

Nordic Outlook

Maj
2021

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: Strategisk autonomi
16	Tema: Energiomställningen
19	Räntemarknaden
20	Valutamarknaden
21	Aktiemarknaden
22	USA
25	Tema: Inflation
28	Euroområdet
30	Storbritannien
31	Tema: Det nya guldet
34	Kina
35	Ryssland
36	Norden
37	Sverige
40	Tema: Svenska statsfinanser
43	Norge
45	Danmark
46	Finland
47	Baltikum
48	Litauen
49	Lettland
50	Estland
51	Nyckeldata
58	Research kontakter



Mobilt målnöre & inflation

Optimismen är rimlig men kräver stora doser av realism. Visst har vaccinationerna gett oss framtidstro och tydligare konturer av utsikterna men viruset är ännu inte bemästrat. Vi ser målnöret på upploppet men det tenderar också att flytta på sig p g a vaccinbakslag och nya mutationer. Steg för steg väntas dock världsekonomin börja öppna upp igen men aldrig har väl ordet " normalt " varit så efterlängtat som just nu.

Global stödpolitik uppgår till 26 000 miljarder dollar vilket motsvarar 30 procent av global BNP (2019) och USA:s stimulanspaket lyfter även världen. Nu behöver ekonomier och finansmarknader börja förbereda sig på mindre stimulanspolitik redan nästa år. Att våra stater fortsätter låna och spendera – och att centralbankerna finansierar detta med nyskapade pengar – riskerar att stanna klockan för nödvändig strukturomvandling och dölja underliggande problem. När stödpolitiken nu minskar och "vattennivån" sänks får vi svaret på frågan om vem som badat naken; problem behöver adresseras.

Normaliseringstakten i det höga hushållssparandet avgör styrkan i återhämtningen. Tillverkningsindustrins motståndskraft under pandemin har imponerat och ett återvaknande för den arbetskraftsintensiva tjänstesektorn ger både bättre ekonomisk balans och tillväxtkraft. Frågorna är fortfarande många kring vilka nya möjligheter som pandemin skapar, hur grön och innovativ vägen tillbaka blir samt omfattningen av pandemins långsiktiga skador på våra ekonomier och samhällen.

Hur "väldresserad" är inflationen – försöker vi fånga tigern i svansen? Inflationsoron har ökat 2021 p g a en enorm stödpolitik, centralbankers monetära expansion på 10 000 miljarder dollar, företags produktionsstörningar och en miljö med rekordhöga skulder. Mycket talar dock för att vi inte är på väg in i ett nytt inflationslandskap. Har vi fel i den bedömningen kan ansträngda tillgångspriser ge oss börsfall och ny konjunkturedgång.

Staters fotavtryck i marknadsekonomin har ökat – på gott och ont. Steg som innebär att länder i allt större utsträckning isärkopplas, strategisk autonomi, är en utmaning inte bara för globaliseringen och återhämtningen utan också för internationella företags värdekedjor.

Nya *Nordic Outlook Maj 2021* fortsätter att analysera covid-19-krisens konsekvenser för världen. Vägen framåt kommer att präglas av bakslag och framsteg men utan att förändra färdriktning. Vi erbjuder denna gång fem fördjupande teman:

- Strategisk autonomi
- Energiomställningen
- Inflation
- Bitcoin – det nya guldet
- Svenska statsfinanser

Vi hoppas att *Nordic Outlook* ger nya insikter om en värld vars utsikter är utmanande. Ta hand om er och låt oss hjälpas åt att få världen på fötter igen!

Robert Bergqvist

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

Inflationsrisker i fokus när covid-19 bemästras och uppgången tar fart

USA

Återöppnande och historiska stimulanser ger högsta tillväxten sedan 1980-talet. Hushållen sparar ändå köpkraft till 2022. Fed börjar trappa ned obligationsköpen kvartal fyra, räntehöjningar dröjer till 2023.

Sida 22

Euroområdet

Efter en svag inledning av året bidrar en ökad vaccinationstakt till att restriktionerna lättas kring halvårsskiftet. Krispolitiken kompletteras av EU:s nya stödprogram som främst bidrar till återhämtningskraft 2022.

Sida 28

Kina

Tillfälligt aktivitetstapp i början av 2021 följs nu av en starkare och mer balanserad tillväxt driven av ökad privat konsumtion. Pekings kontroll av kreditcykeln dämpar BNP. Räntestöd och flöden stärker yuansen.

Sida 34

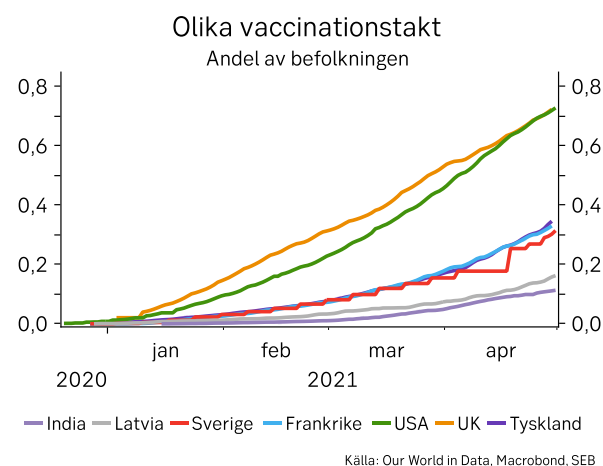
Storbritannien

Ett framgångsrikt vaccineringsprogram gör att brittisk ekonomi är tidigt ut ur startblocken. Men mycket ska tas igen efter omfattande nedstängningar. Politisk osäkerhet kvarstår, både inhemskt och externt.

Sida 30

Utsikterna har ljusnat när motståndskraften mot nya restriktioner överraskat och USA tagit en tydlig ledarroll. Nästa fas avgörs av hur hushållen använder de sparbuffertar som byggts upp under krisen. Huvudscenariot är en balanserad global återhämtning de närmaste åren. Att USA redan 2022 passerar tidigare BNP-trend gör dock att låginflationsmiljön sätts på stora prov i en känslig miljö med uppdriven skuldsättning och relativt hög börsvärdering.

De senaste månaderna har dominerats av fortsatt hög smittspridning världen över med ökat tryck på sjukvården och höga dödstal som följd. När den tredje vågen svepte in över Europa togs nya beslut om återupptagna restriktioner och nedstängningar. Tendensen att ekonomierna blivit mer motståndskraftiga mot restriktioner har dock samtidigt bekräftats och förstärkts. Generellt tycks således strategin att utforma restriktionerna så att arbetslivet kunnat hållas igång varit framgångsrik. I kombination med ökad konsumtionsefterfrågan på varor har det framför allt hållit uppe industriproduktionen. Därtill har andra delar av ekonomin hittat nya sätt att hålla uppe aktivitetsnivån även i en miljö med pågående restriktioner. Generellt har därför de ekonomiska prognoserna justerats i positiv riktning den senaste tiden. Att första kvartalet inte blev så svagt som befarat väger således tyngre än negativa konsekvenser för andra kvartalet av det segdragna pandemiförloppet. De allra senaste signalerna tyder också på att lättnader avseende restriktioner är nära förestående i de stora västeuropeiska ekonomierna.



Vaccination löser inte allt. Vi närmar oss nu snabbt en tidpunkt där vaccineringsprocessen kommer att avgöra den ekonomiska utvecklingen. En fråga är t ex om förhoppningarna om en närmast fullständig normalisering av den ekonomiska miljön är för högt ställda. Man kan inte utesluta att viruset av olika skäl, t ex nya mutationer, vaccinationsmotstånd i delar av befolkningen i vissa länder eller långsam vaccination i fattigare länder, fortsätter att hämma ekonomisk aktivitet och internationell rörlighet under en

avsevärd tid framöver. Skillnaderna i vaccinationstakt har också viss betydelse och EU fortsätter att ligga efter USA och Storbritannien. Det påverkar utsikterna inför kommande sommarperiod och har därmed stor betydelse för de branscher och länder som är beroende av t ex resande och turism. Men huvudbilden är ändå att väl fungerande vaccin har tagits fram i ett imponerande tempo och att vaccinationsprocesserna i stort sett ser ut att fungera enligt plan. Därmed får också skillnaderna i vaccinationstakt relativt små och därtill övergående effekter på den ekonomiska aktiviteten för utvecklade ekonomier. Även om fattigare länder generellt släpar efter finns tydliga tecken på ökad insikt om vikten av en rimlig vaccinfördelning för att undvika bakslag på sikt. I takt med att vaccinproduktionen snabbt stiger är det därför troligt att fördelningsinsatserna intensifieras.

Inflationsutsikterna alltmer i fokus. Trots att det återstår en del frågetecken kopplade till pandemin förskjuts nu fokus mot mer traditionella makrofrågor. Det gäller inte minst konsekvenserna av de massiva ekonomisk-politiska stimulanser som genomförts. Vår prognos tyder på att USA:s BNP under 2022 kommer att ligga högre än den trend som gällde före krisen. Framför allt reser USA-ekonomins styrka frågor kring inflationsrisker och lämplig policy-mix framöver. I en temaartikel på sid 25 analyseras amerikanska inflationsförutsättningar i olika tidsperspektiv. Låginflationsmiljön sätts på sina största prov på decennier men trots risker på uppsidan är vår huvudsats att den består.

Fortsatt viktig roll för finanspolitiken. De långsiktiga beteendeförändringarna i krisens spår är fortsatt intressanta. Det har varit populärt att dra långtgående slutsatser om att "postcoronavärlden" kommer att se sig annorlunda. Vissa branscher kommer troligen att drabbas av en bestående nedgång men vi får säkert också kraftiga rekylar uppåt på många områden i spåren av en stark längtan till att komma tillbaka till ett normalt liv. Generellt har också hushållen ökat sitt sparande under krisen, vilket ger en buffert när stödpolitiken på sikt gradvis dras undan. Att sparande och förmögenheter är så ojämnt fördelade skapar dock risker på både kort och lång sikt. Den offentliga skuldsättningen ökar rejält i många länder, framför allt i USA. Så länge centralbankerna är beredda att bistå ser vi dock inga större risker för att stora åtstramningar ska bli aktuella de närmaste åren. Länder med starka offentliga finanser har utrymme att fortsätta stimulera och på så sätt

avlasta centralbankerna. En risk är att en försiktig finanspolitik i Europa på lite sikt kan bidra till att öka de cykliska skillnaderna gentemot USA och därmed också återuppväcka diskussionen om globala obalanser. I en temaartikel på sid 40 diskuterar vi den svenska situationen i dessa avseenden.

Goldielockscenario under viss press. Vår prognos innebär att en balanserad återhämtning påbörjas under andra halvåret. Det mesta tyder på att expansionen de närmaste åren kan ske utan generella flaskhalsproblem på ekonomins utbudssida. Men det är ändå tydligt att finansiella marknader nu riktar huvudfokus mot mer långsiktiga frågor. Vår relativt ljusa inflationsbild gör att vi tror att Fed avvaktar med räntehöjningar till 2023, men prognosen för den amerikanska 10-årsräntan har ändå höjts. Mot slutet av 2022 förutser vi en nivå på 2,40 procent, vilket kan jämföras med 1,70 i förra Nordic Outlook. Vidgade tillväxtskillnader mellan USA och Västeuropa gör att vi nu börjar gå mot förväntningar om ett mer normalt centralbanksmonster där Fed, trots sin nya mjukare strategi, kommer att starta normaliseringen klart före ECB. Det gör att dollarn troligen stärks på längre sikt efter en del motvind det närmaste halvåret. Efter en uppgång för EUR/USD till 1,24 i sommar tror vi att rörelsen når 1,13 vid slutet av 2022. Börsen har fortsatt att gynnas av positiva vinstöverraskningar. Vi räknar med att kurserna kan få ytterligare stöd när tillväxten accelererar i höst. I en mognare konjunkturfas kommer dock en dämpad tillväxt och osäkra ränteutsikter att utmana en relativt hög värdering.

I en mognare konjunkturfas kommer dämpad tillväxt och osäkra ränteutsikter att utmana en relativt hög värdering

Tydliga avtryck av Bidens rivstart

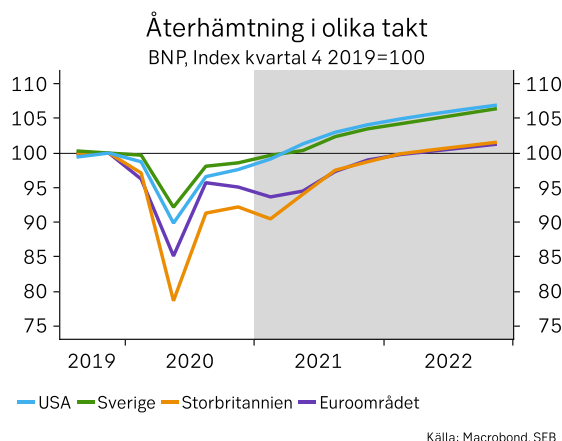
När Bidenadministrationen nu tillbringat drygt 100 dagar i Vita huset har vi sett en rad initiativ som har potential att påverka såväl USA som omvärlden. Förutom stora stimulanspaket är förslagen om skattehöjningar på en rad områden konkreta exempel. När det gäller bolagsskatten har USA nu tagit initiativ till en global miniminivå för att minska tendenserna till illojal skattekonkurrens. Frågan kommer bl a att diskuteras på G20-mötet den 9-10 juli. Vidare har Biden lagt förslag på högre kapital- och inkomstskatter för de mest förmögna. Vita huset följer därmed också IMF:s förslag till både ökad progressivitet i inkomstskatteskalorna och en tillfällig sk solidaritetsskatt kopplad till pandemin.

Pandemin har vidgat de ekonomiska klyftorna i USA, vilket har påverkat skattedebatten. Detta förstärker också en långsiktig global tendens med växande klyftor i spåren av exceptionell penningpolitik. Det är därmed tänkbart att vi nu ser startskottet för en ny internationell trend. Flera av

de skattehöjningar som nu planeras har ganska små negativa efterfrågeeffekter på kort sikt eftersom de hushåll som drabbas inte nämnvärt lär ändra sitt konsumtionsbeteende. Låginkomsttagare kan tvärtom se fram mot sänkta skatter med t ex ökade avdrag för barnfamiljer. Däremot kan Bidens löften om att bara beskatta de som tjänar mest, de högsta 1-2 procenten, ställa hinder i vägen för övergången till ett välfärdssystem av mer europeiskt snitt. Skatter på kapital utmanas samtidigt av risk för flyende skattebaser. Det finns också en risk med att lansera planer på skattehöjningar innan återhämtningen är på riktigt fast mark. Men i ett längre perspektiv är det troligt att det blir intressant att leta nya finansieringskällor för att bl a skapa utrymme för klimatinvesteringar.

Bidens beslut att USA ska återinträda i Parisavtalet har ökat sannolikheten för världen kan klara 1,5-gradersmålet. Vita husets klimattoppmöte 22-23 april gav ytterligare stöd genom att USA:s överraskande gav ett löfte om att halvera sina klimatutsläpp redan till 2030. Detta indikerar att administrationen vill ge USA en ledande roll i klimatfrågan. Utfästelserna måste dock översättas i konkreta åtgärder. Kina kom inte med några nya klimatomål: utfästelsen att landet ska vara klimatneutralt 2060 utgör därför riktmärke även framöver. Det finns nu förhoppningar om att än mer ambitiösa mål och konkreta handlingsplaner kan presenteras på FN:s klimattoppmöte (COP26) i Glasgow i november. Vårens framsteg tyder i varje fall på att klimatrelaterade åtgärder får en allt större betydelse för de ekonomiska utsikterna och för prissättningen på finansiella marknader. I en temaartikel (se sid 16) uppmärksammar vi särskilt konsekvenser och förutsättningar för en omställning av energisystemet som är central för klimatfrågan.

"Strategisk autonomi" ny form av protektionism. Global handel har återhämtat sig snabbare än väntat. Global varuhandel väntas öka med 8 procent 2021 efter att ha fallit med 5 procent 2020. Den relativt snabba återhämtningen i tillverkningsindustrin, driven av hög varuefterfrågan, har bidragit till detta. Att det funnits en tydlig tendens under krisen att avstå från nya handelshinder och tullar har också stöttat den internationella handeln. Men en annan typ av protektionistiska tendenser håller istället på att växa fram. I temaartikeln "Strategisk autonomi" på s 13) diskuterar vi hur politiska beslut alltmer tycks gå i riktning mot att försöka begränsa export av varor som bedöms som kritiska ur en ekonomisk, säkerhetspolitisk eller hälsomässig synvinkel. Stater vill därför ta större kontroll över värdekedjor som hanterar varor som t ex läkemedel, halvledare, bilbatterier och sällsynta jordartsmetaller. President Biden initierade i februari om en omfattande översyn av amerikanska företags värdekedjor. Kinas senaste 5-årsplan uttrycker samma ambitioner. Även i Bryssel går tongångarna i denna riktning avseende industri och digitalisering, handel och säkerhet. Även om globaliseringskrafter fortfarande är starka utmanas de nu alltså av ambitioner kopplade till strategisk autonomi.



USA drar ifrån Västeuropa

Trots besvikelser avseende pandemins utdragna förlopp har alltså BNP-tillväxten gradvis justerats upp under våren. För 2021 landar vi nu i en global BNP-tillväxt på 5,9 procent, vilket kan jämföras med 5,0 i förra Nordic Outlook och 5,5 i en prognosuppdatering i början av april. För 2022 har prognosen på 4,3 procent däremot varit stabil. Den dominerande förändringen rör USA där ekonomin den senaste tiden utvecklats oväntat starkt, trots fortsatt smittspridning. Vår prognos är nu att BNP i USA växer med 6,5 procent i år och med 4,0 procent 2022. I senaste Nordic Outlook var motsvarande bedömning 4,5 resp. 3,6 procent. Det är tydligt att de amerikanska nedstängningarna varit mindre omfattande än i Europa, vilket bl a illustreras i den högre rörligheten. Därtill har nog prognosmakare i viss mån omvärderat effekterna av Bidenadministrationens stimulanspaket som för 2021 motsvarar drygt 8 procent av BNP. Att stimulanser i hög grad sker genom direkt stöd till hushållen ger snabbare genomslag via en kraftig återhämtning av hushållens konsumtion.

Global BNP-tillväxt

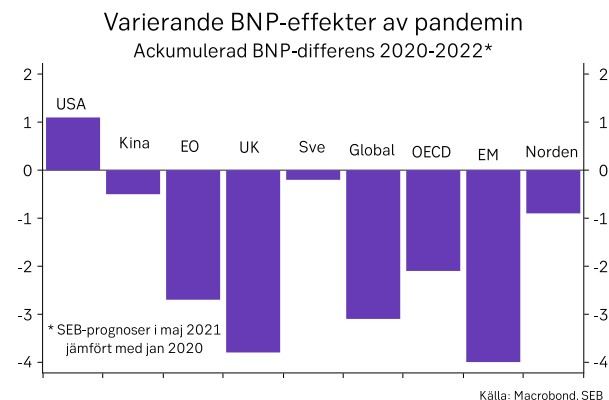
Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
USA	2,2	-3,5	6,5	4,0
Japan	0,7	-4,8	2,8	1,8
Tyskland	0,6	-4,9	3,0	3,5
Kina	6,0	2,3	9,0	5,3
Storbritannien	1,4	-9,8	6,4	5,8
Euroområdet	1,3	-6,6	3,8	4,2
Norden	1,6	-2,3	3,5	3,7
Baltikum	3,8	-2,1	4,1	4,4
OECD	1,6	-4,8	4,9	3,7
EM	3,8	-2,1	6,8	4,8
Världen, PPP	2,8	-3,3	5,9	4,3

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

Krutröken skingras i stökig prognosmiljö. Det är inte konstigt att prognosrevideringarna varit betydande det senaste året. Förutom att pandemin i sig ständigt tagit oväntade vägar med återkommande smittvågor har nedstängningsstrategier och stödpolitik varit mycket svåra att förutse.

Hushållens och företagens respons på allt detta har också varierat mellan olika faser i pandemin på ett sätt som varit svårt att prognostisera. Ett sätt att illustrera hur vi nu ser på krisens sammantagna effekter är att jämföra nuvarande prognos för åren 2020-22 med den vi presenterade precis före pandemins utbrott i slutet av januari 2020. Då sträckte sig inte perspektivet ända till 2022 utan i kalkylen har vi använt egna bedömningar på trendtillväxt samt IMF:s prognos vid denna tid. Eftersom ekonomin före pandemin befann sig i ett ganska normalt konjunkturläge med framåtblickande BNP-prognoser nära trend kan man tolka avvikelserna i grafen nedan som en grov preliminär bedömning av BNP-gapet för 2022.



BNP i USA passerar tidigare trend redan 2022. USA

sticker här ut med en sammantagen BNP-tillväxt som faktiskt är 1 procent högre än i förkrisprognosen d v s vi tror nu på en högre BNP-nivå för 2022. Utifrån ett efterfrågeperspektiv är inte detta så konstigt med tanke på Feds sänkningar och ändrade strategi samt de massiva stimulanser som genomförts sedan dess, inte minst av Bidenadministrationen. Men det ställer nya krav på analysen av ekonomins utbudssida. I början av krisen var huvudbilden att det skulle ta relativt många år innan vi var tillbaka vid den gamla BNP-trenden och nu tror vi alltså att vi ligger över den redan 2022. Eftersläpningarna för de stora ekonomierna i Västeuropa illustreras av att gapet för euroområdet ligger på nästan 3 och för Storbritannien på nästan 4 procent. De nordiska ekonomiernas relativa motståndskraft indikeras av ett betydligt mindre negativt gap som för Sveriges del stannar på 0,2 procent.

Strukturella förändringar kan också påverka gapen.

Generellt är gapet betydligt mindre för utvecklade ekonomier (2,1 procent) jämfört med EM-aggregatets 4 procent. Det kan förklaras av utvecklade länders större möjligheter att sätta ekonomisk-politiska stimulanser men det kan också kopplas till en snabbare vaccinationsprocess. Skillnaderna mellan de största EM-länderna är dock mycket stora. Det ser i nuläget ut som om Kinas kamp mot pandemin blir så pass lyckosam att det negativa gapet stannar vid 0,5 procent, vilket kontrasterar starkt mot situationen i Indien där vi nu förutser en storlek på ekonomin som är 11 procent mindre 2022 än i förkrisprognosen. Det finns exempel på mindre EM-ekonomier som råkar än värre ut, t ex Filippinerna där kalkylen tyder på ett gap på 17 procent. Även om gapens storlek generellt kan vara en indikation på tillväxtutrymme utöver trend efter prognosperioden måste de nyanseras med andra bedömningar. Om gapen är tillräckligt stora och varaktiga

kan det t ex vara svårt att undvika bestående utslagnings-effekter som i realiteten innebär att gapen är mindre än de ser ut. Därtill behöver landspecifika skeenden också beaktas t ex om effekterna av Brexit blir större än väntat eller i vilken grad politiska spänningar i Indien och Ryssland har försämrat utsikterna.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Kina	6,0	2,3	9,0	5,3
Indien	4,8	-7,1	10,1	7,2
Brasilien	1,4	-4,1	3,3	2,7
Ryssland	2,0	-3,1	3,8	2,9
EM-ekonomier, totalt	3,8	-2,1	6,8	4,8

Källa: IMF, SEB

Blandade utsikter för EM-ekonomierna

Stark utveckling under vintern har bidragit till en uppjustering av BNP-tillväxten också för EM-sfären trots stor smittspridning i framför allt Indien och Latinamerika. För helåret 2021 väntas BNP öka med 6,8 procent, vilket skulle bli den högsta noteringen på mer än 10 år. Mot bakgrund av den rekordstora nedgången 2020 är det ändå en ganska modest uppgång. År 2022 dämpas tillväxten till 4,8 procent, vilket inte är så långt över den långsiktiga trenden. Att EM-ekonomierna har svårt att ta tillbaka förlorad mark beror på modesta stimulanser, sämre tillgång till vaccin samt eftersläpning i själva smittspridningen. Det finns flera orsaker till stora skillnader mellan olika regioner. Att Kina har tagit sig igenom pandemin på ett bra sätt ger stöd för stora delar av Asien. Återhämtningen blir däremot svagare för ekonomierna i Latinamerika och Afrika bl a beroende på mindre tillgång på vacciner. Det finns också några andra faktorer som bidrar till divergensen. Det senaste årets stigande råvarupriser gynnar ett antal EM-ekonomier bl a genom stigande investeringar. Samtidigt pressas EM-ekonomier som är starkt beroende av inkomster från turism och affärsresor.

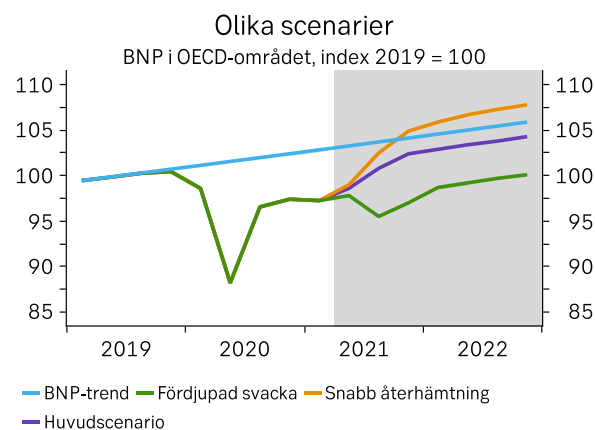
En långsam vaccinationstakt i fattigare länder har potential att bli ett globalt problem bl a genom att varaktigt hämma internationell rörlighet

Viktigt med rimlig global vaccinfördelning. Statistik över vaccinköp visar att en majoritet av befolkningen i EM och fattigare utvecklingsekonomier inte kommer att få tillgång till vaccin förrän 2022. I dessa länder kommer restriktioner att införas periodvis för att minska smittspridningen men man kommer troligen att undvika breda nationella nedstängningar och förlita sig på lokala restriktioner för att mildra de ekonomiska effekterna. Den långsamma vaccinationstakten har dock potential att också bli ett globalt

problem. Det gäller inte bara de humanitära aspekterna. Om inte smittan trycks ned på bred front består riskerna för nya internationella virusvågor och rörligheten mellan olika världsdelar fortsätter att begränsas. Insikten om vikten av en rimlig vaccinfördelning verkar dock vinna terräng och i takt med att vaccinproduktionen snabbt stiger är det troligt med ökade leveranser från USA och Väst-europa till fattigare länder.

Massvaccinationen förändrar riskbilden

När vi nu är på väg in i en period med vaccination av bredare befolkningsgrupper förändras riskbilden på olika sätt. På nedsidan finns risker för att vi överdriver effekterna av massvaccinering. Forskare på området har under en tid varnat för att förhoppningarna om en normalisering av samhällslivet är för högt ställda. Resistenta mutationer och förnyade smittvågor i spåren av långsam vaccinationstakt i fattigare länder kan bidra till besvikelser. Om en uppgivenhet kring normaliseringen börjar sprida sig kan vi få en ny våg av konkurser och finansiell stress. På lite längre sikt är nedåtriskerna främst kopplade till att inflation och inflationsförväntningar drar iväg på ett sätt som ställer centralbanker, framför allt Fed, inför dilemmat att antingen strama åt ekonomierna eller acceptera att inflationsförväntningarna driver iväg och tappar kontakten med inflationsmålen.



Källa: Macrobond, SEB

Ketchupeffekt kan ge stark konsumtion. Möjligheterna för en bättre utveckling än i huvudprognosen ligger främst i att vi underskattar kraften i den ekonomisk-politiska stimulansdosen. Kombinationen av uppdämda konsumtionsbehov och ett högt uppdrivet sparande hos hushållen innebär en stor potential. Till skillnad från situationen efter finanskrisen finns inga behov av konsolidering av balansräkningar för hushållssektorn generellt. Tvärtom innebär stigande priser på aktier och bostäder att även förmögenhetseffekter kan ge bränsle åt en konsumtionsuppgång. En robust konsumtionsökning kan också leda till en positiv spiral där investeringarna kommer igång på bred front. Vårt positiva scenario innebär att BNP passerar den tidigare trenden en bit in i 2022. En kraftfull återhämtning skulle minska riskerna för permanent utslagning av arbetskraft som kommit i kläm under pandemin och som nu snabbt kan mobiliseras. Det skulle också minska belastningen på de offentliga finanserna och därmed mildra framtida sårbarhet. Men samtidigt skulle ett sådant scenario också resa frågor om hur stabil låginflationsmiljön verkligen är och om centralbankerna snabbare behöver ta

ställning till lämpliga exit-strategier. Även en snabb återhämtningen kan på marginalen vara negativt för borsutvecklingen om den leder till en tydlig inflationsreaktion. Vår bedömning är att sannolikheten för det positiva scenariot nu är något högre än för det negativa.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021	2022
Huvudscenario	-4,8	4,9	3,7
Negativt scenario		1,8	2,7
Positivt scenario		6,0	6,0

Källa: SEB

Breda uppgångar av råvarupriser

Vi har skruvat upp prognosen för oljepriset 2021 med 8 dollar till 67 dollar per fat (Brent) jämfört med Nordic Outlook i januari. Det innebär en ökning med hela 56 procent gentemot genomsnittet för 2020. Under 2022 väntas priset falla tillbaka till 62 dollar. Prisuppgången 2021 får kraft av såväl starkare global efterfrågan som produktionsbegränsningar. Investeringar i ny produktionskapacitet har hållits tillbaka under pandemin samtidigt som oljeländernas överraskande produktionsdisciplin bidragit till snabbt sjunkande lagernivåer. Det ger OPEC+ större möjligheter att påverka oljepriset medan amerikansk energisektors inflytande minskar. Nedåtriskerna i oljepriset är kopplade till den aggressiva virusutvecklingen i bl a Indien och Latinamerika samt Irans återinträde som viktig oljeproducent.

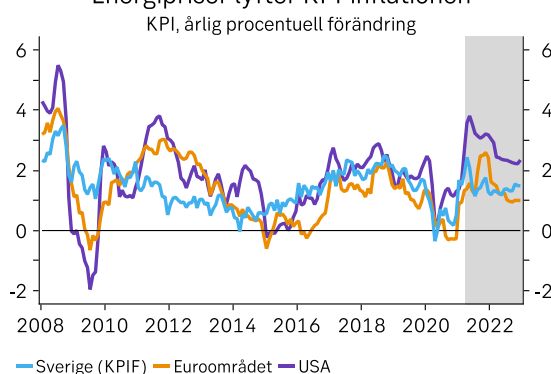
Råvarupriserna i allmänhet har stigit det senaste halvåret och förväntas fortsätta uppåt i takt med att global tillväxt stärks och breddas. Tillverkningsindustrins relativa motståndskraft mot pandemin, Kinas snabba återhämtning samt efterfrågan på bl a elbilar har pressat upp metallpriserna. Prisstegringarna väntas bli mer dämpade framöver i takt med att bl a hushållen styr sin konsumtion mot mer tjänster. Utökade produktionsstörningar för global industri utgör även en nedåtrisk för råvarupriserna. Klimatrelaterade störningar i livsmedelsproduktionen, samt stark efterfrågan från Kina i efterdyningarna av svinpesten, har höjt matpriserna senaste året. Dessa effekter bedöms vara övergående.

Inflationsutmaningar i olika tidsperspektiv

Hur inflationen reagerar i rådande experimentmiljö med stora ekonomisk-politiska stimulanser är avgörande för hela prognosbilden. Den snabba återhämtningen i USA reser nya frågor som diskuteras i en temaaartikel (se sid 25). Under det senaste kvartalet har oron för en utbudsdriven inflation fått ny näring av kraftiga höjningar av fraktpriiser mellan Asien och Västvärlden samt brist på halvledare som viktiga exempel. Dessutom är prisökningarna på många råvaror högre än på länge. En kombination av produktionsproblem till följd av nedstängningar och stark efterfrågan på t ex elektronik verka ligga bakom detta. Historiskt har dock denna typ av prisuppgångar haft svag korrelation med konsumentpriserna. Producentprisutvecklingen för konsumtionsvaror ligger fortfarande nära noll i årstakt och det är först när dessa börjar stiga som det börjar brännas för KPI.

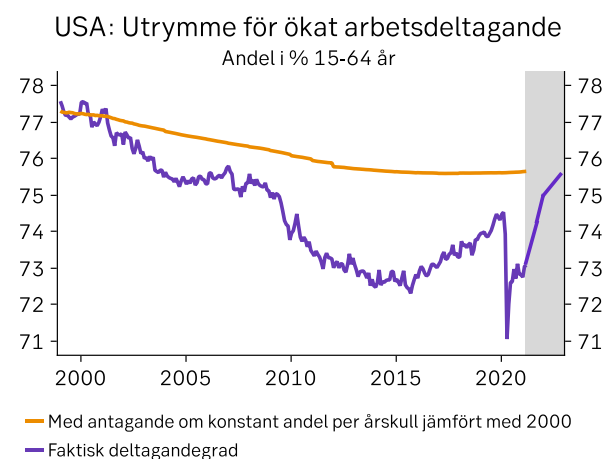
Snabbt stigande inflation på kort sikt. Det är dock tydligt att flera faktorer nu bidrar till att höja USA-inflationen. Viktiga priser som varit starkt nedpressade under krisen kommer troligen att normaliseras den närmaste tiden. Bidraget till kärninflationen från resor och turism samt den viktiga hyreskomponenten väntas sammanlagt uppgå till en hel procentenhet och därmed spela en stor roll för att kärn-KPI stiger till 2,7 procent redan i juli och sedan ligger kvar på en nivå runt 2,5 fram till våren 2022. Uppgången i den totala konsumtionen blir visserligen kraftig med en sammantagen ökning med 11 procent för 2021 och 2022, men vi tror ändå inte att detta i sig är tillräckligt för att generera en varaktig uppväxling av inflationen. Detta beror bl a på att omsvängningen från varu- till tjänstekonsumtion också kommer att leda till en dämpad inflation genom en normalisering av de uppdrivna prisökningar som vi nu ser på varusidan.

