att nå överenskommelser som stoppar upptrappningen eller till och med uppnår en viss nedtrappning finns också på menyn. Vid det här laget kan konflikten också rimligtvis ha nått ett skede där USA inför en universell importtull – ett alternativscenario med lägre sannolikhet, men stor negativ inverkan på världsekonomin (se ruta *Makroekonomiska effekter av tullhöjningar enligt Federal Reserve*).

3. Slutligen kan USA vidta fler åtgärder, men det finns också möjligheter att hejda upptrappningen

Sammantaget ger dessa tre beslutsrundor oss ungefär 25 procents sannolikhet för vårt begränsade huvudscenario, med en urvattnad medelstor tullhöjning för Kina och små tullhöjningar för utvalda ekonomier. Observera att analysen landar i en sammantaget större sannolikhet för mer negativa scenarier, men vår uppfattning är att det är för tidigt att anta ett sådant som grundantagande.

Slutsatsen är 25% sannolikhet för vårt milda huvudscenario

Illustration av handelskonfliktsspelets utfallstråd 2025



Källa: Handelsbanken

Anm.: Svansrisker visas inte i den initiala beslutsrundan, bara tre stiliserade scenarier, och därför summerar inte sannolikheterna till 100. ROW avser övriga världens ekonomier.

Milda effekter i huvudscenario, men allvarliga risker i alternativscenarier

Global BNP antas bli 0,2 procent lägre 2027, givet den begränsade upptrappningen av handelskonflikter i huvudscenariot. På kort sikt dämpas BNP främst av konsumtion och investeringar när hushåll och företag drar ner på utgifterna på grund av de högre importkostnaderna. På medellång till lång sikt är det lägre potentiell BNP via svagare produktivitet när världshandeln bromsar (se vidare i rutan *Makroekonomiska effekter av tullhöjningar*). Tullhöjningarna är självföruvillade problem för den amerikanska ekonomin, som ser sin BNP initialt dämpas mer än globalt – en effekt på -0,4 procent till 2026, om än en återgång på -0,3 procent 2027. Kina antas införa mindre höjningar av de egna tullarna så smällen från handelskonflikten blir lindrigare till en början, men med tiden blir även den exportorienterade kinesiska ekonomin lidande och förlorar 0,3 procent av BNP fram till 2027. Euroområdet befinner sig i utkanten av grundkonflikten, men den avtagande globala handeln innebär -0,2 procent lägre BNP 2027.

Om upptrappningen av konflikten hejdas kommer tillväxten bara att bli något långsammare...

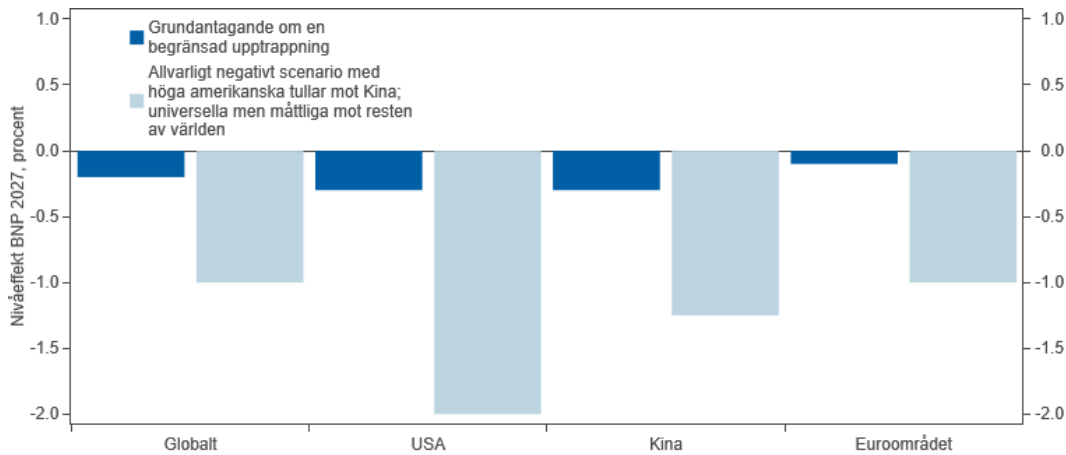
Som framgår av BNP-effekten leder tullhöjningarna till negativa chocker för både utbud och efterfrågan. När det gäller inflationen finns det ett tryck uppåt från utbudshockern, främst i USA, och en broms från den svagare efterfrågan. Dessa motverkande krafter resulterar sannolikt i små nettoinflationseffekter i vårt huvudscenario. Den amerikanska prisnivån ses stiga med 0,2 procent till 2027, efter att inflationen lyfts 2025–26 men dämpas något 2027. För euroområdet räknar vi med endast 0,1 procent högre prisnivå 2027, delvis på grund av att den globala efterfrågesmällen håller tillbaka råvarupriserna.

... och nettoeffekten på inflationen försumbar

Effekterna blir många gånger större om vårt antagande om en begränsad upptrappning av handelskonflikten visar sig vara alltför godartat. I ett kraftigt negativt scenario med universella tullar är effekten på global BNP ungefär fem gånger större, -1,0 procent år 2027, bedömer vi. Men innan dess skulle USA sannolikt gå in i recession 2026, allt annat lika.

I ett mycket negativt scenario kan effekten på BNP bli 5 gånger större

BNP-effekter av scenarierna för upptrappad handelskonflikt



Källa: Handelsbanken

Det behöver inte sägas att alla dessa uppskattningar är osäkra – vilket framgår av variationen i olika forskares modellresultat – och ett viktigt skäl är att resultaten kommer att vara beroende av de ekonomisk-politiska åtgärderna mot chockerna. Två viktiga antaganden i våra scenarier:

- Centralbanker i länder som drabbas märkbart av inflation – i vårt huvudscenario bara Fed – kommer att svara för att i viss mån motverka inflationsimpulsen genom att bibehålla en stramare penningpolitik. Enligt vår uppfattning innebär inflationskrisen vi precis gått igenom att inflationsförväntningarna inte är tillräckligt förankrade för att centralbanker ska kunna "se igenom" en utbudsschock, dvs. sänka räntan för att mildra BNP-smällen medan inflationsuppgången behandlas som övergående.
- Tullintäkter till statskassan kommer endast delvis att omfördelas till hushåll och näringsliv i finanspolitiska stimulanser. Enligt vår uppfattning är de offentliga finanserna redan i så dåligt skick i de flesta större ekonomier att en fullständig omfördelning är osannolik.

Utöver detta kan potentiella reaktioner på finansmarknaden på upptrappningen av handelskonflikten återkoppla till den reala ekonomin och förstärka de makroekonomiska effekterna (se artikeln om den globala bakgrunden). Sammantaget kan effekterna i både huvudscenariot och det alternativa scenarierna bli större eller mindre av olika skäl (se även rutan *Makroekonomiska effekter av tullhöjningar enligt Federal Reserve*).

Hur är det med exportländer som Storbritannien, Norge och Sverige?

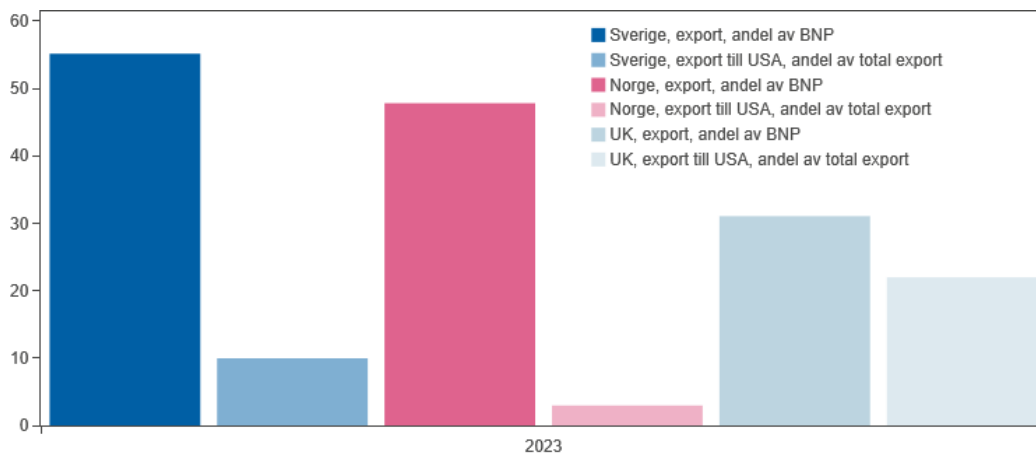
De länder som vi bevakar extra, Storbritannien, Norge och Sverige, är alla exportorienterade ekonomier. Sverige har den högsta exportandelen (export som andel av BNP) och Norge den lägsta. Men Storbritannien har den högsta exportandelen till USA. Medan Norges export till USA är liten. Men det är inte bara de direkta effekterna som räknas. Sammantaget förväntar vi oss att effekterna av tullarna i vårt huvudscenario kommer att bli ungefär desamma som i euroområdet i Storbritannien, större i Sverige och mindre i Norge. För närvarande är inhemska faktorer viktigare för inflationen och penningpolitiken.

Utfallet hänger på hur ekonomiska politiken svarar - Vi antar hökaktighet från berörda centralbanker, och regeringar som bara delvis motar BNP-smällen

Det finns många andra källor till osäkerhet kring effekterna

I grundscenariot är inhemska faktorer viktigare

Export



Källor: Macrobond, nationella källor och Handelsbanken

Storbritannien

Storbritannien är en öppen, globalt orienterad ekonomi och har länge varit särskilt beroende av handel. Faran för tullar på handelsflödena mellan Storbritannien och USA är dock mer begränsad. Medan 22,1 procent av den totala brittiska exporten går till USA, är mer än 50 procent av den exporten tjänster som inte direkt påverkas av tullar.

En stor del av exporten utgörs av tjänster

Uppskattningarna av tullarnas effekter varierar, men enligt våra egna uppskattningar kommer tillväxten att minska med 0,1 respektive 0,2 procentenheter, till följd av en minskning av varuhandeln och att den slutliga effekten är beroende av tullsatser och eventuella undantag. Ur ett sektorsperspektiv är fiske och petroleum särskilt hårt drabbade och viktiga brittiska industrier som bil-, flyg-, kemi- och läkemedelsindustrin kommer också att påverkas. Utöver deras inverkan på handeln skulle betydande tullar minska konkurrensen, vilket skulle kunna öka inflationen och därmed räntorna. Om man tittar på var brittiska exportörer kan hitta alternativa marknader har den brittiska regeringen för avsikt att återställa band med EU efter Brexit, och Storbritannien har nyligen anslutit sig till det omfattande avtalet för Stillahavspartnerskapet (CPTPP) som ger möjlighet att få tillgång till några av världens snabbast växande marknader i Sydostasien.

Norge

Som en liten, öppen ekonomi är Norge mycket känsligt för globala ekonomiska förändringar. Handelshinder påverkar den norska exporten och kronkursen. Statistisk sentralbyrå (SSB) har undersökt olika scenarier för hur den norska ekonomin kan komma att påverkas av höjda tullar. De flesta scenarier tyder på relativt milda effekter. I det allvarligaste fallet – en allmän ökning av USA:s tullar, vedergällning från handelspartners och ökad handelsosäkerhet – kan den ekonomiska aktiviteten i Norge minska med upp till 0,4 procent. Inflationen skulle också sjunka. I ett sådant scenario skulle räntorna kunna sänkas med upp till 0,6 procentenheter, vilket skulle begränsa den faktiska nedgången i den ekonomiska aktiviteten till omkring 0,1 procent.

Det är den indirekta effekten som är avgörande

De direkta effekterna är dock små, eftersom Norges exportindustri är specialiserad, där olja och gas står för en betydande andel av den totala exporten. Sektorer som stål och aluminium kan dock vara mer sårbara. Viktig norsk export till USA inkluderar fisk och skaldjur, mineralolja och metaller (exklusive järn och stål), men dessa representerar små volymer; endast 3 procent av Norges export går till USA. Däremot går tre fjärdedelar av den norska exporten till europeiska länder, varav euroområdet står för ungefär hälften.