Energipriser lyfter KPI-inflationen



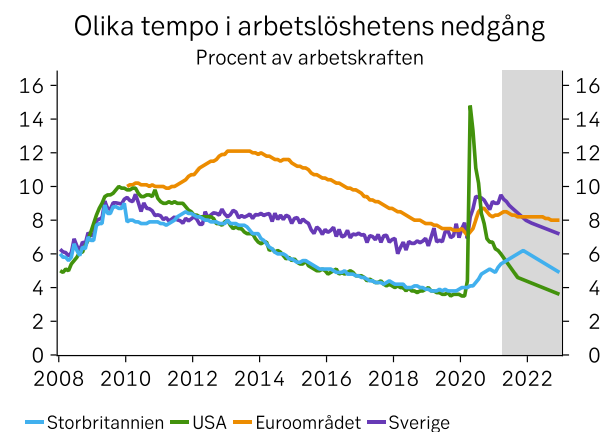
Källa: Macrobond, SEB

USA:s arbetslöshet faller ned till 3,6 procent. För att inflationen ska skifta upp varaktigt krävs att även löneökningstakten växlar upp. Lönerna har dock varit okänsliga för förändringar i arbetslöshet under en längre tid, vilket inte minst var tydligt när vi före pandemin noterade 50-årslägst runt 3,5 procent, utan någon större löneacceleration. Vår prognos är att USA:s arbetslöshet fortsätter falla från dagens 6 procent till ca 3,5 procent mot slutet av 2022. Erfarenheterna från 2018-19 talar då emot en tydlig löneacceleration under prognosperioden. Redan nu kan man visserligen spåra tendenser till flaskhalsproblem. Andelen småföretag som har svårt att fylla sina vakanser är t ex större än någonsin. Dessa problem är dock troligen i hög grad kopplade till pandemin t ex genom bristande rörlighet på grund av stängda skolor eller rädsla för smitta. På lite sikt bygger vår prognos på en ökad mobilisering av arbetskraften och att den trend av stigande förvärvsfrekvens som bröts vid pandemins utbrott kan återupptas. Vid slutet av 2022 antar vi att förvärvsfrekvensen i åldrarna 15-64 år är uppe på 75,5 procent; fortfarande en bit från noteringarna runt 2000 men då ska man också beakta en viss demografisk motvind sedan dess.



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

Stigande medelarbetsid och produktivitet dämpar jobbtillväxten. Medan vår BNP-prognos för USA innebär att vi redan 2022 passerar förkrisnivån behöver antalet sysselsatta betydligt längre tid på sig att ta igen förlorad mark. En förklaring till detta är att det är sannolikt att medelarbetstiden när sektorer öppnar upp efter långa nedstängningar ska beta av uppdämda behov. Vissa jobb som försvann under pandemin tar lång tid att få tillbaka medan andra nog är borta för alltid. Sådana konsekvenser är en logisk följd av strukturella förändringar och investeringar i automatisering/ digitalisering, till exempel som följd av minskat affärsresande och ökad e-handel. Dessa förändringar väntas också leda till en viss acceleration i produktivitetens utvecklingen.



Källa: SCB, Eurostat, BLS, ONS, Macrobond, SEB

Har Phillipskurvan något lömskt knä? Det finns dock vissa upptrisker i vår inflationsprognos. Phillipskurvan, som visar sambandet mellan arbetslöshet och pris och lönebildning, tycks alltså ha blivit flackare än tidigare. Men det är ändå troligt att det finns en kritisk nivå för arbetslöshet där lönerna växlar upp mer markant. Om vi har underskattat verkningsgraden av de finanspolitiska stimulanserna och/eller våra utbudsantaganden ovan visar sig vara för optimistiska kan arbetslösheten komma att falla betydligt mer än vad som ligger i Feds och våra prognoser. Vi kommer då in på okänd mark där det kan finnas en kritisk nivå på arbetslösheten där Phillipskurvan plötsligt blir brantare. Det är inte heller säkert att Phillipskurvan är speciellt stabil. Det är möjligt att Feds acceptans för högre inflation kan leda till att förväntningarna stiger så mycket

att lönerna framöver accelererar snabbare än vad själva arbetslöshetsnivån indikerar.

Regimskifte kan sprida sig till Europa. Diskussionen hittills har varit fokuserad på USA eftersom cykliskt driven inflation ter sig avlägsen i Västeuropa. Å andra sidan har vi under lång tid sett en stor samvariation i när det gäller de större dragen i inflationsutvecklingen. Större skift i inflationsmiljön har ofta skett ganska synkront. Skulle USA:s finanspolitiska experiment leda till överhettningssymptom där inflationsförväntningar glider iväg, med eller utan acceptans från Fed, är det möjligt att vi står inför ett sådant regimskifte som också påverkar Västeuropa. Det skulle då kunna bero på att det blir politiskt attraktivt i Västeuropa att försöka kopiera ett experiment som ges äran av att ha fått ned arbetslösheten till historiskt exceptionellt låga nivåer. En sådan utveckling skulle dock också föra med sig stora risker med potential att orsaka dramatiska omprisningar på finansiella marknader.

En sådan utveckling skulle dock också föra med sig stora risker med potential att orsaka dramatiska omprisningar på finansiella marknader

Ekonomisk politik inför nya utmaningar

När vi nu är på väg att lämna den akuta krisfasen förändras också förutsättningarna för den ekonomiska politiken. En del stödprogram måste förlängas ytterligare en tid, men i huvudsak kommer krispolitiken nu att avlösas av en återhämtningspolitik och därefter är uppgiften att utforma väl avvägda exitstrategier. Vi har den senaste tiden lyft fram förändringen av den offentliga sektorns strukturella saldo som ett etablerat och lämpligt sätt att jämföra den aktiva finanspolitikens inriktning mellan olika länder. I förra Nordic Outlook konstaterade vi att stimulanserna inte blir lika stora som tidiga summeringar av åtgärdsprogrammen tydde på. Den sammantagna injektionen på 5 procent av BNP för OECD-området var ändå exceptionell.

Nettostimulanser också i år men åtstramning 2022.

Huvudbilden att de utvecklade ekonomierna i år i huvudsak kommer att matcha de historiskt stora stimulanserna 2020. För USA:s del blir politiken svagt expansiv i år tack vare det mycket stora program som sätts i början på året. I euroområdet har krisåtgärder förlängts i en omfattning som motsvarar förra årets insatser. Den förhållandevis försiktiga krispolitiken i Sverige 2020 överträffas i år vilket gör att en stimulans effekt kan registreras också 2021. För 2022 är en åtstramning ofrånkomlig och den lär bli mest tydlig i USA där den väntas motsvara 3,5 procent av BNP. Den slutgiltiga effekten på konsumtion och BNP mildras dock av att hushållen väntas använda en del av de inkomster som sparats under krisens nedstängningar.

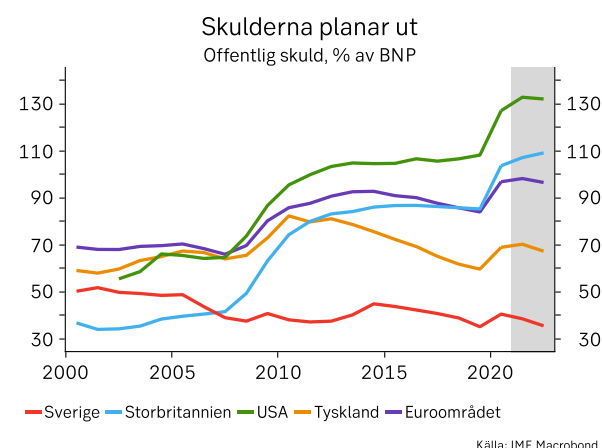
Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt budgetunderskott, % av BNP. Positivt tal innebär stimulanseffekt och tvärtom.

	2020	2021	2022	2020-22
OECD	5,0	0,0	-2,5	2,5
USA	5,5	0,5	-3,5	2,5
Japan	5,5	-2,5	-1,5	1,5
Euroområdet	3,0	0,5	-1,5	2,0
Storbritannien	7,0	-1,5	-3,0	2,5
Sverige	2,0	1,0	-1,0	2,0

Källa: OECD, SEB

Fokus på strukturella program framöver. På lite sikt finns argument för fortsatt expansiv finanspolitik och vissa avsteg från gällande ramverk är sannolika. Man kan lyfta fram vikten av strukturella åtgärder som förbättrar ekonomins utbudssida och därtill behovet av gröna inslag som bidrar till ökad hållbarhet. I USA kommer Bidenadministrationens nästa paket att ha fokus på investeringar i infrastruktur, miljö och digitalisering men även på åtgärder som syftar till att förstärka humankapitalet så som satsningar på utbildning och utbyggnad av barnomsorg. Det paket som EU klubbade igenom förra året, Next Generation EU (NGEU), har ett liknande fokus.



den på en avtrappning av värdepappersköpen. I oktober inleds en avtrappning av de månatliga köpen på 120 miljarder dollar med 10 miljarder dollar i månaden samtidigt som arbetsmarknadsläget fortsätter att förbättras. Anpassningen bedöms vara klar hösten 2022. Om inte finanspolitikens motvind blir alltför stark 2022 kan en första räntehöjning därmed komma 2023.

Stabila inflationsförväntningar och kraftigt stigande bostadsstänger förmodligen dörren för svenska räntesänkningar

För ECB och Riksbanken är räntehöjningar avlägsna.

Efter tillfälliga inflationsuppgångar under våren får man åter brottas med obekvämt låg inflation. ECB har signalerat flexibilitet att justera sin politik om t ex räntorna stiger för mycket. Riksbanken och ECB håller räntorna oförändrade under prognosperioden. Riksbankens QE-program fortsätter enligt plan. Att den svenska inflationen väntas understiga 1 procent i sommar kan väcka förväntningar om minusräntan till liv. Men stabila inflationsförväntningar och kraftigt stigande bostadspriser väntas stänga dörren för ett sådant steg.

Ökad divergens i penningpolitiken

Centralbankerna tycks alltså få stöd av finanspolitiken också i år, vilket är välkommet med tanke på det begränsade manöverutrymmet. Centralbankernas tillgångar har vuxit med historiska 10 000 miljarder dollar (11 procent av global BNP) sedan början av 2020. Under 2021 bedömer vi att tillgångarna växer med ytterligare ca 3 000 miljarder dollar på nu befintliga QE-program. Samtidigt väntas flertalet centralbanker hålla styrräntorna oförändrade både i år och 2022. Norge tillhör undantagen bl a på grund av stigande bostadspriser; i höst höjs räntan och 2022 adderas två nya höjningar till den nya nivån 0,75 procent.

Fed avstår från räntehöjningar 2022. Ökade inflationsrisker med stigande inflationsförväntningar är främst en utmaning för Fed. Men det nya policyramverket med "genomsnittsinflation" och ökat fokus på sysselsättningen, ger Fed manöverutrymme att avvakta med policyjusteringar. Vår prognos är att Fed redan i juni-juli börjar förbereda markna-

Tema:

Strategisk autonomi

Utmanar globaliseringen och företagens värdekedjor

Världshandeln har återhämtat sig snabbare än väntat och är tillbaka på samma nivå som före pandemin. Industrins och global handels motståndskraft har mildrat covid-19-krisens ekonomiska effekter och kommer att bidra till återhämtningen. Protektionisttendenser finns men de har ändrat karaktär: från traditionella importtullar till utökade exportrestriktioner som syftar till att minska det egna landets sårbarhet mot omvärlden. Dessa politiska beslut påverkar även företagens värdekedjor. Innebär staters strävan mot strategisk autonomi slutet för den globalisering vi har lärt känna de senaste 40 åren? Uppsala universitet har på uppdrag av SEB studerat globaliseringens megatrender och framtid.

Protektionismen byter karaktär. Politiska beslut tycks idag alltmer gå i riktning mot att försöka stoppa export av för länder kritiska varor ur en ekonomisk, säkerhetspolitisk och hälsomässig synvinkel. "Traditionell protektionism" har ju handlat om att skydda egna landets företag och jobb från utländsk konkurrens genom importtullar m m. Begreppet strategisk autonomi är det nya modeordet. Pandemin och ett försämrat säkerhetspolitiskt läge tycks ha fått stater att ompröva sin syn på globala ekonomin som viktig källa till möjligheter och ekonomisk tillväxt och innovation. Den ses idag även som en möjlig källa till problem och sårbarhet. Stater vill därför ta större kontroll över företags värdekedjor vilka i slutänden ger varor som t ex läkemedel, halvledare, bilbatterier och sällsynta jordartsmetaller.

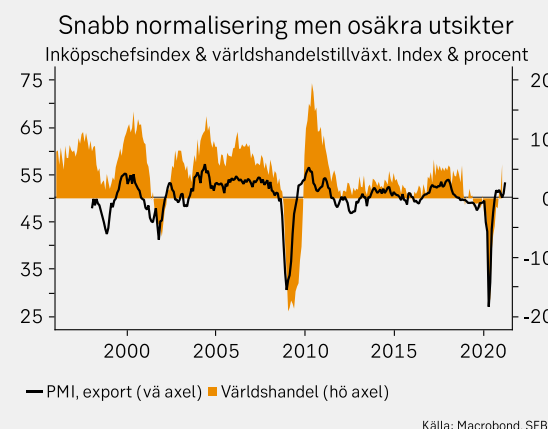
Demokratier tycks således ta beslut om att backa från en liberal marknadssyn för att istället förorda restriktioner som sätter den egna ekonomin och den inrikespolitiska agenda främst. Detta efter att under decennier ha delegerat avgörande ekonomiska beslut om utbud och efterfrågan till globala marknader och företagen själva.

USA, Kina och EU diskuterar nu flera initiativ för att utöka oberoendet och autonomi för att därmed samtidigt också bli en starkare global maktfaktor. President Biden beslutade i februari om en omfattande översyn av amerikanska företags värdekedjor. Kinas senaste 5-årsplan uttrycker samma oberoendeambitioner. Även i Bryssel går tongångarna i denna riktning avseende industri och digitalisering, handel och säkerhet.



Transformation av handel & produktion

Global handelsutveckling är beroende av flera faktorer. Dels varierar den procykliskt med **konjunkturen** – den ekonomiska återhämtningen kommer att på sikt leda till ökad handel. Dels kan en utdragen period med t ex hög arbetslöshet och ekonomisk ojämlikhet få den **allmänna opinionen** att öka stödet för handelsrestriktioner. Dels innebär **global och nationell säkerhetspolitik** att det pågående teknologiskiftet inom ramen för fjärde industriella revolutionen får stater och företag att vilja skydda sina kritiska produkter från främmande makt.



Transformationen av handel & produktion påverkas nu av både en intensiv global kapplöpning för att dominera framtidens teknologier och förändringar i det geopolitiska landskapet. Den globala återhämtningen – och handeln – är beroende av att stater tillsammans förmår säkerställa en handels- och investeringsmiljö som kan ge gradvis anpassning av globala produktionsnätverk. Den osäkerhet som redan uppstått och som är på väg att utvecklas riskerar att verka hämmande på global handel – och därmed tillväxt och innovation – framöver.

Ökad osäkerhet i handelsprognosen

Världshandelsorganisationen WTO bedömer att global varuhandel ska öka 8 procent 2021 efter att ha fallit 5 procent 2020. Nästa år väntas handeln växa 4 procent. Tillverkningsindustrin hade möjlighet att relativt snabbt återstarta produktionen och möta den ökade varuefterfrågan som uppstod då konsumenter, p g a restriktioner, styrde efterfrågan bort från tjänster mot varor on-line. Därtill har också länder under 2020 och 2021 hållit tillbaka handelshinder och tullar vilket därmed inte strypt den internationella handeln.

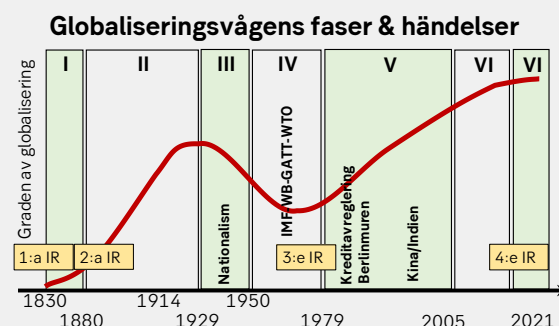
Prognosen är omgärdad med osäkerhet. Återhämtningen kan gå betydligt snabbare än väntat och därmed påverka global handel positivt – i om USA:s presidentbyte tycks handelspolitiken blivit mer förutsägbar. Samtidigt har sannolikheten ökat för exportrestriktioner vilket är en nedåtrisk. Därtill har företag på senare tid rapporterat om produktionsstörningar p g a brist på underkomponenter, t ex halvledare. Dessa störningar kan ha flera orsaker: en överraskande stark efterfrågan och problem att återstarta "just-in-time"-produktion. Det finns en

risk att ökad lagerhållning, kanske politiskt initierade, också skapar problem.

"Globaliseringen är inte död"

På uppdrag av SEB har Uppsala universitet under vårvintern 2020-2021 studerat och kartlagt senaste forskningen om globaliseringens drivkrafter och framtid och pandemins påverkan på företags värdekedjor. Rapportens slutsatser¹ kan sammanfattas i följande 3 punkter.

1. **Globaliseringen har bromsat in** men detta har skett efter en period med ovanligt stark tillväxt; olika mått visar både fortsatt styrka och normalisering.
2. Det går att identifiera **4 drivkrafter** till globaliseringens styrka och genomslag i såväl långa som korta perspektivet: **teknologi** (fyra industriella revolutioner), **politiska förändringar**, **finansiella cykeln** och **hållbarhet**. Pandemin är en möjlig femte drivkraft men mycket talar för att den snarare förstärker övriga drivkrafter men har likväl satt negativa avtryck på globala värdekedjor.
3. Tecken på steg på **"slowbalisation"** är främst kopplade till den kanske viktigaste globaliseringskraften: politik. Den politiska visionen och drömmen om "en global värld" har förändrats de senaste åren. Ekonomisk ojämlikhet, identitetslöshet och påverkansmöjligheter har bidragit till ökad skepticism om globaliseringens fördelar. Det politiska svaret har i många fall blivit att sätta den egna ekonomin och inrikespolitiska agendan först.



För att den globala ekonomin ska fungera på ett bra sätt för alla behöver företag kunna konkurrera på samma villkor. De politiska stegen nyligen mot en global miniminivå för företagsskatt kan ses som ett uttryck för en vilja att dels minska illojal skattekonkurrens mellan länder, dels behov att hitta källor för att finansiera budgetunderskott. En positiv tolkning kan därmed även vara att länder vill undvika nya handelshinder eller att använda valutan som verktyg för att vinna fördelar. WTO-toppmötet i juni – som syftar till att lägga grunden till att reformera världshandelsorganisationen – kan visa viljan hos länder att begränsa nationsgränserna betydelse.

"Stater ser omvärlden som en källa till sårbarhet, inte möjlighet till tillväxt och utveckling"

¹ Se "Trumpism, Brexit, Industry 4.0, and COVID-19: What is Happening to globalization?". Stefan Arora-Jonsson, Katarina

Blomkvist och Alice Schmuck (2021). Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.

Vad är strategisk autonomi?

Strategisk autonomi handlar enkelt uttryckt om att genom olika politiska initiativ, inom ett antal områden, minska det egna landets beroende av omvärlden. Det innebär i praktiken också att andra länder därmed kan komma att försvagas. Genom minskad sårbarhet kan landet således bli en betydande maktfaktor på globala arenan. Idéerna har bäring på de flesta politikområden men främst avseende industri och digitalisering, handel och säkerhet.

En värld med starkt Kinaberoende

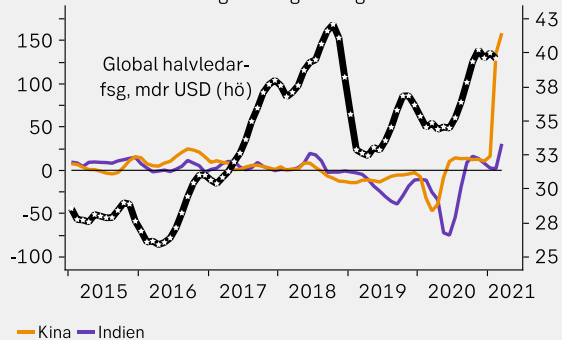
Världen är i ett läge med förhöjda risker: geopolitiska, handelsrelaterade, teknologiska och hälsomässiga. För internationella företag är flera av dessa risker inga nyheter. För Peking har Bidens Kina-strategi dock inneburit en mer besvärlig situation än under Trumps fyra år i Vita huset. Biden tycks vilja åstadkomma en sammanhållen och tydlig front mot Peking. Omvärldens konflikter med Kina är mångfacetterade och finns inom områden som bl a mänskliga rättigheter, handelspolitik, immateriella rättigheter och cybersäkerhet. Protektionismen avseende teknologi är uppenbar: framgångar i fjärde industriella revolutionen lär påverka maktbalanserna.

Internationella företags värdekedjor är djupt integrerade med Kinas produktionsstruktur. Många företag lär få svårt att göra sig helt oberoende av t ex Kina; de har under lång tid investerat i sin närvaro på världens största och snabbast växande marknad för konsumtionsvaror. Kinas allt större framsteg på forskningsområdet lär också locka till samarbete med kinesiska företag. På grund av pandemirelaterade produktionsstörningar och politiska spänningar mellan Kina och omvärlden har förväntningarna ökat på företag att minska beroendet till kinesiska värdekedjor. Det har ännu inte skett; första kvartalet 2021 ökade utländska investeringar i Kina med 45 procent i årstakt. Peking har även försökt att öka intresset hos utländska företag att ha verksamhet i världens näst största ekonomi. Agerandet antyder att företag vill bygga åtskilda, parallella kedjor beroende på t ex geografi.

Bidens 100-dagarsöversyn

USA:s president Joe Biden utfärdade 24 februari en exekutivorder med syfte att göra en översyn av amerikanska företags värdekedjor för kritiska produkter. Målet med översynen är att hitta vägar som minskar USA:s beroende till utländska underleverantörer – både företag och länder – i för landets känsliga varusektorer. Två federala myndigheter ska på 100 dagar för om 24 februari identifiera möjligheter för USA att öka inhemsk produktion inom fyra nyckelområden: halvledare, läkemedel, bilbatterier samt sällsynta jordartsmetaller som är kritiska för high-tech och försvarsindustrin. I samband med beslutet sa Biden: *"Vi ska inte vara beroende av länder som inte delar våra intressen och värderingar – vi vill ha motståndskraftiga, diversifierande och säkra värdekedjor"*.

Halvledarförsäljningen ökar inte längre
Halvledare & bilregistreringar. Årlig tillväxt. Procent



Källa: Society of Indian Automobile Manufacturers (SIAM), China Association of Automobile Manufacturers (CAAM)

Globalisering beskrivs bäst som en samlad och stark underliggande kraft hos olika aktörer i olika länder i ett gemensamt system. Kraften uppstår då konsument, producenter och investerare drivs av viljan att dra fördelar av pris- och kostnadsskillnader på marknaderna för varor, tjänster, arbetskraft och kapital. Konsumenterna söker stort produktutbud till låga priser. Företagen söker kunder och låga produktionskostnader. Investerare vill ha så hög avkastning till så låg risk som möjligt. Därtill blir möjligheten till idéutbyten en viktig kraft för nya innovationer. Hur stark kraften tillåts bli avgörs i slutändan av politiska beslut och systeminterventioner.

Nationsgränzers ökade betydelse får företag att tänka om. Det kan handla om en t ex ökad lagerkapacitet, möjligheter att flytta eller ställa om produktion för att säkra och korta företagets värdekedjor. "Just-in-time"-leveranser av insatsvaror har möjliggjort låga lagernivåer och bidragit till högre produktivitet och lägre kostnader. Frågan är dock om, vid flytt av produktion, nya enheter kan erbjuda efterfrågad kapacitet och företagsklimat inom en rimlig tidsram utan att tillföra nya risker och kostnader. Nu behövs affärsmodeller som ger en optimal balans mellan dels leverans- och produktions-säkerhet, dels kostnadseffektivitet.

"Stegen mot strategisk autonomi utmanar globaliseringen och företags värdekedjor"

Att nu verka för tydligare nationsgränser på bekostnad av multilateralism är kontraproduktivt. Världen behöver konstruktiva och inte destruktiva lösningar på internationella problem. Det är lätt att måla upp framtids-scenarier som innebär ökad protektionism, demokratiers tillbakagång och t o m väpnade konflikter. Mycket talar ändå för att globaliseringens underliggande drivkrafter (såsom de beskrivits ovan) är tillräckligt starka för att motverka kontraproduktiv renässans för nationsgränser som hindrar handels- och idéutbyten. Även om det finns skäl att anta att handeln som andel av BNP inte kommer att öka lika kraftigt som åren innan 2008 ser vi heller inte skäl att tro på en kraftig inbromsning.

Tema:

Energiomställningen

Investeringar är nyckeln till att lösa klimatkrisen

Förnyelsebar energi är en kraftfull teknikrevolution och 2021 ser att bli starten på nästa fas, när den nya teknologin börjar slå igenom i ekonomin. För att energiomställningen ska lyckas kommer det dock att krävas enorma investeringar. Allt realkapital som används för att producera energi måste bytas ut, men det är också nödvändigt att byta ut allt realkapital som förbrukar energi och som drivs av fossila bränslen idag. Det är möjligt att slutföra denna resa till 2050 men det kommer att kräva mycket betydande investeringar.

Innovationer avgörande. Teknologiska framsteg är alltid viktiga för ekonomisk utveckling, men särskilt nu på grund av utmaningarna från klimatkrisen. Lägre CO₂-utsläpp utan minskade produktionsvolymen kan bara åstadkommas genom innovationer. I *Nordic Outlook* februari 2020 beskrev vi en enkel modell för hur nya revolutionerande teknologier sprider sig i ekonomin. Processen inleds med en 30-årig inkubationsperiod där den tekniska utvecklingen pågår under den makroekonomiska radarn innan brytpunkten för kostnadsparitet nås och det befintliga realkapitalet börjar ersättas. De påföljande 30 åren är omvälvningsfasen. Fallande priser går då hand i hand med snabbt växande volymer, innan spridningsprocessen avslutas i en skördeperiod som också varar ungefär 30 år.

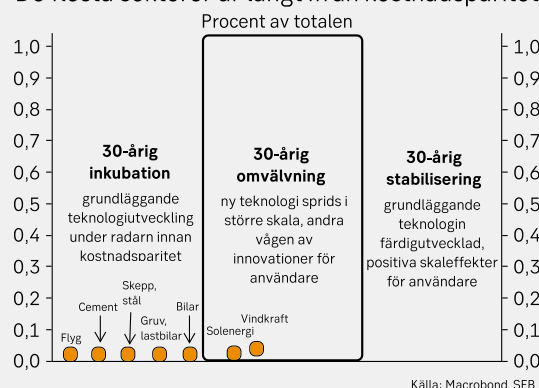
Genombrott i energiomställningen. Efter en lång inkubationsperiod och kortsiktiga bakslag på grund av pandemin verkar det som om ett genombrott i den gröna energiomställningen är nära, vilket kastar oss in i omvälvningsfasen. Under de senaste månaderna har tecknen på en sådan förändring syns på många områden, men historien lär oss att detta inte räcker för att koppla på autopiloten. Teknologisk utveckling sker genom en komplex process av "learning-by-doing", experimenterande och "trial-and-error". Under de kommande decennierna kommer investeringar i de nya teknologierna att göra dem ännu effektivare och utlösa en god cirkel av fallande priser och stigande volymer.



Ersättningscykeln för kapital måste startas

Energiomställningen kommer att kräva betydande investeringar. Den innebär i praktiken att allt nuvarande realkapital (maskiner och utrustning) som utformats för att drivas med fossila bränslen måste skrotas och ersättas med nytt elektrifierat realkapital. Problemet, i de flesta fall, är att teknologin som krävs för att elektrifiera processerna antingen inte existerar eller alltför är alldeles för dyr, i likhet med alla teknologier i inkubationsfasen.

De flesta sektorer är långt ifrån kostnadsparitet



Det räcker därför inte att bara producera billig och ren el. En framgångsrik omställning kräver också innovationer och investeringar från användare av energi i en hittills oöverträffad skala. Den kräver också en samordning över hela värdekedjan, på grund av hur sammankopplade de nya teknologierna är. Du har ingen nytta av ett briljant elfordon om det inte finns några laddstationer eller om laddstationerna inte drivs av grön el. Vertikal samordning krävs för att alla delar som behövs för en framgångsrik omställning ska finnas tillgängliga samtidigt.

Offentlig och privat samverkan. Det senare ledet är inte något som den offentliga sektorn kan beordra fram. I allmänhet kan offentlig sektor tillhandahålla nödvändig infrastruktur men det faller på den privata sektorn att utveckla verktygen för att utvinna värde ur infrastrukturen. Energiomställningen skiljer sig i detta avseende inte från tidigare industriella revolutioner. Det var offentlig sektor som byggde motorvägsnätet och den privata sektorn som listade ut hur det kunde användas. Offentliga investeringar löser vad som annars skulle kunna bli ett svåröverkomligt "hönan-och-ägget"-problem.

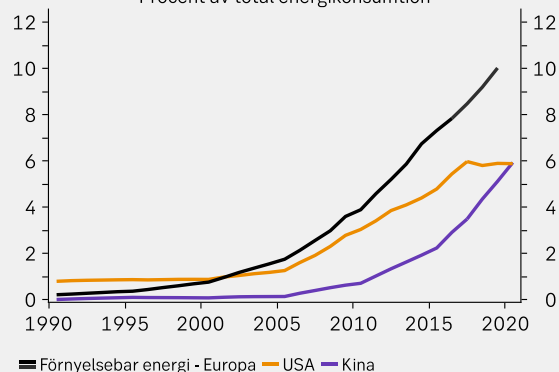
Infrastrukturinvesteringar

Offentliga investeringar i infrastruktur för energi förbereds i en större skala än vi någonsin tidigare upplevt. Den viktigaste förändringen i det politiska landskapet under de senaste månaderna är de radikala policyförändringar som president Biden har lanserat under sina första 100 dagar. Utifrån ett energiomställningsperspektiv har detta resulterat i både globala och lokala förändringar. Om president Bidens investeringsplan klarar sig genom kongressen och EU kan hålla ihop stödet för sin aktionsplan för klimatet, kan de kommande åren väntas leda till ett omfattande skifte i globala investeringsnivåer. Detta skulle i sin tur

snabba på den kollaps i kostnaderna för förnyelsebar energi som är den faktiska drivkraften bakom omställningens omvälvande natur.

Energisektorn har tagit täten i omvandlingen

Procent av total energikonsumtion



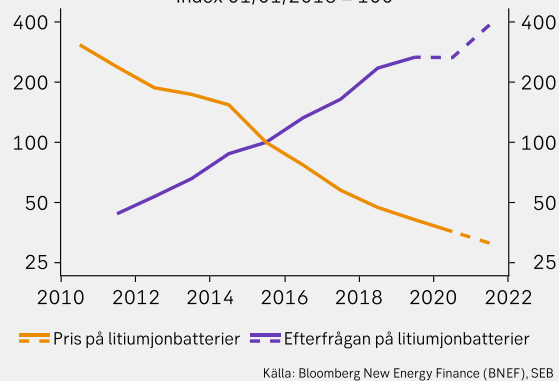
Enligt Bloomberg New Energy Finance (BNEF), uppgår världens årliga investeringar i energiomställningen till omkring 500 mdr USD, varav omkring 300 mdr går direkt in i produktionen av primäre energi (energi som inte omvandlats till en annan energiform genom mänsklig aktivitet). Enligt vår bedömning kommer de två stora investeringsplaner som är på gång i EU och USA att leda till en ökning av investeringsnivåerna på 20–40 procent under de kommande 3–4 åren när offentliga medel kombineras med privat kapital för att trappa upp tillgången på utsläppsfri el. Om denna högre investeringsnivå bibehålls, skulle förnyelsebar energi kunna stå för hälften av världens energikonsumtion redan i mitten av 2030 – ett nyckelvillkor för att möta Parisavtalets mål om nollutsläpp till 2050.

Bilar kommer att leda den andra vågen

Ännu viktigare är att den första sektorn vid sidan av energi är nära en vändpunkt. Elfondom fick ett försprång jämfört med andra industrisektorer eftersom de nya teknologierna testades redan under 1980-talet (när de var mycket långt från att vara färdiga), och till en början mynnade ut i hybrider som Toyota Prius (1997) och därefter i riktiga elfordon som Teslas Model S (2011).

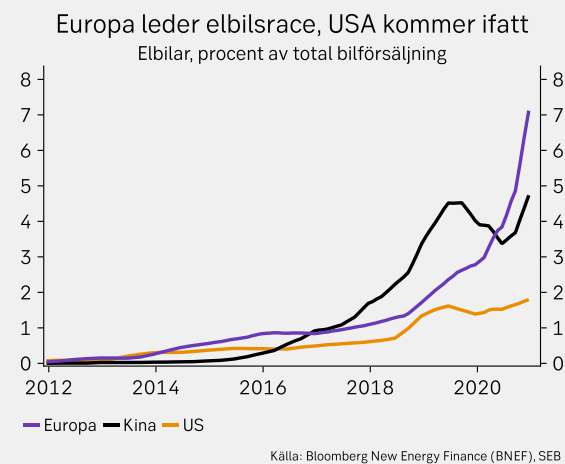
Batteriteknologi och inlärningskurve-effekten

Index 01/01/2015 = 100



10 år efter Teslas Model S har pris/kvalitets-mixen nått en punkt när elfordon inte längre behöver

subventioneras – och på grund av inlärningskurve-effekten kommer deras relativa fördel över traditionella bensinfordon bara att fortsätta att växa under de kommande decennierna.



Det här betyder att elfordonens andel av bilförsäljningen tar fart nu. Europa är den klara ledaren, och att spridningen sker exponentiellt är tydligt när man betänker att elfordonens andel har fördubblats var 2:e – 3:e år under det senaste halva decenniet och nu ligger på 7 procent.

Takten i omvandlingen brukar underskattas. Ett resultat är att tidshorisonten för bilproducenter tills solen går ned för fossiler precis har krympt kraftigt. Människor tenderar att extrapolera linjärt. På samma sätt som tidigare var fallet för förnyelsebar energi, innebär detta att det finns en systematisk tendens att underskatta spridningstakten i de inledande stegen i S-kurvan. För ett par år sedan verkade det kanske realistiskt att vänta sig en 20-årig utfasningsperiod för lönsam produktion av fossildrivna bilar, men detta ser nu ut att troligare ske på halva den tiden. Och biltillverkare jagar nu varandra för att få in kapital och snabba på sin omställning.

Fler sektorer kommer att följa efter

Bilsektorn är bara först i kön att bege sig ut på denna resa. Bilar fick ett försprång på grund av de tidiga experimenten med nya typer av fordon i sektorn, till exempel jämfört med utsläppsfria skepp eller stålverk. Men processen är densamma för alla andra sektorer där maskiner och utrustning bara kan fungera med insatser från fossil energi idag, och de kan också komma att ta sig igenom de inledande stegen snabbare än vad bilar gjorde på grund av att de nya energikällorna nu är på plats.

Elektrifiering betyder också digitalisering, så förändrade energikällor öppnar för en större översyn av kostnaderna för drift och underhåll. Elbilar innehåller nästan inga mekaniska delar och i de flesta fallen kan reparationer göras virtuellt. Hybridlösningar kommer inte att möjliggöra alla dessa vinster, så de lär bli en interimslösning. De flesta sektorer bortsett från bilar har ännu inte nått det stadium när storskaliga "demonstrationsmodeller" kommit på plats och

befintligt realkapital börjat ersättas i snabb takt. Men de ligger nog inte så långt därifrån som de idag tror.

Utmaningar kvarstår

Det här betyder inte att allt är bra nu. Betydande politiska utmaningar kvarstår, både i EU, där det nya regelverk som blivit känt som taxonomin har försenats i ett politiskt köpslående som hotar att skada dess trovärdighet och i USA där president Bidens mycket ambitiösa infrastrukturplan står inför en besvärlig passage genom kongressen.

Politiska interventioner krävs. EU:s taxonomi har nu blivit verklighet, efter att vissa omstridda delar lagts åt sidan för framtida behandling. Det här betyder att redan 2022 kommer företag och deras investerare att behöva rapportera sin följsamhet med taxonomin. Initialt är teknologin i de flesta sektorer inte redo för att låta taxonomin styra en omfördelning av kapitalet, men det kommer. Regelverkets genomslag kommer att växa över tiden. Den här typen av politiska interventioner är nödvändiga för att snabba på omställningen. Om spridningen av förnyelsebar energi följde det historiska mönstret skulle målet om nollutsläpp inte nås förrän på 2070-talet. För att det ska vara uppnått till 2050, som Parisavtalet stipulerar, måste alla stjärnor stå rätt.

Omställningen är också en balansgång. Efter mer än 30 år av ansträngningar för att utveckla förnyelsebara alternativ står fossila bränslen fortfarande för mer än 80 procent av världens energi, och vi har inte ens passerat toppen för världens konsumtion av fossil energi. Förnyelsebara energikällor kommer att öka sin andel exponentiellt, men även i ett best-case scenario – där investeringarna trappas upp, fossilberoende maskiner och utrustning avvecklas innan de nått slutet på sin ekonomiska livslängd och nollutsläpp uppnåtts till 2050 – kommer mer än 50 procent av världens energi att vara fossilbaserad i mitten av 2030-talet. Fossila bränslen kommer därför att behöva fasas ut med stor försiktighet, för att undvika blackouts där det inte finns tillräckligt med energi. Medan utmaningarna är formidabla, ser utsikterna till att omställningen ska vara klar i tid för att leva upp till Parisavtalet bättre ut än någon gång tidigare under det senaste decenniet. Det politiska stödet har blivit betydligt starkare och den teknologiska potentialen bekräftats. Nu är huvuduppgiften att dra in tillräckligt med kapital.

Räntemarknaden

Pausläge inför Feds nästa policysteg...

Räntemarknaden hämtar tillfälligt andan i väntan på Feds nästa policysteg de närmaste månaderna. USA:s långräntor har redan tagit höjd för en stark BNP-tillväxt, viss inflation och mindre expansiv penningpolitik. Avtrappning av QE-politiken väntas lyfta USA:s långränta upp mot 2,40 procent. ECB står redo att agera om marknaden skapar en önskad uppgång i riskfria realräntan.

Räntemarknaden hämtar andan. Marknadens reflationsfokus gav stigande börser och rejält högre USA-räntor under första kvartalet. Långa räntor lyftes av massiv stödpolitik, förväntningar om en stark återhämtning för USA:s ekonomi och stigande inflation. Till slut började också europeiska räntor stiga. I början på andra kvartalet tappade dock uppgången momentum vilket bidrog till lägre realräntor som i sin tur pressade US-dollar men stärkte börsen.

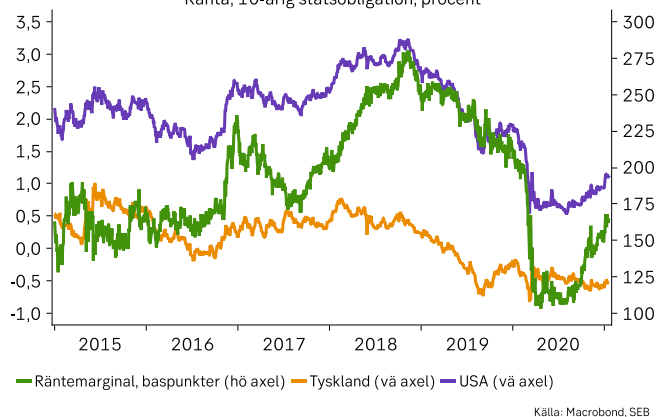
Feds "tapering" nästa steg för högre USA-räntor. Marknaden har redan byggt in en förväntan om högre räntor i prisbilden vilket förklarar den senaste tidens måttliga reaktioner på positiva makrodata. I början av april prissatte marknaden nästan 100 procents sannolikhet för en Fedhöjning redan under 2022 (och att styrräntan skulle nå 2,50 procent på tio år). I början av maj var sannolikheten "bara" 75 procent. De närmaste månaderna väntas räntorna röra sig i stort sett sidledes. I juni eller juli ser vi att FOMC börjar förbereda världen på en nedtrappning av värdepappersköpen (120 miljarder dollar per månad) vilket kan bli en utlösande faktor för högre räntor. I slutet av 2021 väntas USA:s 10-åriga statsränta ligga på 2,00 procent. USA:s inflationsutsikter och läget på arbetsmarknaden gör prognosen något osäker. Om Fed senare lägger sin "tapering" väntas räntorna handlas sidledes. Samtidigt kommer USA:s inflation stiga rejält de närmaste månaderna (främst energi- och baseffekter); eventuella inflationsrisker därefter tycks inte vara fullt prissatt i marknaden och kan bli en faktor som bidrar till högre räntor. I slutet av 2022 väntas USA:s 10-åriga statsränta ligga på 2,40 procent. Att uppgången begränsas förklaras delvis av att USA:s finanspolitiska stimulansdos upphör 2021 och vänds till motvind för tillväxten 2022.

ECB bromsar stigande räntor. Centralbanken agerade på ränteuppgången i början av 2021 genom att på marsmötet accelerera de månatliga värdepappersköpen. ECB har även gjort klart hur en önskad åtstramning av finansiella förhållanden kan bemötas. Om t ex USA-räntorna stiger betydligt andra halvåret 2021 väntas ECB agera genom att öka takten, volymen och/eller längden på det s k PEPP-programmet för att hålla tillbaka ränteuppgången, inte minst om den långa riskfria realräntan skulle börja stiga. ECB väntas acceptera viss uppgång om den är driven av bättre ekonomiska utsikter och stigande inflationsförväntningar. I slutet av 2021 respektive 2022 ligger en tysk 10-årig statsränta på 0,00 respektive 0,20 procent.

Sverige som högränteland i Europa. Svenska långräntor har stigit i spåren av högre amerikanska räntor. Uppgången har varit större än för flertalet europeiska länder och räntedifferensen mot Tyskland (10 år) har stigit från 20 punkter i mitten av 2018 till ca 70 punkter i början av 2021; i slutet av förra året nådde differensen sin högsta nivå sedan mitten av 1990-talet. Till stor del förklaras den av Riksbankens två höjningar 2018-19. Förväntningar om att Riksbanken höjer räntan före ECB har vi bedömt som överdrivna och de senaste 4-5 månaderna har räntorna också närmast sig de tyska. Fortsatt anpassning av alltför höga riksbanksförväntningar i kombination med tydligt lägre svensk inflation talar för att ränteskillnaden fortsätter nedåt och når 50 punkter i slutet av året. Att ECB fortsätter köpa obligationer i hög takt även nästa år medan Riksbanken bara återinvesterar förfallande obligationer talar för att räntespreaden kan stiga. Samtidigt är Sveriges lånebehov lågt. Ränteskillnaden mot Tyskland ligger därför kvar på 50 punkter under 2022.

Norsk långräntedifferens mot Tyskland har fortsatt gå isär i takt med stigande amerikanska räntor och tro på snabbare höjningar från Norges Bank. Givet att marknaden redan tagit höjd för tydligt högre ränta bör uppgången framöver bli mer begränsad. Gynnsamma utsikter för obligationsutbudet och förväntningar om en starkare krone bidrar också till att hålla nere ränteskillnaden. Vi prognostiserar små rörelser i 10-årsspreaden mot Tyskland 2021 och 2022 och räknar med att den ligger på ca 170 räntepunkter.

Räntemarginalerna mellan Europa och USA ökar igen
Ränta, 10-årig statsobligation, procent



10-åriga statsobligationsräntor
Procent

	29 Apr	Jun 2021	Dec 2021	Dec 2022
USA	1,65	1,80	2,00	2,40
Tyskland	-0,20	-0,15	0,00	0,20
Sverige	0,38	0,40	0,50	0,70
Norge	1,53	1,55	1,70	1,90

Källa: Nationella centralbanker, SEB

Valutamarknaden

Stark USA-ekonomi lyfter dollarn på sikt

2020 följde valutarörelserna ett logiskt mönster. Fed sänkte räntan och Dollarn föll från historiskt starka nivåer. Nu är läget mer svårbedömt med små värderingsavvikelser och nollräntepolitik i de stora ekonomierna. USA:s stora stimulanser ger en tillväxtfördel. Men obalanser tynger på kort sikt och det dröjer något halvår innan förväntningar om Fed-höjningar mer tydligt stärker dollarn. De nordiska valutorna klarar sig hyfsat när SEK drar nytta av stark konjunktur och NOK därtill får stöd av räntehöjningar.

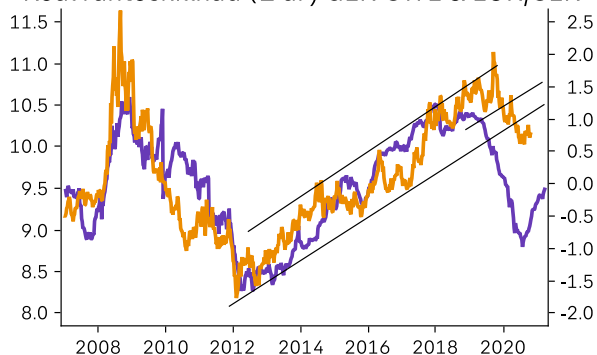
Tillväxt och centralbanker driver valutamarknaden. Cykliskt orienterade valutor har det senaste halvåret gynnats i en miljö där synkroniserad återhämtning varit ett tema för marknaden. 2020 blev ett år som präglades av dollarsvaghet medan länder med framgångsrik pandemihantering och hög tillväxt ut att bli vinnare 2021. Framför allt har länder där centralbanker närmar sig räntehöjningar sett starkare valutor som t ex Norge, och Kanada. På den andra sidan finns ekonomier där centralbanken inom överskådlig framtid inte kommer bjuda på åtstramning som euroområdet, Schweiz och Japan. Också i Sverige är räntehöjningar avlägsna även om Riksbanken minskar takten i QE-köpen under 2021.

Dollarförstärkningen tar paus. Under 2020 visade dollarn en vikande trend när Feds sänkningar eliminerade differenser i korträntor. 2021 inleddes däremot med en temporärt starkare dollar bl a beroende på att Bidenadministrationens nya stora stimulanser sätter tydliga avtryck i amerikansk tillväxt. Avgörande för USD på kort sikt blir i vilken mån detta ska påskynda Feds agerande. Vi tror dock att Fed vill invänta tydligare tecken på ett mer normalt resursutnyttjande innan man börjar dra tillbaka stimulanser. Om marknads förväntningar på räntehöjningar kommer av sig ser vi utsikter för att svaga fundamenta i form av t ex ökande underskott i såväl offentlig sektor som bytesbalans tynger dollar något på kort sikt. I en miljö med stort utbud av statsobligationer spelar också hög USD-värdering en större roll vilket gör att vi tror att EUR/USD kan stiga svagt till 1,24 vid halvårsskiftet. På längre sikt talar dock mycket för att den positiva utvecklingen av sysselsättning och tillväxt kommer förändra inflationsutsikterna på ett sätt som gör att Fed börjar normaliseringen långt före andra större centralbanker. Under senare delen av 2021 och under 2022 kommer det att ge mer tydligt stöd för dollarn. Vi tror EUR/USD handlar på 1,18 vid kommande årsskifte för att sedan fortsätta ned till 1,13 i slutet av 2022. Dollarn sätter som vanligt också trenden för de flesta övriga valutor och man kan då lyfta fram den numera väletablerade sk dollarsmile teorin. Denna säger att USD stärks i en djup kris eller om USA går mycket starkare än omvärlden. Tider av "mellanmjölk" är däremot inte bra för dollarn. USA är på väg att dra ifrån övriga världen på ett sätt gynnar dollarn, men utan Feds hjälp är vi inte där ännu. Se även Nordic Outlook Nov 2020 där vi skrev en fördjupningsartikel på dollarns handikapp från svag extern fundamenta.

Kronan procyklisk igen men också dollarberoende. I vår senaste SEK Views-rapport framgår att svenska valuta- och ränteförvaltare generellt tror att kronan kommer gynnas av stark svensk export och positiv riskapitet. Detta är klassiska drivkrafter för kronan som länge setts som en konjunkturberoende valuta. Vi delar marknads tro på en försiktig förstärkning och tror att EUR/SEK drar sig under 10,00 under senare delen av 2021. Stärks dollarn snabbare än förväntat kommer prognosen i EUR/SEK att va för kronoptimistisk. Att de svenska banksystemet hanterar stora likviditetsöverskott som kommer från Riksbankens QE-program gör att kronan kan bli mer räntekänslig eftersom det också handlar om stor inlåning i utländsk valuta. Vår prognos är att EUR/SEK når ned till långsiktiga jämviktskurser på 9,70 i slutet 2022. Skulle EUR/SEK gå än lägre ser vi en överhängande risk att Riksbanken tvingas sänka igen.

Hökaktig Norges bank ger stöd för NOK. Stigande oljepriser, ett positivt risksentiment och en mer högaktig Norges Bank har fortsatt att ge stöd åt den norska kronen som stärkts påtagligt den senaste tiden. Expansiv finanspolitik innebär samtidigt att Norges Bank fortsätter med stora dagliga köp av NOK under 2021. Vi väntar oss att kronen stärks ytterligare mot euron och prognostiserar att EUR/NOK-kursen faller till 9,70 vid slutet av 2021. Därefter väntas kursen stiga något igen till 9,85 vid slutet av 2022.

Real ränteskillnad (2 år) GER-SWE & EUR/SEK



— EUR/SEK (LHS) [lead 26 obs] — Real ränteskillnad (2 år) GER-SWE (RHS)

Source: Bloomberg, Macrobond, SEB

Valutakurser

	29 april	Jun 2021	Dec 2021	Dec 2022
EUR/USD	1,21	1,24	1,18	1,13
USD/JPY	109	106	104	108
EUR/GBP	0,87	0,85	0,84	0,87
EUR/SEK	10,15	10,00	9,90	9,70
EUR/NOK	9,92	9,90	9,70	9,85

Källa: Bloomberg, SEB

Aktiemarknaden

Gynnsam börsbild ytterligare en tid

Förvånansvärt motståndskraftiga ekonomier och företag bårdar gott inför återöppnandet. Trots högt ställda förväntningar kan bolagen mycket väl fortsätta att överträffa vinstprognoserna kommande kvartal. Reflationsscenariot lär gynna risktillgångar som aktier, särskilt då de mer cykliska inslagen, ytterligare en tid till. På lite sikt utmanas uppdrivna värderingar när återhämtningen når en mognare fas med dämpad tillväxt och mer osäkra ränteutsikter.

Positiva resultatrapporter. Bolagsrapporterna för årets första kvartal beskriver också det fjärde kvartalet sedan pandemins utbrott. Återigen överträffas analytikernas prognoser, denna gång trots att förväntningarna skruvats upp en del. Den hittills relativt ljumma marknadsreaktionen speglar sannolikt de uppdrivna kurserna och den redan ganska aggressiva positioneringen bland placerare.

Utrymme för uppjusteringar. Vinstförväntningarna har, i linje med tillväxtprognoserna gradvis skruvats upp under de senast 12 månaderna. Fjölårsresultaten innebar visserligen en nedgång med 18 procent på aggregerad nivå, men ändå klart över prognoserna från förra våren. Längre matchades gradvisa uppjusteringar för 2020 av nedskrivade förväntningar för innevarande år. Den senaste tiden har dock vinstprognoserna för 2021 åter justerats upp och är nu tillbaka på en uppgång runt 30 procent med amerikanska bolag som draglok. Givet uppreviderade tillväxtprognoser och den massiva stödpolitiken finns utrymme för positiva överraskningar också kommande kvartal. För nästa år ligger förväntningarna på globala vinstökningar på mera normala 12 procent.

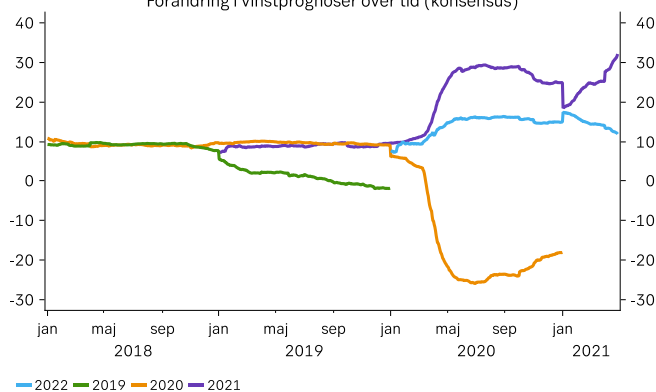
Ljus bild inprisad. Att aktiemarknaden värderas högt i början på en återhämtning är naturligt givet de starka vinstökningar som ligger i prognoserna. De kraftfulla stöden från penning- och finanspolitik underbygger den bilden. Stödet från TINA-argumentet, att låga räntor gör traditionella alternativ till aktier oattraktiva, kvarstår så länge inte obligationsräntorna stiger mer markant. Låga räntor och god vinsttillväxt ger onekligen stöd och bidrar till att vi inte ser dagens värdering som speciellt oroande. Men det är viktigt att den ljusa prognosbilden infrias. Stigande kurser och värdering har också åtföljts av dito riskaptit och positionering hos placerarkollektivet. Redan hög riskaptit begränsar potentialen på sikt, men vi är ännu inte på de nivåer som brukar innebära uppenbar rekylrisk.

Tillväxt talar för cykliskt. Det är ovanligt att de fundamentala förutsättningarna är så entydigt positiva för börsen som nu. Givet att inga obehagliga överraskningar kommer kring vaccinering och virus spridning talar mycket för att sommarens förväntade återöppnande av ekonomierna ger bränsle till nya börsuppgångar. I detta scenario gynnas rimligen de mer cykliska börsinslagen – sektorer som industri och sällanköpsvaror, regioner som delar av Emerging markets och Norden.

Risker i nästa fas. Men givet marknadens att marknaden i hög grad redan prisat in den ljusa bild som ligger i prognoser och positionstagande finns anledning till försiktighet på sikt. Prognoserna pekar på en ekonomisk tillväxt tydligt över trend de kommande åren. Detta ger i sig fortsatt börsstöd men tidsprofilen är inte så gynnsam. Tillväxttakten lär vara som högst kommande kvartal för att därefter dämpas ned mot trendtillväxt. I ett sådant läge blir fortsatt låga räntor extra viktigt för att motivera uppskrivade värderingar. Skulle tillväxten återigen överraska på uppsidan kan börserna komma att utmanas av stigande räntor och inflationsförväntningar och/eller neddragna centralbanksstimulanser. Det sistnämnda såg vi under hösten 2018 vilket då gav rejält sura börser.

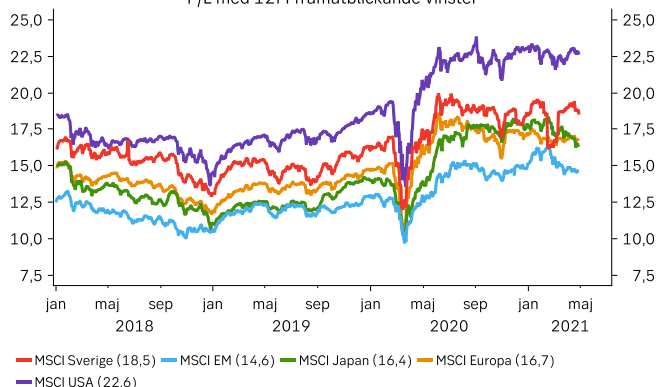
Läkemedel kan komma i fokus. På en börs som balanserar mellan ett tillväxtscenario som ger stöd till cykliska placeringar och en mer dämpad bild som kan ge förnyat bränsle till tillväxtaktier kan en framtida vinnare bli mer stabila vinstgeneratorer som hälsovårdssektorn, där gynnsamma demografiska och teknologiska trender kombineras med attraktiv värdering efter en lång period ur fokus. Starka underliggande trender, pådrivna av massiva politiska initiativ, talar också fortsatt för bolag med inriktning mot hållbarhet.

Rejält uppjusterade vinstförväntningar
Förändring i vinstprognoser över tid (konsensus)



Källa: Bloomberg, SEB

Börserna stiger i takt med vinsterna
P/E med 12M framåtblickande vinster



Källa: Bloomberg, SEB

USA

Bidenomics ritar om kartan efter pandemin

Hushållscheckar och vaccinationer bäddar för rivstart efter pandemin. Hushållen håller liv i återhämtningen genom att sprida ut ökad köpkraft över både 2021 och 2022. Ryckig finanspolitik ställer Fed inför nya utmaningar. Obligationsköpen trappas av från slutet av året medan en räntehöjning dröjer till 2023. Jättestimulanserna under pandemin följs av grön industripolitik, utbyggd familjepolitik och höjda skatter när Biden skärper statens grepp om ekonomin.

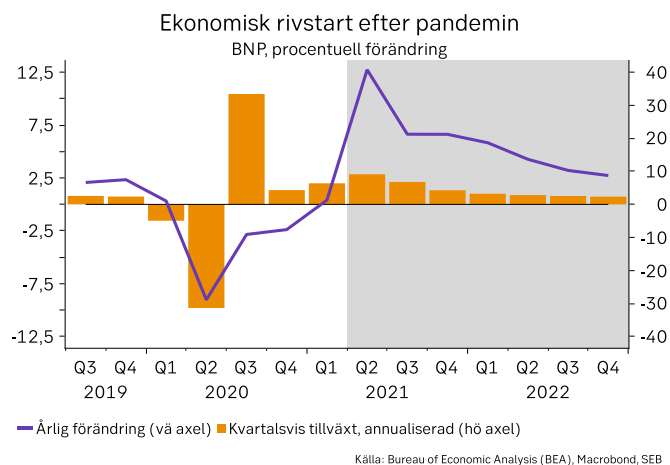
Full fart framåt med stöd av checkar och vaccin

Framgångsrika vaccinationer och finanspolitik utan motstycke i modern tid bäddar för rivstart under 2021. Vi prognostiserar en BNP-tillväxt på 6,5 respektive 4 procent för 2021 och 2022; en upprevidering med två procentenheter för innevarande år och nästan en halv för 2022 jämfört med *Nordic Outlook Februari*. Ekonomin är tillbaka på förkrisnivåer i sommar medan den tidigare tillväxttrenden passeras redan i början av nästa år. Med dessa starka tillväxtutsikter aktualiseras frågor kring resursbegränsningar och inflationsrisker tidigare än väntat. Omfattningen av stödpolitiken skapar samtidigt risk för ryckighet i ekonomin eftersom USA inte kan fortsätta att stimulera i samma takt som under 2020 och 2021. Att viruset hamnar under kontroll är en grundläggande förutsättning för prognosen. Delar av USA upplever nu en ökad smittspridning från muterade virus; vi räknar med att detta uppvägs av fortsatt snabb utrollning av vaccin. I USA dominerar Pfizers och Modernas vaccin, som baseras på teknologier som så här långt inte drabbats av oroande rapporter om biverkningar.

Blandad nulägesbild. Syftet med den ekonomiska politiken under pandemin har varit att kompensera inkomstbortfall för hushåll och företag och undvika bestående skadeverkningar från vad som kan liknas vid en global naturkatastrof. Varukonsumtionen kom snabbt tillbaka, vilket mildrat svackan för industrins produktion och investeringar i maskiner och programvaror. Låga räntor och köpstarka hushåll, trots jobbkrisen, har skruvat upp temperaturen på husmarknaden. Exporten förblir däremot under press medan stark importefterfrågan ger tillväxtimpulser till omvärlden. Sentimentsindikatorer i näringslivet, som ISM och PMI, har i början av året stigit till historiskt höga nivåer för både industrin och tjänstesektorn men utmanas av flaskhalsproblem från störda leverantörskedjor. Amerikanska biltillverkare har delvis tvingats stänga ned produktion på grund av brist på halvledare. Branschbedömningar pekar mot ett tillfälligt bortfall på 175 000 producerade bilar i år, motsvarande 7 procent av totalt drygt 2 miljoner producerade bilar under 2019. I de sektorer som påverkats mest av social distansering är läget fortsatt svagt. Totalt saknas alltså drygt 8 miljoner jobb jämfört med innan pandemin, varav drygt 3 miljoner inom rekreation och besöksnäring.

Dragkamp mellan spargrisen och ketchupflaskan

Konsumenternas agerande blir, i kombination med utsikterna för virusutbredningen, avgörande för tillväxtutsikterna. Offentliga stöd till hushållen på drygt 4 procent av BNP i kombination med kraftiga fall i tjänstekonsumtionen drev upp hushållssparandet i fjol. Det direkta stödet till hushållen från de två senaste paketen i december och mars motsvarar sammanlagt ytterligare nära 6,5 procent av BNP. Sammantaget för 2020 och 2021 väntas hushållens reala köpkraft öka med 13 procent. Det skapar risk för ketchupeffekt när ekonomin öppnar men också för tvärbroms 2022 när stödet från finanspolitiken avtar. Sparandet steg kraftigt under 2020 och vår prognos är att det ligger kvar runt 15 procent av inkomsterna också i år. Det innebär en buffert när finanspolitiken slår om i åtstramande riktning 2022. Köpkraften väntas då minska med 4 procent trots att vissa åtgärder, t ex de nya barnbidragen troligen förlängs in i nästa år. Sammantaget ser vi goda utsikter till ett relativt harmoniskt återhämtningsförlopp trots svängningarna i finanspolitiken. Under sökningar av hur hushållen agerade i samband med fjolårets checkar ger stöd för bedömningen. Enligt New York Fed konsumerade hushållen ca en tredjedel av checkarna direkt med återstoden jämnt fördelad mellan sparande och återbetalning av skulder. De två omgångarna checkar i januari respektive mars, visar ett likartat mönster. Hushållen ökade tämligen omgående sin konsumtion, vilket gav kraftiga utslag i detaljhandelsförsäljningen,



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-3,5	6,5	4,0
Arbetslöshet*	3,7	8,1	5,3	4,0
Löner	3,3	4,8	2,6	2,9
KPI	1,8	1,3	3,0	2,4
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,7	1,4	2,3	2,2
Offentligt saldo**	-5,7	-15,5	-15,0	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	108	127	133	135
Fed funds rate, %***	1,75	0,25	0,25	0,25

* % av arbetskraften ** % av BNP *** Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

samtidigt som bara en mindre del, eller cirka en fjärdedel, ser ut att ha konsumerats. New York Feds undersökning visar inga betydande skillnader i konsumtionsbenägenhet mellan olika inkomstklasser; dock betalade låginkomsthushåll i högre grad av skulder medan höginkomsttagare sparade en större del. Att hushållen agerat på samma sätt vid tidigare utskick av checkar, till exempel 2008, tyder på att sparandet inte beror på bristande konsumtionsmöjligheter under pandemin. Hög varukonsumtion i fjol talar därtill för att köpbehovet av vissa sällanköpsvaror bör vara mättat för ett tag.

Det är samtidigt svårt att se att hushållen snabbt ska ta tillbaka förlorad tjänstekonsumtion från i fjol. Det finns en gräns för hur många konserter eller resor som hinns med ett enskilt år. Prognosen är att privat konsumtion stiger med 7 respektive drygt 3,5 procent 2021 och 2022 och stannar i linje med tidigare trend och att spar-kvoten är kvar något över förkrisnivån.

Arbetsmarknaden tar fart på nytt

Sysselsättningen släpar fortfarande efter i förhållande till motsvarande tidpunkt efter tidigare recessioner. Detta speglar både det djupa inledande fallet och att jobbtillväxten kom av sig i slutet av 2020 när pandemin förvärrades. Att USA räknar med att ha vaccinerat alla vuxna vid halvårsskiftet ger förutsättning för förnyad snabb återhämtning i även privata tjänstesektorer.

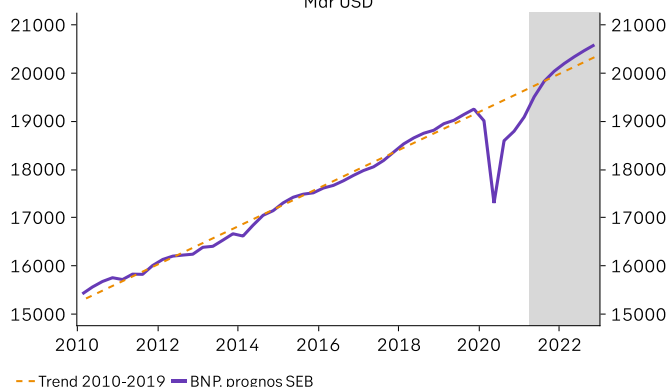
Signalerna om arbetskraftsbrist i enkäter och anekdotiska data är en tydlig skillnad jämfört med tidigare kriser. Andelen småföretag som rapporterar brist på arbetskraft enligt NFIB:s småföretagsbarometer är den högsta sedan undersökningen startade på 1970-talet. I Feds *Beige Book* rapporterar företagen om svårigheter att hitta okvalificerad arbetskraft. Dessa problem står i tydlig kontrast mot alltför höga arbetslöshetstal, vilket ger en signal om att den svaga arbetsmarknaden även beror på pandemins påverkan på utbudssidan i form av t ex stängda skolor/barnomsorg eller rädsla att utsättas för smitta. Detta talar i sin tur för att vändningen uppåt kan bli kraftfull när ekonomin väl öppnar upp. Hushållens ekonomi har under krisen stöttats av en, ur amerikanskt perspektiv, generös arbetslöshetsersättning. Detta förstärkta federala stöd fasas ut i början av september, vilket ger incitament att söka sig tillbaka till arbetsmarknaden när viruset hamnat under kontroll.