Ett allmänt handelskrig mellan USA och dess partners skulle indirekt kunna påverka Norge genom handelskanaler knutna till USA, men den negativa ekonomiska effekten skulle sannolikt bli mindre för Norge än för eurozonen.

Sverige

USA är Sveriges tredje största handelspartner och ett handelskrig mellan USA och dess partners skulle direkt påverka Sverige genom handelskanaler knutna till USA. Kommerskollegium bedömer att en tull på 20 procent på import från USA skulle kunna leda till en minskning av Sveriges varuexport till USA med 16 procent. Minskningen beror främst på en kraftig minskning av Sveriges export av motorfordon och transportmedel, som utgör nästan en tredjedel av den totala exporten till USA. Dessutom bidrar läkemedels- och kemisektorn, Sveriges näst största exportkategori till USA, till den totala nedgången. Den minskade exporten till USA kan dock delvis kompenseras av ökad handel med andra länder. Kommerskollegium bedömer att den sammanlagda effekten på både export och BNP kan bli måttlig. Sveriges relativt stora export till USA och det faktum att exporten är koncentrerad till vissa sektorer talar dock för att de negativa ekonomiska effekterna kan vara något större för Sverige än för eurozonen. Samtidigt har Sverige större finanspolitiskt utrymme för att motverka negativa effekter.

Troligen hårdare drabbad än eurozonen, men större buffertar om det behövs

Makroekonomiska effekter av tullhöjningar

En betydande höjning av den universella tullnivån är det stora hotet mot den globala ekonomin. Riktade tullhöjningar bör vara hanterbara, men det finns risker. Baserat på en analys av Federal Reserve skulle de makroekonomiska effekterna av en höjning av USA:s importtullar på alla icke-oljorelaterade varor på 15 procentenheter, som resten av världen besvarar med likartade höjningar, vara stagflationistiska och svåra för penningpolitiken att hantera.^[9]

Inflationen stiger markant, men främst tillfälligt. Kanalen är en ökning av importpriserna, som de inhemska produktions-, parti- och detaljhandelssektorerna i stor utsträckning överför till konsumenterna. Tullhöjningen är en engångsändring av prisnivån, så dess direkta effekt på inflationen är övergående. Det inhemska kostnadstrycket kommer dock indirekt att öka och bidra till en viss ihållande inflationsuppgång (se nedan).

BNP och sysselsättningen drabbas, delvis genom minskad potential i ekonomin. Handelsbalansen kommer att vara i stort sett oförändrad eftersom både import och export minskar när USA:s tullhöjning möts av en likvärdig reaktion. Hushållens konsumtion och företagets fasta investeringsvolym kommer att pressas ned på grund av de högre kostnaderna för importerade konsumtionsvaror och kapitalvaror, och till råga på allt lyfter de lägre förväntade vinsterna företagets kapitalkostnader genom kreditspreadar, vilket gör investeringarna dyrare. Produktivitetstillväxten avtar, både på grund av en övergång till mindre effektiv inhemsk produktion för att ersätta tidigare import och på grund av minskad internationell konkurrens, vilket skadar incitamenten för inhemsk innovation.

Vitt skilda penningpolitiska alternativ: Valet beror på inflationsförväntningarna. I Fed-analysen antas att centralbanken "ser igenom" inflationsuppgången och sänker sin styrränta för att motverka den negativa BNP-effekten. Framgången för detta alternativ är dock beroende av att inflationsförväntningarna är fast förankrade, och det är också beroende av att kostnadschockerna får genomslag enbart på kort sikt och är begränsade. Båda dessa förutsättningar kan ifrågasättas i dagens ekonomi, i spåren av inflationskrisen, bedömer vi. I skarp kontrast till detta är det andra penningpolitiska alternativet att reagera på inflationen och initialt strama åt betydligt. Detta resulterar i en recession men motverkar att lönekrav och/eller vinstpåslag höjs och driver inflationen vidare, vilket särskilt kan ske på en i utgångsläget stram arbetsmarknad – något som vänts gälla i USA 2025, särskilt om Trump får igenom finanspolitiska stimulanser.

Sverige: BNP, arbetsmarknad och offentliga finanser

Konjunkturen vänder upp i år

Den ekonomiska aktiviteten är fortsatt svag. Men det finns tecken på att konjunkturen är på väg att vända och förutsättningarna för en återhämtningen är på plats. Expansiv finanspolitik, lägre räntor och stigande reallöner förbättrar hushållens köpkraft och banar vägen för en uppgång i hushållens konsumtion. Tajningen och styrkan i konsumtionsåterhämtningen avgörs av vilken prioritering hushållen gör mellan konsumtion och sparande framöver. Vi räknar med att tillväxten tar fart i år och att arbetsmarknadsläget gradvis förbättras, men återhämtningen i svensk ekonomi hålls tillbaka av den svaga konjunkturutvecklingen i euroområdet och ett fortsatt lågt bostadsbyggande.

Tecken på att konjunkturen är på väg att vända

Konjunkturedgången har fortsatt under det andra halvåret av 2024, med dämpad BNP-tillväxt och fallande sysselsättning. Det finns dock tecken på att svensk ekonomi vände upp mot slutet av 2024. Både hushållens konsumtion och BNP steg i november, enligt SCB:s månadsindikatorer. Men det behövs ytterligare belegg innan det går att slå fast att återhämtningen har inletts. Förtroendeindikatorer för både hushåll och företag är fortfarande på nivåer som tyder på en något lägre tillväxt än normalt den närmaste tiden. Dessutom är exporttillväxten dämpad, och ger ingen ytterligare tillväxtimpuls, på grund den svaga konjunkturutvecklingen i euroområdet och i kombination med ett lågt kapacitetsutnyttjande håller det tillbaka företagets investeringar. Sammantaget bedömer vi att både BNP och hushållens konsumtion ökar i en historiskt normal takt under det första kvartalet i år.

Försiktiga hushåll har börjat öka sin konsumtion

Förbättrad köpkraft leder till att konsumtionen tar fart

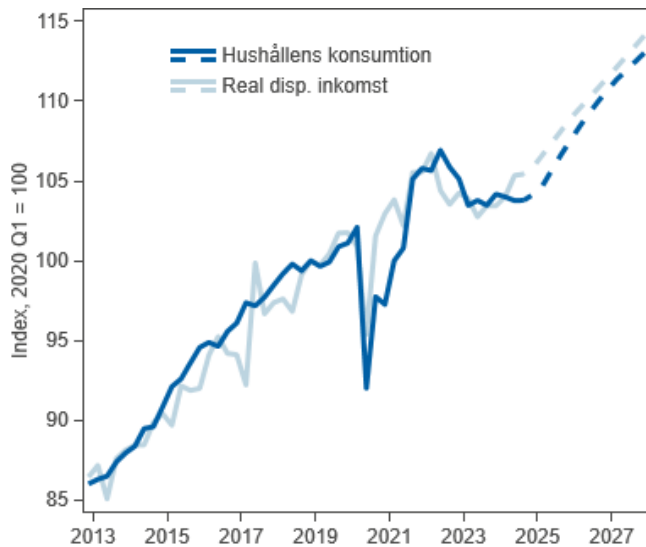
Den pågående förbättringen av hushållens köpkraft talar för att hushållens konsumtion tar fart i år. Den bilden stöds även av olika enkätundersökningar som indikerar att hushållen är optimistiska om framtiden. Tajningen och styrkan i konsumtionsåterhämtningen styrs i stor utsträckning av vilken avvägning hushållen gör mellan sparande och konsumtion framöver, se ruta *Alternativa scenarier för hushållens sparande och konsumtion*. I vårt huvudscenario räknar vi med att hushållens förbättrade köpkraft, driven av stigande reallöner, inkomstskattesänkningar och lägre räntor, leder till att en återhämtning av hushållens konsumtion inleds under det första halvåret av 2025.

Återhämtningen inleds under första halvåret av 2025

Vi bedömer att de senaste årens stora och oförutsedda svängningar i ekonomin med pandemi, hög inflation och kraftigt stigande räntor bidrar till att hushållen har blivit mer försiktiga och att de därför vill bygga upp ett större finansiell buffert. Sparkvoten bedöms därför vara kvar på en historiskt sett hög nivå de kommande åren. I takt med att konjunkturläget ljusnar med lägre arbetslöshet och bostadspriserna ökar något snabbare bedöms dock sparkvoten minska något nästa år. I kombination med stigande reallöner, fortsatt expansiv finanspolitik med ytterligare skattesänkningar och ökad sysselsättning leder det till att hushållens konsumtion ökar snabbare än normalt både nästa år och 2027.

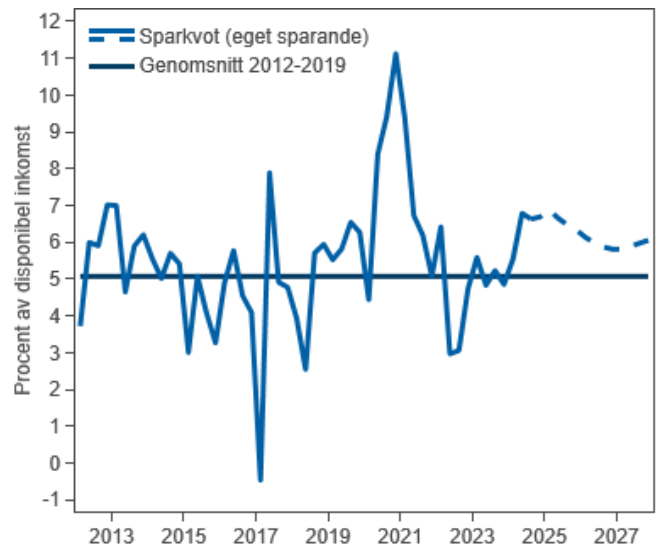
Inkomstökningen räcker både till ökad konsumtion och mer sparande

Stigande inkomster leder till ökad konsumtion



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Fortsatt högt sparande dämpar konsumtionsuppgången



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Expansiv finanspolitik stödjer återhämtningen

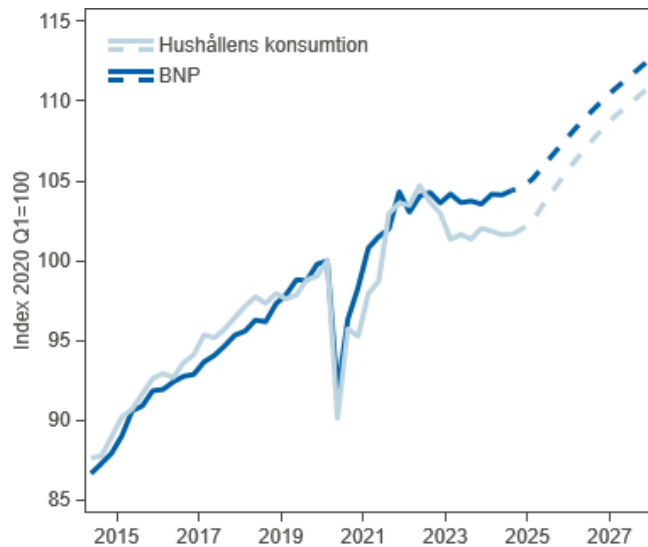
Upprustningen av försvaret medför att statliga investeringar och konsumtion växer snabbare än normalt de kommande åren. Samtidigt bidrar starkare inhemsk efterfrågan till att näringslivets investeringar vänder upp. Den svaga ekonomin i euroområdet i kombination med oron kring ett eskalerande handelskrig håller dock tillbaka export och investeringar (se temaatikel om globala tullhöjningar). Uppgången i bostadsinvesteringarna bedöms också bli måttlig, då lägre befolkningstillväxt och höga byggkostnader fortsätter att hålla tillbaka nyproduktionen av bostäder. Sammantaget räknar vi med att BNP ökar med 1,9 procent i år, för att därefter stiga med 2,7 procent nästa år och 2,2 procent 2027.