Sysselsättningstillväxten väntas accelerera under våren/sommaren, med månatliga ökningar på ca 1 till 1,5 miljoner jobb. Även om utbudet på arbetskraft åter ökar innebär detta att arbetslösheten väntas falla från 6 procent i mars till knappt 4,5 procent respektive strax över 3,5 procent i slutet av 2021 och 2022; i linje med nivån innan pandemin. Sysselsättningsnivån väntas vara tillbaka på utgångsläget i början av 2022 men ligger kvar under den tidigare trenden perioden ut. Vissa jobb som försvann under pandemin tar längre tid att få tillbaka, andra är nog borta för alltid. Sådana konsekvenser är en logisk följd av strukturella förändringar och investeringar i automatisering/digitalisering, till exempel som följd av minskat affärsresande och ökad e-handel. Dessa förändringar väntas också leda till en viss acceleration i produktivitetstillväxten, vilket förklarar varför vi tror att BNP-nivån mot slutet av 2022 ligger över sin gamla trend medan sysselsättningen behöver betydligt längre tid att ta tillbaka förlorad mark. På kort sikt kan man också tänka sig att en ökad medel-arbetstid bidrar till att förklara denna utveckling när sektorer som öppnar upp efter långa nedstängningar ska beta av uppdämda behov i orderböckerna

Osäkert inflationslandskap en utmaning för Fed

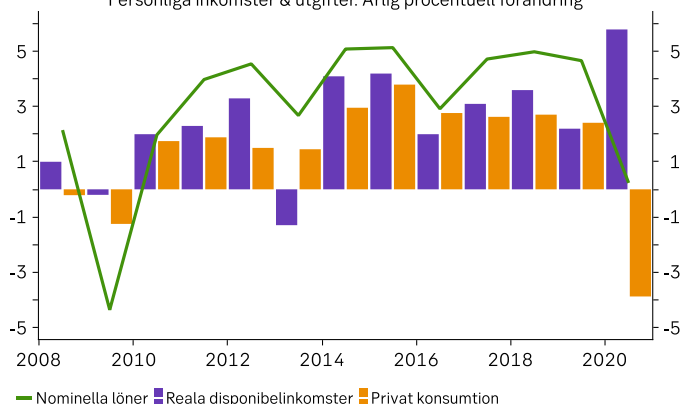
Stark tillväxt, behov att anpassa utbudet till nyväckt efterfrågan på tjänster när ekonomin öppnar, samt flaskhalsar i produktionen väntas pressa upp inflationen i år när företag tillfälligt passar på att höja marginaler. Kärninflationen, exklusive energi och livsmedel, stiger till nära 3 procent i början av nästa år. Bedömningen är att inflationskrafterna är övergående; i slutet av 2022 ligger kärninflationen på 2,3 procent. De långsiktiga utsikterna avgörs i samspelet mellan löner och inflationsförväntningar. Att löverna inte drog iväg ens i toppen på högkonjunkturen innan pandemin ger fog för en lugnande slutsats. Inflationsförväntningar enligt prissättningen på realränteobligationer indikerar upptrisker på

USA:s ekonomi tillbaka över trend nästa år
Mdr USD



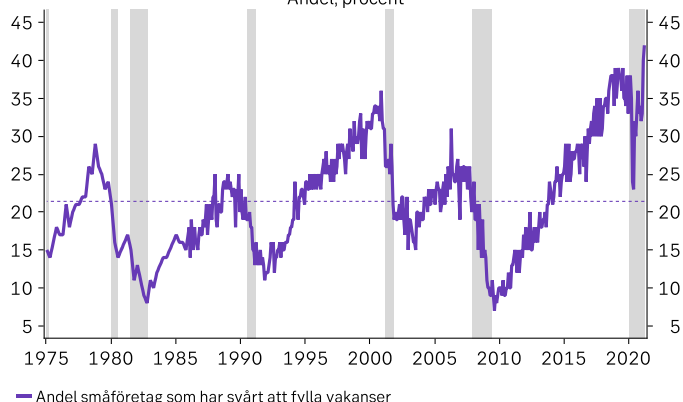
Källa: Macrobond, SEB

Hushållen byggde upp en köpkraftsreserv ifjol
Personliga inkomster & utgifter. Årlig procentuell förändring



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

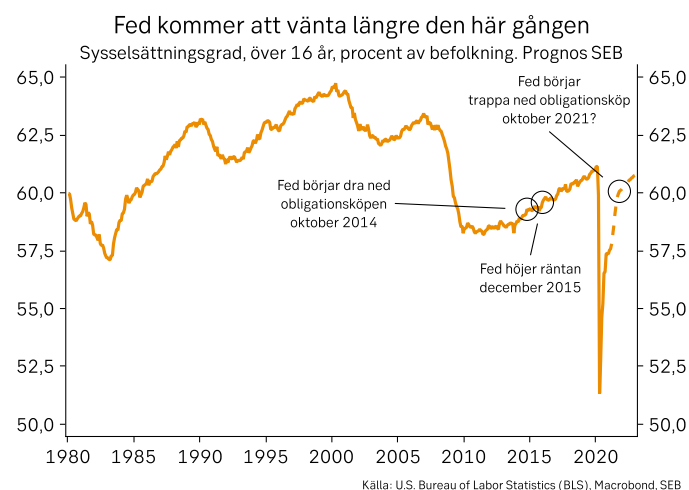
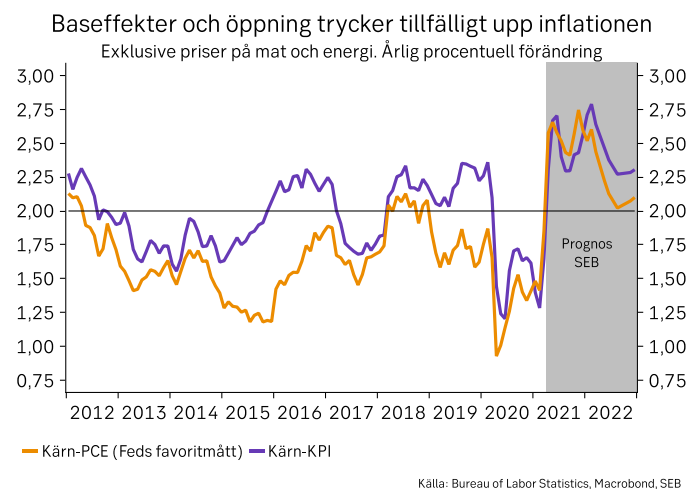
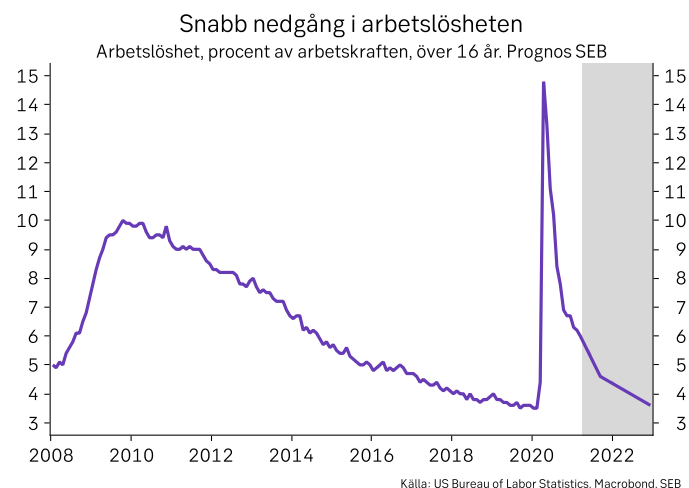
Arbetskraftsbrist trots hög arbetslöshet
Andel, procent



Källa: National Federation of Independent Business, Macrobond, SEB

kort sikt men fortsatt dämpade på längre sikt (läs mer om inflationsutmaningar på sid 25).

Ryckighet med risker för såväl överhettning som drastisk finanspolitisk tvärbroms nästa år ställer Fed inför en svår balansgång. Fed har förklarat sig villig att bortse från tillfälliga inflationsimpulser under öppnandet men rejäla överraskningar på uppsidan, i kombination med fortsatt stigande inflationsförväntningar, skulle testa gränserna för Feds höjda toleransnivå. Det nya ramverket med genomsnittsinflation ("inflationsminne") och asymmetriskt sysselsättningsmål innebär att Fed får ökat utrymme att avvakta med åtstramningar jämfört med tidigare recessioner.



Obligationsköpen på 120 mdr USD per månad ska fortsätta tills ekonomin gjort *"fortsatt betydande framsteg"* mot Feds mål för sysselsättning och inflation. Vi tror att snabb jobbtillväxt samt en återgång till mer normala förhållanden efter pandemin räcker för att detta mål ska vara uppfyllt efter sommaren. Fed väntas signalera en kommande ändring vid sina möten i juni och juli följt av beslut i september. I oktober börjar obligationsköpen trappas av med 10 mdr USD per månad och avslutas påföljande år. Steget till en räntehöjning är längre och villkoras av full sysselsättning, inflation vid målet 2 procent samt på väg att skjuta över något under en period. Om inflationen åter dämpas något i linje med vår prognos samtidigt som inflationsförväntningar förblir måttliga tror vi att räntehöjningar dröjer till 2023. Vår fedprognos är något mjukare än nuvarande marknadsprissättning. Minskat stöd från finanspolitiken är ett skäl att avvakta samtidigt som vi tror att Fed vill se en återgång till sysselsättningsgraden innan krisen.

Industripolitik med sikte på klimat och Kina

Den kraftfulla finanspolitiken spelar en central roll för att snabba på återhämtningen. De tre räddningspaketen under krisen beräknas ha uppgått till totalt åtminstone 5 200 mdr USD eller totalt runt 25 procent av BNP. Stimulansdosen går nog utöver vad som krävs ur krissynpunkt och motiveras även av politiska skäl. Det finns säkert en vilja att utnyttja ett tillfälligt fönster som kan stängas redan vid mellanårsvalet 2022, när demokraterna riskerar att tappa makten i senaten och /eller representanthuset. Nuvarande knappa majoritet innebär att lagstiftningsvägen i hög grad är stängd och att politiska initiativ måste kopplas till budgetprocessen, vilket medger beslut med enkel majoritet. Under året väntas kongressen klubba igenom ytterligare två reformer, på totalt upp till drygt 4 000 miljarder USD, med satsningar på klimat- och infrastruktur respektive utbildning, barnomsorg och förälder-/sjukledighet. Dessa reformer ska till skillnad från de tidigare stimulanserna finansieras med höjda skatter på företag respektive högavlönade hushåll.

Framtunga satsningar och mer baktunga skattehöjningar bidrar till ett fortsatt stort budgetunderskott även 2022. Som andel av BNP minskar dock underskottet till 8 procent jämfört med de 15 procent som vi räknar med i år. Det innebär en åtstramning på 3,5 procent av BNP mätt som förändring i strukturellt budgetsaldo. Infrastruktursatsningarna på totalt ca 2 300 USD ska löpa över 8 år och vara fullt betalda först efter 15 år. Sammantaget utgör satsningarna det största politikskiftet sedan Reagan, med en kraftig utvidgning av statens roll i ekonomin där klimatomställning och satsningar på t ex vägar, tåg, elbilar, bredband samt kraftöverföring också är tänkta att bana väg för en vitalisering av USA:s industri, produktivitetslyft och höjda reallöner för medelklassen. Industripolitiken motiveras enligt Vita Huset bland annat av behovet av att möta konkurrensen från en statsstyrd kinesisk ekonomi inom både gröna sektorer (där Kina dragit ifrån vad gäller t ex elbilar) och teknologi, där Biden vill satsa på forskning samt ökad inhemsk produktion av halvledare. I vilken grad planerna realiseras avgörs i kommande förhandlingar framförallt internt. Vi har i prognosen antagit en ökad tillväxt i offentlig konsumtion och investeringar samt även i näringslivets investeringar, som delvis kan ta över som tillväxtmotorer när stödet för privat konsumtion avtar nästa år.

Tema:

Inflation

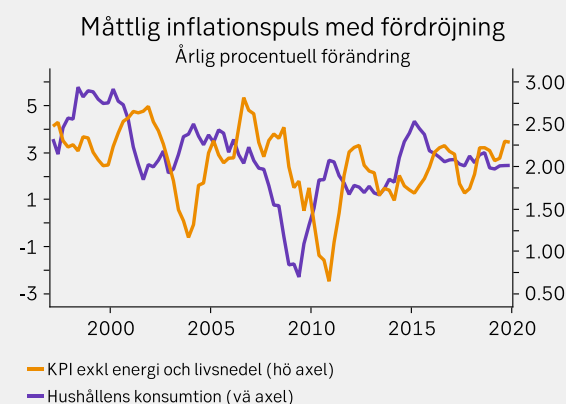
Högre inflation i USA men låginflationseran är inte över

Den extrema ekonomisk-politiska expansionen i USA i kombination med utbudsstörningar i pandemins spår sätter de senaste decenniernas låginflationsmiljö på det hårdaste provet hittills. Normalisering av låga prisnivåer under pandemin och mycket stark konsumtion gör att kärninflationen i USA det närmaste året blir högre än på länge. På sikt kommer löneresponsen på sjunkande arbetslöshet att avgöra om inflationen växlar upp mer permanent. Vår prognos är dock att stigande arbetsutbud och produktivitet gör att arbetslösheten planar ut runt 3,5 procent; en nivå som före krisen inte ledde till någon tydlig uppväxling av löneökningstakten. Vår huvudprognos är därför att låginflationsmiljön består även om det finns risker på uppsidan kopplade till inflationsförväntningar och en ännu lägre arbetslöshet.

Pandemins nedstängningar och den extrema stimulanspolitiken har gjort inflationsrisker mer aktuella än på länge. Flera tongivande ekonomer varnar för att inflationen kan stiga till nivåer som vi inte sett på decennier och jämförelser med 1970-talet förekommer också. Att demokraterna till slut fick majoritet också i senaten och därmed kunde driva igenom en än mer expansiv finanspolitik har gjort att vi justerat upp inflationsprognoserna för USA. Än så länge ser vi dock inte inflationsuppgången som tillräcklig för att ändra bilden av att Fed kan vänta med åtstramningar. Vi tror inte heller att inflation i linje med vår prognos kommer driva upp marknadsräntorna på ett sätt som hotar återhämtningen. Att osäkerheten är större än på länge gör ändå att det finns skäl att kontinuerligt bevaka frågan noga. I förra Nordic Outlook ingick en temaartikel som tog ett brett grepp på inflationsfrågan i 10 olika perspektiv. I denna artikel fokuserar vi på den mera kortsiktiga hotbilden med tyngdpunkt på USA där frågorna först ställs på sin spets.

Decennier av mycket stabil inflation

Sedan mitten på 1990-talet har inflationen varit påtagligt stabil. Stora prissvängningar på energi och livsmedel, drivet av bristsituationer på världsmarknaden, har visserligen förekommit men dessa har sedan inte spridit sig till allmänna inflationsimpulser. Kärninflationen i USA, där energi- och livsmedelspriser exkluderas, har sedan 1997 legat i intervallet 0,6 till 2,9 procent i årstakt. Under 80 procent av tiden har kärninflationen avvikit mindre än 0,5 procentenheter från genomsnittet. Dramatiska realekonomiska svängningar, där t ex nedgången efter finanskrisen var den djupaste sedan 1930-talet medan vi å andra sidan såg ett 50-årslägsta för arbetslösheten innan pandemins utbrott, har orsakat mindre och kortvariga effekter på kärninflationen. Mönstret är likartat i de flesta utvecklade länder och med några undantag även bland större EM-ekonomier. Ett annat generellt mönster är att inflationen tenderat att i genomsnitt vara några tiondelar lägre än de 2 procent som gradvis blivit det vanliga målet för världens centralbanker. Mönstret med lite för låg inflation är tydligast efter finanskrisen. Även tidigare tenderade kärninflationen att hamna lite lägre än 2 procent men före finanskrisen innebar ganska långa perioder med kraftiga uppgångar i priserna på olja och livsmedel att den totala inflationen låg närmare målen.

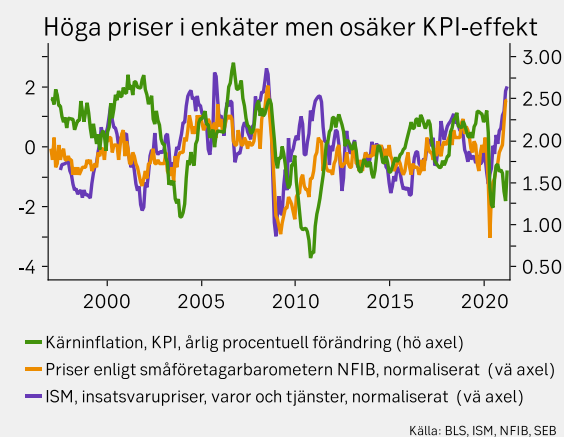


Låg kärninflation på väg uppåt. I nuläget ligger kärninflationen i USA runt 1,5 procent, vilket är en nivå som bara underträffats enstaka gånger sedan 1960-talet. Bakom den låga inflationen döljer sig dock stora prisrörelser åt olika håll. Till exempel föll priserna på turist- och transporttjänster, som drabbats hårdast av pandemin, brant förra våren och har därefter legat kvar på låga nivåer. Mycket talar för att priserna på dessa tjänster kommer att stiga snabbt när resandet kommer igång och prisnivån kommer antagligen att återgå till de tidigare trenderna. En normalisering av prisnivån på turism och transport kommer under en period att lyfta den totala inflationstakten med 0,3-0,4 procentenheter; således en viktig förklaring till att kärninflationen väntas stiga till nivåer som är bland de högsta den senaste 25-årsperioden. En annan viktig förklaring till dagens låga USA-inflation är att hyresökningarna bromsats in betydligt under pandemin. Hyrorna har en vikt på över 40 procent i kärninflationen och 33 procent i totala KPI. De utgörs till stor del av indirekt

skattade (s k imputerade) priser för hushåll med eget boende. Hyrornas årliga ökningstakt har dämpats från ca 3,5 procent i början av 2020 till i nuläget ca 1,5 procent. Det innebär att komponenten bidragit till att minska kärninflationen med ungefär en halv procentenhet. Svag efterfrågan på hyresbostäder bl a beroende på utflyttning från storstäder under pandemin ligger troligen bakom inbromsningen. Också hyrornas ökningstakt kommer att normaliseras och därmed ge ett signifikant bidrag till stigande inflation. Att kärninflationen väntas stiga upp mot 2,5 procent de närmaste åren beror generellt på att vi räknar med betydande bidrag från normalisering av prisökningstakten på komponenter som fallit under pandemin. Inledningsvis är också baseeffekter från låga priser under förra våren viktiga.

Produktionsmotorn hackar en del trots allt

Under pandemins inledningsfas fanns en oro för utbudsstörningar t ex genom brutna internationella produktionskedjor till följd av personalfrånvaro, stängda gränser eller protektionism. Efter vissa initiala störningar i livsmedelsproduktionen samt hamstring av läkemedel och skyddsutrustning kom dessa farhågor på skam och produktion och handel såg länge ut att fungera ganska normalt. Under de senaste 3–4 månaderna har nya larm dykt upp med kraftiga höjningar av fraktpriser mellan Asien och Västvärlden samt brist på halvledare och datachip som viktiga exempel. Dessutom har prisökningarna på många råvaror varit högre än på länge. En kombination av produktionsproblem till följd av nedstängningar och stark efterfrågan verkar ligga bakom detta. Även om resursutnyttjandet i världsekonomin som helhet fortfarande ligger klart under normal nivå har efterfrågan på vissa varor, inte minst elektronik, varit stark. Obalanserna har hittills främst återspeglats i längre leveranstider och stigande insatspriser i olika företagsenkäter, men producentpriserna på råvaror har stigit ganska mycket också i officiella data.



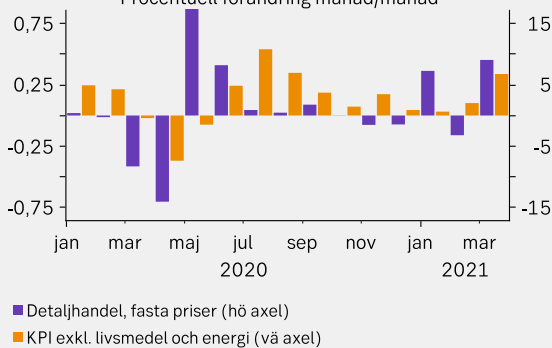
Svagt samband mellan KPI och insatspriser.

I rådande situation är det viktigt att notera att korrelationen mellan kärninflation och indikatorer i producentledet normalt är ganska svag. Också vid tidpunkter när prisförväntningarna legat nära historiska toppnivåer har rörelserna i kärninflationen varit måttliga. Uppgångarna i kärninflation har istället ofta kommit i ett mer

moget konjunkturläge och då drivits av stigande löner och tydliga uppgångar i producentpriser på mer bearbetade varor än de som nu uppvisar prisökningar. Producentpriserna för konsumtionsvaror ökar än så länge långsamt på global nivå även om de börjat stiga från låga nivåer i USA. Vår prognos förutsätter att halvledarbristen och fraktproblemen till Asien löser sig inom en inte alltför avlägsen framtid, men prisindikatorerna är än så länge i linje med vår prognostiserade uppgång i USA-inflationen.

Konsumtion och inflation är ingen enkel historia. Inte heller sambandet mellan real konsumtionstillväxt och inflation är speciellt starkt, åtminstone inte på kort sikt (se graf). Perioder med stark konsumtionstillväxt präglas snarast av fallande inflation. Det beror på att återhämtningar ofta rivstartar med hög konsumtionstillväxt medan inflationsimpulsen dröjer till dess att konsumtionen bromsar in och kulminerar på en hög nivå. Detta mönster kommer att sättas på rejält prov i år då konsumtionen i USA väntas växa med 7 procent. Att konsumtionen startar från en låg nivå, och inte ens efter en fortsatt uppgång på drygt 3,5 procent 2022, når högre än den trend som gällde före pandemin, talar för en måttlig inflationsimpuls också denna gång. Om konsumtionen skulle nå flera procentenheter över trenden skulle inflationsriskerna öka tydligt. Korrelationen för enskilda månader är också låg men det mönstret bröts i viss mån förra våren när vi såg extrema konsumtionsökningar i spåren av stimulanscheckar och lättade restriktioner. Uppgångarna i detaljhandeln på 10–15 procent i maj och juni 2020 följdes av höga månadsvisa ökningstal för kärninflationen perioden juni-september. Detaljhandeln i mars i år ökade med nästan 10 procent och det finns en risk för en ny inflationsimpuls med lite fördröjning, speciellt som vi nu ligger på en klart högre nivå än förra året. Accelerationen förra sommaren blev dock kortlivad och följdes av ett halvår med låga inflationsutfall.

Måttlig inflationsrespons på extrem konsumtion
Procentuell förändring månad/månad



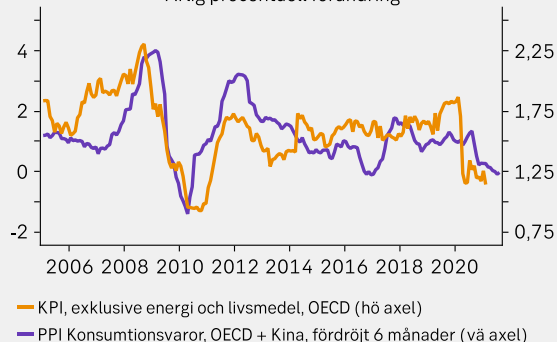
Källa: St Louise Fed, BLS, SEB

Har Phillipskurvan något lömskt knä?

De inflationskrafter som vi diskuterar ovan är av ganska kortsiktig karaktär. Även om de skulle bli kraftigare än vi räknat med talar mycket för att inflationen faller tillbaka igen när konsumtions- och produktionsmönster normaliseras. För att inflationen ska skifta upp varaktigt krävs att det också kombineras med en uppväxling av löneökningstakten. Lönerna har

dock varit okänsliga för förändringar i arbetslöshet under en längre tid. När arbetslösheten åren före pandemin sjönk till 50-årslägsta, runt 3,5 procent, utan någon nämnvärd löneacceleration överraskade det många bedömare inklusive Fed. Den sk Phillipskurvan som visar sambandet mellan arbetslöshet och löner tycks alltså ha blivit flackare än tidigare. Vår prognos är att arbetslösheten i slutet av 2022 åter når ned till ca 3,5 procent och erfarenheterna från 2018–19 talar då emot en tydlig löneacceleration under prognosperioden. Vår prognos bygger dock på relativt optimistiska antaganden för produktivitet och arbetsutbud, vilket gör att man inte kan utesluta att arbetslösheten sjunker än lägre. Flera tongivande ekonomer, t ex IMF:s förre chefekonom Olivier Blanchard, som varnar för att stimulansdosen är för stor, tror också att arbetslösheten kommer att falla betydligt mer än vad som ligger i Feds och våra prognoser. Vi kommer då in på okänd mark där frågan väcks om det finns en kritisk nivå på arbetslösheten där Phillipskurvan plötsligt blir brantare. Det är inte heller säkert att Phillipskurvan är speciellt stabil. Nyare forskning betonar inflationsförväntningarnas betydelse och det är möjligt att Feds acceptans för högre inflation kan leda till att förväntningarna stiger så mycket att lönerna framöver accelererar snabbare än vad själva arbetslöshetsnivån indikerar.

Låga producentpriser på bearbetade varor
Årlig procentuell förändring



Källa: OECD, SEB

Små spridningseffekter på kort sikt

De direkta spridningseffekterna från högre USA-inflation till Västeuropa kommer att vara små. Den stora eftersläpningen i återhämtningen talar därför för att det dröjer innan riskerna för önskat hög inflation blir aktuella också här. Å andra sidan har vi under lång tid sett en stor samvariation i inflationsutvecklingen mellan utvecklade ekonomier där "regimskiften" i inflationsmiljön skett ganska synkront. Skulle USA:s finanspolitiska experiment leda till överhettningssymptom där inflationsförväntningar glider iväg, med eller utan acceptans från Fed, är det möjligt att vi står inför ett sådant regimskifte som också påverkar Västeuropa. Det skulle då kunna bero på att det blir politiskt attraktivt i Västeuropa att försöka kopiera ett experiment som ges äran av att ha fått ned arbetslösheten till historiskt exceptionellt låga nivåer. En sådan utveckling skulle dock också vara förenligt med stora risker och leda till dramatiska omprisningar på finansiella marknader.

Euroområdet

Återhämtningen tar fart andra halvåret

Vårens förlängda restriktioner fördröjer återhämtningen. Även om steg nu tas för att öppna upp ekonomierna är det först under tredje kvartalet som återhämtningen kommer upp på fastare mark. Krispolitiken fortsätter att stötta och kompletteras av EU:s stödpaket som dock får en mer betydande roll först 2022 och därefter. Inflationen fortsätter att stiga till över 2 procent innan den faller tillbaka mot målet. Det bidrar till fortsatta tillgångsköp av ECB.

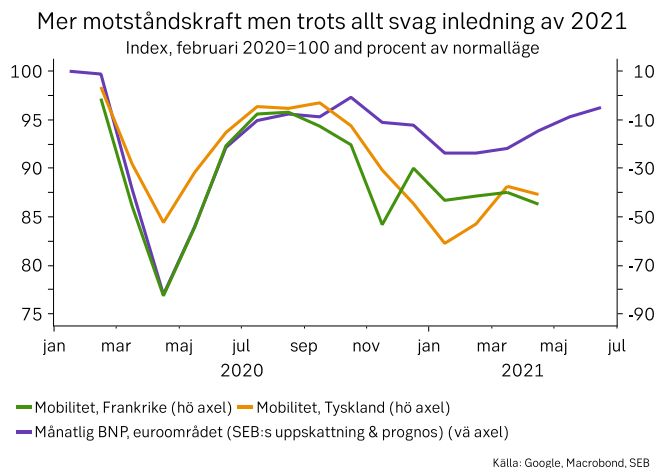
Steget efter USA och Storbritannien

Lågt vaccinationstempo gör nu att euroområdet tappar mark gentemot USA och Storbritannien. Även om vaccinationsprocessen snabats upp har förlängningar av genomgripande restriktioner inte kunnat undvikas. Sambandet mellan mått på mobilitet och ekonomisk aktivitet har visserligen försvagats men vi tror att uppväxlingen andra kvartalet förblir måttlig och stannar vid 1 procent efter fallet på 0,6 procent första kvartalet. Det gör att en tydligare återhämtning kommer först vid halvårsskiftet d v s några månader senare än i USA och Storbritannien. Att återhämtningen tar fart så långt in i 2021 gör att BNP-tillväxten som årsmedeltal accelererar till 4,2 procent 2022 jämfört med 3,8 procent 2021.

Svårtolkat näringslivshumör. Sentimentsindikatorer har den senaste tiden växlat upp markant på bred front. Trots att restriktioner fortsätter hämma aktiviteten ligger tjänste-PMI nu kring 50-strecket. Uppgången avspeglar delvis en anpassningsförmåga till rådande restriktioner. Men det är också troligt att företag i hårt drabbade sektorer inte tror att läget kan bli så mycket värre, vilket bidrar till förhoppningar om att läget snart ska förbättras. För industrin ligger PMI nära historiska toppar men tittar man på delkomponenter komplicerar bilden. Totalindex drivs upp av längre leveranstider och förväntningar om stigande inköpspriser. Tanken är att dessa delindex ska spegla efterfrågeläget men om de istället drivs upp av olika utbudsproblem, t ex brist på halvledare, får man vara försiktig med att tolka höga sentimentsnivåer som ledande indikatorer för en hög produktionstillväxt. Men huvudbilden är ändå att industrin visat allt större motståndskraft mot nedstängningarna. Framöver kommer också den snabba återhämtningen i Kina och USA att ge positiva effekter även för euroområdet. Trots stora svängningar var industriproduktionen i stort sett oförändrad förra året och ökar nu med 3-4 procent per år 2021-2022.

Hushållen ligger i startgroparna. Hushållens konsumtion blir en nyckelfråga för återhämtningens förlopp. Ökad varukonsumtion har bara delvis kunnat kompensera för nedgången i de delar av tjänstekonsumtionen som hämmats av restriktioner. Finanspolitiken har samtidigt hållit uppe hushållens inkomster, bl a med permitteringsstöd, vilket bidragit till ökat sparande. Vår bedömning är att sparkvoten nu ligger kring 20 procent; ca 7 procentenheter högre än före pandemin. Detta skapar utrymme för en snabbt stigande konsumtion när ekonomin öppnar upp på bred front med ett uppdämt behov på många områden. Att bostadspriserna fortsätter att stiga, om än i måttligare takt än förra året, förstärker potentialen för en konsumtionsuppgång. Det finns dock faktorer som verkar dämpande. ECB har t ex poängterat att sparandet främst ökat i grupper med en låg konsumtionsbenägenhet som äldre och höginkomsttagare men inte för de som har högre marginell konsumtionsbenägenhet som yngre och andra grupper med generellt lägre inkomster. Sammantaget tror vi att hushållens konsumtion ökar med ca 4,5 respektive 5 procent 2021-22.

Arbetslösheten står emot. Uppgången i arbetslöshet har under pandemin hållits tillbaka av olika permitteringsåtgärder samt en nedgång i arbetskraftsdeltagandet. Mellan mars och augusti förra året ökade arbetslösheten med 1,6 procentenheter vilket kan jämföras med nära 5 procentenheter under finans- och eurokrisen. Återigen reviderar vi ner arbetslöshetsprognosen men tror ändå att vi kan se en viss ytterligare uppgång kommande månader. Mått som årsgenomsnitt landar arbetslösheten på 8,1 respektive 7,8 procent 2021 och 2022. Ledig kapacitet på arbetsmarknaden och det allmänna krisläget har resulterat i låga löneökningar och avtal den senaste tiden. Avtalade löner stiger med ca 2 procent per år 2021 och 2022. Faktiska löner påverkas av krisförloppet vilka gett fallande löner 2020 och en kraftigare uppgång i år.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-6,6	3,8	4,2
Arbetslöshet*	7,6	8,0	8,1	7,8
Löner	1,9	1,5	1,5	2,0
KPI	1,2	0,3	1,7	1,2
Offentligt saldo**	-0,6	-7,2	-6,4	-4,6
Offentlig bruttoskuld**	84,0	98,0	102,7	101,2
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,12	1,20	1,18	1,13

* % av arbetskraft **% av BNP *** Vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

Finanspolitiken ger stöd men kraften minskar

Finanspolitiken har varit rejält expansiv det senaste året när EU:s budgetregelverk delvis sattes på paus. Den segdragna pandemin skapar behov av fortsatta insatser i år. Nationella stimulansprogram kompletteras nu av EU:s gemensamma satsning Next Generation EU (NGEU) där 750 miljarder euro (drygt 6 procent av BNP) ska satsas på projekt som ska vara genomförda senast 2026. NGEU är en vikt pusselbit med en strukturell inriktning på investeringar, digitalisering och gröna områden. För att NGEU verkligen ska ge förväntad stimulans krävs att projekten kommer igång på nationell nivå och tidigare års låga utnyttjande av olika EU-program är då lite illavarslande. Att NGEU blivit en symbol för ökad solidaritet inom EU-samarbetet gör det extra viktigt att det blir framgångsrikt. Sammantaget bedömer vi att stimulansdosen i euroområdet uppgick till

BNP-prognoser

Kvartalsförändring* samt förändring i för helår i %

	Kv 1	Kv 2	Kv 3	2020	2021	2022
Tyskland	-1,7	2,0	2,0	-4,8	3,0	3,5
Frankrike	0,4	0,5	1,5	-8,1	5,5	3,6
Italien	-0,4	2,0	2,0	-8,9	4,0	4,2
Spanien	-0,5	1,5	2,0	-10,8	4,8	5,1
Euroområdet	-0,6	1,0	2,0	-6,6	3,8	4,2

* Kvartal 1-3 2021. Källa: Eurostat, SEB

3 procent 2020 och att satsningarna blir något större i år vilket ger en ytterligare stimulans på ca 0,5 procent av BNP. När krispolitiken gradvis skalas ned 2022 får vi åtstramande effekt på 1,5 procent av BNP. Det offentliga underskottet ligger på drygt 6 procent av BNP i år och faller under 5 procent av BNP 2022. Skuldkvoten, som var nära 100 procent av BNP 2020 går över 100 procent i år innan den åter faller. På den politiska fronten blir det tyska parlamentsvalet i höst spännande när Angela Merkel, som är inne på sitt 16:e år som förbundskansler, ska bytas ut. Kristdemokraterna och Socialdemokraterna i nuvarande koalitionsregering är under press och nya koalitioner kan bli aktuella. CDU/CDS valde i april CDU:s Laschet, som står för en liknande politik som Merkel, till kandidat för kanslerposten. En större fråga är nog om de De Gröna som har medvind i opinionsmätningar tar plats i regeringen. De Gröna har på senare tid gått mot mitten när det gäller ekonomiska frågor och skulle kanske främst kunna förändra utrikespolitiken. Det gäller bl a hållningen gentemot Kina och Ryssland där De Gröna har en tuffare hållning än Merkels regering vad gäller t ex Nordstream 2.

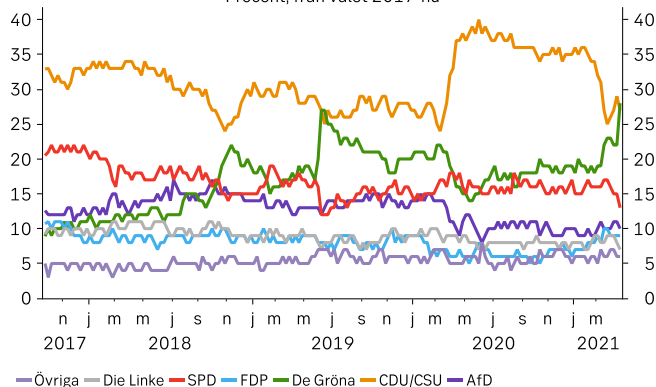
ECB: Låg inflation ger fortsatt expansion

Efter att ha legat under nollstrecket under perioden augusti-december har inflationen nu vänt uppåt och låg i april på 1,6 procent drivet av främst baseeffekter och stigande energipriser. Även här påverkar pandemin och dess policyrespons utvecklingen. Att den tillfälliga tyska momssänkningen förra året nu avslutas bidrar t ex till att lyfta inflationen. På kortare sikt finns en del andra inflationshöjande krafter att beakta. I barometrar rapporterar företagen om högre priser på insatsvaror samtidigt som internationella matpriser har stigit. Vi lär också få se prishöjningar i de sektorer som står inför dramatiska omslag i efterfrågan när väl restriktionerna lättas t ex inom t ex restaurang och resor. Denna kraft förstärks också av fortsatta utbudsbegränsningar på vissa områden. Det är ändå svårt att se att dessa krafter ska dominera i en miljö med lediga resurser och låga löneavtal. Vår prognos är därför att ökningen för totala KPI når 1,7 procent i år för att sedan falla tillbaka till 1,2 procent 2022.

ECB anpassar köpen till rådande marknadsläge. Verktygslådan och politiken har inte förändrats sedan PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utökades i december 2020. PEPP, som är det huvudsakliga programmet för obligationsköp, omfattar nu 1 850 miljarder euro vilket möjliggör månatliga köp i intervallet 80-100 miljarder t o m i mars 2022. ECB:s signaler är fortsatt att man kommer att göra vad som krävs, inom existerande program eller genom att utöka dem om det skulle behövas. Överlag präglas kommunikationen av att ECB inte vill låsa fast sig vid ett visst agerande i form av fasta belopp utan behålla en flexibilitet att agera beroende på hur ekonomi och finansmarknader utvecklas. Exempel på det är uttalanden från Lagarde tidigare i år att totala obligationsköpen kan bli mindre eller större än t ex PEPP:s totalbelopp. Vi såg även uttalanden under våren, t ex vid marsmötet, att obligationsköpen skulle öka signifikant som ett svar på stigande USA-räntor vilket sedan inte materialiserades i särskilt stor utsträckning.

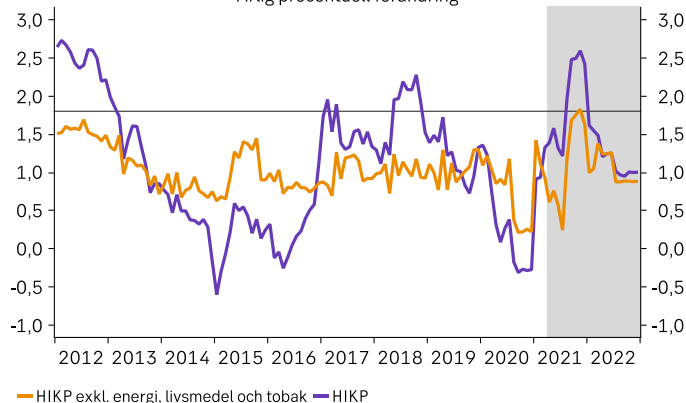
Symmetriskt mål även för ECB? Med tanke på den internationella diskussionen och Feds vägval blir frågan om ett symmetriskt inflationsmål intressant när ECB:s strategiska översyn ska avslutas under 2021. Ledande personer inom ECB har signalerat att det finns en logik i att överskjuta målet efter en period med "för låg" inflation. Vi tror att ECB kommer att ta steg i en mer symmetrisk inriktning även om frågan kan bli kontroversiell med tanke på medlemslänarnas olika attityd och inflationshistorik.

Medvind för De Gröna i Tyskland
Procent, från valet 2017-nu



Källa: Wahlrecht.de, Macrobond, SEB

Inflationen stiger i höst men faller sedan tillbaka
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Storbritannien

Tidigt ur startblocken

Trots mest omfattande nedstängningar har en framgångsrik vaccinering gjort att Storbritannien är först ut ur startblocken i Europa och vägen mot återhämtningen har börjat. Mycket ska dock tas igen och arbetsmarknaden riskerar att på sikt bli en hämsko för tillväxten. Osäkerhet vad gäller Skottlands framtid samt eskalerande oroligheter i Nordirland adderar till en politisk risk som var hög redan i utgångsläget i och med Brexit.

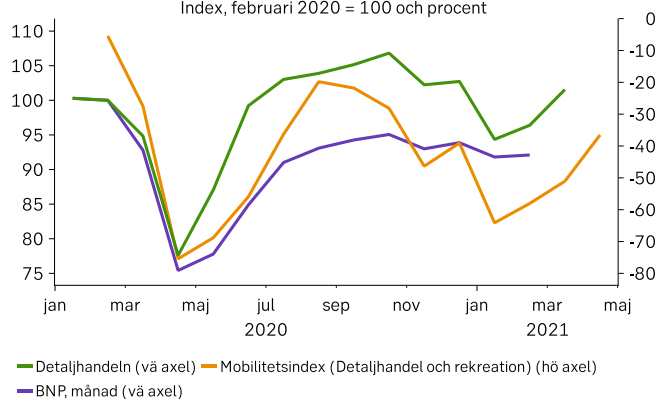
Klara – färdiga – gå! Den brittiska ekonomin är först ur de europeiska startblocken, på väg mot det nya normala. Efter att ha haft en av de mest omfattande nedstängningarna har framgången i vaccineringen nu förändrat bilden. Därtill har de ekonomiska verkningarna av den tredje nedstängningen blivit väsentligt mildare än befarat. Det gäller framför allt tjänsteproduktion kopplad till företagssektorn som utvecklats avsevärt bättre än de delar som är mer beroende av hushållens konsumtion. Efter ett BNP-fall med 10 procent 2020 är det mycket som ska tas igen. Jämfört med tidigare prognoser tror vi nu på en starkare återhämtning redan i år då BNP väntas öka med 6,4 procent 2021 följt av en uppgång med 5,8 procent 2022. Alla fyra landsdelarna har nu gått in i fas 2 i den öppningsplan som premiärminister Johnson presenterade i mitten av februari. I slutet av juni väntas ekonomin vara fullt återöppnad och återhämtningen blir därmed starkast under andra och tredje kvartalet. På längre sikt kommer dock de negativa konsekvenserna av Brexit att gradvis bli allt tydligare och dämpa farten i återhämtningen jämfört med t ex EU.

Arbetsmarknaden riskerar att snart bli stram. Trots det stora BNP-fallet har antalet sysselsatta legat kvar på en förhållandevis hög nivå. Det beror i hög på att medelarbetstiden följt rörelserna i BNP, vilket dämpat nedgången i antalet sysselsatta. Regeringens permitteringsstöd omfattade ca 25 procent av de anställda under den första pandemivågen och var sedan ungefär hälften så omfattande under den tredje vågen. Arbetslösheten väntas toppa i slutet av 2021 på 6,2 procent för att sedan gå ner till strax under 5 procent vid slutet av 2022, ca en procentenhet högre än slutet av 2019. Det finns dock ovanligt stor osäkerhet i prognosen eftersom pandemin bidragit till att en stor grupp utrikesfödda flyttat hem och det är svårt att veta i vilken grad de kommer tillbaka till Storbritannien. Utträdet ur EU bidrar också till lägre arbetsutbud när inflödet av EU-medborgare minskar. Sammantaget gör det att vi kan få se flaskhalsproblem på brittiska arbetsmarknad tidigare än i andra europeiska ekonomier.

Finanspolitiken i förarsätet. I mars presenterades en budgetproposition med djärva inslag. Mitt under krisen signalerar regeringen en vilja att på sikt höja skatterna för de största företagen som ett led i att minska de budgetunderskott som krispolitiken har skapat. I nuläget verkar det dock inte troligt att det kommer att leda till att nivån på företagsskatterna kommer överstiga genomsnittet för G7-länderna. I Storbritannien väntas dock det totala skatteuttaget som andel av BNP år 2023 bli den högsta sedan slutet av 1960-talet. Som motvikt på kort sikt har dock istället regeringen lockat med ett superavdrag för att stimulera investeringar. Bank of England (BoE) intar i nuläget en avvaktande hållning. Den plan för stödköp av statspapper som presenterades i november 2020 ligger fortfarande fast och kommer antagligen att räcka. Utsikterna för tillväxt, arbetsmarknad och inflation har inte ändrats på ett sätt som motiverar någon större kursändring från BoE. Vi tror därför att styrräntan kommer att hållas oförändrad under prognosperioden.

Flera dimensioner av politisk osäkerhet. Utöver osäkerhet kopplat till brexitprocessen växer frågetecken kring unions framtida öde. Inför det skotska parlamentsvalet 6 maj har styrande SNP utlovat en ny självständighetsomröstning i händelse av en vinst, även om det konstitutionella läget är fortsatt oklart. Att oroligheter återigen blossat upp i Nordirland accentuerar varför frågan har varit en sådan stor stötesten i tidigare förhandlingar. Nordirland har hamnat i kläm mellan det gamla och det nya och hur man än vrider och vänder på frågan är det svårt se konturer av någon stabil lösning.

Ökad aktivitet efter inträdet i fas 2
Index, februari 2020 = 100 och procent



Källa: U.K. Office for National Statistics (ONS), Google, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,4	-9,8	6,4	5,8
Arbetslöshet*	3,8	4,5	5,8	5,6
Löner	3,4	1,8	2,5	2,9
KPI	1,8	0,9	1,6	2,2
Offentligt saldo**	-2,3	-14	-12	-6
Offentlig bruttoskuld**	85,4	103	107	109
Styrränta, %***	0,75	0,10	0,10	0,10
EUR/GBP***	0,85	0,89	0,84	0,87

* % av arbetskraften ** % av BNP *** Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

Tema:

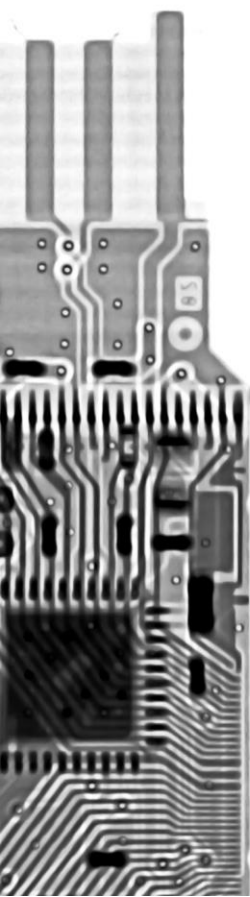
Det nya guldet

Kryptovalutor på väg in i finansmarknadernas finrum

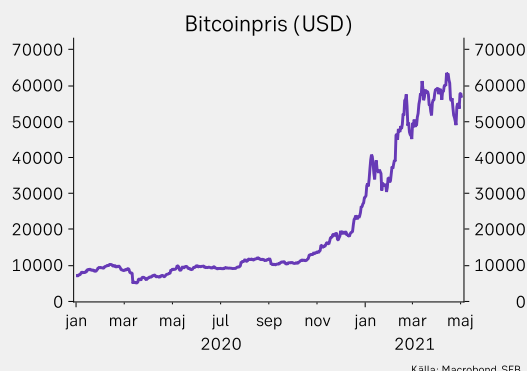
Kryptovalutor och bitcoin har haft en mycket stark värdeutveckling det senaste året och börjar nu på allvar etablera sig som ett tillgångsslag som accepteras av allt fler investerare och företag. Framtiden för kryptovalutor ser ljus ut men många hinder måste övervinnas för att de ska kunna ta en större plats och bli en naturlig del i det finansiella systemet framöver. Inte minst finns ett stort behov av regleringar av marknaden. Att en oberoende kryptovaluta som bitcoin ens på längre sikt skulle tillåtas hota de traditionella valutornas roll som betalningsmedel är osannolikt av flera skäl. Däremot kan bitcoin mycket väl fortsätta utvecklas till att bli en mer spridd investeringstillgång och ett alternativ till traditionella värdebevarare som fysiskt guld.

En av de stora vinnarna på den ökade riskaptiten och återhämtningen på finansmarknaderna det senaste året har varit kryptovalutor och framförallt bitcoin. Från att ha varit nere under USD 5 000 när marknads-
oron var som störst i mars 2020 har priset stigit till som högst USD 63 000 i år. Förutom den starka riskaptiten har bitcoin gynnats av en växande oro för att centralbankernas exempellösa penningtryckande ska komma att urholka värdet på traditionella valutor och av att flera högprofilerade investerare och företag meddelat att man börjat investera i kryptovalutor. Därtill finns numera en hel del finansiella instrument såsom en fungerande terminsmarknad för bitcoin samt fonder och andra investeringsprodukter. Sammanfattningsvis skulle man kunna förklara uppgången för bitcoin det senaste året med gynnsamma marknadsförutsättningar och en ökad acceptans för kryptovalutor som tillgångsklass.

Som för många andra tillgångar som stigit kraftigt på kort tid är risken för bubblor och priskorrekationer stor. Men för bitcoin är värderingsanalysen extra svår. Traditionella tillgångar som aktier, obligationer eller fastigheter har alla en inneboende avkastning som man kan använda för att räkna ut ett rimligt värde i förhållande till vad andra tillgångar kostar. För bitcoin och råvaror, som saknar en sådan inneboende avkastning, är det svårare att räkna fram ett rimligt värde. För många råvaror kan man ändå få en hyfsad uppfattning om hur värdet ska utvecklas genom att skapa sig en bild av efterfrågans utveckling.



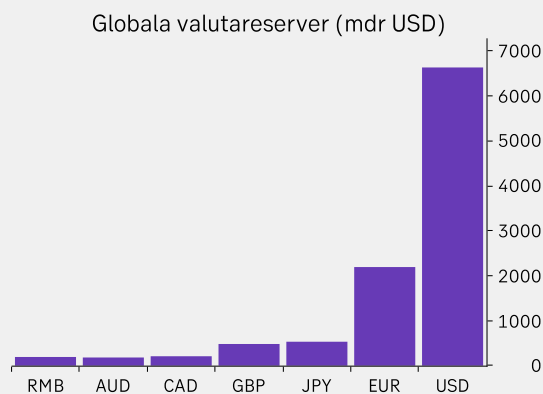
Den som gör oljeprisprognoser vet ju ungefär hur mycket olja som kommer användas i världen givet vad man tror om ekonomisk tillväxt mm. Det är svårare med bitcoin där alla prisprognoser måste grundas på ett antagande om hur spridd och använd "valutan" kommer att bli i framtiden och där är det möjliga utfallsrummet enormt. Allt ifrån de som tror att bitcoin kommer att konkurrera ut vanliga valutor till de som tror att bitcoin kommer att förbjudas och bli värdelös. Som så ofta kommer sanningen antagligen att ligga någonstans mitt emellan.



Allt fler gillar krypto. Bitcoin och kryptovalutor har tagit stora steg under de senaste åren mot att bli mer allmänt accepterade av både företag och etablerade investerare. Förra året sa en av världens mest framgångsrika hedgefondförvaltare Paul Tudor Jones att han hade investerat i bitcoin och tidigare i år meddelade Tesla att de köpt bitcoin för USD 1,5 miljarder och förra månaden bör noterades Coinbase, världens största kryptovalutabörs, i New York med ett marknadsvärde på över USD 60 mdr. Det finns mängder av andra exempel på företag och banker som meddelat att de kommer börja erbjuda olika typer av tjänster för kryptovalutor och överlag har bitcoin det senaste året tagit ett stort steg mot att bli mer allmänt accepterad som en investeringstillgång.

Skeptiska centralbanker vill bevara valutamonopol. Men även om allt fler investerare och företag omfamnar kryptovalutor så finns också många skeptiker. Bland de största motståndarna återfinns centralbanker som ser kryptovalutor som ett växande hot mot sina egna valutamonopol. Egentligen är det nog inte i första hand oberoende kryptovalutor som bitcoin de är mest oroliga för. En större huvudvärk för centralbankerna är planerna på privata valutor skapade av stora tech-företag med en fast växelkurs mot traditionella valutor (sk stablecoins). Det mest prominenta exemplet är Facebooks diem (tidigare libra) som på allvar skulle kunna bli ett stort hot mot vanliga valutor om den börjar användas för betalningar av miljarder människor runt om i världen. Ursprungligen skulle en lansering av libran skett redan i början av 2020 men projektet har mötts med stor misstänksamhet från myndigheter och politiker i USA och EU, vilket lett till både förseningar och förändringar i konceptet. Nu är tanken att lansera den nya varianten diem senare i år men inget är skrivet i sten och bli inte förvånade om det blir nya förseningar. Problemen för diem/libran är ett bra exempel på att stater och centralbanker inte är beredda att släppa

ifrån sig all den makt som valutamonopolen innebär. Framförallt USA har stora skäl att göra vad man kan för att bevara dollarans status som världens överlägset största valuta som idag används i nästan 9 av 10 globala transaktioner. Att dollarn är så dominerande ger USA, som kontrollerar utbudet av dollar, en enorm makt. Att den som vill kunna använda dollar vid sidan om dollarsedlar också är helt beroende av det amerikanska banksystemet gör bara USA:s inflytande ännu större.



Vare sig USA, EU, Kina eller något annat land med egen valuta kommer att vara intresserat av att låta bitcoin eller någon privat kryptovaluta ta över rollen som betalningsmedel. Det främsta vapnet som stater har för att bevara sina monopol är regleringar. Genom att på olika sätt begränsa användbarheten eller lagligheten av kryptovalutor kan man hindra dem från att bli ett reellt hot.

Regleringar på gott och ont. Mer regleringar av marknaden för kryptovalutor lär komma och EU har redan presenterat ett utkast för hur ett regelverk skulle kunna se ut. Men regleringar är inte bara av ondo utan ses också av de flesta som helt nödvändigt för att kryptovalutor ska kunna fortsätta att bli mer accepterade och på allvar kunna integreras i det finansiella systemet. Regleringar och bättre övervakning är viktigt för att försvåra att kryptovalutor används i olika typer av illegal verksamhet. De skulle också stärka konsumentskyddet och öka förutsägbarheten för de företag som är verksamma inom kryptovalutaindustrin.

Officiella e-valutor. Många centralbanker har också insett att en del av kryptovalutornas framgång bottnar i vanliga valutors tillkortakommanden. Traditionella valutor är helt enkelt illa anpassade för att möta de krav framtida tjänster ställer på betalningssystemet. I ett försök att råda bot på detta har många centralbanker planer på att lansera egna e-valutor som ska fungera bättre och ha fler funktioner än dagens traditionella valutor. Riksbanken har långt framskridna planer på att lansera en e-krona och i Kina har myndigheterna redan börjat testa en e-yuan bland vanliga konsumenter. Ingen av de här valutorna kommer dock gå att använda anonymt som kontanter och troligen inte heller utanför det egna landets gränser.

Bitcoin och ESG. En återkommande kritik mot bitcoin är att den virtuella gruvbrytning som sker för att utvinna nya bitcoins förbrukar stora mängder energi.

Brytningsprocessen går förenklat till så att man låter kraftfulla datorer försöka lösa ett komplicerat kryptografiskt problem genom att slumpmässigt gissa på rätt svar. Den dator som är först med att hitta en korrekt lösning belönas med några nya bitcoins och så börjar processen om igen. De datorer världen över som deltar i brytningen förbrukar stora mängder energi och förra året konsumerade bitcoinnätverket 77 TWh el, vilket motsvarar mer än hälften av hela Sveriges årliga elkonsument. På samma sätt som fler vill leta efter guld om guldpriset stiger kommer ett stigande bitcoinpris leda till att fler datorer kommer användas för bitcoinbrytning med följd att elförbrukningen ökar ännu mer. Många ser elförbrukningen som bortkastad energi men det är inte helt sant. Brytningsprocessen är det som löpande garanterar säkerheten i bitcoins blockkedja och ser till att ingen kan sälja sina bitcoins flera gånger. I den meningen kan man se elförbrukningen som en kostnad för att hålla nätverket säkert. Men det ändrar inte att energiåtgången är ett växande problem. Idag går det åt lika mycket energi för att göra en enda bitcointransaktion som för mer än 700 000 vanliga korttransaktioner. Ett växande intresse bland både investerare och företag för klimatfrågor och hållbarhet kan leda till att ESG-debatten kring bitcoin kommer att få ökat fokus. I takt med att allt fler investerare och företag vill visa att man gör vad man kan för att bidra till minskade utsläpp av växthusgaser kan energiåtgången komma att bli ett allt större imageproblem för bitcoin. Samtidigt ska man inte underskatta den tekniska innovation som sker kring kryptovalutor och några av dem har aviserat en övergång till mer energisnåla metoder för att upprätthålla säkerheten i blockkedjan som inte bygger på virtuell gruvbrytning.

Bitcoin som betalningsmedel. En Akilleshäla för bitcoin som blivit alltmer uppenbar under senare år är att valutans inte fungerar speciellt bra som betalningsmedel. Förutom problemet med att prISRörelserna är så stora att de i princip omöjliggör att sätta priser i bitcoin annat än på väldigt kort sikt så är blockkedjeteknologin, som bitcoin bygger på, långsam relativt andra betalningslösningar. Bitcoinnätverket har helt enkelt inte den kapacitet som behövs för att kunna hantera alla de transaktioner som skulle krävas för att bitcoin skulle kunna fungera som ett globalt betalningsmedel. Bitcoins blockkedja klarar idag maximalt 7 transaktioner i sekunden och det tar tio minuter för en transaktion att bli bekräftad. Det kan jämföras med VISA:s betalsystem som, trots att det har 30 år på nacken, ändå klarar 1700 transaktioner per sekund. Den tekniska utvecklingen för att snabba upp hastigheten för bitcoin och andra kryptovalutor pågår och olika lösningar har föreslagits men ännu är kapacitetsproblemet inte löst.

Krypto och kriminalitet. Ett område där bitcoin faktiskt används som betalningsmedel är inom brottslighet i olika former. De tillkortakommanden valutans har som betalningsmedel har för kriminella mer än väl uppvägs av den anonymitet transaktioner med bitcoin erbjuder. Visserligen går numer bitcointransaktioner att spåra men det är svårt och kräver mycket resurser. Dessutom finns andra kryptovalutor som är speciellt utformade

för att säkerställa att transaktioner inte ska gå att spåra. För de kriminella blir hanteringen, speciellt när pengar ska flyttas mellan länder, betydligt enklare än att använda kontanter eller försöka utnyttja svagheter i det globala banksystemet. Även om kryptovalutor används i kriminell verksamhet så är det idag antagligen en liten del av alla transaktioner. Enligt analysföretaget Chainalysis gick bara 0,34 procent av bitcoinflödena under 2020 att koppla till kända illegala tjänster, en nedgång från 2,1 procent 2019. Här finns dock en betydande underrapportering i statistiken eftersom Chainalysis inte kan identifiera flöden som härrör från t ex penningtvätt eller skatteflykt. Att framöver minska den illegala användningen av kryptovalutor kommer bli ett viktigt fokusområde i framtida regelverk och övervakning av kryptovalutamarknaden men självfallet blir det ingen enkel uppgift att lösa.

Framtiden för bitcoin. Idag används bitcoin och de flesta andra kryptovalutor i rätt liten omfattning för att göra betalningar. Istället har valutorna blivit något som köps och säljs i första hand som en finansiell investering. I sin funktion som investeringstillgång utgör bitcoin inget hot mot traditionella valutor lika lite som fysiskt guld gör det idag. Bitcoin har alltmer utvecklats till att bli en råvaruvaluta precis som det guld den är utformad för att efterlikna. Trots att bitcoin bara har funnits i drygt ett decennium så uppgår värdet av alla bitcoins idag till över USD 1 000 mdr. Det motsvarar 11 procent av värdet av allt fysiskt guld i världen. Guld äger vi idag som en investering och värdebevarare; nästan ingen använder längre guldmynt som pengar. Mycket talar för att det är den funktionen även bitcoin kommer att ha i framtiden och så länge den inte hotar de traditionella valutorna som betalningsmedel kan regeringar och centralbanker världen över låta den leva vidare. Men alla bitcoinentusiasternas ultimata dröm om att bitcoin en dag kommer att nå världsherravälde på den globala valutamarknaden ser nog ut att förbli just en dröm.

Kina

Mer balanserad utveckling

Vi har höjt BNP-prognosen för 2021 till 9,0 procent och sänkt den marginellt för 2022. Att kreditcykeln nådde en toppnivå i höstas – och nu bromsar in i linje med Pekings målsättning – dämpar Kinas tillväxt. Konsumtionen kommer dock tillbaka som viktig drivkraft för tillväxten. Vi räknar med att yuanen – på grund av flöden, räntestöd och externbalanser – återgår till sin förstärkningstrend mot US-dollar och når 6,20 i slutet av 2021.

Kinas ekonomiska återhämtning håller på att bli mer balanserad.

Vi höjde vår BNP-prognos för helåret 2021 till 9,0 procent – från tidigare 8,0 procent – efter att första kvartalets BNP-tillväxt landat på hela 18,3 procent. Som en konsekvens av detta sänkte vi prognosen för 2022 med tre tiondelar till 5,3 procent. De höga tillväxt-talen i början av 2021 speglar baseffekter (svag utveckling 2020 i pandemins början). Även nominell BNP steg kraftigt i början av året: 21,2 procent i årstakt under årets tre första månader.

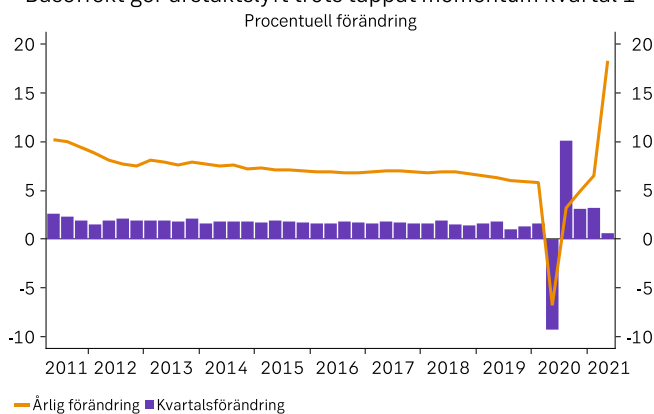
Trots höga tal – ekonomin tappade momentum i början av 2021.

Även om en viss inbromsning var väntad efter att fjärde kvartalets BNP reviderats upp till 3,2 procent var ökningen på 0,6 procent lägre än marknaden förväntat sig. Trots att tillväxten kommer att förbättras innebär vändningen i kreditcykeln att aktiviteten hålls tillbaka. Kreditimpulsen, definierad som stocken nya krediter i förhållande till BNP, nådde sin topp i oktober i fjol. Historiskt sett brukar kreditcykeln leda aktiviteten i ekonomin med 2-3 kvartal. Sedan hösten 2020 och fram till idag har cykeln varit i en nedåtgående trend. Peking har haft som prioritet att minimera de strukturella riskerna som är förenade med en alltför hög skuldsättning. Därför eftersträvar också centralbanken PBOC att upprätthålla en balanserad nivå på mängden likviditet i systemet så att den enbart motsvarar ekonomins efterfrågan. Som ett av flera ekonomiska mål för 2021 har Kina att kredittillväxten ska motsvara tillväxttakten i nominell BNP.

BNP:s drivkrafter skiftar under kommande kvartal. Även om tjänstesektorn uppvisade en 15,6-procentig tillväxt under första kvartalet är det en nivå som är lägre än före pandemin. Förklaringen är sannolikt de resetrestriktioner som infördes under det kinesiska nyåret. Lokala utbrott av covid-19 inför det sju dagar långa firandet i städer i Kinas norra provinser ledde till nya restriktioner. Det fick Peking att stänga ned resandet i närliggande omgivningar och utfärda råd för att förhindra icke nödvändigt resande. Därmed dämpades också en säsongsmässigt normalt stark tillväxtimpuls. Efter att restriktionerna lyftes i mars återhämtade sig tillväxten. Detaljhandelsförsäljningen i mars överträffade därmed utvecklingen under de föregående två månaderna. Under 2020 har privat konsumtion hållits tillbaka av en svag återhämtning för hushållens framtidsstro vilket bidragit till ett ökat sparande. Vi räknar dock med att framtidsstron kommer att förbättras med hjälp av fortsatta förbättringar i sysselsättningen. Industriproduktionen har dock tappat fart från en stark början på 2021; baseeffekterna för industrin – som återhämtade sig relativt snabbt 2020 – väntas falla ur årstalen ganska snart.

Yuanen stärks mot dollarn och når 6,20 i slutet av 2021 efter en konsolideringsperiod. Även om motgående krafter väntas hålla valutaparet stabilt under andra kvartalet så räknar vi med att förstärkningstrenden återuppstår under andra halvåret 2021. Amerikanska korträntor väntas röra sig sidledes i närtid då marknaden redan diskonterat en i förhållande till omvärlden bra BNP-utveckling; risken för USA-räntorna ligger på uppsidan när Fed ska förbereda marknaden på "tapering". Å andra sidan väntas Kinas starka externbalanser begränsa uppsidan i USD/CNY; handelsöverskottet var första kvartalet 2021 hela 117 miljarder dollar. Även utflödet av kapital relaterat till obligationshandeln som noterats senaste tid väntas vända framöver. I oktober påbörjar FTSE Russell sin process att inkludera kinesiska obligationer i sitt huvudindex vilket bedöms motsvara ett kapitalinflöde på 120-150 miljarder dollar. Därtill väntas PBOC vidhålla sin "hökaktiga" policy även när USA tar gradvisa steg mot mindre monetär stimulans.

Baseeffekt ger årstaktslyft trots tappat momentum kvartal 1



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	6,2	2,0	9,0	5,3
KPI	3,1	2,5	1,6	2,0
Offentligt saldo*	-2,8	-3,6	-3,0	-3,0
Bankernas kassakrav, %**	13,0	12,5	12,5	12,0
1-årig låneränta, %**	4,15	3,85	3,85	3,85
Inlåningsränta, %**	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvänd reporänta, %**	2,50	2,20	2,20	2,20
USD/CNY**	6,96	6,50	6,20	6,00

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

Ryssland

Politiken hämsko för ekonomin

Rysk BNP föll med 3,1 procent 2020, vilket är ett förhållandevis litet fall i jämförelse med t ex euroområdet 6,8 procent. Stigande konsumtion bland hushållen och ökade finanspolitiska stimulansåtgärder i upptakten till valet till Duman i september kommer att driva tillväxten i år. Nästa år tar stigande oljeproduktion över taktpinnen med stöd av ökad global efterfrågan. Ytterligare sanktioner mot Ryssland är att vänta, men lär inte avsevärt sänka den redan låga potentiella tillväxten.

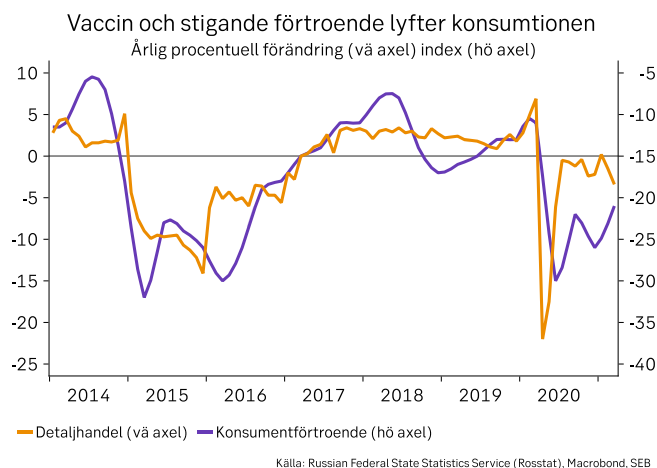
Rysk ekonomi stod emot pandemins effekter relativt väl 2020 då BNP krympte med måttliga 3,1 procent. En bidragande orsak var att de mest genomgripande restriktionerna för att säkerställa social distansering endast var i kraft mellan mars och maj 2020. Ökad smittspridning under hösten 2020 ledde endast till hårdare restriktioner på regional och lokal nivå, ej nationell. Den officiella statistiken över antal personer som blivit smittade av Corona-viruset och dött i covid-19 är låg i jämförelse med flertalet länder i Europa. Generell statistik på dödligheten i landet pekar dock mot att Ryssland drabbats ungefär lika hårt som Storbritannien. För tillfället ser landet ut att ha undvikit den kraftiga ökningen av smittspridningen som observerats i andra delar av Europa och framför allt i Indien och Latinamerika. Det är dock en kamp mot klockan. Vaccineringen av befolkningen går långsamt och ligger strax under global nivå trots att Ryssland var bland de första att utveckla och godkänna ett vaccin, Sputnik V.