Tillväxten 2025 och 2026 är starkare än i de flesta andra europeiska länder. Viktiga orsaker till detta är att Sverige har en högre potentiell tillväxt, att det finns mer utrymme för expansiv finanspolitik i Sverige och att svensk ekonomi är mer räntekänslig, vilket bidrar till att återhämtningen blir starkare när räntorna sänks. Regeringens budgeten för 2025 innehöll ofinansierade reformer på cirka 60 miljarder kronor (0,9 procent av BNP). Skattesänkningar riktade till hushållen stärker hushållens köpkraft och bidrar till att hushållens konsumtion tar fart i år. Vidare räknar vi med att regeringen kommer lägga en vårbudget med cirka 15 miljarder kronor i ofinansierade reformer. Även valåret 2026 bedöms finanspolitiken bli expansiv med ofinansierade reformer på cirka 50 miljarder kronor. Den expansiva finanspolitiken leder till att det blir underskott i de offentliga finanserna de kommande åren. Underskotten är dock små jämfört med de flesta andra länder och den offentliga skuldsättningen är i linje med skuldanknivån på 35 procent av BNP de kommande åren.

BNP ökar med 1,9 procent i år, för att därefter stiga med 2,7 procent nästa år

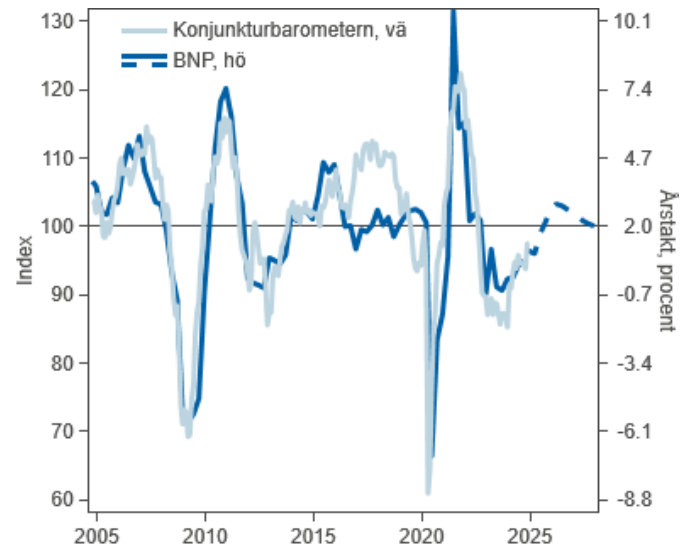
Även valåret 2026 bedöms finanspolitiken bli expansiv

Hushållens konsumtion driver återhämtningen



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Tillväxten har fart senare i år



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Fortsatt svag arbetsmarknad, men tidiga tecken på en vändning

Arbetsmarknadsläget har fortsatt att försvagas under det andra halvåret av 2024, med fallande sysselsättningsgrad och stigande arbetslöshet. Antalet sysselsatta har minskat i stora delar av näringslivet och företagens brist på arbetskraft är nu långt under det historiska genomsnittet. Totalt sett har sysselsättningen minskat med cirka 55 000 personer sedan toppen i slutet på 2023. Sysselsättningsgraden är dock fortsatt på en högre nivå än innan pandemin och nedgången i sysselsättningen har helt drivits av färre tillfälligt anställda. Det tyder på att företagen har kunnat möta en svagare efterfrågan genom att minska nyanställningar och dra ner på tillfälligt anställda snarare än att behöva säga upp fast personal.

Många indikatorer tyder på att arbetsmarknadsläget kan vara nära en botten. Anställningsplanerna i näringslivet indikerar svagt stigande sysselsättning och antal varsel har blivit färre de senaste månaderna. Även nedgången i antalet tillfälligt anställda, som från toppen 2022 har fallit med över 100 000 personer, har planat ut under hösten. Fortsatt svag efterfrågan i ekonomin talar dock för att det kan dröja ett tag innan arbetsmarknadsläget vänder upp. Sammantaget räknar vi med att en återhämtning på arbetsmarknaden inleds framåt sommaren, främst driven av högre inhemsk efterfrågan. Vi bedömer att sysselsättningen ökar med knappt 150 000 personer till slutet av 2027. Den ökade köpkraften skapar framför allt jobb i tjänstesektorn och i handeln. Men allteftersom återhämtningen breddas påverkas de flesta sektorer positivt, med undantag för byggsektorn där återhämtningen till stora delar uteblir.

Arbetsmarknadsläget är nära en botten

Knappt 150 000 fler sysselsatta i slutet av 2027, enligt vår prognos

Nyckeltal

	2024p	2025p	2026p	2027p
BNP*	0,5	1,9	2,7	2,2
BNP, faktisk	0,5	1,7	2,9	2,4
Hushållens konsumtion*	0,2	2,1	3,2	2,4
Fasta investeringar*	-1,5	1,9	3,1	2,8
Nettoexport, BNP-bidrag*	0,1	0,0	0,1	0,1
Arbetslöshet**	8,4	8,3	7,9	7,5
Sysselsättning	-0,6	0,1	1,2	1,0
Timlön	4,1	3,7	3,6	3,4
Bostadspriser	2,1	6,0	6,5	6,0
Inflation, KPIF	1,9	1,9	2,0	2,0
Styrränta, procent***	2,50	2,25	2,25	2,25
Växelkurs, EUR/SEK***	11,48	11,35	11,05	10,85
Offentligt finansiellt sparande****	-1,6	-1,7	-1,5	-0,9
Bruttoskuld, offentlig sektor****	33,7	34,6	35,3	35,7

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

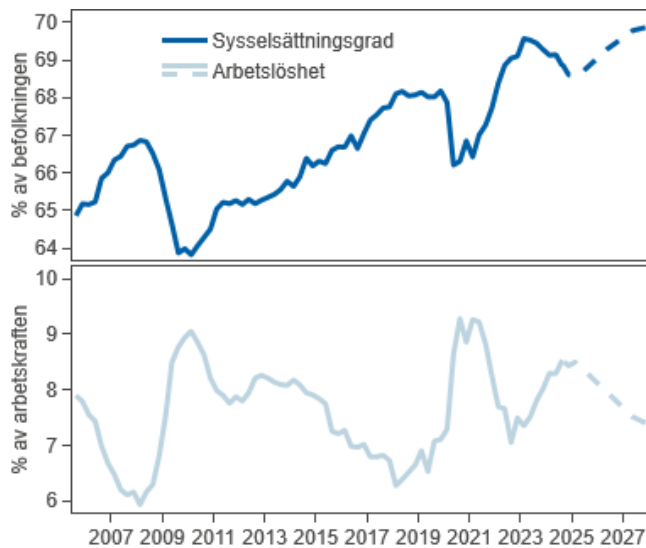
Anm.: *Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

Avtalsrörelsen är igång

I år kommer en majoritet av löneavtalen på arbetsmarknaden att omförhandlas, där de flesta löper ut sista mars. Förra avtalsrörelsen genomfördes i ett utmanande läge med hög inflation och svaga konjunktutsikter. Inför den stundande avtalsrörelsen är läget mer stabilt. Inflationen har kommit ner och konjunkturläget bedöms förbättras under 2025 och 2026. Å andra sidan är den globala industrikonjunkturen svag och företagens lönsamhetsomdöme har dämpats. Arbetstagarna kräver centrala löneökningar på 4,2 procent i kommande avtalsrörelse, vilket är 0,2 procentenheter lägre än deras krav inför den förra avtalsrörelsen. Historiskt har avtalen landat på omkring 75 procent av arbetstagarnas krav. Vår prognos är att arbetsmarknadens parter i kommande avtalsrörelse återigen enas kring ett tvåårigt avtal med centrala avtal på omkring 3,2 procent per år och att de totala löneökningarna landar på drygt 3,5 procent under 2025 och 2026. Reallönerna stiger därmed relativt snabbt under den närmaste tiden.

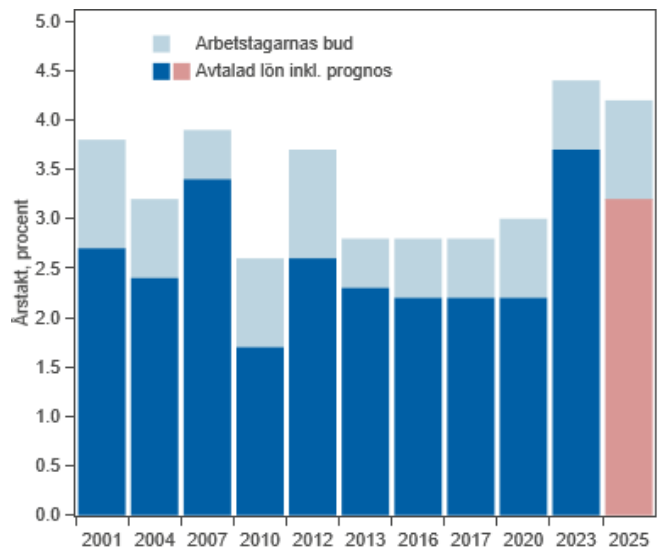
Löneökningar på drygt 3,5 procent i år och nästa år

Arbetslösheten börjar sjunka i år



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Avtalsrörelsen: Lönekrav vs centralt avtalade löner



Källa: Macrobond, Medlingsinstitutet and Handelsbanken

Anm.: Avtalad löneökning per år t.o.m nästa avtalsrörelse

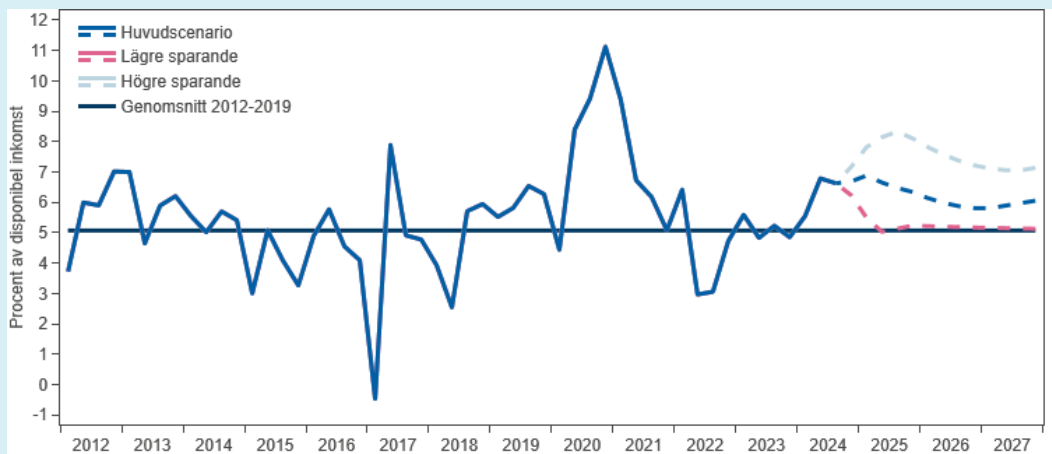
Alternativa scenarier för hushållens sparande och konsumtion

Hushållen har varit försiktiga under förra året. Lägre räntor och ökande reallöner har förbättrat hushållens köpkraft, men de har hittills valt att hålla hårt i plånboken och ökat sitt sparande istället för att öka konsumtionen. I vårt huvudscenario räknar vi med att sparkvoten är kvar på en hög nivå i år. Med stigande reala disponibla inkomster kan dock konsumtionen öka med 2,1 procent i år trots ett högt sparande.