Återhämtningen andra halvåret 2020 var robust men mattades av första kvartalet 2021 på grund av stagnerande privat konsumtion. Låg oljeproduktion utgjorde också en motvind för industriproduktionen och ekonomin, även om tillverkningsindustrin var en ljuspunkt med ökningstakt på 0,9 procent under de första tre månader 2021. När vi blickar framåt ser det bättre ut. Arbetslösheten är på väg ner och konsumtionen väntas återhämta sig under sommaren. Oljeproduktionen kommer sannolikt bli den främsta ekonomiska drivkraften från och med tredje kvartalet 2021 tack vare stigande global efterfrågan. Överenskommelsen med OPEC innebär att produktionsnedskärningar tas bort i takt med att pandemirelaterade restriktioner gradvis lättas globalt. Vår prognos är att BNP växer med 3,8 procent 2021 och med 2,9 procent 2022. Inbromsningen nästa år är ett resultat av strukturella svagheter i rysk ekonomi, t.ex. utbredd korruption, svag äganderätt och ineffektiva statliga företag, vilka i kombination med internationella sanktioner ger en låg potentiell tillväxt på runt 2,5 procent.

Inflationen har stigit mer än väntat. Konsumentprisindex steg med 5,8 procent i årstakt i mars 2021 vilket är en bra bit över inflationsmålet på 4,0 procent. Även om prisökningen drivits av energi- och matpriser har även kärninflationen stigit till runt 5,4 procent. En del av ökningen är tillfällig, men centralbanken stramade åt penningpolitiken i mars och i april 2021 för att stävja stigande inflationsförväntningar och ge stöd åt rubeln. Centralbanken har varit mån om att bygga upp ett rykte om att inte kompromissa när det gäller inflationsmålet och lär höja styrräntan ytterligare från nuvarande 5,0 till 5,5 procent innan slutet på 2021. Vi väntar oss att styrräntan slutar på 6,0 procent 2022.

Försiktig användning av finanspolitiskt utrymme. Finanspolitiken kommer att kännetecknas av försiktighet då myndigheterna vill bygga upp buffertar och minska beroendet av privata kreditgivare för att minimera sårbarheten för eventuella ytterligare och mer långtgående sanktioner. Ett skolstartsbidrag till alla barnfamiljer i augusti 2021 och en viss ökning av infrastrukturinvesteringar är dock att vänta innan parlamentsvalet i september 2021.

Risk för spänningar med USA har stigit med Biden i Vita huset. USA införde nya sanktioner mot Ryssland den 15 april 2021. De flesta åtgärder riktades mot organisationer och individer inom rysk säkerhetstjänst, vilket begränsar effekterna på ekonomin i helhet. De nya restriktionerna tillsammans med befintliga åtgärder kommer dock att långsiktigt hålla tillbaka potentiell tillväxt och ekonomisk utveckling i landet. Hot om ytterligare sanktioner kommer också dämpa investeringsviljan och tillväxten.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,0	-3,1	3,8	2,9
KPI	4,5	3,4	4,7	3,9
Statsskuld*	13,8	19,3	18,1	17,7
Bytesbalans*	5,8	2,8	3,5	3,5
Löner (nominella)	7,3	5,8	8,0	7,0
Styrränta, %**	6,25	4,25	5,50	6,00
USD/RUB**	61,9	74,0	71,0	75,0

* % av BNP; ** Vid årets slut.

Källa: IMF, Rosstat, Ryska centralbanken, SEB

Norden

Sverige

Kvardröjande restriktioner hämmar i närtid men uppdämda behov gör att återhämtningen tar fart under andra halvåret. Dämpade löneökningar bidrar till att inflationen blir obekvämt låg men Riksbanken avstår från minusränta.

Sida 37

Norge

Utsikterna har stärkts i år när finanspolitiska stimulanser och uppdämd efterfrågan ger stöd åt konsumtionen. Norges Bank går i bräsch och höjer räntan redan i år.

Sida 43

Danmark

Ekonomi ser ut att öppnas upp tidigare än väntat. Bostadsmarknaden är glödhet trots svag framtidstro hos hushållen. Arbetsmarknaden har en del att ta igen men redan nästa år närmar sig full sysselsättning.

Sida 45

Finland

Hälsomässigt och ekonomiskt har Finland klarat sig relativt bra det senaste året. EU:s stödpaket ger nu en skjuts till investeringarna men utsikterna dämpas av svag produktivitetstillväxt.

Sida 46

Sverige

Stark återhämtning andra halvåret

Kvardröjande restriktioner hämmar ekonomin den närmaste tiden. Därefter skapar uppdämda behov och fortsatta stimulanser goda förutsättningar för en snabb återhämtning. Med en BNP-tillväxt kring 4 procent både 2021 och 2022 är vi under nästa år tillbaka på trenden före krisen. Låga löneökningar och starkare krona gör ändå att inflationen blir obekvämt låg för Riksbanken. Vi tror dock att man undviker att sänka reporäntan till negativa nivåer och att obligationsköpen fortsätter enligt plan.

Tillväxten tar fart andra halvåret

Förnyad smittspridning i slutet av 2020 innebar att återhämtningen i mitten av året bröts. Nedgången de senaste kvartalen har dock blivit mildare än befarat och första kvartalet 2021 ökade BNP med hela 1,1 procent. Omfattande smittspridning gör att lättnader i restriktionerna troligen dröjer något längre än i grannländerna. Tidigast i juni räknar vi med någon substantiell förändring, vilket dämpar tillväxten andra kvartalet. Därefter finns goda utsikter för snabb återhämtning. Trots besvikelser avseende återöppnandet har en oväntat stor motståndskraft i början på året bidragit till att BNP-tillväxten för innevarande år justeras upp till 4,5 procent (från 2,8 procent i förra Nordic Outlook). Uppdrivet hushållssparande talar för en stark konsumtionstillväxt när restriktionerna mer tydligt lättar och vi räknar också med att det stora fiskala manöverutrymmet leder till nya finanspolitiska satsningar för 2022. Vi står fast vid prognosen om stark tillväxt även 2022 även om prognosen justerats till 4,0 procent från 4,8 procent, vilket innebär att BNP under året är tillbaka på den trend som gällde före pandemins utbrott.

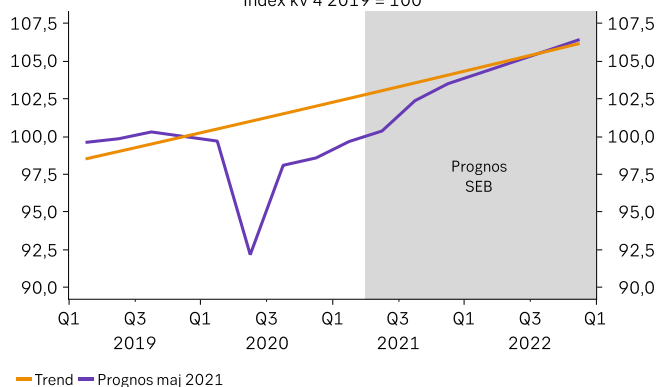
Optimismen har återvänt i näringslivet. Sentimentsindikatorerna har stigit påtagligt de senaste månaderna. Det gäller särskilt inköpschefsindex PMI, där nu även tjänstesektorns nivåer ligger i paritet med historiska toppnivåer. Under våren har även KI-barometern stigit betydligt. Uppgången var inledningsvis mer koncentrerad till industrin men i april steg förtroendet brant med rekordstora uppgångar i både detaljhandeln och andra tjänstesektorer. Generellt tror vi att barometerdata ger en lite för ljus bild av läget bl a för att de lyfts av förväntningar på starka uppgångar när restriktionerna väl lättar. Detta bekräftas av relativt svaga produktionsdata första kvartalet. Vikande efterfrågan från Västeuropa bidrog till att industriproduktionen tappat kraft men den ligger ändå inte långt från förkrisnivån. Varuexporten låg under fjärde kvartalet bara någon procent under nivån i början av 2020 och väntas redan under andra kvartalet vara tillbaka på tidigare trend. Komponentbrist, främst avseende halvledare till fordonsindustrin, är en faktor som hämmar produktionen i närtid. Detta slår relativt hårt mot Sverige eftersom exporten av fordon står för 13,5 procent av total varuexport. En längre period med produktionsstopp skulle därför få stort genomslag på tillväxten. Framöver blir återhämtningsförloppet för tjänsteexporten viktigt. Trots en oväntad uppgång fjärde kvartalet ligger vi fem procent under förkrisnivån och någon ljusning i närtid är inte sannolik. Det är därtill inte heller sannolikt att affärsresandet, som står för nästan halva exporten av resetjänster, kommer tillbaka till tidigare nivåer ens på längre sikt.

Investeringarna har stått emot krisen relativt väl och efter ett tillfälligt fall våren 2020, drivet av maskininvesteringar, är vi nu tillbaka på förkrisnivån. Utsikterna för stigande investeringar framöver är goda, i takt med fortsatt återhämtning på maskinsidan. Dessutom visar bostadsinvesteringarna tecken på att stiga igen efter några års nedgång samtidigt som de offentliga investeringarna bidrar till uppgången. Fastighetsinvesteringar utanför bostadssektorn vände dock ner under 2020: en utveckling som troligen fortsätter både i år och nästa år.

Starka hushåll redo att konsumera

Trots att restriktionerna för detaljhandeln bara gällde vissa perioder under 2020 föll konsumtionen med 4,7 procent, vilket är mer än den gjort sedan SCB:s tidsserie startade 1950. Även om framtidsoro och stigande arbetslöshet kan ha haft viss effekt beror fallet främst på att restriktioner hindrat konsumtion av främst turist- och transporttjänster. Trots utvidgade restriktioner har konsumtionen återhämtat sig i oväntat hög grad hittills i år, vilket delvis förklaras av en viss uppgång för turismen. Både turist- och transporttjänster ligger dock

BNP tillbaka på trend i slutet av 2022
Index kv 4 2019 = 100



Källa: SCB, SEB

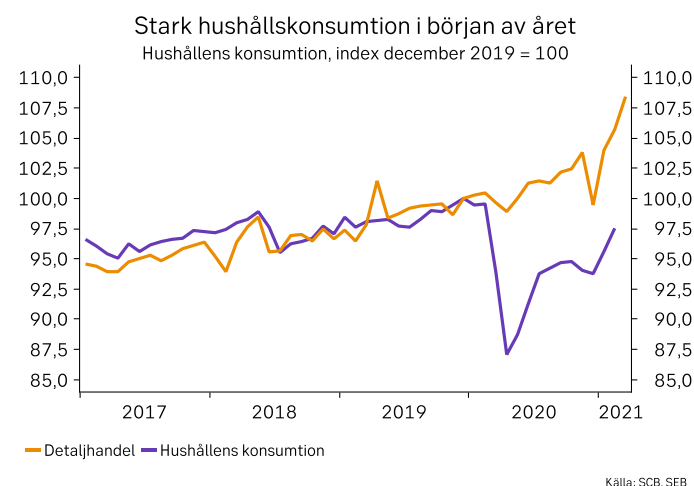
Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,4	-2,8	4,5	4,0
Arbetslöshet*	7,1	8,6	8,7	7,5
Löner	2,5	1,7	2,4	2,5
KPIF	1,7	0,5	1,6	1,3
Offentligt saldo**	0,6	-3,1	-2,1	-1,0
Offentlig bruttoskuld**	35,0	39,9	38,5	35,5
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,50	10,04	9,90	9,70

* % av arbetskraften ** % BNP *** Vid årets slut. Källa: SCB, SEB

fortfarande 10 till 25 procent lägre än före krisen. En tydlig normalisering är dock inte möjlig förrän restriktionerna i Sverige och omvärlden lättar mer allmänt. Det lär inte ske före sommaren, vilket gör att konsumtionen ligger kvar på en låg nivå även andra kvartalet. När resandet väl öppnar upp så är förutsättningarna för en kraftig uppgång goda. Hushållens inkomster föll visserligen med en knapp procent under 2020 men det förklaras helt av slopade aktieutdelningar, vilket i hög grad reverseras i år. Stigande sysselsättning, lite högre reallöneökningar samt finanspolitiskt stöd bidrar också till starkare inkomster framöver. Tillsammans med sparande på rekordnivåer talar detta för en starkt stigande konsumtion från och med andra halvåret i år.

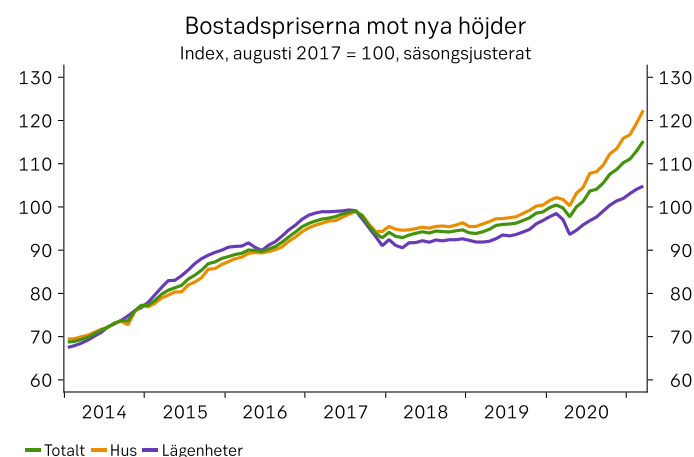


Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Real disponibel inkomst	3,3	-0,8	4,3	3,2
Privat konsumtion	1,2	-4,7	4,0	3,7
Sparkvot	16,1	17,9	17,5	17,6

Källa: SCB, SEB



Bostadspriserna fortsätter upp. Huspriserna har fortsatt att stiga i rekordhög takt. Under första kvartalet steg priserna med nästan 5 procent jämfört med december (säsongsjusterat) och i årstakt noterades en 15-procentig uppgång i mars. Uppgången följer en internationell trend men är ändå anmärkningsvärd med tanke på den måttliga nedgången i svenska bostadspriser. Tillfälliga lättnader i amorteringskravet kan ha bidragit men relativt få hushåll tycks dock ha slutat att amortera. Ett skifte mot andra utgifter när ekonomin öppnar upp, återinfört amorteringskrav i augusti samt alltmer uppdrivna prisnivåer talar för att prisökningstakten saktar in. Vi räknar med ökning på 7-8 procent i år och ytterligare fem procent 2022. Att SEB:s Boprisindikator tyder på fortsatt uppgång i närtid bidrar till uppåtrisker i prognosen på kort sikt.

Arbetslösheten reverserar uppgången 2020

Efter en nedgång i sysselsättningen på som mest 3 procent förra våren återhämtade sig arbetsmarknaden under andra halvåret. Ungefär halva jobbnedgången togs tillbaka samtidigt som arbetslösheten vände ned efter att ha toppat på 9,5 procent i juni. Den stora omläggningen av Arbetskraftsundersökningen (AKU) i spåren av nya instruktioner från Eurostat gör statistiken mycket svårtolkad. Det uppmätta fallet i sysselsättning på ca 1,5 procent i början av 2021 beror troligen helt på nya definitioner. När restriktioner återinfördes i slutet av förra året kunde man skönja mindre svaghetstecken i indikatorer på arbetsmarknaden och nedgången i arbetslöshet stannade då tillfälligt upp enligt Arbetsförmedlingens alternativa mått. Därefter har dock detta mått fortsatt nedåt och flertalet sysselsättningsindikatorer har förbättrats. SCB kommer att presentera länkade tids-serier som korregerar för metodomläggningen men detta ska ske tidigast i slutet av året. För att få en bild av utvecklingen har vi skapat egna länkade tidsserier. Enligt våra beräkningar planade sysselsättningen ut runt årsskiftet. Därefter tycks återhämtningen ha fortsatt. Vi räknar med att förbättringen av arbetsmarknaden med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet fortsätter och att denna utveckling accelererar under andra halvåret. I slutet av prognosperioden är arbetslösheten tillbaka på samma nivåer som i början av 2020.

Måttliga löner och stark krona ger låg inflation

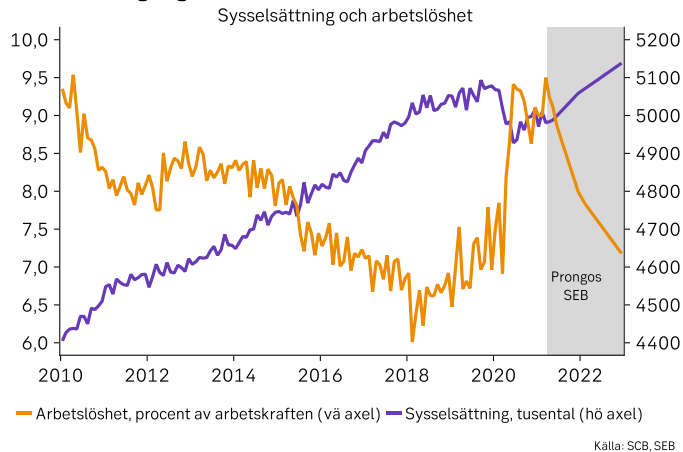
Fallande arbetslöshet och stigande resursutnyttjande talar för en viss acceleration i löner de närmaste åren. Men löneavtal på 2,3 procent per år fram till slutet av första kvartalet 2023 gör att vi troligen kommer tillbaka till mönstret före pandemin med totala löneökningar runt 2,5 procent. Under perioden 2016-2019 var löneökningarna utöver avtal historiskt låga och det finns inga starka skäl att tro att situationen ska förändras under prognosperioden. Måttliga löneökningar i kombination med prispress på importerade varor talar för att inflationen förblir låg de närmaste åren. Inflations-takten har visserligen stigit i början på 2021 men drivkrafterna ser ut att vara en kombination av baseffekter från låga priser under förra våren och förskjutningar i säsongsmönstret till följd av en kraftigt reducerad vikt för utrikesresor. Båda dessa faktorer kommer att reverseras under sommaren och efter en viss uppgång i april räknar vi med att inflationen tydligt vänder nedåt. Efter ett lite svängigt första halvår stabiliseras KPIF exklusive energi kring en procent. Under 2022 sker en långsam ökning i takt med att effekterna av starkare krona avtar. Hoten mot den låga inflationen kommer i första hand från internationella priser där stigande priser på livsmedel skulle kunna leda till högre inflation under senare delen av 2021.

Riksbanken i vänteläge

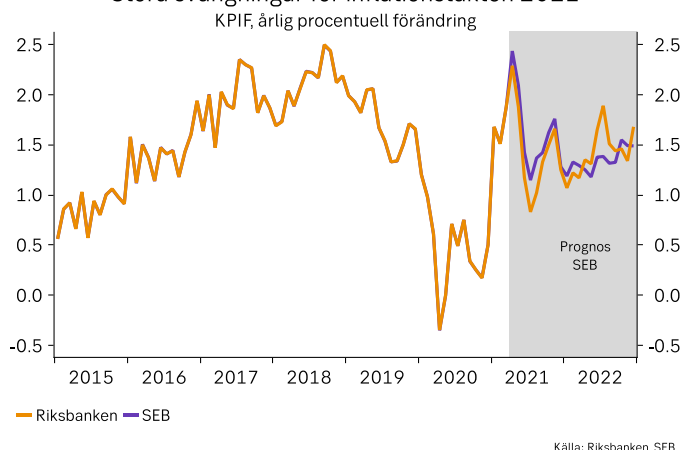
Efter att Riksbanken under 2020 regelmässigt levererat lättnader har penningpolitiken lämnats oförändrad på årets två första möten.

KPIF har överraskat något på nedsidan men den realekonomiska utvecklingen har fortsatt att gå åt rätt håll och den starka uppgången i USA har minskat risken för stora bakslag. Utsikter för högre inflation i USA i kombination med en viss uppgång i inflationsförväntningarna bidrar också till att riksbanksdirektionen inte känner sig pressad att leverera ytterligare stimulanser. Flera ledamöter signalerar också en ökande tveksamhet avseende nyttan av utöka obligationsköp i en situation med allmänt nedpressade räntor och räntemarginaler.

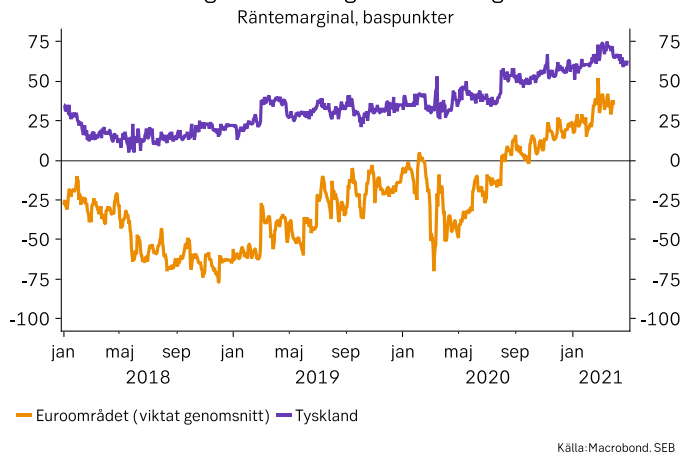
Snabb nedgång för arbetslösheten från andra halvåret 2021



Stora svängningar för inflationstakten 2021



Högre räntemarginal för Sverige



Vi tror därför att köpen gradvis trappas ned i år enligt planen från november och att Riksbankens köp nästa år kommer att vara i samma storleksordning som förfallande obligationer. Detta innebär att Riksbanken trappar ned tidigare än de stora centralbankerna. Fed trappar visserligen ned på köpen från oktober men fortsätter ändå öka sina innehav under större delen av 2022. ECB väntas fortsätta sina köp i nuvarande takt åtminstone fram till våren 2022 och utöka sin balansräkning under hela 2022. Givet prognosen om låg inflation kan Riksbankens tidigare nedtrappning verka ologisk men ett begränsat utbud av statsobligationer försvårar för Riksbanken att öka sin balansräkning. Riksbanken kan visserligen köpa mer bostadsobligationer men den allt hetare bostadsmarknaden skapar en motvilja mot att utöka dessa köp.

Räntesänkningar kan inte uteslutas. Direktionens huvudlinje kommer dock även framöver att vara att den finansiella stabiliteten är regeringens och Finansinspektionens ansvar. Det är därför sannolikt att man är beredd till ytterligare stimulansåtgärder om bilden skulle förändras. Utvidgade obligationsköp är då tänkbare men flera direktionensledamöter antyder att obligationsköpen har kommit till vägs ände och att en räntesänkning är nästa steg om penningpolitiken behöver göras mer expansiv. Budskapet att en sänkning är möjlig om trovärdigheten för inflationsmålet hotas har upprepats. En tydligare överraskning på nedsidan för inflationen, t.ex. drivet av en kronförstärkning på ytterligare 5-6 procent från nuvarande nivåer, skulle kunna pressa ned inflationen till under 0,5 procent under 2022. Ett sådant scenario skulle sannolikt göra att Riksbanken åter sänker reporäntan till negativt territorium. Huvudprognosen fortsätter dock vara att räntan ligger kvar på noll under hela prognosperioden.

Sverige har blivit ett högränteland i Europa. Svenska obligationsräntor har det senaste året stigit i spåren av högre USA-räntor. Uppgången har varit större än för de flesta europeiska länder och räntemarginalen för en 10-årig statsränta mot Tyskland har stigit från 20 punkter i mitten av 2018 till ungefär 75 punkter i början av 2021; i paritet med de högsta nivåerna sedan mitten av 1990-talet. Till stor del förklaras uppgången av Riksbankens två räntehöjningar 2018 och 2019, men drivkrafterna för uppgången det senaste året är inte lika tydliga. Förväntningar om att Riksbanken ska höja räntan tidigare än ECB kan vara en förklaring. Eftersom vi tror att dessa förväntningar är överdrivna har vi under en tid haft vyn att svenska räntor ska närma sig de tyska något och under våren har vi sett en rörelse i denna riktning. Marknadens fortsatt hökaktiga prissättning i kombination med utsikter för fallande inflation i Sverige talar för att räntemarginalen fortsätter nedåt och vi räknar med att marginalen mot Tyskland faller till 50 punkter i slutet av kvartal tre. Utsikterna för nästa år är mer blandade. Att ECB fortsätter köpa obligationer i hög takt även nästa år medan Riksbanken bara återinvesterar förfallande obligationer talar för att räntemarginalen kan stiga. Samtidigt är det statliga lånebehovet i Sverige lågt och utstående obligationer utanför Riksbanken växer bara långsamt från en mycket låg nivå. Det är också noterbart att svenska 10-årsräntan för första gången sedan finanskrisen ligger högre än ett vägt genomsnitt för euroområdet: det är faktiskt bara Italien och Grekland som ligger tydligt över Sverige. Det talar emot att de minskade obligationsköpen från Riksbanken får någon stor effekt på svenska räntor och vi räknar med att marginalen mot Tyskland ligger kvar på 50 punkter under 2022.

Tema:

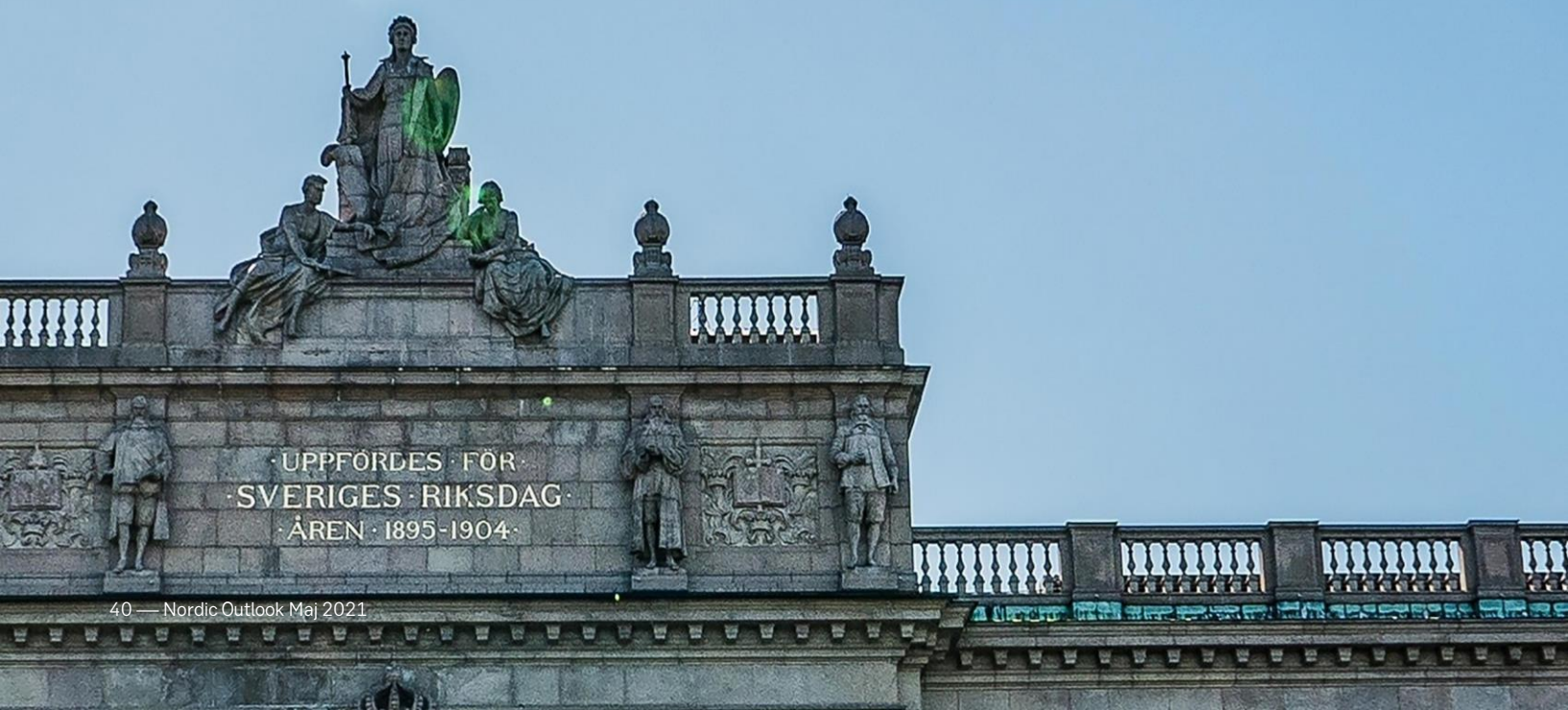
Svenska statsfinanser

Motståndskraften utmanar strikt tillämpning av ramverk

Till skillnad från situationen i många andra länder blir de finanspolitiska stimulanserna i Sverige klart större 2021 än 2020. Sammantaget är dock stimulansdosen för de båda åren mindre än i omvärlden generellt. Tillsammans med en relativt mild BNP-nedgång 2020 bidrar detta till att de svenska offentliga finanserna klarar krisen relativt väl. Vår bedömning är att den offentliga skulden toppar runt 40 procent. Frågan är i vilken grad befintligt stimulansutrymme kommer att utnyttjas framöver. När partierna i januariöverenskommelsen i höst ska leverera sin sista budget är man säkert måna om att undvika en kraftig åtstramning valåret 2022. Men å andra sidan är budgetramverkets ställning stark och såväl dess väktare i myndighetsvärlden som oppositionen lär komma med kritik.

Pandemin fortsätter att styra budgetprocessen

Det utdragna pandemiförloppet har lett till ett frekvent flöde av ändringsbudgetar istället för den normala ordningen med en sammanhållen budgetproposition i september och en vårproposition i april. Förra året levererade regeringen ändringsbudgetar vid inte mindre än 12 tillfällen och hittills i år har redan sex stycken presenterats, förutom vårpropositionen den 15 april. Det är onekligen stora insatser som gjorts och regeringen anger en totalsumma på ca 420 miljarder kronor för de åtgärder som hittills annonserats. Frekventa ändringsbudgetar och ett ännu större antal presskonferenser från regeringens sida har bidragit till att det inte varit enkelt att få en överblick över hur insatsernas storlek. Liksom i många andra länder har det framför allt varit svårt att avgöra hur stora de egentliga budgeteffekterna av alla åtgärder verkligen kommer att bli. Men när vi nu fått budgetutfallet för 2020 på plats och dessutom kan se regeringens bedömning av utvecklingen 2021 och 2022 blir bilden lite klarare.



Låg utnyttjandegrad av krissystemen

Den svenska krispolitiken har huvudfokus legat på rädda jobb och företag i så hög grad som möjligt. Medan de amerikanska åtgärderna dominerats av olika former av kontantstöd har hushållens inkomster i Sverige och andra liknande länder hållits uppe med hjälp av permitteringsstöd och ordinarie trygghetssystem. Det har varit svårare att bedöma i vilken grad denna typ av stödåtgärder verkligen utnyttjats. Gradvis har det blivit tydligare att systemen på bred front använts mindre än väntat, speciellt när det gäller utställda garantier och lånefaciliteter. Till slut stannade det statliga lånebehovet för 2020 på 221 miljarder kronor, vilket kan jämföras med de 400 miljarder som Riksgälden förutspådde i maj 2020. Detta berodde delvis på att BNP-nedgången blev mildare än väntat, vilket kan kopplas till att stödsystem i sig dämpade osäkerheten. Men det ligger sannolikt också en hel del i den kritik som framförts om byråkratiskt krångel, långa väntetider samt oaptitliga villkor kopplade till en del stödåtgärder.

Utökad stimulansdos 2021. Budgetpropositionen i höstas innehöll förslag på ca 100 miljarder i ökade utgifter för 2021. Dessa har sedan kompletterats i extrabudgetar och vårpropositionen och regeringens bedömning är att satsningar för 2021 totalt nu uppgår till 260 miljarder jämfört med 161 miljarder för 2020. Till skillnad från situationen i de flesta andra länder blir således åtgärderna blir mer omfattande i år än för 2020. Vår bedömning är därtill att det utdragna pandemiförloppet gör att vi får se satsningar på ytterligare 25 miljarder för innevarande år.

Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt budgetunderskott, % av BNP. Positivt tal innebär stimulanseffekt och tvärtom.

	2020	2021	2022	2020-22
OECD	5,0	0,0	-2,5	2,0
USA	5,5	0,5	-3,5	2,5
Japan	5,5	-2,0	-1,5	2,0
Euroområdet	3,0	0,5	-1,5	2,0
Storbritannien	7,0	-1,5	-3,0	2,5
Sverige	2,0	1,0	-1,0	2,0

Källa: OECD, SEB

Starka finanser i internationellt perspektiv

Trots historiskt exceptionella åtgärder ser man nu att de svenska insatserna, främst under 2020, varit måttliga i ett internationellt perspektiv. Vi har den senaste tiden lyft fram förändringen av den offentliga sektorns strukturella saldo som det vanligaste sättet att jämföra den aktiva finanspolitikens inriktning mellan olika länder. För hela OECD-området motsvarar stimulansimpulsen ungefär 5 procent av BNP år 2020. För svensk del stannade dosen vid ca 2 procent av BNP.