Det finns en risk att hushållen är mer försiktiga och väljer att öka sin sparkvot istället för konsumtionen när inkomsterna fortsätter att öka i år. De senaste årens utveckling med hög inflation, kraftigt stigande räntor och lägre bostadspriser kan göra att hushållen vill bygga upp sina finansiella buffertar mer än vad vi antar i huvudscenariot. I ett alternativscenario där konsumtionen vänder upp först under det andra halvåret i år skulle konsumtionen endast öka med 0,7 procent för helåret 2025 samtidigt som sparkvoten stiger kraftigt och är kvar på en högre nivå de kommande åren. Det skulle leda till att återhämtningen förskjuts och att arbetsmarknaden fortsätter att försvagas under 2025. I ett sådant scenario räknar vi med att Riksbanken skulle fortsätta att sänka räntan under det första halvåret av 2025.

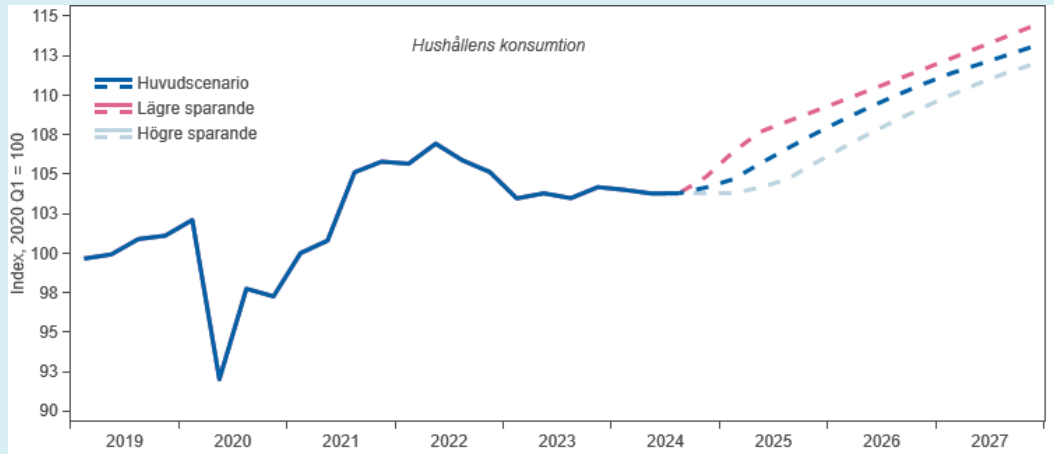
Samtidigt kan återhämtningen i konsumtionen bli starkare och komma tidigare än vad vi bedömer i huvudscenariot. Hushållens sparande är på en hög nivå och hushållen är optimistiska om framtiden, vilket gör att förutsättningarna för en rejäl konsumtionsrekyl är på plats. I ett alternativscenario där konsumenterna drar ned på sin sparkvot till samma nivå som före pandemin redan under det första halvåret i år skulle konsumtionen ta rejäl fart och öka med 3,6 procent i år. Det skulle leda till en betydligt snabbare återhämtning av svensk ekonomi. Med tanke på att det nu är lågkonjunktur och styrräntan bedöms vara på en neutral nivå behöver inte ett starkare scenario leda till att Riksbanken höjer räntan under prognosperioden, så länge inflationen och inflationsförväntningarna är i linje med inflationsmålet.

Hushållens sparande



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Hushållens konsumtion



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Sverige: Privatekonomi och bostadsmarknad

Tyngre plånböcker och stigande bopriser

Hushållen ser ljusst på framtidsutsikterna och de flesta hushåll kommer nu få mer pengar över i plånboken. När vi blickar in i 2025 får hushållens köpkraft stöd av stärkta inkomster, skattesänkningar och lägre boräntor. Det gäller särskilt för höginkomsttagare och bostadsägare. Det bäddar för att utlåningen till hushåll ökar snabbare och att vi ser en fortsatt återhämtning på bostadsmarknaden, med stigande bostadspriser i hela landet.

Mer pengar i plånboken, särskilt för höginkomsttagare

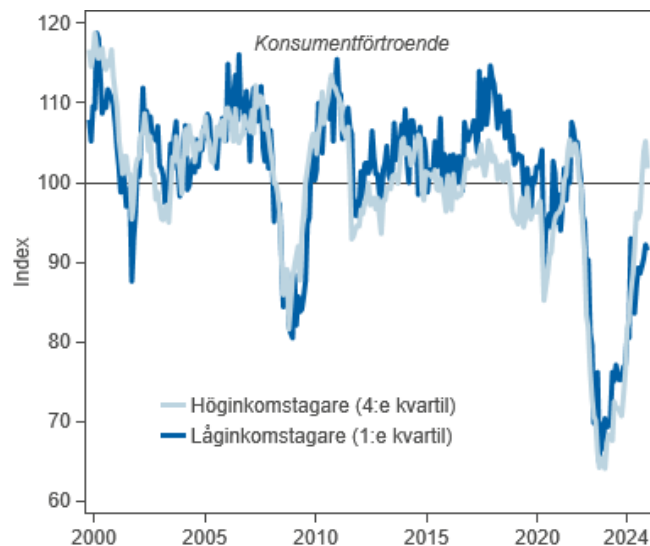
Med inflation vid målet stiger hushållens realinkomster i stadig takt och vi räknar med en snabbare löneökningstakt än normalt i år och nästkommande år, läs mer om vår timlöneprognos i artikeln BNP, arbetsmarknad och finanspolitik. Hushållens disponibla inkomster stärks dessutom av ett lägre skattetryck. Det kommer främst av ett förstärkt jobbskatteavdrag samt en slopad avtrappning av avdraget som innebär att marginalskatten sänks från 55 till 52 procent. Vid sidan av dessa förändringar av skatten på arbetsinkomst görs även en normal uppskrivning av skiktgränsen för statlig inkomstskatt, medan den genomsnittliga kommunalskatten stiger något då invånarna i 35 kommuner får höjd skatt medan 12 kommuner får sänkt skatt. Dessutom införs lägre skatt på investeringssparkonton (ISK) och på drivmedel, medan skatten på el höjs.

Stigande löner och sänkta skatter bidrar till förbättrad möjlighet till konsumtion och sparande

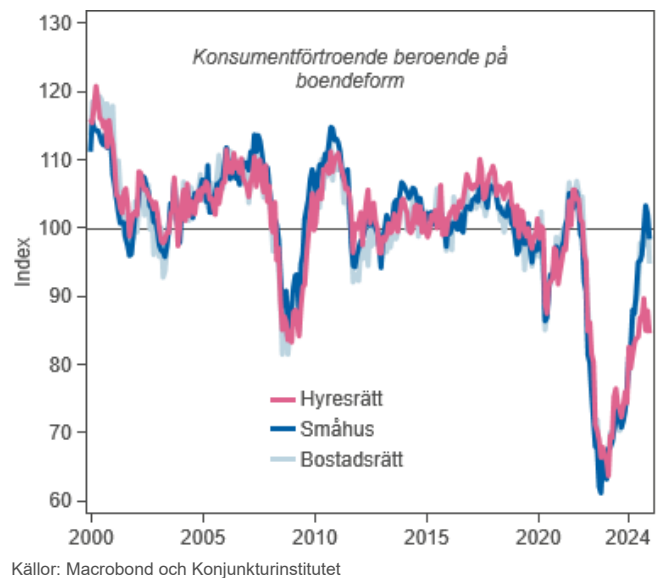
Dessa skatteförändringar ger mest effekt hos höginkomsttagare, både i procent och i kronor räknat. För en månadsinkomst i linje med medianlön (38500 kr) innebär förändringarna i skatten för arbetande sänkt skatt med drygt 300 kronor per månad. Knappt var femte arbetstagar betalar statlig inkomstskatt och har därmed en månadsinkomst över 54 000 kr. En höginkomsttagare med månadsinkomst på 60 000 kr får drygt 1100 kr mer i plånboken, medan skatteförändringen som mest ger 4700 kr i sänkt skatt per månad för mycket höga inkomster.

Höginkomsttagare mest optimistiska om de ekonomiska utsikterna

Höginkomsttagare mer optimistiska än låginkomsttagare



Bostadsägare mer optimistiska än de som bor i hyresrätt



Handelsbankens opinionsfrågor bekräftar ljusning för privatekonomin

- Var fjärde tror på mer pengar i plånboken de kommande 12 månaderna. Höginkomsttagare är mer optimistiska än låginkomsttagare.
- 2 av 3 bostadsägare tror att värdet på bostaden kommer öka något och varannan respondent tror att börsen kommer stiga 2025.
- Matpriser och elpriser är vad hushållen bedömer kommer påverka privatekonomin mest negativt – räntor inte längre stort orosmoln.
- De flesta svarar att de kommer ha ett oförändrat sparande de kommande 12 månaderna. Drygt 1 av 5 svarar att de kommer öka sitt sparande. Det är främst yngre som planerar öka sitt sparande, samt något större andel i storstadsområden.

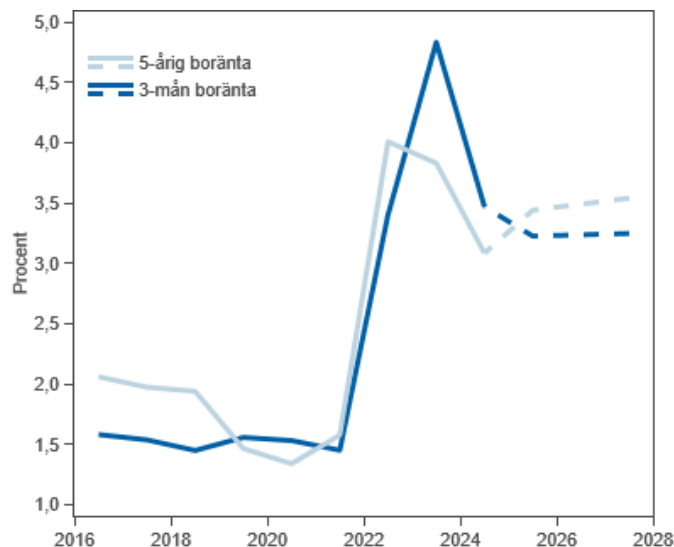
Källa: Handelsbankens Opinionsfrågor Hösten 2024, genomförd på uppdrag av Verian, webintervjuer 17-29 oktober 2024.

Bolånetagare ser snabb effekt av sjunkande räntor

Normaliseringen av såväl penningpolitiken som konjunkturen talar för att de rörliga (3-månaders) boräntorna är nära att stabiliseras. Vår bedömning är att de rörliga snitträntorna på bolån sjunker till drygt 3 procent under första kvartalet och förblir kring den nivån även nästkommande år. Samtidigt bedömer vi att bundna boräntor, som redan sjunkit på förväntningar om kommande räntesänkningar, nu stiger något. Under hösten har boräntor med längre löptider sett förhållandevis förmånliga ut, men i dagsläget är det liten skillnad mellan att välja rörlig och bunden ränta, enligt vår prognos. Den stora majoriteten bolåntagare väljer dock rörlig boränta och en ovanligt liten andel av bolånestocken är i nuläget bundna längre än 2 år.

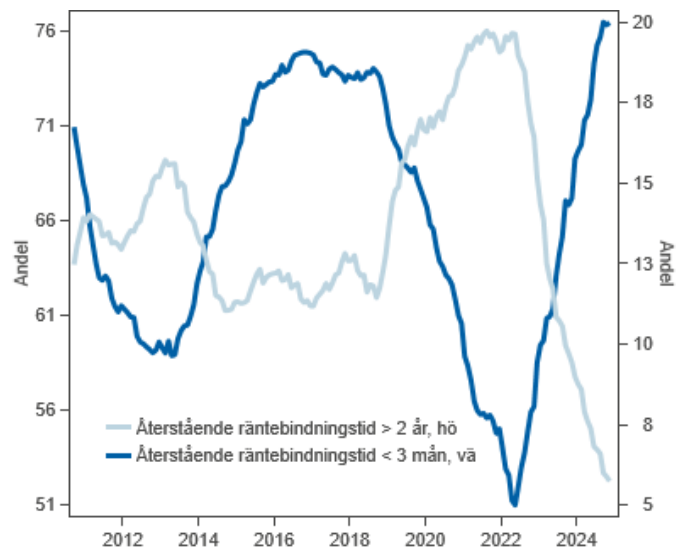
Rörliga boräntor stabiliseras kring drygt 3 procent

Boräntor stabiliseras 2025



Källor: Macrobond, Statistiska centralbyrån och Handelsbanken
Anm.: Snitträntor på bolån, slutet av året.

Ovanligt få bolån har en räntebindingstid över 2 år



Källor: Macrobond, Statistiska centralbyrån och Handelsbanken

Efterfrågan på krediter stärks

Utlåningen till hushåll har, i linje med bostadspriserna, försiktigt börjat stiga efter en period av stiltje. Den förbättrade finansieringssituationen i kombination med de tryggare inkomstutsikterna talar för att kreditutlåningen stärks ytterligare under året. Vi räknar med att skulderna gradvis kommer att närma sig en ökningstakt i linje med inkomsterna och att hushållens skuldsättning (skuld som andel av inkomst) därmed slutar falla.

Hushållens skuldsättning planar ut 2025...

... men stiger något 2026 vid antagande om höjt bolånetak och lättad av amorteringskrav

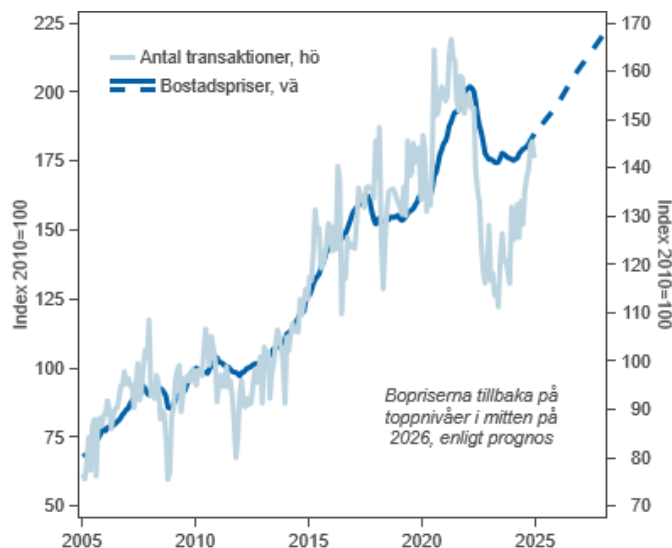
En utestående fråga är hur bolånetagarnas amorteringsbeteende kommer utvecklas kommande år, vilket är beroende av Finansinspektionens amorteringskrav som nu är under omvärdering. Den statliga utredningens förslag (SOU2024:71 Reglering av hushållens skulder) är att höja bolånetaket till 90 procent och slopa det skärpta amorteringskravet (dvs. 1 procent ytterligare amortering om lånebeloppet överstiger 4,5 gånger bruttolönskomsten) samt att, i ett andra steg, lätta på det första amorteringskravet till ett generellt krav på 1 procent amortering för belåningsgrader över 50 procent. Vår bedömning är att det, givet den tillsatta utredningen och efterföljande kommunikation från finansmarknadsministern, är hög sannolikhet för att regeringen kommer föreslå något i stil med det första steget i utredningsförslaget. Det kommer bidra till ökad kreditutlåning, varför vi räknar med att skuldsättningen stiger något 2026. Vår bedömning är att det även bidrar till stigande bostadspriser och att tröskeln in på bostadsmarknaden kommer vara fortsatt hög, då höga priser i förhållande till inkomster är det främsta hindret för unga bostadsspekulanter.

Bostadspriserna avslutade starkt 2024 och fortsätter stiga

Bostadsmarknaden har ljusnat och försäljningsaktiviteten tyder på en ökad trygghet bland bostadsspekulanter. Det tar fortfarande mer än dubbelt så lång tid att sälja sin lägenhet eller villa i de flesta län i Sverige jämfört med lågränteaåren innan pandemin, men antalet genomförda bostadstransaktioner är tillbaka på normala nivåer och bostadspriserna har vänt upp. Totalt sett är bostadspriserna nu cirka 5 procent högre än för ett år sedan, en utveckling som varit nära i linje med våra förväntningar men där 2024 avslutades starkare än väntat. Sett som genomsnitt över året var prisökningen ca 2 procent jämfört med 2023. Vi räknar med att den stigande trenden i bostadspriserna fortsätter i takt med stigande inkomster, lägre boräntor och skattesänkningar och att priserna ökar med i genomsnitt cirka 6 procent 2025 jämfört med ifjol. Utvecklingen därefter beror utöver konjunktur och ränteutsikter på eventuella förändringar i bolånekrav. I vår prognos ökar bopriserna med totalt 6 procent per år även 2026–2027, varav vi antar att den underliggande boprisökningen är ca 4 procent per år och resterande är antagna effekter av regelförändringar. Under våren kommer vi få mer klarhet kring eventuella förändringar av bolånetak och amorteringskrav, där effekterna på bopriser kan bli större än vad vi har antagit i nuvarande prognos men framför allt är mycket osäkra.

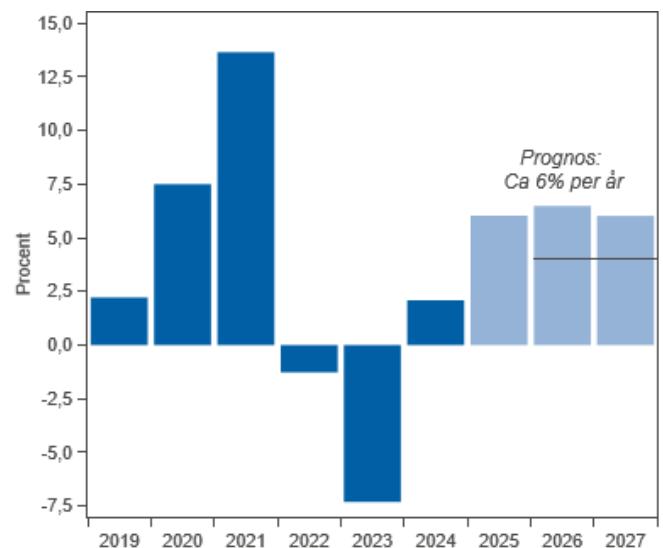
Bopriser stiger snabbare än inkomster 2025 - och därefter om vi får se lättnader i bolånekraven

Aktiviteten är tillbaka



Källor: Macrobond, Svensk Mäklarstatistik och Handelsbanken

Högre inkomster och lägre bolånekrav driver upp bopriser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: I prognosen antas att lättnader i bolånekraven kommuniceras under året och driver upp bopriserna med ca 2 procent per år 2026–2027.

Bostadsrättspriser närmar sig tidigare toppnivåer

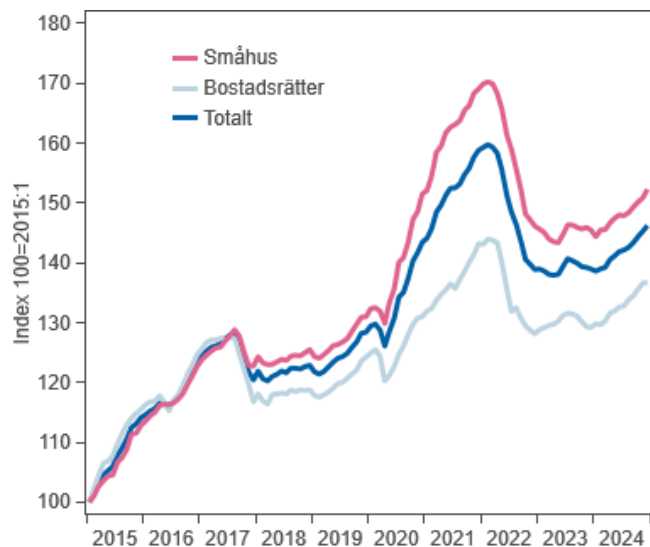
Det är mycket säsongvariation i bostadspriserna och det är en anledning till att nyhetsrapporteringen blir svårtolkad. Dessutom säljs det i lågsäsongsmånader färre bostäder och i genomsnitt av lägre kvalitet. Att bostadspriserna sjönk i december är därför i sig ingenting att oroa sig för. Tvärtom visar statistiken, vid jämförelse av likvärdiga objekt och justerat för säsongvariation, en stabil och förhållandevis stark prisuppgång de senaste månaderna. Trenden är likartad för småhus och bostadsrätter, vilket samtidigt betyder att bostadsrätterna återhämtat en större del av tidigare prisnedgång. I Stockholm är exempelvis bostadsrättspriserna nu endast cirka 3 procent lägre än toppnivån, således redan innan konjunkturåterhämtningen tagit fart.

Vår tolkning av prisutvecklingen är att vi sett en korrigering av den något överdrivna uppgången i villapriser under 2021 och att villapriser och bostadsrättspriser i storstäderna nu kan komma att utvecklas mer likartat. Samtidigt ser vi en hittills trevande utveckling för priserna i medelstora städer relativt storstadsområden. Framöver räknar vi med att priserna kommer stiga i samtliga regioner. Något som skulle kunna dämpa prisutvecklingen och efterfrågan på bostäder utanför storstadsområden är inbromsningen i befolkningstillväxten. Efter en period med stark befolkningstillväxt och bostadsbyggande i såväl stora som medelstora städer bromsar nu befolkningstillväxten in och prognoserna talar för en ökad koncentration av byggbehov till storstadsområden.

Priserna på bostadsrätter och småhus har ökat med 6 respektive 5 procent de senaste 12 månaderna

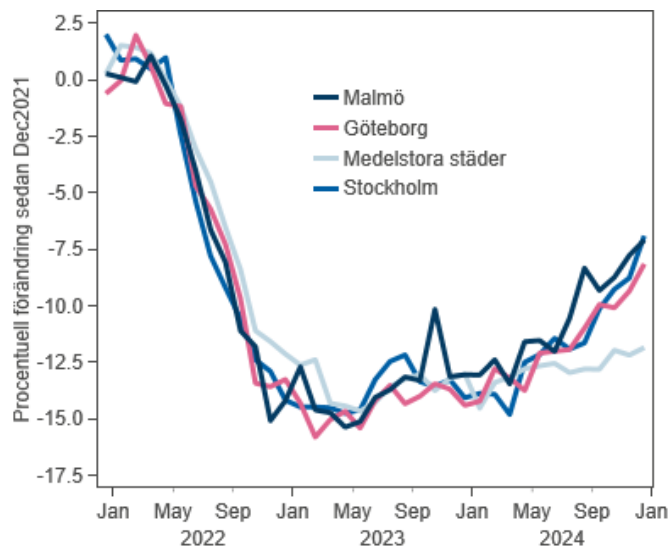
Pandemieffekten borta? - Men vad händer i medelstora städer?

Likartad pristrend, men bostadsrätter närmare toppnivån



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Villapriserna i medelstora städer halkar efter



Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Anm.: Bostadspriser, småhus. Procentuell förändring jämfört med december 2021

Sverige: Inflation, penningpolitik och finansmarknad

Omvärld ger volatila finansmarknader

Inflationen påverkas mycket av energipriser men den underliggande inflationen ligger strax över 2-procentsmålet. Mot slutet av 2025 bedöms även den underliggande inflation ligga på målet. Riksbanken väntas göra en sista räntesänkning till 2,25 procent i januari och därefter behålla den räntan. Den ekonomiska återhämtningen förväntas ta fart 2025, vilket minskar behovet av ytterligare räntesänkningar. Osäkerheten kring globala faktorer, inklusive USA:s politik och handelstullar, påverkar det svenska ränteläget och kronan. Kronan har varit svag men väntas stärkas successivt. De finansiella förhållandena i Sverige är fortsatt mer expansiva än normalt, bland annat på grund av den senaste tidens räntesänkningar och en svag krona.