Stora prognoskillnader för 2021. Regeringens nya prognos för de offentliga finanserna indikerar en kraftig upptrappning av stimulanserna för 2021. Trots en BNP-tillväxt över trend stiger budgetunderskottet till 4,5 procent av BNP från 3,1 procent 2020 (se tabell

nedan). Både vår och Konjunkturinstitutets bedömning är dock att regeringen troligen överskattar effekterna av sin politik (t ex drar KI och ESV bort ca 30-40 miljarder i stimulanser i år jämfört med regeringens prognoser). Det kan delvis bero på att man utgår från att systemen ska utnyttjas i högre grad än förra året. Vår bedömning är istället att budgetunderskottet sjunker i år och att stimulansdosen för 2021 hamnar på 1 procent av BNP.

Offentliga finanser

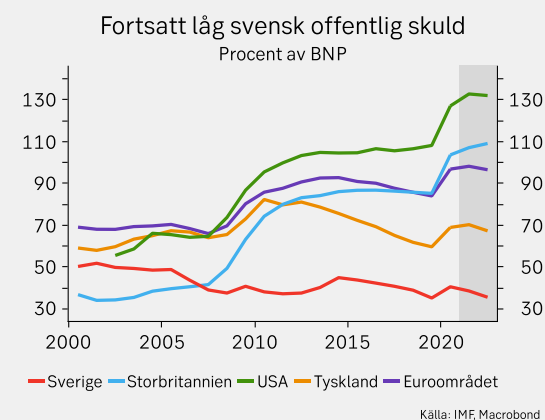
Procent av BNP

	2019	2020	2021	2022
SEB				
Finansiellt sparande	0,6	-3,1	-2,1	-1,0
Offentlig bruttoskuld	35,0	39,9	38,5	35,5
Regeringen				
Finansiellt sparande	0,6*	-3,1	-4,5	-1,0
Offentlig bruttoskuld	35,1*	40,5	38,5	35,5

Källa: SCB, SEB, *KI

Offentlig skuld kulminerar runt 40 procent av BNP. I

vilket fall som helst är huvudbilden att de svenska offentliga finanserna visat stor motståndskraft mot krisen. Statsskulden ser ut att toppa runt 40 procent av BNP, vilket innebär att skillnaden gentemot de flesta andra länder växer ytterligare. Man bör visserligen då beakta effekterna av hanteringen av valutaserven där Riksbanken nu ersätter upplåning via Riksgälden med att köpa utländsk valuta för nytryckta kronor, vilket minskar den offentliga skuldkvoten med knappt 5 procentenheter åren 2020 till 2022.



Budgeten för 2022 avslutar Januariarbetet.

Höstens budget blir ett första test på hur frihetsgraderna i finanspolitiken kommer att användas. Regeringens prognos är att budgetunderskottet ska sjunka ända ned till 1 procent av BNP, vilket skulle innebära en rejäl åtstramning för 2022. Men denna kalkyl bör ses som ett tekniskt antagande eftersom man inte kan föregripa "januaripartiernas" förhandlingar. Förhandlingsläget lär påverkas av att de fyra partierna kommer att hamna i olika läger i valrörelsen, efter Liberalernas beslut att verka för en moderatledd regering. När samarbetsavtalet nu ska avslutas blir det särskilt viktigt för Centern och Liberalerna att bocka av åter-

stående strategiska punkter i det ursprungliga 73-punktsprogrammet. Om Centern på ett trovärdigt sätt ska kunna hålla dörren öppen för fortsatt samarbete med Socialdemokraterna gäller det att kunna att visa upp liberala framgångar i den ekonomiska politiken den gångna mandatperioden.

Måttlig åtstramning trolig 2022. Pandemins utdragna förlopp gör också att vissa krisrelaterade satsningar behöver förlängas. Därtill lär alla inblandade parter vara måna om att undvika en rejäl åtstramning under valåret 2022. Men det blir ändå svårt att matcha satsningarna under 2021. Vår bedömning är att vi landar på tillskott runt 150 miljarder för 2022. Det innebär att åtstramningsdosen stannar vid ungefär 1 procent av BNP. Exempel på åtgärder som troligen förlängs i ett medelfristigt perspektiv är höjd a-kassa och permanent högre nivå på statsbidragen till kommuner och regioner bl a för att underlätta hanteringen av all vård man tvingats skjuta upp under pandemin. De svagheter i samhället som pandemin har exponerat kan också motivera satsningar på hälso- och sjukvård, krisberedskap och investeringar. Nya gröna satsningar lär också komma men de är ofta av mer långsiktig karaktär.

Ramverksförändringar på längre sikt?

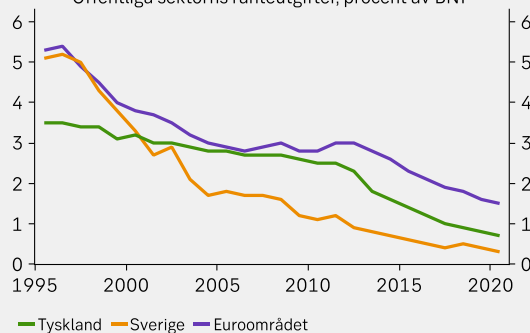
Det har hittills funnits en bred politisk enigheten om krispolitiken: om något har oppositionen kritiserat regeringen för senfärdighet och passivitet. Med tanke på det betydande BNP-fallet 2020 kan man inte heller säga att politiken brutit mot det finanspolitiska ramverket. När den ekonomiska situationen nu gradvis normaliseras lär debatten om tillämpningen av ramverket bli hetare. Det finns en rad argument för en fortsatt offensiv finanspolitik. Arbetslösheten kommer att vara fortsatt hög de närmaste åren. Detta beror visserligen i hög grad på strukturella faktorer, främst svårigheter att integrera lågutbildade med dåliga språkkunskaper på arbetsmarknaden. Men det är ändå troligt att en offensiv finanspolitik skulle öka möjligheterna för dessa grupper att få jobb. Därtill signalerar Riksbanken att man välkomnar finanspolitiskt understöd för att slippa alltför dramatiska penningpolitiska åtgärder. Det är också värt att komma ihåg att det för bara några år sedan fanns ett brett missnöje i samhällsdebatten när det gällde vissa konsekvenser av negativa styrräntor, t ex i form av svag och volatil valuta eller eskalerande bopriser.

Internationella varningar har begränsad relevans. En mjukare tillämpning av ramverket skulle också ligga väl i linje med den internationella huvudtenden. Inom euroområdet har krav på lättnader i Maastrichtkriterierna börjat få visst stöd från Tyskland. Man kan visserligen se tecken på att internationella organisationer inte längre entydigt bejakar en expansiv politik utan också poängterar att åtgärder på sikt behöver vidtas för att minska underskott och skuldsättning. Sådana varningar har dock begränsad relevans för Sverige med tanke på att statsskulden redan är låg i såväl ett historiskt som internationellt perspektiv.

Stark uppslutning bakom ramverket. Nästa formella översyn av ramverket kommer först efter valet 2026. Innan dess lär dock konflikten mellan överskottsmål

och skuldankare åter aktualiseras. Om det nya överskottsmålet från översynen 2018 på 0,33 procent av BNP ska uppfyllas kommer den offentliga skulden snart att glida en bra bit under ankaret på 35 procent av BNP. Det mest sannolika är nog ändå att nästa mandatperiod kommer att präglas av en försiktig finanspolitik som gör att statsskulden sjunker till nivåer som skapar materialbrist på obligationsmarknaden. Nuvarande läge är på de flesta sätt väsenskiild från förhållandena under 1990-talskrisen; t ex motsvarar räntekostnaderna på statsskulden idag 0,2 procent av BNP jämfört med drygt 5 procent i mitten på 1990-talet. Ändå dyker paralleller till 1990-talets kris ständigt upp i debatten när mindre avvikelser från ramverket hotar. Det finns nu t ex en rad myndigheter som, mer eller mindre självpåtagat, har ett uppdrag att larma om avvikelser från en strikt tillämpning. Detta har i sin tur stor betydelse för det mediala tonläget i frågan.

Sjunkande räntebörda trots högre skuldnivåer
Offentliga sektorns ränteutgifter, procent av BNP



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Nya politiska block försvårar reformpolitik? Man kan också fundera på det politiska systemets förmåga att hantera framtida ekonomisk-politiska utmaningar i ett lite bredare perspektiv. Under ett antal år har det funnits en ganska bred samsyn om behovet av nytt helhetsgrepp inom skatte- och bostadspolitiken. Flera expertutredningar i frågan har landat i slutsatsen att inkomstskatterna borde sänkas och olika former av kapitalsskatter borde höjas för att förbättra ekonomins funktionssätt och göra det svenska skattesystemet mer likt omvärldens. Det har dock saknats tydlig politisk vilja att få till stånd en bred uppgörelse. Som de politiska blocken nu tycks formera sig är det svårt att skönja någon förändring. Båda regeringsalternativen ser ut att få inbyggda motsättningar när det gäller ekonomisk-politik. Socialdemokraterna är internt splittrade och kan dessutom ställas inför uppgiften att balansera Vänsterpartiets och Centrums diametralt motsatta ekonomisk-politiska program. På den andra kanten kommer Sverigedemokraterna sannolikt att vara måna om att behålla det omfattande stöd man byggt upp bland LO-grupper. Det gör att man på viktiga områden kommer att motsätta sig en mer klassisk borgerlig ekonomisk politik. Att de båda regeringsalternativen i grunden inte formas utifrån en klassisk höger-vänsterskala kan på så sätt försvaga handlingskraften i den ekonomiska politiken. Detta kommer nog också att påverka den svenska benägenheten att följa de internationella trender inom skattepolitiken som vi nu börjar skönja.

Norge

Norges Bank sticker ut och höjer räntan

Efter en tillfällig inbromsning under inledning av 2021 har utsikterna för en stark återhämtning senare i år stärkts. Finanspolitiska stimulanser, högt sparande och uppdämd efterfrågan ger stöd åt konsumtionen. Arbetslösheten väntas också vända ner när restriktioner lättar. Förbättrade tillväxtutsikter i kombination med stigande bostadspriser innebär att Norges Bank höjer räntan redan i år. Kortsiktig osäkerhet kring vaccinationer innebär dock att banken väntar till december.

Nya restriktioner innebär att återhämtningen dröjer

Trots en andra våg av smitta och nya restriktioner blev avslutningen på 2020 bättre än befarat och fastlandsekonomin växte med 1,9 procent under kvartal 4. Nedgången för helåret 2020 stannade därmed på 2,5 procent. Utvidgade restriktioner tynger dock ekonomin också i början av 2021. Restriktionerna den senaste tiden har varit de tuffaste sedan mars ifjol och lokala smittutbrott har gjort att bl a Oslo- och Bergenområdena tidvis varit nästan helt nedstängda. Sedan slutet av januari har nästan all inresa i landet stoppats. De allra senaste tiden har vissa lättnader gjorts och processen fortsätter i takt med att virusspridningen dämpas och vaccineringsprocessen fortskrider. I ett andra steg i maj ska lättnader för restriktioner avseende social distansering, evenemang och inrikes resor övervägas. I steg tre släpps dessa ytterligare och i steg fyra bör det mesta ha normaliserats även om vissa inrese-restriktioner troligen kommer att ligga kvar. Regeringens bedömning är att steg fyra kan genomföras under sommaren. Folkhälsomyndighetens rekommendation att slopa AstraZenecas, och troligen också Johnson & Johnsons vaccin, hotar dock prognosen om att alla över 18 år ska ha erbjudits vaccin i slutet av juli. Regeringen väntas lämna besked i vaccinfrågan senast den 10 maj. Frågetecknen kring öppningsprocessen skapar i sin tur fortsatt osäkerhet om när den ekonomiska återhämtningen kan ta fart.

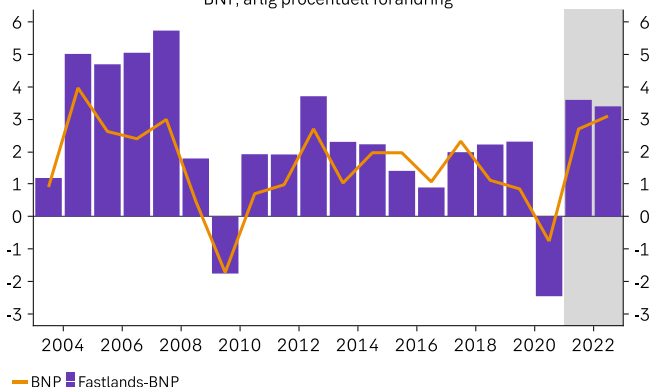
Svag start men starkare återhämtning. Tuffare restriktioner har hämmat ekonomin i början på 2021 och fastlands-BNP föll i januari och februari med 0,8 resp. 0,5 procent. Detta var en betydligt mildare nedgång än raset på 10,5 procent under mars-april i fjol men data indikerar nu att återhämtningen dröjer. Vår prognos är ekonomin krymper med 0,5 procent i mars och fastlands-BNP för första kvartalet därmed minskar med 0,8 procent första kvartalet. Kvardröjande restriktioner dämpar tillväxten även under kvartal två men därefter ser utsikterna ljusare ut. Återhämtningen leds av starka hushåll som får fortsatt stöd från finanspolitiken. I slutet av januari presenterades nya krisåtgärder och ytterligare åtgärder är troliga i vårbudgeten den 11 maj. Fördröjd återhämtning har bidragit till att vår prognos för helåret 2021 justerats ned något medan vi justerat upp tillväxten för 2022. Som helårsgenomsnitt väntas ökningen bli 3,5 resp. 3,7 procent för 2021-2022. Totala BNP väntas stiga med 2,6 procent 2021 och 3,5 procent 2022.

Stark tillverkningsindustri dämpar avmattningen

Tillverkningsindustrin har visat styrka de senaste månaderna. Oljeinvesteringarna ser ut hämma industrin i mindre grad än befarat. I Statistikmyndigheten SSB:s enkät för första kvartalet har operatörernas investeringsplaner för 2021 fortsatt att revideras upp. Stigande oljepris, samt förstärkta incitament för investeringar i ökad kapacitet och projekter bidrar till de ljusare utsikterna. Sammantaget räknar vi nu med att oljeinvesteringarna faller 3,0 procent 2021 och med 4,0 procent 2022. Sentimentsindikatorer tyder på en fortsatt stark utveckling i traditionell tillverkningsindustri som får stöd av starkare omvärldsefterfrågan. Kapacitetsutnyttjandet i industrin är kvar under normala nivåer, men investeringsplanerna enligt den regionala nätverksrapporten och barometerundersökningar pekar mot en återhämtning. En återhämtning i bostadsinvesteringarna bidrar också till att fastlands-investeringar ökar svagt både 2021 och 2022.

Starka konsumtion när restriktioner lättar. Hushållens varukonsumtion har gynnats av ett förändrat mönster i pandemins spår men har dämpats de senaste månaderna kopplat till nya nedstängningar och troligen också en viss mättnad. Konsumtionen av tjänster fortsätter också att hämmas av restriktioner och har nu fallit 16,5 procent från för-pandeminivåer. Historiskt högt sparande, oväntat stark lönetillväxt och uppdämt behov på tjänstesidan talar

Återhämtningen dröjer men väntas ta fart senare i år
BNP, årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

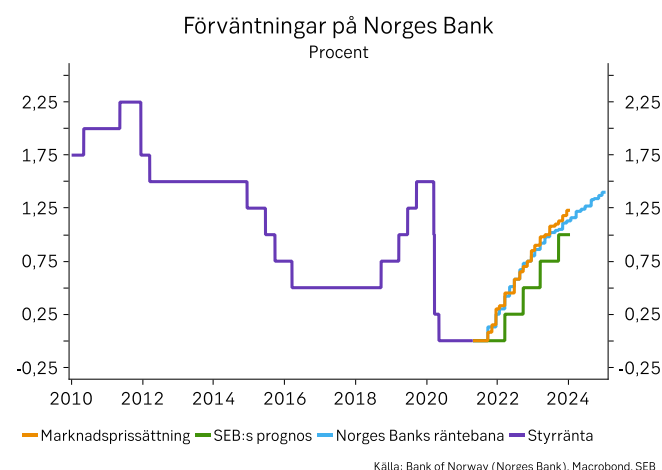
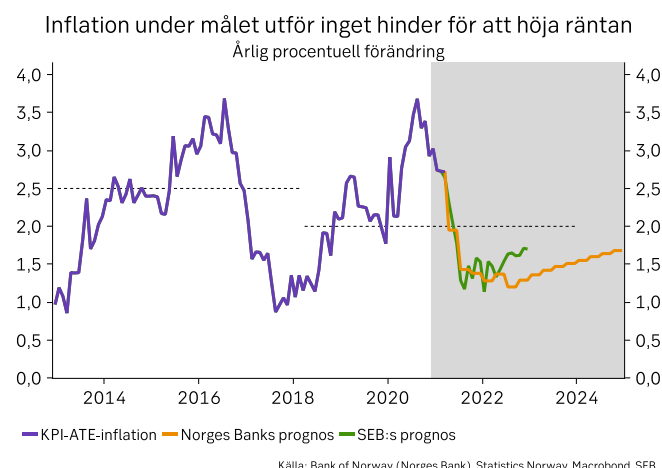
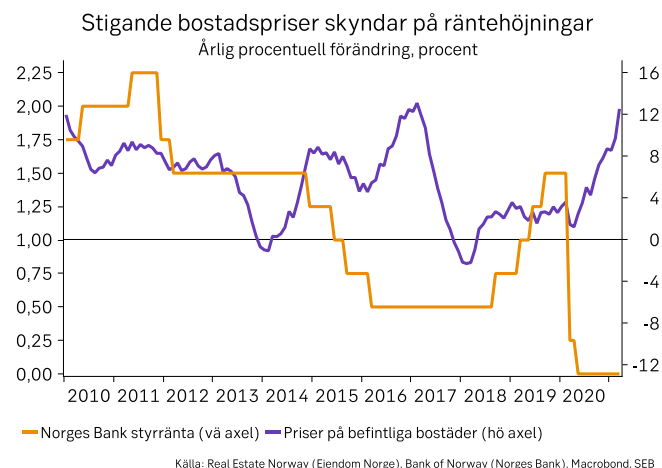
Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	0,9	-0,8	2,6	3,5
Fastlands-BNP	2,3	-2,5	3,5	3,7
Arbetslöshet (AKU)*	3,7	4,6	4,2	4,0
Löner	3,5	3,1	2,5	2,7
KPI-ATE inflation	2,2	3,0	1,9	1,5
Styrränta, %	1,50	0,00	0,25	0,75
EUR/NOK**	9,84	10,48	9,70	9,85

*Procent av arbetskraften **Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

för en stark konsumtionsåterhämtning när restriktionerna lättar. Registrerad arbetslöshet har åter stigit under inledningen av 2021. Merparten av uppgången beror dock på att ett större antal personer är permitterade, vilket väntas falla när ekonomin gradvis öppnar upp. En tillfälligt högre arbetslöshet bör därmed ha begränsad effekt på konsumtion. Instruktioner från Eurostat har lett till en stor omläggning av arbetskraftsundersökningen (AKU) och SSB har tillfälligt stoppat publiceringen av arbetslöshet enligt AKU. Vår bedömning är dock att AKU-arbetslösheten kommer trenda nedåt framöver men ligga kvar något över nivån innan pandemin under hela prognosperioden.



Stigande bostadspriser ökar trycket på Norges Bank

Priserna på befintliga bostäder har fortsatt att stiga tydligt de senaste månaderna och den årliga ökningstakten nådde 12,5 procent i mars. Prisuppgången närmar sig därmed toppen på 13,1 procent från februari 2017. Bostadsmarknaden har fått stöd av en kombination av lågt utbud och stark efterfrågan till följd av historiskt låga bolåneräntor. Som följd av den starka inledningen på året och fortsatt låga räntor under större delen av 2021 har vi reviderat upp vår prognos och förutspå årliga prisökningar på befintliga bostäder på 10,3 procent under 2021.

Inflationen faller snabbt tillbaka under målet. I likhet med i många andra länder uppvisade inflationen stora svängningar under 2020 på grund av ovanliga prisrörelser orsakade av nedstängningar. Till skillnad från många andra länder verkar inflationen dock snarast ha blivit högre än vanligt, främst till följd av höga varupriser drivet av en svag växelkurs. Växelkursen har dock stärkts betydligt sedan förra våren vilket bidragit till att KPI-ATE vänt nedåt. Kombinationen av fortsatt nedåt tryck från växelkursen och baseffekter från höga priser förra året talar för ett fortsatt brant fall. Vi räknar med KPI-ATE under 1,5 procent redan i sommar. Därefter väntas inflationen stabiliseras innan kärninflation sakta börja stiga något under 2022 drivet av högre internationella priser och accelererande löner. KPI-ATE hamnar dock väl under tvåprocentmålet under hela prognosperioden. KPI totalt förblir relativt hög under 2021 till följd av något högre energipriser samtidigt som tillfälliga skattesänkningarna på turisttjänster i juli ifjol reverseras, vilket beräknas lyfta KPI med 3-4 tiondelar.

Räntehöjning redan i år

Ett flexibelt inflationsmål gör att Norges Bank kan fokusera på tillväxt och finansiell stabilitet; inflation under målet utgör inget hinder för att höja räntan. Efter att man i december oväntat öppnade upp för en räntehöjning redan i början av 2022, tog banken ytterligare ett kliv i mars genom att signalera 50 procents sannolikhet för en höjning redan i september i år och 100 procents sannolikhet i december. Trots en tydlig inbromsning i början på året tror Norges Bank att en snabbare vaccinutrollning gör att tillväxten tar fart under våren och sommaren och att ekonomin är tillbaka på sin långsiktiga trend redan vid slutet av 2021. När återhämtningen är på fastare mark kommer risker för finansiell stabilitet att få större vikt. Kraftigt stigande huspriser belyser riskerna med alltför låga räntor under lång tid och motiverar tidiga höjningar. I mars-prognosen utgick Norges Bank från Folkhälsomyndighetens prognoser om att riskgrupper ska vara vaccinerade i slutet av maj, alla vuxna i slutet av juli och att mer märkbara restriktioner skulle börja lättas lyftas månadsskiftet maj-juni. Även om en höjning redan i september inte kan uteslutas talar den senaste tidens utveckling avseende smittspridning, vaccin och restriktioner för att Norges Bank avvaktar med att höja räntan till december i år. För att dämpa husprisuppgången ser vi därefter två höjningar under loppet av 2022 till en nivå på 0,75 procent.

Hökaktig Norges bank ger stöd för NOK. Stigande oljepriser, ett positivt risksentiment och en mer högaktig Norges Bank har fortsatt att ge stöd åt den norska kronen som stärkts påtagligt under inledningen av året. Expansiv finanspolitik innebär samtidigt att Norges Bank fortsätter med stora dagliga köp av NOK under 2021. Vi väntar oss att kronen stärks ytterligare mot euron och prognostiserar att EUR/NOK-kursen faller till 9,70 vid slutet av 2021. Därefter väntas kursen stiga något igen till 9.85 vid slutet av 2022 när fundamentala faktorer ge stöd för något svagare krone och andra centralbanker sakta börjar förbereda sig att lämna startblocken.

Danmark

På väg att öppna upp

Danmarks BNP sjönk mindre än förväntat under 2020, men ser ut ha drabbats av ett nytt bakslag under första kvartalet 2021. Vi håller fast vid prognosen för 2021 och 2022 på grund av det oväntat snabba återöppnandet. I slutet av nästa år kommer ekonomin troligen att närma sig full sysselsättning.

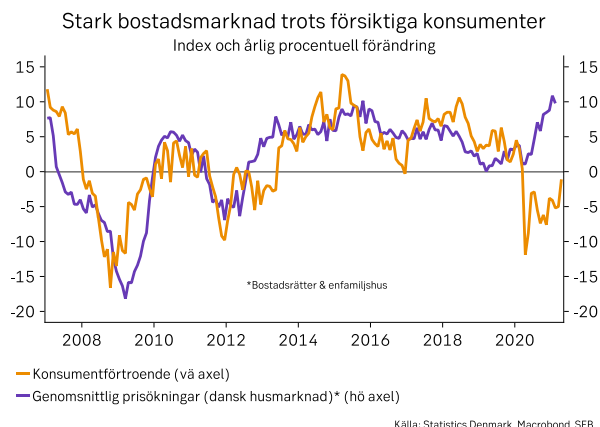
Stark tillväxt i fjol. Sedan föregående utgåvan av *Nordic Outlook*, har den danska statistikbyrån hunnit med att både publicera BNP-utfall för 2020 och revidera upp det. BNP-tillväxten för 2020 anges nu till -2,7 procent jämfört med -3,3 procent enligt preliminära data och -4,0 procent enligt vår prognos i januari. Vår BNP-prognos för 2021 och 2022 är oförändrad på 3,0 procent respektive 4,5 procent. Svackan under kvartal ett verkar ha hållit i sig längre men återöppnandet under kvartal två går fortare än väntat.

Konsumentdriven återhämtning kvartal två. Det viktigaste skälet bakom bättre utfall i fjol verkar ha varit ett uppsving i konsumtionen när innehållna semesterlöner betalades ut kvartal fyra. Den positiva trenden bestod troligen inte in i första kvartalet då större delen av detaljhandeln stängde ner strax efter jul. Detaljhandelsdata visar ett kraftigt fall i konsumtionen under januari och februari, men anekdotiska data tyder på att handeln delvis kan ha flyttat online. Oavsett räknar vi med att nationalräkenskaperna kommer att visa en nedgång för BNP under första kvartalet, drivet av ett kraftigt bakslag för hushållens konsumtion. I mars betalades andra omgången av semesterpengarna ut. Både handeln och konsumenterna har blivit mer optimistiska i och med att återöppnandet av ekonomin skett snabbare än planerat, inklusive större delen av tjänstesektorn innan slutet av april. Vi väntar oss en betydande återhämtning kvartal två och 3 procents tillväxt i hushållens konsumtion under 2021.

Het husmarknad. Konsumtion och konsumentförtroende är dämpade, men husmarknaden har fått en rejäl skjuts av låga bo-låneräntor, lätta kreditvillkor och ökat fokus på boendekvalitet under nedstängningarna, inte minst kopplat till hemarbete. Huspriserna steg mer än 10 procent ifjol, den snabbaste uppgångstakten sedan innan finanskrisen. Omsättningen är hög, och i likhet med innan finanskrisen sägs budgivning och snabba avslut vara på väg att bli normen igen. Det systemiske risikorådet har redan flaggat för åtstramade låneregler i sommar, för att förhindra en husprisbubbla. Så länge som arbetslösheten faller och räntorna förblir låga tror vi att huspriserna kan fortsätta att stiga.

Lediga resurser kvar på arbetsmarknaden. Medan bostadsmarknaden visar små tecken på att överhettas hålls arbetsmarknaden alltså tillbaka av chocken från pandemin. Sysselsättningsgraden har bara tagit tillbaka halva förra årets nedgång och ligger fortfarande en bra bit under de två senaste cykliska topparna. Löneinflationen kommer troligen att öka när sysselsättningen återhämtar sig och vi tror att lönerna stiger med mer än 3 procent i årstakt i slutet av 2022. Givet Danmarks stora överskott i bytesbalansen är detta inget stort problem men bortom prognos-horisonten ser ekonomin ut att nå tillbaka till full sysselsättning 2023. Det begränsar således möjligheterna till tillväxt över trend.

Stabila utsikter för politiken. Finanspolitiken förblir troligen expansiv under hela 2021, men om återöppnandet kan fortgå i den takt som nu verkar trolig behövs det inget mer direkt stöd från finanspolitiken under 2022. Budgeten har så här långt utvecklats betydligt bättre än vad regeringen väntade sig och vi tror att den förbättrade konjunkturen kan resultera i en budget i balans inom ett till två år. Förstärkningstrycket på den danska kronen består och Danmarks Nationabank har tvingats intervensera för att inte DKK ska bli för stark. Justeringarna i ramverket för inlåningsräntan i februari var en teknisk förändring. Men Danmarks Nationalbank skulle i princip kunna sänka sin inlåningsränta ytterligare med hänvisning till behovet av att värna valutapeggen. Vi tror dock att banken kommer att intervensera genom likviditetsinjektioner eftersom nettolikviditeten ännu så länge är låg.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,9	-2,7	3,0	4,5
KPI	0,8	0,4	1,2	1,3
Löner	2,0	1,9	1,9	2,9
Offentligt saldo*	3,8	-3,0	-2,0	0,0
Offentlig sektors skuld*	33,3	44,0	41,0	38,0
Bytesbalans*	8,8	7,5	7,5	8,0
Styrränta (CD-ränta),%	-0,75	-0,60	-0,60	-0,60
EUR/DKK**	7,47	7,44	7,43	7,46

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

Finland

Vägen till återhämtning

Finland har navigerat genom krisen anmärkningsvärt bra – både hälsomässigt och ekonomiskt. En stark återhämtning för konsumtionen bidrar till att tillväxten blir 3,0 procent 2021. På längre sikt kan BNP-tillväxten bara växla upp genom ökade investeringar som lyfter produktiviteten. Men det tar tid och 2022 växlar tillväxten ned till 2,5 procent.

Att stoppa smittspridningen gavs högsta prioritet av regeringen förra året. Ansträngningarna verkar ha gett resultat; t o m 22 april hade landet ett av de lägsta dödstaten i Europa (163 per miljon invånare). Trots att låga dödstal prioriterats före ekonomin har tillväxten trots allt klarat sig relativt väl. Under 2020 föll BNP med "bara" 2,8 procent. BNP är tillbaka på förkrisnivåer redan i år när tillväxten blir 3,0 procent. Nästa år bromsar tillväxten in till 2,5 procent.

Konsumtion ger största tillväxtbidraget när ekonomin återhämtar sig. Förra året föll konsumtionen med nära 5 procent. Till största delen beror nedgången på begränsade möjligheter att konsumera tjänster samtidigt som inkomsterna klarade sig relativt bra och varukonsumtionen blomstrade. Hushållens behållning på spar-konton ökade samtidigt med nästan 13 procent under året. Konsumentförtroendet har börjat stiga och väntas öka än mer när restriktioner lättas. Större utgifter som utlandssemesterar hålls tillbaka till tredje kvartalet när vaccinationer gör resandet säkrare. Hushållens konsumtion ökar med 3,8 procent i år och 3,0 procent 2022.

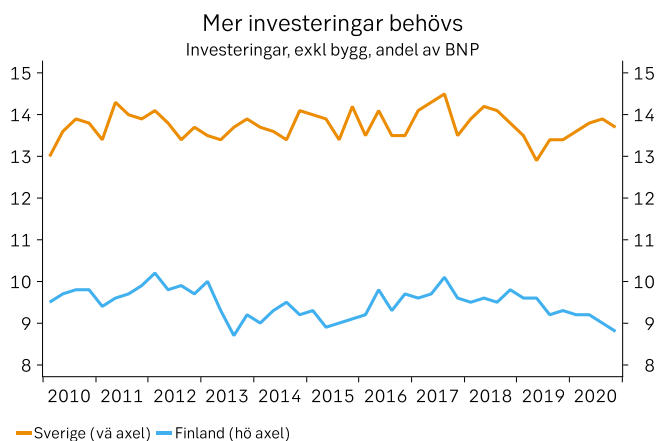
Exporten föll med 6,6 procent 2020, vilket var en större nedgång än i grannländerna Sverige, Norge och Estland. Nedgången drevs främst av tjänsteexporten samtidigt som varuexporten föll med "bara" 1,8 procent. Under fjärde kvartalet 2020 ökade varuexporten med 4 procent med hjälp av ett antal större engångsaffärer. Senaste statistiken över export, industriproduktion och orderläge har överraskat positivt. Positivt är även att Finlands största exportpartners växlar upp i tillväxt men viljan att investera kan dämpa utvecklingen eftersom en stor del av exporten är investeringsvaror. Återhämtningen för tjänsteexporten tar tid och total export ökar med 5 respektive 4 procent 2021 och 2022.

Investeringsaptiten nyckeln för ekonomin. Låg produktivitet-utveckling har länge varit ett problem och mer investeringar är en utväg. Som andel av BNP låg investeringar i immateriella rättigheter, IKT-utrustning och maskiner långt under den svenska redan innan nuvarande kris. Trots det är företagssektorn fortsatt försiktig, i alla fall för tillfället, och det är hushållen som får driva investeringarna. Bostadsbyggandet började ta fart mot slutet av 2020 och en uppgång i byggnadstillstånd och påbörjade bostadsbyggnationer visar att den positiva trenden fortsätter. EU-stödpaketet kommer att ge Finland 2,1 miljarder euro vilket stöttar offentliga investeringar. Enligt preliminära planer väntas ungefär hälften av stödet gå till gröna investeringar. Nästa år blir investeringstakten något starkare och ökar då med 2,5 procent.

Arbetsmarknaden bättre än väntat. Efter att ha toppat på 8,4 procent vände arbetslösheten ner redan i slutet av förra året. Trenden har inte förändrats av nyligen införda restriktioner. Arbetslösheten faller gradvis till 7,3 procent 2022 då lönerna stiger med 2 procent.

Inflationsutvecklingen drivs av energipriser. Fallande olje- och elpriser drev ned inflationen 2020 till blott 0,3 procent. I år väntas konsumentpriserna stiga med 1,2 procent. Högre tjänstepriser drar upp inflationen ytterligare något 2022 till 1,5 procent.