Inflationen långsamt på väg mot 2-procentsmålet

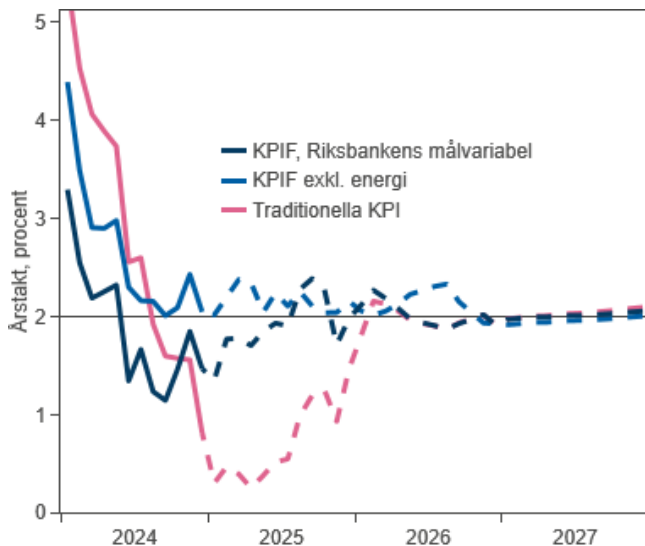
Inflationen stiger mot 2-procentsmålet eftersom elpriset snart spelat ut sin roll och upphör tynga KPIF-inflationen, som låg lägre än Riksbankens målnivå under stora delar av 2024. Den underliggande inflationen – mätt med KPIF exklusive energi (KPIFXE) – ser ut att ligga kvar strax över 2 procent på kort sikt, men vi håller fast vid prognosen att den övergripande trenden är nedåtgående och att Riksbankens 2-procentsmål kan nås varaktigt framåt årsskiftet (se graf).

Underliggande inflation över 2-procentsmålet under 2025

Framåtblickande indikatorer ligger fortsatt mestadels på nivåer nära snittet före inflationskrisåren, men de senaste månaderna har inneburit en uppgång på vissa håll (se graf). Löner och enhetsarbetskostnader fortsätter stiga relativt snabbt och ser nu ut att få sällskap av exempelvis inköpschefernas signal om insatsvarupriser. En rad andra indikatorer ligger dock stadigt strax under normal nivå och sammantaget förutspår vi att KPIFXE-inflationen överskjuter 2 procent bara måttligt och under en kortare period.

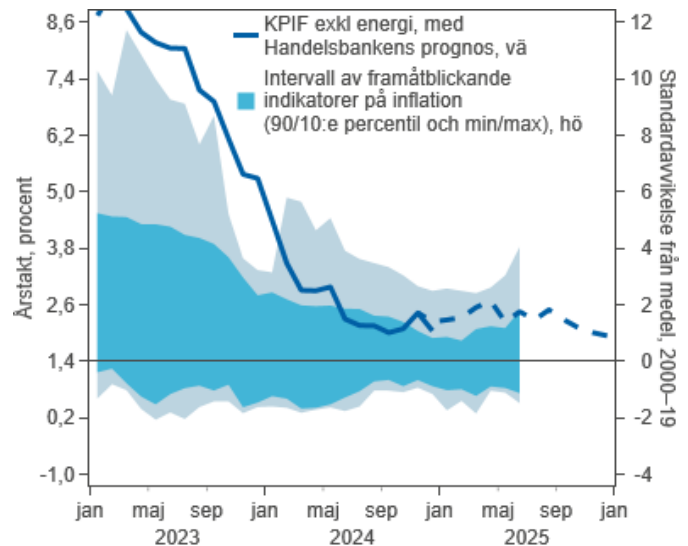
Framåtblickande indikatorer nära normal nivå, men vissa uppgångar senaste tiden

Inflationen varaktigt 2 procent vid årsskiftet



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Indikatorer mestadels nära normal nivå



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Anm.: Godtycklig 6 månaders framskjutning av de framåtblickande indikatorerna.

Vi håller fast vid synen att 2 procent är det nya normala, att Sverige inte faller tillbaka i inflation som trendmässigt ligger under Riksbankens mål. Det har visserligen kommit tecken på att den svagare konjunktoren till slut gjort avtryck i sjunkande vinstmarginal på makronivå, men överlag är tecknen på en bestående förändring i pris- och lönesättningsbeteende intakta med högre inflations- och löneförväntningar än under 2010-talets låginflationsperiod. När efterfrågan successivt stärks 2025–2027 räknar vi därför med en något starkare utväxling i inflationen än vi var vana vid förra årtiondet.

På makronivå kvarstår goda förutsättningar för 2-procents inflation över tid

Vår prognos är att KPIF- såväl som KPIFXE-inflationen landar nära 2 procent från slutet av 2025. På väg dit kan KPIF-inflationen bli tillfälligt något högre, eftersom elpriset antas ligga på mer normala nivåer framöver, att jämföra med fjolårets delvis bottenlåga nivåer. Riskerna är fortsatt stora. Medan de inhemska riskerna möjligen minskat med tanke på att konjunkturen nu vänder upp, så har omvärldsriskerna ökat, se bland annat temaartikel om tullhöjningar. Kronan har varit överraskande svag, men utvecklingen framöver utgör en risk på både upp- och nedsidan.

Riskerna är fortsatt stora, inte minst på grund av osäkerhet om handelskonflikt

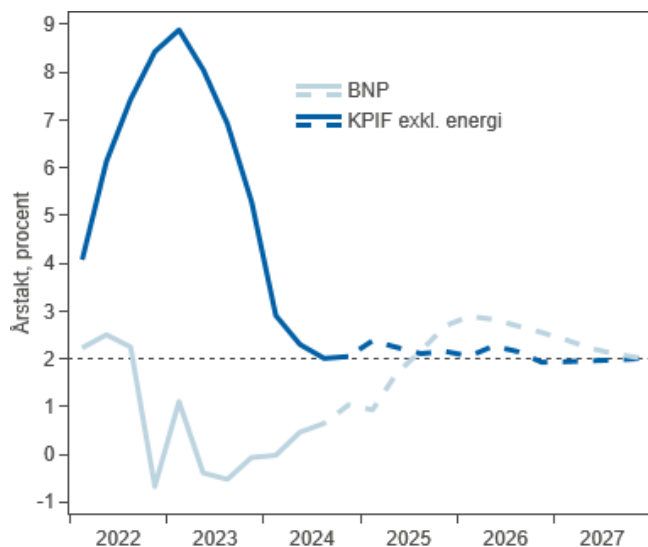
Riksbankens sista räntesänkning

Riksbanken närmar sig nu slutet på denna räntecykel. Vi räknar med en sista räntesänkning nu i slutet på januari till 2,25 procent och att räntan därefter ligger kvar på denna nivå. Inflationen är på målet och vår inflationsprognos ligger nära 2 procent de kommande åren och riskerna till denna prognos bedöms vara balanserade. Samtidigt är konjunkturen fortfarande svag vilket skulle kunna tala för ytterligare räntesänkningar, men vår prognos är att tillväxten kommer börja öka första kvartalet och ta mer fart under loppet av året. Det leder oss till slutsatsen att det räcker att sänka räntan till "neutral" nivå. Det vill säga en räntenivå som varken stramar åt eller stimulerar ekonomin, och håller inflationen stabilt på målet. Osäkerheten om denna nivå är stor, men vår bedömning är att neutral ränta ligger kring 2,25 procent. Det är även mittpunkten i Riksbankens nya intervall för neutralräntan på 1,5 till 3,0 procent.

I nuläget ligger vår prognos nära både Riksbankens prognos och marknadsprissättningen. Vad kan då rubba dessa prognoser för styrräntan? I första hand konjunkturen. Om återhämtningen i Sverige inte kommer igång som vi räknar med kan räntan behöva sänkas mer för att ge stöd åt konjunkturen och se till att inflationen ligger kvar på målet. Hushållen får relativt stora inkomstförbättringar i år och om det ger upphov till en stark konsumtionsutveckling finns det en risk att inflationen åter stiger något. I det korta perspektivet är det nog inte ett problem men skulle det börja påverka inflationsförväntningar kan Riksbanken behöva höja räntan framöver.

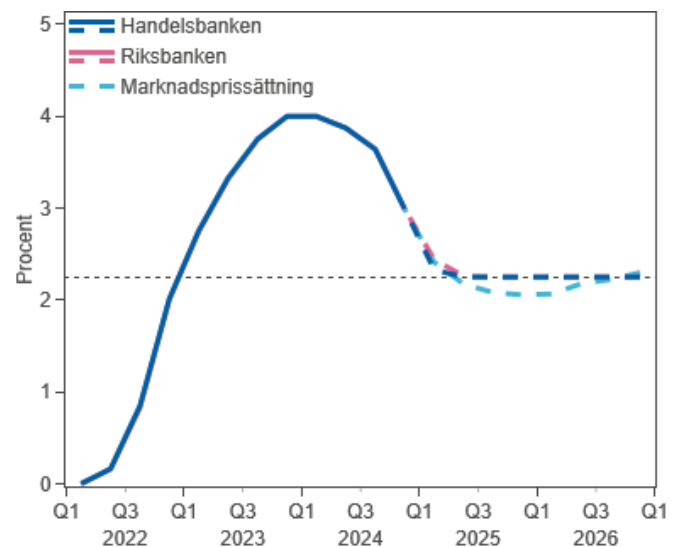
Utvecklingen i omvärlden spretar och det råder stor osäkerhet om hur den kommande amerikanska politiken kommer att utformas. På kort sikt är vår bedömning att detta har någon större betydelse för Riksbanken men en eskalerande global handelskonflikt kan potentiellt ha stora konsekvenser på världsekonomin. Den penningpolitiken responsen beror på vilken effekt som dominerar; svagare efterfrågan eller högre inflation.

Normalisering av inflation och konjunktur



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Riksbankens styrränta



Källor: Macrobond, Riksbanken och Handelsbanken

Anm.: Tunn streckad linje markerar Handelsbankens bedömning av neutral ränta

Stigande amerikanska räntor spiller över på svenska räntor

Enligt marknadsprissättningen förväntas Riksbankens styrränta sänkas en gång till under första kvartalet, med 25 punkter, och därefter indikeras en viss sannolikhet för ytterligare en sänkning under 2025. Marknaden skiljer sig därmed inte särskilt mycket från vår prognos. Under hösten har dock marknadsprissättningen legat betydligt lägre än vad den gör i dagsläget, och den förväntade styrräntan vid slutet av 2025 har stundtals varit nära 1,6 procent. Men i december skiftade prissättningen på Riksbanken upp, och mycket talar för att det i stor utsträckning handlade om globala faktorer, och inte minst den amerikanska politiken.

Prissättningen på marknaden ligger nära vår prognos på Riksbanken

Amerikanska långa räntor har stigit under hösten och det kan till viss del härledas till att förväntningarna på Feds räntesänkningar har skjutits fram, i spåren av en långsam inflationsnedgång och en alljämt motståndskraftig arbetsmarknad. Men den största anledningen till uppgången i långa räntor ser ut vara en premie relaterad till osäkerheten kring Trumps politik. Osäkerheten har ökat kring både inflationstrycket och den ekonomiska utvecklingen framöver, i såväl USA som omvärlden. Det har i sin tur gjort att osäkerheten kring de förväntade styrräntorna framöver har ökat, vilket har drivit upp den så kallade löptidspremien. Det är den premie som kompenserar investerare för att hålla långa räntepapper eftersom priserna på dessa är mer volatila än priserna på korta räntepapper.

Osäkerheten kring Trumps politik har drivit upp räntorna

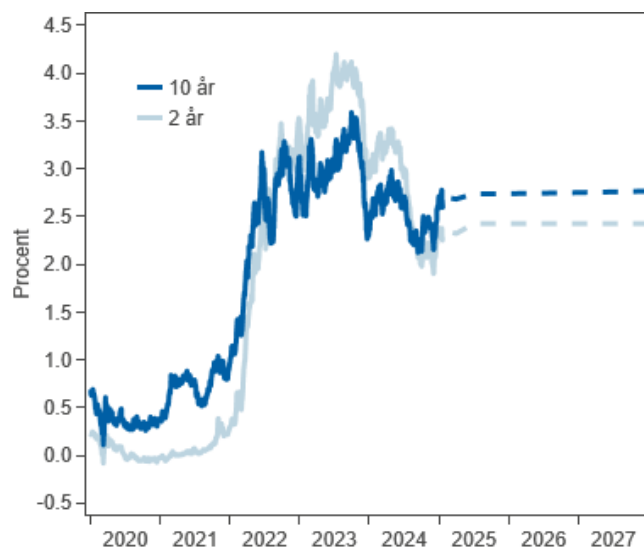
Styrränteförväntningar och amerikansk löptidspremie



Källor: Bloomberg, Macrobond och Handelsbanken

Anm.: Löptidspremien är skattad enligt modellen av Adrian, Crump och Moench (2013)

Swapräntor och prognoser



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Löptidspremien kan inte avläsas direkt från marknadsräntorna, men den kan skattas med hjälp av olika modeller. Enligt de flesta modeller har löptidspremien fallit trendmässigt sedan början av 80-talet, men i spåren av inflations- och ränteuppgången under de senaste åren har den stigit något. Under hösten och vintern har den stigit ytterligare, både inför och efter Trumps seger i presidentvalet. Den ökade osäkerheten har även tagit sig uttryck i att dollarn har stärkts – som den brukar göra när osäkerheten är förhöjd – medan andra valutor som anses mer riskfyllda har försvagats, däribland kronan.

Den förhöjda osäkerheten tar sig uttryck i en högre löptidspremie...

Det är inte bara den ökade osäkerheten som har drivit upp löptidspremien. Det finns även förväntningar om att Trump kommer att driva en fortsatt expansiv finanspolitik, vilket skulle leda till ett ökat utbud av amerikanska statsobligationer på marknaden. Det gör troligtvis redan nu att investerarna kräver en högre löptidspremie för att hålla amerikanska statspapper. Den stigande löptidspremien har bidragit till att långa obligations- och swapräntor har stigit, i såväl USA som omvärlden, inklusive Sverige. Den ökade osäkerheten verkar alltså även ha bidragit till uppgången i prissättningen på Riksbanken över de närmaste åren. Det är inte uppenbart hur det här fungerar, men en möjlig förklaring är att osäkerheten gör att investerarna bedömer det som mer troligt att Riksbanken väljer att gå försiktigt fram med penningpolitiken och räntesänkningarna framöver.

...men även senarelagda räntesänkningar från Fed har drivit upp marknadsräntorna

Vi förväntar oss att Fed sänker i en något snabbare takt under det närmaste åren än vad som prisas in i marknaden i dagsläget. Dessutom tror vi att löptidspremierna kommer att falla tillbaka något, i takt med att Trump spelar ut sina kort och osäkerheten kring den amerikanska politiken minskar. Sammantaget är vår bedömning att såväl amerikanska som svenska obligations- och swapräntor kommer att komma ner något från dagens nivåer.

Vi tror på något lägre obligations- och swapräntor framöver

Ett svängigt år för kronan

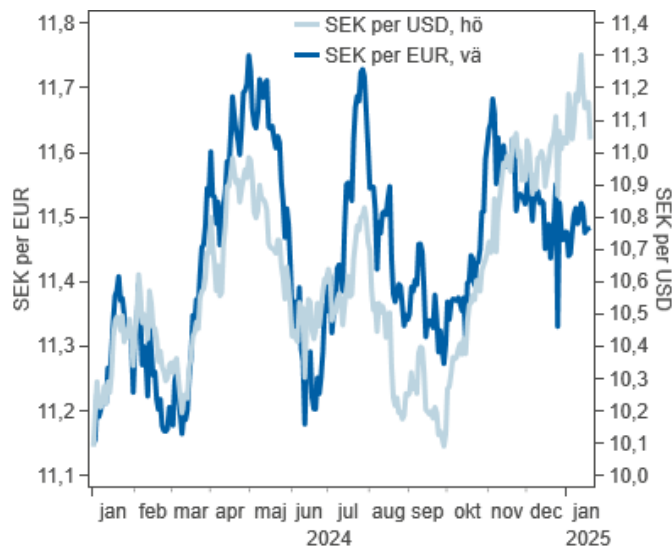
Kronan har åkt berg- och dalbana under 2024, och precis som i räntemarknaden har svängningarna drivits mer av globala faktorer än inhemska. Kopplingen mellan kronan och amerikansk makrostatistik – inte minst inflation och arbetsmarknad – har varit ovanligt stark, och ränteuppgången i USA under hösten har gynnat dollarn och bidragit till att kronan försvagats.

Globala faktorer har drivit kronan

Sverige är dessutom en liten, öppen ekonomi, där exporten utgör en viktig del, vilket gör att Sverige är relativt högt exponerat mot Trumps hot om handelstullar framöver. Även detta har bidragit till att kronan har försvagats under hösten, och försvagningen har framför allt skett mot dollarn. Marknaden verkar se euroområdet som ungefär lika exponerat mot tullarna som Sverige, vilket har gjort att även euron har handlat svagt sedan Trump vann presidentvalet i början av november. Jämfört med i slutet av september har kronan försvagats med nästan 2 procent mot euron, och ungefär 10 procent mot dollarn.

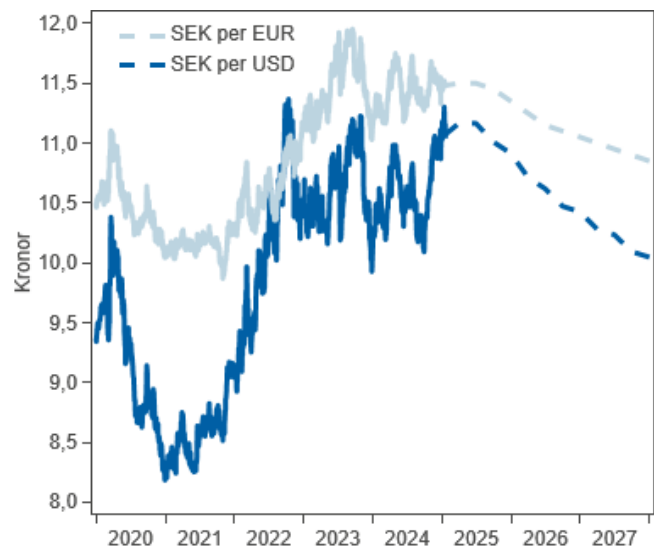
Trump's hot om handelstullar har satt avtryck i både kronan och euron

Berg- och dalbana för kronan under 2024



Källa: Macrobond

Prognosen visar en gradvis starkare krona efter sommaren



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Kronförstärkningen dröjer

Vi tror alltså på en starkare krona framöver, och det finns flera skäl till det. På lång sikt är kronan, enligt de flesta modeller och bedömare, undervärderad. Även på kortare sikt finns det en del faktorer, av cyklisk karaktär, som bör kunna gynna kronan. Den ekonomiska återhämtningen i Sverige ser ut att kunna gå snabbare och tydligare än i exempelvis euroområdet. Dessutom tror vi att Riksbanken kommer att föra en något stramare penningpolitik än vad man gjorde under perioden 2013-2019 då kronan trendmässigt försvagades. Riksbanken minskar också sitt obligationsinnehav, vilket har gynnat funktionssättet för marknaderna för såväl räntepapper som kronan. Det bidrar till att göra det mer attraktivt för utländska investerare att hålla svenska tillgångar, vilket också bör gynna kronans växelkurs.

På sikt bör kronan kunna stärkas...

Under de närmaste kvartalen är det dock svårt att se en tydlig kronförstärkning. Så länge Fed avvaktar med ytterligare räntesänkningar och osäkerheten kring Trumps politik är stor, kommer troligtvis kronans växelkurs att stå och stampa på dagens relativt svaga nivåer. Efter sommaren 2025 tror vi dock att osäkerheten kommer att minska något, och då finns det möjligheter för kronan att långsamt börja stärkas.

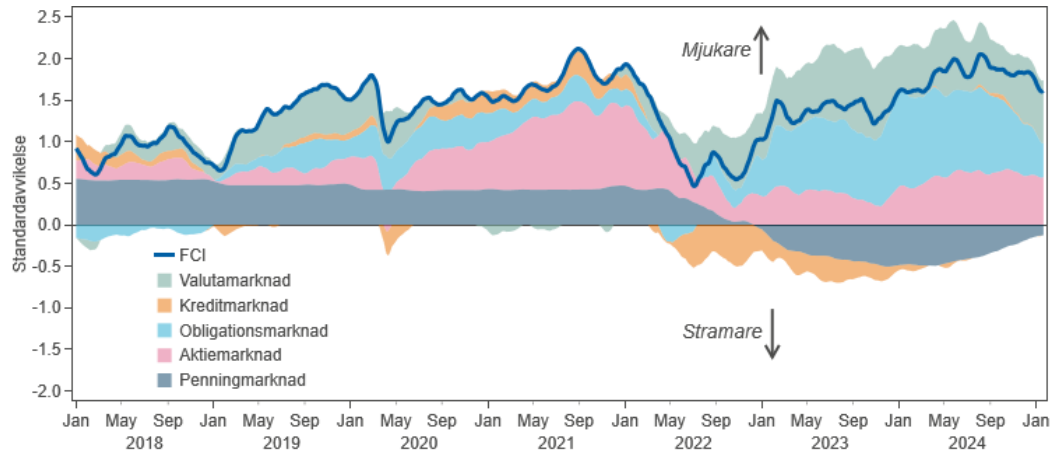
...men vi tror att det dröjer till efter sommaren

Fortsatt expansiva finansiella förhållanden enligt FCI

Enligt vårt index (FCI) är det finansiella förhållandena i Sverige fortsatt klart mer expansiva än de genomsnittligt har varit historiskt. Man ska dock komma ihåg att indexet, per konstruktion, lägger stort fokus på förhållandena på marknaderna. Många hushåll och företag upplever snarare att de finansiella förhållandena är fortsatt något stramare än normalt, men att de har blivit mindre strama i takt med att Riksbanken har sänkt styrräntan.

Räntesänkningarna har gynnat många hushåll och företag

Svenska finansiella förhållanden enligt FCI



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Med det sagt, räntesänkningarna har bidragit till att göra FCI mer expansivt. Samtidigt har dock lutningen på avkastningskurvan stigit, från negativ till att numera vara i stort sett platt. Det speglas i obligationsmarknadens bidrag, och kan tolkas som att marknaden inte längre förväntar sig lika tydliga räntesänkningar som man gjorde tidigare. De förväntade räntesänkningarna har övergått till faktiska räntesänkningar, och i viss mån har dessa tagit ut varandra i indexet.

Förväntade räntesänkningar har övergått i faktiska räntesänkningar

Vi kan även notera att kronan är på historiskt svaga nivåer, vilket ger ett expansivt bidrag till indexet. Det är inte uppenbart att en svag krona ska vara expansiv. För många hushåll är det snarare så att en svag krona upplevs som negativt/stramt, när man åker utomlands eller köper varor och tjänster från utlandet. Men i vårt index har vi tagit centralbanksperspektivet, och eftersom en svagare krona är inflationsdrivande tolkas den som expansiv. Slutligen kan vi notera att de svenska börsindexen är på starka nivåer i relation till BNP, vilket gör att aktiemarknadens bidrag till FCI blir expansivt.