Offentliga skulden stiger rejält igen. Covid-19-krisen har abrupt omintetgjort regeringens försök att minska budgetunderskottet och få ned skuldnivån. I år blir budgetunderskottet 4,5 procent av BNP och den offentliga skulden stiger till 70 procent av BNP.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-2,8	3,0	2,5
Hushållens konsumtion	0,7	-4,9	3,8	3,0
Export	6,7	-6,6	5,0	4,0
Arbetslöshet*	6,7	7,8	7,8	7,3
Löner	2,1	1,8	2,2	2,0
Inflation	1,1	0,3	1,2	1,5
Offentligt saldo**	-1,0	-5,4	-4,5	-3,5
Offentlig bruttoskuld**	59,5	69,2	70,0	71,0

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

Baltikum

Litauen

Ekonomin har återigen visat sig mer motståndskraftig än befarat. Ny produktion av vaccinkomponenter stödjer exporten rejält. Nya stimulanser i budgeten adderar till redan starka förutsättningar för konsumtion.

Sida 48

Lettland

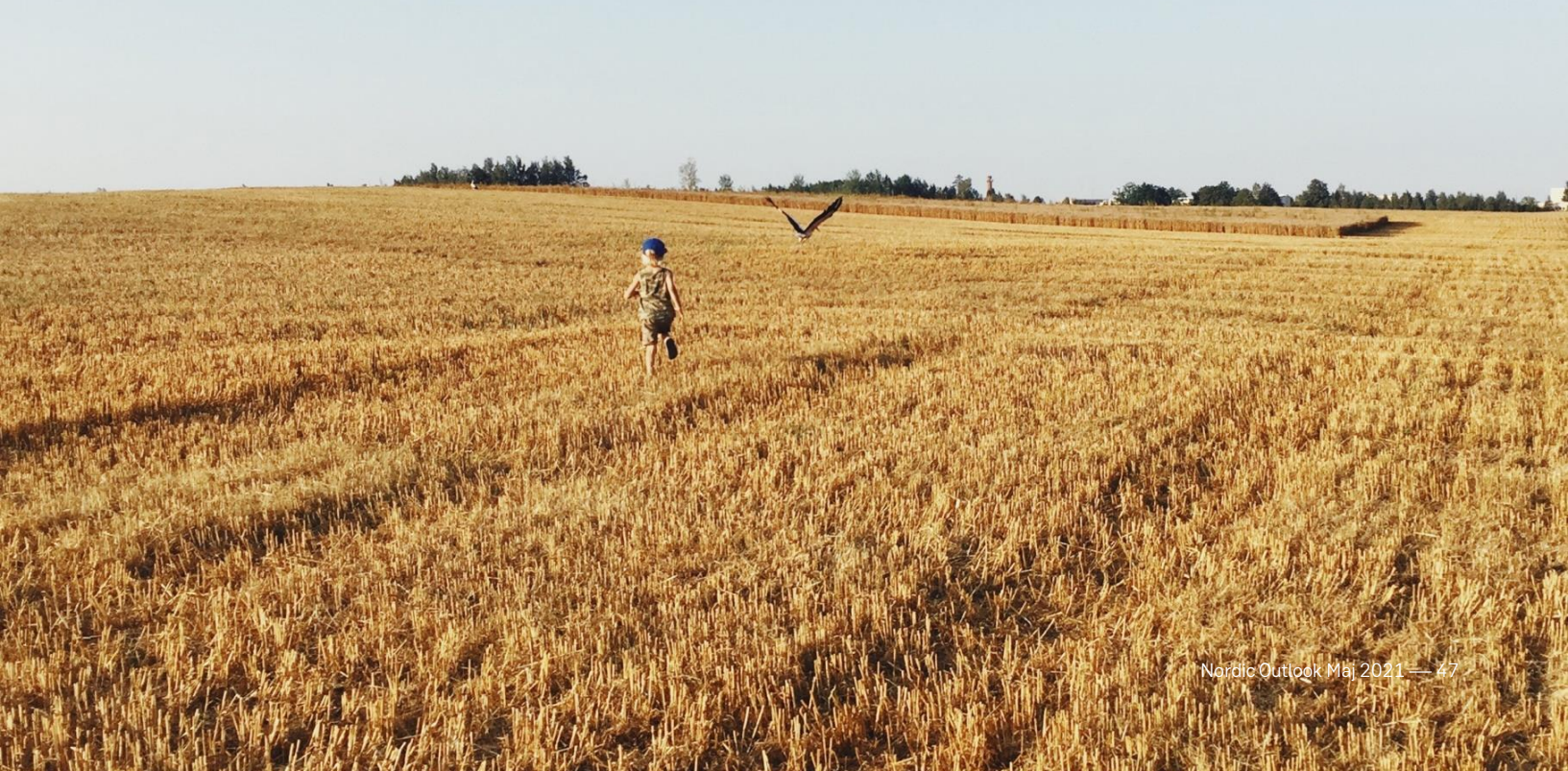
Positiv utveckling för träproduktionen, och oväntat höga löneökningar har hållit uppe tillväxten. Ekonomin riskerar dock bromsas om inte vaccineringen tar ikapp förlorad mark.

Sida 49

Estland

En konsumtionsboom är nu på väg. Sjunkande arbetslöshet gör att lönerna växlar upp. Sparandet är högt och därtill kommer möjligheten att i höst plocka ut delar av pensionssparandet i förtid. Finanspolitik stöttar även under 2021.

Sida 50



Litauen

Vaccindriven återhämtning i närtid

BNP minskade med bara 0,9 procent 2020 och ekonomin har redan överträffat förkrisnivån under första kvartalet. Industrin har spelat en nyckelroll för att stötta BNP hittills i år. Hushållens konsumtion har återhämtat sig under våren och väntas nu öka snabbt på ett ackumulerat sparande. Uppgången i arbetslöshet blev begränsad tack vare stödpolitik. Inflationen har överraskat på uppsidan under början av 2021.

Inledningen på 2021 starkare än väntat. Litauen inledde året med att återinföra hårda restriktioner, vars varaktighet blivit längre än vi väntat oss. Den ekonomiska nedgången var dock betydligt mildare än under den första virusvågen. Preliminära resultat visar att BNP under första kvartalet steg med 1,0 procent jämfört med föregående år. Solida aktivitetsutfall från tillverkningsindustrin bidrog till att balansera svag konsumtion som hämmades av covid-19-restriktioner för handlare (utom livsmedel) och leverantörer av olika tjänster.

BNP-prognos revideras upp. Sedan början av mars stiger återigen antalet nya covid-19-fall men regeringen har fortsatt att hålla ekonomin öppen. Litauen ligger i framkant inom EU vad gäller omfattningen på vaccineringen, vilket bidrar till framtidsoptimism för ekonomisk aktivitet efter halvårsskiftet. Med tanke på den mildare ekonomiska inverkan från den andra virusvågen och att industrins aktivitet överstigit tidigare bedömningar har vi reviderat upp BNP-prognosen för 2021 från 1,8 till 4,6 procent och bedömer att BNP ökar med 3,8 procent 2022.

Vaccinefterfrågan bidrar till ökad total export. Den främsta anledningen till den oväntade uppgången för tillverkningsindustrin är en företagsenhet i Vilnius som nu producerar substanser (reagenser) som används vid framställning av sk mRNA-baserade vacciner. Produktionen startade i början av december. Exporten i januari och februari steg till 224 miljoner euro (fem gånger) och stod för 8 procent av all export. Övrig varuexport uppvisade enbart måttlig tillväxt.

Hushållens konsumtion ligger i vänteläge. Trots tillfällig nedstängning av icke-nödvändiga affärer steg detaljhandeln med 4,9 procent under första kvartalet 2021. Dessa siffror återspeglar inte bara en storskalig anpassning av företag och konsumenter till e-handel utan även en kraftig intäktsökning för livsmedelskedjorna. Första kvartalet ökade hushållssparandet igen och det väntas ge ytterligare skjuts till konsumtionen under andra halvåret i år.

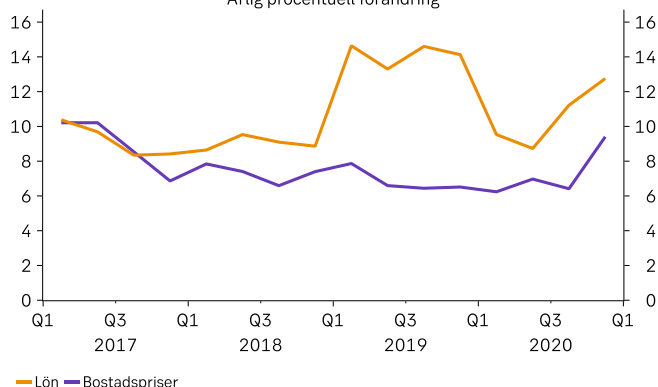
Arbetsmarknaden klarade den andra vågen ganska bra. Vi har reviderat vår arbetslöshetsprognos för 2021 från 9,1 till 8,4 procent. Det blev små förändringar i antalet anställda i början av 2021. Den registrerade arbetslösheten nådde en topp i februari och har sedan dess börjat sjunka. Antalet anställda som rapporterade nedsatt arbetstid steg när restriktionerna var som störst men nådde inte samma nivå som under första vågen. Löneökningarna har också förväntat och bekräftar en hyfsad efterfrågan på arbetskraft. Vi reviderar upp vår löneprognos från 4,5 till 7,5 procent för 2021.

Bostadsmarknaden var fortsatt stark trots den andra vågen. I synnerhet var aktiviteten starkare på bostadsmarknaden i Vilnius. Förra året ökade genomsnittslönen mer än bostadspriserna, men situationen kommer att vara annorlunda i år.

Vi har höjt vår inflationsprognos 2021 från 2,0 till 2,6 procent. Under de första tre månaderna 2021 var inflationen högre än vår beräknade bana, främst på grund av stigande energipriser. Att vi ändrat vår löneprognos är ytterligare ett skäl till högre inflation.

Uppdaterad budget i maj. Anslagen för att hantera pandemin väntas öka med upp till 500 miljoner euro. Parlamentet kommer att sänka momssatsen för cateringtjänster tillfälligt från 21 till 9 procent från juli till och med slutet av 2022. Stimulansåtgärder för företag under den andra vågen var mer riktade, men efterfrågan på stöd var inte så stark som förväntat. Under tiden har budgetintäkterna varit högre än prognoserna hittills i år. "Återhämtningsplanen" med 2,2 miljarder euro i EU-bidrag (4,5 procent av BNP) presenterades i april. Enligt planen kommer de flesta medel att investeras i projekt som hanterar klimatfrågor och förbättrar digitaliseringen av offentliga tjänster.

Löner fortsätter stiga mer än bostadspriser
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	4,3	-0,9	4,6	3,8
Hushållens konsumtion	3,3	-2,0	3,2	4,3
Export	9,5	0,0	6,2	4,5
Arbetslöshet*	6,3	8,5	8,4	7,4
Löner	8,8	10,1	7,5	6,5
Inflation (HICP)	2,2	1,1	2,6	2,6
Offentlig sektors saldo**	0,5	-7,4	-7,3	-4,5
Offentlig sektors skuld**	35,9	47,1	50,2	51,3

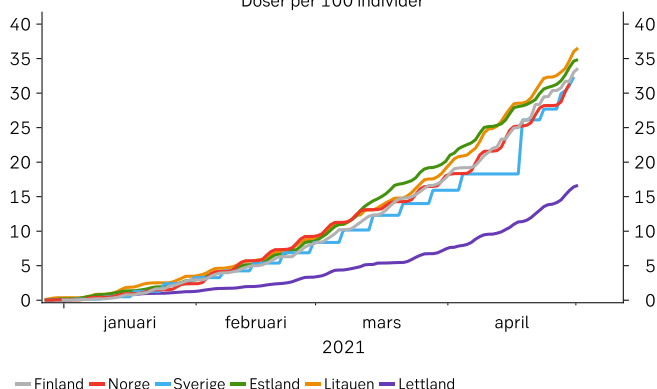
* % av arbetskraften ** % of BNP. Källa: Eurostat, SEB

Lettland

Redo för tillväxtlyft

Trots bakslag under första kvartalet i år återhämtar sig tillväxten. Mildare restriktioner och förbättrad framtidstro bidrar till konsumtionsåterhämtningen. Kraftig finanspolitisk stimulans och utländsk efterfrågan gör att BNP växer 3,7 procent i år för att nästa år accelerera till 5,2 procent. Det är viktigt att nu påskynda vaccinationerna för att undvika nya virusvågor och möjliggöra ett borttagande av restriktioner i slutet av 2021.

Att snabba upp vaccineringen är kritiskt
Doser per 100 individer



Källa: Our World in Data, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-3,6	3,7	5,2
Hushållens konsumtion	3,0	-10,0	5,1	6,2
Export	1,9	-2,7	3,8	4,5
Arbetslöshet*	6,3	8,1	8,4	7,5
Löner	7,2	6,2	6,7	6,9
Inflation (HIKP)	2,8	0,1	1,7	2,4
Offentligt saldo**	-0,6	-4,5	-8,1	-3,7
Offentlig bruttoskuld**	37,0	43,5	48,2	47,2

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

Stigande framtidstro när utsikterna ljusnar. Som väntat ledde den senaste virusvågen till nya skärpningar av restriktionerna, vilket särskilt hämmade konsumtionen i januari-februari. I februari sjönk detaljhandeln med 8,5 procent. I mars lindrades restriktionerna gradvis och viss aktivitet återupptogs, även om undantagstillståndet inte upphävdes förrän 7 april. Följaktligen förbättrades det ekonomiska sentimentet från 87,2 i januari till 90,7 i mars. Både framtidstron och privat sektors efterfrågan väntas återhämta sig drivet av en hög konsumtionsbenägenhet, engångsutbetalningar från regeringen och en uppdämd efterfrågan. Ökad finanspolitisk stimulans kommer att öka budgetunderskottet 2021 till 8,1 procent av BNP istället för tidigare beräknade 6 procent. Vändningen tidigt på året bidrar till att BNP återhämtar sig och landar på 3,7 procent 2021 för att därefter stiga till 5,2 procent 2022.

Träproduktion avgörande för industriproduktion och export. I februari steg produktionen med 0,8 procent. Statistiken avspeglar fortfarande restriktionerna och utfallen mellan sektorer är mycket ojämna. Ett betydande bidrag kommer från den största sektorn – träproduktion – och läkemedel, datorer, elektronisk och optisk utrustning, kemikalier och kläder. Produktionen minskade i två av de tre största sektorerna: livsmedels- och metallindustrin. Industriproduktionen får nu ytterligare stöd från återhämtande exportmarknader och väntas öka med 3 procent i år. I februari ökade exporten av varor med 7,5 procent. Utfallet är än mer imponerande med tanke på att exporten förra året fortfarande befann sig i en tillväxtfas. Den främsta drivkraften var träexport med en femtedel av total tillväxt. Det riskerar dock att skapa framtida utmaningar för sektorn och ekonomin om priserna vänder kraftigt nedåt. De största utmaningarna för industrin är ändå att upprätthålla processkontinuitet, undvika nya virusutbrott och upprätthålla tillgång på komponenter. De stabiliserande utsikterna och den förbättrade framtidstron bidrar till att öka investeringstillväxten till 3,5 procent.

Inflationen stiger. I mars steg priserna med 0,3 procent, främst på grund av högre tjänstepriser. Mest bidrog högre priser på bränsle, fritids- och kulturvaror och tjänster, alkohol och hälso- och sjukvård. I motsatt riktning verkade fallande priser på bostäder, kläder, skor och mat. Inflationen stiger fortsättningsvis. Baseeffekter och prishöjningar i spåren av en återöppning höjer inflationen till 3 procent i oktober.

Överraskande motståndskraftig lönetillväxt har avtagit bara marginellt. Dels har covid-19-problemen bedömts som tillfälliga och således övergående, dels har efterfrågan på kvalificerad arbetskraft förblivit stark. I år förväntas lönetillväxten att växla upp till 6,7 procent. Det är dock mycket troligt att denna lönetillväxt överskuggar det faktum att vi sannolikt får se stagnerande löner inom t ex logi- och restaurangbranschen. Effektivt statligt stöd har dämpat arbetslösheten, som nådde en topp på 9 procent under första kvartalet. Tidigt i år fick cirka 7 procent av arbetskraften lönesubventioner och andra krisförmåner. Det innebär att företagens nyanställningar kan vara återhållsamma ett tag till även om efterfrågan på anställda särskilt högkvalificerade – lär förbli stark. I slutet av 2021 väntas arbetslösheten åter ha gått ned mot 8 procent.

Möjligheten att kunna påskynda en orimligt långsam vaccinering blir avgörande för de ekonomiska utsikterna. En till synes försumlig inköpsprocess ledde till brist på vacciner. Vaccinationstakten kommer att påskyndas men det finns tvivel om flockimmunitet verkligen kan nås till hösten.

Estland

Sockerchock för ekonomin i höst

Det har gått relativt bra för Estland det senaste året och trots pandemin har ekonomin fungerat mer eller mindre som vanligt. Utvecklingen andra halvåret avgörs av ekonomins utbudssida och dess möjlighet att möta en betydande uppgång i privat konsumtion. Vi håller fast vid vår tidigare prognos och förväntar oss att BNP växer med 3,3 procent 2021 för att därefter nå 4,5 procent.

Trots måttliga restriktioner lyckades Estland hålla tillbaka den andra covidvågen överraskande länge. Ökad smittspridning tvingade till slut regeringen att införa strängare restriktioner i mitten av mars, men för det mesta har livet fortsatt nästan som normalt. BNP var tillbaka nära sin för-pandemiska nivå redan fjärde kvartalet 2020. Den största utmaningen för ekonomin är hastigheten på vaccinationsprocessen som hotas av allmänhetens oro för hur säkra vissa vacciner är. Särskilt avgörande framöver blir när det åter blir fri rörlighet till och från Finland, vilket skulle återuppliva turismen. Vi håller fast vid scenariot med gradvis återhämtning inom tjänstesektorn i sommar och ingen återgång till allvarliga restriktioner under hösten, vilket bidrar till 3,3 procent i BNP-tillväxt under 2021.

En konsumtionsboom tycks överhängande när restriktionerna antligen minskar. Behållningen på hushållens sparkonton har ökat med 16 procent på ett år, vilket ger utrymme för konsumtionsuppgång. Ändå är detta bara en försmak på den uppgång som väntas i början på september då en kontroversiell pensionsreform gör det möjligt att ta ut pensionssparande i den "andra pelaren". Cirka 178 000 har ansökt om detta och den totala summan före skatt uppgår till 1,5 miljarder euro, eller 10 procent av hushållens disponibla inkomst. Detta bidrar till att öka privat konsumtion med 4,5 procent 2021 och 5,5 procent 2022.

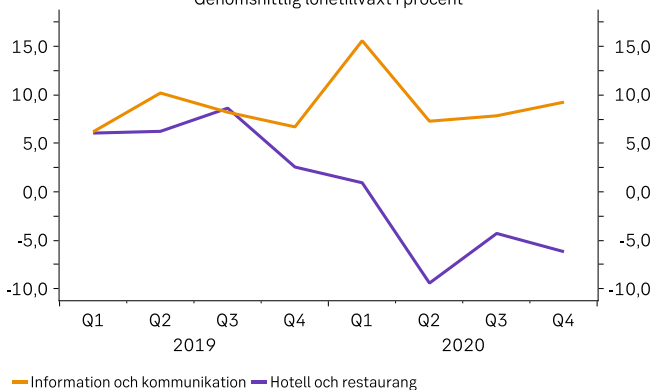
Exporten av varor har återhämtat sig väl enligt totala siffror, men på många områden finns det utrymme för uppgång. Industriproduktionen under de första månaderna i år har inte varit lovande men sentimentet stiger och är redan tydligt över förkrisnivån. Exporten av tjänster, som tidigare utgjorde en tredjedel av handeln, har föga förvånande gått betydligt sämre. Baseffekter och den relativa ekonomiska styrkan hos Estlands viktigaste handelspartner bör dock hjälpa exporten att växa med 5 procent både 2021 och 2022.

Arbetsmarknaden har skakat av sig den andra virusvågen. De senaste restriktionerna har inte haft någon tydlig effekt på arbetslösheten som istället börjat falla svagt. En negativ sida av krisen är att den delat anställda i tydliga förlorare och vinnare. I den låglönlade tjänstesektorn är arbetstillfällena knappa och löneökningen låg medan det i redan välavlönade sektorer, som IT, råder kronisk brist på arbetskraft vilket pressar upp lönerna. År 2021 blir arbetslösheten bara 7,8 procent och löneökningarna 3,5 procent. Förhållandena förbättras 2022, då arbetslösheten sjunker till 6,3 procent och lönerna växer med 5 procent.

Flera olika investeringstrender. Investeringarna ökade, mot alla odds, med 18 procent 2020 på grund av en mycket stor överföring av immateriella rättigheter till ett större bilindustriföretags estniska dotterbolag. Utvecklingen kommer att vara svår att slå i år eftersom de flesta företag är mycket försiktiga i sina investeringsbeslut. Det finns dock hopp för byggsektorn. Efter ett tillfälligt stopp i början av 2020 accelererade fastighetsmarknaden under andra halvåret och den har fortsatt frodas. Byggare som tidigare stoppat nya projekt försöker nu komma ikapp efterfrågan. Stark efterfrågan beror åtminstone delvis på behovet av att göra något med sina besparingar. Utflöden från den "andra pensionspelaren" ger marknaden ytterligare kraft. Men snabbt förändrade demografiska villkor avslutar snart festen. Efter en nedgång på 8 procent 2021 förväntar vi oss att investeringarna ökar med 6 procent 2022.

Mer stimulans förväntas från den offentliga sektorn. Bidraget på 1,1 miljarder euro från EU:s återhämtningsfond väntas ge ytterligare skjuts till ett redan stort flöde av offentliga byggprojekt. Detta följs av en uppgång för den offentliga skulden, som stiger till 24,5 procent 2022. Budgetunderskottet ökar också jämfört med 2020 och når 5,5 procent i år.

Olika styrka på arbetsmarknaden
Genomsnittlig lönetillväxt i procent



Källa: Statistics Estonia, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	5,0	-2,9	3,3	4,5
Privat konsumtion	3,3	-2,3	4,5	5,5
Export	6,2	-5,5	5,0	5,0
Arbetslöshet*	4,7	6,8	7,8	6,3
Löner	7,4	2,9	3,5	5,0
HIKP-inflation	2,4	-0,6	1,5	2,3
Offentligt saldo **	-0,3	-4,8	-5,5	-3,5
Offentlig bruttoskuld**	8,4	18,2	21,5	24,5

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

Nyckeldata

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP OECD	1,6	-4,8	4,9	3,7
BNP världen (PPP)	2,8	-3,3	5,9	4,3
KPI OECD	2,1	1,4	2,6	2,2
Oljepris, Brent (USD/fat)	64	43	67	62

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr USD	2019	2020	2021	2022
BNP	20 937	2,2	-3,5	6,5	4,0
Privat konsumtion	14 145	2,4	-3,9	7,0	3,6
Offentlig konsumtion	3 037	1,8	0,4	2,5	3,1
Bruttoinvesteringar	4 472	2,4	-1,1	8,9	5,1
Lagerbidrag i % av BNP	-73	0,0	-0,7	0,2	0,1
Export	2 127	-0,1	-12,9	7,1	7,3
Import	2 772	1,1	-9,3	12,2	5,9
Arbetslöshet (%)		3,7	8,1	5,3	4,0
KPI		1,8	1,3	3,0	2,4
Kärn-KPI		2,2	1,7	2,2	2,4
Hushållens sparkvot (%)		7,5	16,3	14,5	8,1
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,7	-15,5	-15,0	-8,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		108	127	133	135

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	11 323	1,3	-6,6	3,8	4,2
Privat konsumtion	5 897	1,3	-8,0	5,0	4,5
Offentlig konsumtion	2 555	1,8	1,2	1,0	1,1
Bruttoinvesteringar	2 437	5,7	-8,2	5,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP		-0,5	-0,3	0,1	0,0
Export	5 158	2,5	-9,3	9,0	6,0
Import	4 707	3,9	-9,0	10,0	5,0
Arbetslöshet (%)		7,6	8,0	8,1	7,8
KPI		1,2	0,3	1,7	1,2
Kärn-KPI		1,0	0,7	1,1	1,0
Hushållens sparkvot (%)		13,2	20,1	17,0	14,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-7,2	-6,4	-4,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		84,0	98,0	102,7	101,2

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP				
Storbritannien	1,4	-9,8	6,4	5,8
Japan	0,7	-4,8	2,8	1,8
Tyskland	0,6	-4,8	3,0	3,5
Frankrike	1,5	-8,1	5,5	3,6
Italien	0,3	-8,9	4,0	4,2
Kina	6,0	2,3	9,0	5,3
Indien	4,8	-7,1	10,1	7,2
Brasilien	1,4	-4,1	3,3	2,7
Ryssland	2,0	-3,1	3,8	2,9
Polen	4,5	-2,7	3,8	4,5

Inflation

Storbritannien	1,8	0,9	1,6	2,2
Japan	0,5	0,0	0,2	0,6
Tyskland	1,5	-0,7	1,4	1,3
Frankrike	1,6	0,0	1,0	1,5
Italien	1,1	0,0	0,7	0,8
Kina	2,9	2,5	1,6	2,0
Indien	3,7	6,6	4,6	4,0
Brasilien	3,7	3,2	4,3	3,7
Ryssland	4,5	3,4	4,7	3,9
Polen	2,3	3,4	2,7	2,9

Arbetslöshet (%)

Storbritannien	3,8	4,5	5,8	5,6
Japan	2,4	2,8	2,7	2,5
Tyskland	3,2	4,2	4,4	3,9
Frankrike	8,2	7,8	8,5	8,6
Italien	10,0	9,3	10,0	9,8

Finansiella prognoser

Officiella räntor		29-Apr	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporänta	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Obligationsräntor

USA	10-års ränta	1,65	1,80	2,00	2,20	2,40
Japan	10-års ränta	0,08	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10-års ränta	-0,22	-0,15	0,00	0,10	0,20
Storbritannien	10-års ränta	0,84	0,85	1,00	1,10	1,20

Växelkurser

USD/JPY	109	106	104	106	108
EUR/USD	1,21	1,24	1,18	1,16	1,13
EUR/JPY	132	131	123	123	122
EUR/GBP	0,87	0,85	0,84	0,86	0,87
GBP/USD	1,39	1,46	1,40	1,35	1,30

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr SEK	2019	2020	2021	2022
BNP	4 952	1,4	-2,8	4,5	4,0
BNP, dagkorrigerat		1,4	-3,1	4,4	4,0
Privat konsumtion	2 194	1,2	-4,7	4,0	3,7
Offentlig konsumtion	1 327	0,3	-0,5	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	1 217	-3,1	0,6	4,0	6,0
Lagerbidrag i % av BNP	-3	-0,1	-0,8	0,6	0,2
Export	2 190	4,8	-5,2	6,3	5,9
Import	1 973	1,3	-5,8	5,0	5,7
Arbetslöshet (%)		7,1	8,6	8,7	7,5
Sysselsättning		0,6	-1,3	0,3	1,8
Industriproduktion		1,6	-3,9	6,0	5,0
KPI		1,8	0,5	1,4	1,3
KPIF		1,7	0,5	1,6	1,3
Timlöneökningar		2,5	1,7	2,4	2,5
Hushållens sparkvot (%)		16,1	17,9	17,5	17,6
Real disponibel inkomst		3,3	-0,8	4,3	3,2
Bytesbalans, % av BNP		5,1	5,2	4,7	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-112	221	50	60
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,6	-3,1	-2,1	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		35,0	39,9	38,5	35,5

Finansiella prognoser	29-Apr	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,03	-0,05	-0,10	-0,05	-0,10
10-års ränta	0,38	0,40	0,50	0,60	0,70
10-års räntedifferens mot Tyskland	60	55	50	50	50
USD/SEK	8,37	7,98	8,39	8,41	8,58
EUR/SEK	10,13	10,00	9,90	9,75	9,70
KIX	113,4	112,0	112,3	110,5	110,1

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	237	1,3	-2,8	3,0	2,5
Privat konsumtion	120	0,7	-4,9	3,8	3,0
Offentlig konsumtion	58	2,0	2,3	2,0	1,0
Bruttoinvesteringar	56	-0,9	-3,1	1,5	2,5
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	-0,4	0,1	0,0
Exports	85	6,7	-6,6	5,0	4,0
Imports	84	2,2	-6,6	4,0	3,5
Arbetslöshet (%)		6,7	7,8	7,8	7,3
KPI, harmoniserat		1,1	0,3	1,2	1,5
Timlöneökningar		2,1	1,8	2,2	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-0,2	0,8	-0,3	-0,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-5,4	-4,5	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,5	69,2	70,0	71,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr NOK	2019	2020	2021	2022
BNP	3 557	0,9	-0,8	2,6	3,5
BNP (fastlandet)	2 929	2,3	-2,5	3,5	3,7
Privat konsumtion	1 430	1,4	-7,6	5,0	6,5
Offentlig konsumtion	856	1,9	1,7	2,0	1,5
Bruttoinvesteringar	857	4,8	-3,9	0,2	1,5
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	-0,7	0,4	0,0
Export	1 345	0,5	-0,9	2,6	3,3
Import	1 053	4,7	-12,2	4,4	4,0
Arbetslöshet (%)		3,7	4,6	4,2	4,0
KPI		2,2	1,3	2,8	1,6
KPI-ATE		2,2	3,0	1,9	1,5
Årslöneökningar		3,5	3,1	2,5	2,7

Finansiella prognoser	29-Apr	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Folioränta	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
10-års ränta	1,51	1,55	1,70	1,80	1,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	173	170	170	170	170
USD/NOK	8,21	7,98	8,22	8,41	8,72
EUR/NOK	9,95	9,90	9,70	9,75	9,85

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr DKK	2019	2020	2021	2022
BNP	2 324	2,9	-2,7	3,0	4,5
Privat konsumtion	1 034	1,4	-2,0	3,0	5,0
Offentlig konsumtion	576	1,2	-0,1	2,1	0,8
Bruttoinvesteringar	527	3,1	2,1	6,6	8,0
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	-0,2	0,1	0,0
Export	1 263	5,1	-7,7	4,1	5,3
Import	1 112	2,5	-4,8	6,1	5,6
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,2	6,0	5,3	4,9
KPI, harmoniserat		0,8	0,4	1,2	1,3
Timplöneökningar		2,0	1,9	1,9	2,9
Bytesbalans, % av BNP		8,8	7,5	7,5	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,8	-3,0	-2,0	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,3	44,0	41,0	38,0

Finansiella prognoser	29-Apr	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Inlåningsränta	-0,50	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60
10-års ränta	0,04	0,08	0,20	0,30	0,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	26	23	20	20	20
USD/DKK	6,14	5,99	6,14	6,32	6,32
EUR/DKK	7,44	7,43	7,43	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	49	4,3	-0,9	4,6	3,8
Privat konsumtion	29	3,3	-2,0	3,2	4,3
Offentlig konsumtion	9	0,1	0,6	0,5	0,2
Bruttoinvesteringar	11	6,2	-0,2	4,5	8,0
Export	36	9,5	0,0	6,2	4,5
Import	31	6,3	-5,3	5,1	5,8
Arbetslöshet (%)		6,3	8,5	8,4	7,4
Löner		8,8	10,1	7,5	6,5
KPI		2,2	1,1	2,6	2,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	-7,4	-7,3	-4,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		35,9	47,1	50,2	51,3

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	29	2,2	-3,6	3,7	5,2
Privat konsumtion	16	3,0	-10,0	5,1	6,2
Offentlig konsumtion	6	2,6	2,6	3,3	2,8
Bruttoinvesteringar	7	3,1	0,2	3,5	4,5
Export	18	1,9	-2,7	3,8	4,5
Import	17	2,3	-3,3	2,5	3,6
Arbetslöshet (%)		6,3	8,1	8,4	7,5
Löner		7,2	6,2	6,7	6,9
KPI		2,8	0,1	1,7	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-4,5	-8,1	-3,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,0	43,5	48,2	47,2

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	27	5,0	-2,9	3,3	4,5
Privat konsumtion	13	3,3	-2,3	4,5	5,5
Offentlig konsumtion	6	3,0	3,6	3,5	1,5
Bruttoinvesteringar	9	11,0	18,4	-8,0	6,0
Export	19	6,2	-5,5	5,0	5,0
Import	19	3,7	0,7	1,5	6,0
Arbetslöshet (%)		4,7	6,8	7,8	6,3
Löner		7,4	2,9	3,5	5,0
KPI		2,4	-0,6	1,5	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	-4,8	-5,5	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		8,4	18,2	21,5	24,5

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 70 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet
Tema: Svenska statsfinanser
+46 8 506 231 18

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 70 352 47 11

Lina Fransson
Norge
+46 8 506 232 02

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Ryssland
+46 8 506 231 77

Carl Hammer
Valutamarknaden
+46 8 506 231 28

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
Tema: Inflation
+46 8 763 80 79

Johan Javeus
Tema: Det nya guld
+ 46 70 325 51 45

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 70 655 3017

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Tema: Energiomställningen
Danmark
+ 45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland, Finland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn,
Danmark
Tema: Energiomställningen
+45 33 28 10 08

Marcus Widén
Euroområdet
Storbritannien
Sverige
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 4 maj 2021.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 29 april 2021.

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

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 500 medarbetare. Den 31 mars 2021 uppgick koncernens balansomslutning till 3 443 miljarder kronor och förvaltad kapital till 2 243 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Macro & FICC Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgroup.com/sv.