En svag krona och starka börser bidrar i expansiv riktning

Tabellbilaga

Nyckeltal

Inom parentes visas Handelsbankens konjunkturprognos från september 2024.

BNP, årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Världen	3.1 (3.2)	3.2 (3.2)	3.1 (3.2)	3.2 (-)
Utvecklade ekonomier	1.8 (1.8)	1.9 (1.6)	1.6 (1.8)	1.6 (-)
Tillväxtekonomier	4.1 (4.2)	4.2 (4.3)	4.0 (4.2)	4.1 (-)
Kina	5.0 (4.8)	4.5 (4.5)	4.0 (4.2)	4.1 (-)
Euroområdet	0.7 (0.8)	1.2 (1.4)	1.4 (1.5)	1.2 (-)
Norge, fastlandsekonomin	0.9 (0.7)	1.6 (1.6)	1.6 (1.7)	1.4 (-)
Sverige	0.5 (0.9)	1.9 (2.5)	2.7 (2.7)	2.2 (-)
Storbritannien	0.8 (1.1)	1.0 (1.6)	1.5 (1.6)	1.7 (-)
USA	2.8 (2.6)	2.5 (1.7)	1.6 (2.1)	1.9 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Inflation, årlig procentuell förändring

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet	2.4 (2.4)	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (-)
Norge	3.2 (3.7)	2.6 (3.2)	2.6 (2.4)	2.3 (-)
Sverige, KPIF	1.9 (2.1)	1.9 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0 (-)
Storbritannien	2.5 (3.0)	2.8 (2.9)	2.7 (2.6)	2.5 (-)
USA, PCE	2.5 (2.5)	2.3 (2.0)	2.6 (2.2)	2.2 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Arbetslöshet, procent av arbetskraften

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet	6.4 (6.5)	6.5 (6.7)	6.5 (6.5)	6.5 (-)
Norge, registrerad NAV	2.0 (2.0)	2.1 (2.2)	2.1 (2.2)	2.1 (-)
Sverige	8.4 (8.3)	8.3 (8.1)	7.9 (7.7)	7.5 (-)
Storbritannien	4.4 (4.5)	5.1 (4.8)	4.8 (4.6)	4.6 (-)
USA	4.0 (4.1)	4.1 (4.6)	4.3 (4.7)	4.3 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Styrräntor och SWAP-räntor, årets slut

	2024	2025	2026	2027
Euroområdet				
– Styrränta	3.00 (3.25)	2.00 (2.25)	2.00 (2.00)	2.00 (-)
– 2y	2.2 (2.7)	2.3 (2.2)	2.2 (2.2)	2.2 (-)
– 5y	2.3 (2.5)	2.4 (2.4)	2.3 (2.3)	2.3 (-)
– 10y	2.4 (2.6)	2.5 (2.5)	2.5 (2.5)	2.5 (-)
Norge				
– Styrränta	4.50 (4.50)	3.75 (3.50)	3.50 (3.00)	3.25 (-)
– 2y	4.2 (4.1)	3.9 (3.7)	3.7 (3.3)	3.6 (-)
– 5y	3.9 (3.8)	3.8 (3.6)	3.8 (3.6)	3.7 (-)
– 10y	3.9 (3.8)	3.9 (3.7)	3.9 (3.6)	3.9 (-)
Sverige				
– Styrränta	2.50 (2.75)	2.25 (2.25)	2.25 (2.25)	2.25 (-)
– 2y	2.4 (2.3)	2.4 (2.3)	2.4 (2.4)	2.4 (-)
– 5y	2.5 (2.2)	2.5 (2.3)	2.5 (2.4)	2.5 (-)
– 10y	2.7 (2.3)	2.7 (2.4)	2.8 (2.6)	2.8 (-)
Storbritannien				
– Styrränta	4.75 (4.75)	4.25 (3.75)	3.75 (3.00)	3.50 (-)
– 2y	4.3 (4.2)	4.3 (3.9)	4.1 (3.6)	3.8 (-)
– 5y	4.1 (4.1)	4.3 (3.9)	4.1 (3.6)	3.9 (-)
– 10y	4.1 (4.1)	4.4 (3.9)	4.2 (3.7)	4.0 (-)
USA				
– Styrränta	4.38 (4.63)	3.88 (3.38)	3.63 (2.88)	3.38 (-)
– 2y	4.1 (3.7)	3.9 (3.2)	3.6 (3.0)	3.2 (-)
– 5y	4.0 (3.4)	3.9 (3.3)	3.5 (3.2)	3.3 (-)
– 10y	4.1 (3.4)	4.0 (3.4)	3.7 (3.4)	3.6 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Statsobligationsräntor, årets slut

		2024	2025	2026	2027
Tyskland					
-	2y	2.1 (2.4)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (-)
-	5y	2.2 (2.2)	2.2 (2.1)	2.2 (2.0)	2.1 (-)
-	10y	2.4 (2.3)	2.5 (2.3)	2.4 (2.3)	2.4 (-)
Norge					
-	2y	4.1 (3.9)	3.8 (3.5)	3.6 (3.1)	3.5 (-)
-	5y	3.8 (3.6)	3.7 (3.4)	3.7 (3.4)	3.6 (-)
-	10y	3.8 (3.6)	3.7 (3.5)	3.7 (3.4)	3.7 (-)
Sverige					
-	2y	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.1)	2.1 (-)
-	5y	2.2 (1.8)	2.2 (2.0)	2.3 (2.2)	2.3 (-)
-	10y	2.4 (2.1)	2.5 (2.2)	2.5 (2.4)	2.6 (-)
Storbritannien					
-	2y	4.4 (3.8)	4.2 (3.5)	4.0 (3.1)	3.8 (-)
-	5y	4.2 (3.9)	4.3 (3.6)	4.1 (3.3)	3.9 (-)
-	10y	4.6 (4.0)	4.4 (3.8)	4.2 (3.6)	4.0 (-)
USA					
-	2y	4.3 (3.9)	4.1 (3.4)	3.8 (3.2)	3.4 (-)
-	5y	4.4 (3.7)	4.2 (3.6)	3.8 (3.5)	3.7 (-)
-	10y	4.6 (3.9)	4.4 (3.9)	4.2 (3.9)	4.1 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Valutaprognoiser globalt, årets slut

	2024	2025	2026	2027
EUR/USD	1.04 (1.10)	1.04 (1.12)	1.06 (1.14)	1.08 (-)
EUR/GBP	0.84 (0.84)	0.82 (0.83)	0.82 (0.83)	0.82 (-)
GBP/USD	1.24 (1.31)	1.27 (1.35)	1.29 (1.37)	1.32 (-)
USD/JPY	157.00 (142.00)	151.00 (136.00)	143.00 (133.00)	135.00 (-)
USD/CNY	7.30 (7.15)	7.40 (7.00)	7.30 (6.90)	7.20 (-)
EUR/CHF	0.94 (0.97)	0.95 (1.01)	0.96 (1.04)	0.97 (-)
EUR/NOK	11.60 (11.50)	11.40 (11.15)	11.20 (10.95)	11.00 (-)
EUR/SEK	11.48 (11.15)	11.35 (10.75)	11.05 (10.55)	10.85 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Valutaprognoiser kronan, årets slut

	2024	2025	2026	2027
USD/SEK	11.05 (10.14)	10.91 (9.60)	10.42 (9.25)	10.05 (-)
EUR/SEK	11.48 (11.15)	11.35 (10.75)	11.05 (10.55)	10.85 (-)
CHF/SEK	12.19 (11.49)	11.95 (10.64)	11.51 (10.14)	11.19 (-)
NOK/SEK	0.99 (0.97)	1.00 (0.96)	0.99 (0.96)	0.99 (-)
GBP/SEK	13.66 (13.27)	13.84 (12.95)	13.48 (12.71)	13.23 (-)
JPY/SEK	7.04 (7.14)	7.23 (7.06)	7.29 (6.96)	7.44 (-)
CNY/SEK	1.51 (1.42)	1.47 (1.37)	1.43 (1.34)	1.40 (-)

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Fotnoter

- 1** Mer om våra egenutvecklade eländesindex, se temaartikeln om hushållens ekonomiska situation *Hushållen rustade för att stödja efterfrågan*, sid 9–13 i [Konjunkturprognosen, september 2024](#). ↵
- 2** Mer formellt skulle man här tala om både indirekta förstahandseffekter och andrahandseffekter av den ursprungliga inflationsuppgången. ↵
- 3** Se temaartikel om inflation på sid. 20–23 i [Konjunkturprognosen, september 2023](#). Sedan dess har ökningarna i enhetsarbetskostnader svalnat i vissa, men inte alla, ekonomier, delvis via välkommen produktivitetstillväxt. Och likaledes har tillväxten i enhetsvinster dämpats eller vänt till nedgångar i vissa ekonomier. Sammantaget flera steg på vägen mot att klara reptricket att få ner inflationen utan hårdlandning. ↵
- 4** Se vidare i vår makrokommentar [Rising r* revisited – Phoenix or Icarus?](#), 5 juni 2024. ↵
- 5** Löptidspremien är den kompensation som investerare kräver för att bära tillväxt- och inflationsrisker. Löptidspremien kan också drivas av de i dagsläget ansträngda offentliga finanserna i många länder, eftersom de skapar risker till bland annat framtida upplåningsbehov i marknaden. ↵
- 6** För mer om diskrepansen mellan finansiella marknader och osäkerhets- och riskbilden, se IMF [Global Financial Stability Report, oktober 2024](#). ↵
- 7** För en diskussion av Eländesindex, se vår [Macro Comment](#) "After inflation misery – households once again equipped to support the recovery" som beskriver vårt Eländesindex för Sverige. ↵
- 8** [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#) ↵
- 9** Se avsnittet Risk and uncertainty – Alternative scenarios, särskilt sid. 90–92 i [Tealbook A](#), Federal Reserve, september 2018. Vår analys bygger också på andra analyser av tullscenarier, framförallt: (i) [Global: A second Trump presidency adds risk to our outlook](#), World Economic Prospects Monthly, december 2024, där Oxford Economics analyserar flera intressanta allvarliga scenarier men avviker från våra antaganden i och med att de räknar med duvaktigare ECB policy i alla scenarier. (ii) [Policy Pivot, Rising Threats](#), World Economic Outlook, oktober 2024, där IMF skiljer sig från oss inte minst genom att räkna med fullständig omfördelning av tullintäkter till hushållen. ↵

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 iaktta, 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 tredje part 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 visseblåsarsystem (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

Claes Måhlén

Chief Strategist
claes.mahlen@handelsbanken.se

Charlotte Asgermyr

Chief FI Strategist, Sweden
charlotte.asgermyr@handelsbanken.se

Camila Da Souza Albistur

Data Scientist, Sweden
camila.da.souza.albistur@handelsbanken.se

Martin Nilsson

Economist, Sweden
martin.nilsson2@handelsbanken.se

James Sproule

Chief Economist, UK
james.sproule@handelsbanken.co.uk

Marius Gonsholt Hov

Chief Economist, Norway
marius.gonsholt.hov@handelsbanken.no

Nils Kristian Knudsen

Senior FI/FX Strategist, Norway
nils.knudsen@handelsbanken.no

Helena Bornevall

Deputy Head of Economic Research, Sweden
helena.bornevall@handelsbanken.se

Johan Löf

Head of Forecasting
johan.lof@handelsbanken.co.uk

Anders Bergvall

Senior Economist, Sweden
anders.bergvall@handelsbanken.se

Magnus Lindskog

Senior Economist, Sweden
magnus.lindskog2@handelsbanken.se

Tommy von Brömsen

FX Strategist, Sweden
tommy.von.bromsen@handelsbanken.se

Daniel Mahoney

Senior Economist, UK
daniel.mahoney@handelsbanken.co.uk

Karine Alsvik

Senior Economist, Norway
karine.alsvik@handelsbanken.no

