



Innehåll

November 2021

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Arbetsmarknad	13
Räntemarknaden	16
Valutamarknaden	17
Aktiemarknaden	18
Tema: Heta fossila bränslen	19
USA	22
Tema: COP26	25
Euroområdet	28
Tema: Kris i produktionen	31
Storbritannien	34
Tema: Kina	35
Indien	38
Ryssland	39
Norden	40
Sverige	41
Norge	45
Danmark	47
Finland	48
Baltikum	49
Litauen	50
Lettland	51
Estland	52
Nyckeldata	53
Research kontakter	58



Återhämtning med farthinder

Den ekonomiska återhämtningen gick länge snabbare än väntat men under hösten har läget förändrats till det sämre. Gamla problem har dröjt sig kvar och nya har dykt upp. Även om återhämtningen fortsätter efter den kraftiga nedgången i pandemins inledning är de återstående farthindren både många och besvärliga.

För närvarande pågår något av en dragkamp i världsekonomin. På den ena sidan har vi en stark efterfrågan, bra tillväxt och förbättrade arbetsmarknader. På den andra sidan finns en problemtyngd utbudssida, tydliga flaskhalsar och en inflationsbrasa som inte verkar ge sig i första taget. Dessutom ökar framförallt den europeiska smittspridningen igen. Denna dragkamp kommer att utgöra huvudnumret i det ekonomiska dramat under kommande månader och kvartal.

Problemen på ekonomins utbudssida har inte bara bitit sig fast, de har i vissa fall förvärrats. Komponentbristen, med halvledare som det mest omtalade men ingalunda enda exemplet, fortsätter att begränsa produktionskapaciteten i många branscher och länder. Till det har vi den senaste tiden kunnat lägga en energikris. Bristen på energi har lett till högre kostnader för all energiintensiv produktion och den har i flera fall också lett till konkret ransonering. I världens fabrik, Kina, har produktionsanläggningar i perioder tvingats dra ner på verksamheten eller stänga helt. Även de globala transportkedjorna har fortsatt problem; när varorna väl har producerats är det ändå svårt att få dem dit de ska. Transporttiderna är långa och priserna är fortsatt höga, även om det nu går att skönja vissa förbättringar.

När efterfrågan i ekonomin är stark men utbudet inte hinner med, då förväntar vi oss att priserna stiger. Och stiger, det gör de som bekant. Den inflationsuppgång som tog fart under sommaren har hållit i sig och förstärkts och påverkar nu tydligt både hushållens köpkraft och flera centralbankers syn på penningpolitiken. Mest uppmärksamhet ägnas åt USA där inflationen på årsbasis nu överstiger sex procent vilket är den högsta inflationstakten på över 30 år. Och vi har knappast sett toppen. Federal Reserve börjar nu försiktigt lätta på gasen men det är en delikat balansakt som ska utföras. Samma likviditetsminskningar och räntehöjningar som kan behövas för att släcka inflationsbrasan riskerar att också släcka hoppet om välbehövlig ekonomisk återhämtning. Det lär bli fortsatt fokus på centralbankerna när inflations- och tillväxtrisker ska vägas mot varandra framöver.

I denna nya *Nordic Outlook November 2021* erbjuder vi fem fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Arbetsmarknaden
- Heta fossila bränslen
- COP26 i Glasgow
- Kris i produktionen
- Kina

Vi hoppas att Nordic Outlook ger nya insikter om ett komplicerat och intressant läge i världsekonomin där återhämtningen kämpar men där både varningsskyltar och farthinder är ständigt närvarande. Vi önskar er en trevlig läsning och hoppas att ni får en fin avslutning på året. Ta hand om er och varandra!

Jens Magnusson

Chefsekonom

Håkan Frisé

Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 22

Den stimulansdrivna återhämtningen visar tendenser till överhettning. Utbudet av arbetskraft väntas öka när virusoron lättar. Övåntat hög och utdragen inflation bidrar ändå till att Fed inleder en serie av höjningar i september 2022.

Kina | sid 35

Riskerna för den kinesiska tillväxten fördjupas. Till de inhemska problemen på kredit- och fastighetsmarknaderna läggs nu energikrisen. Nolltoleransen mot Covid-19 skapar fortsatta problem för både inhemskt utbud och globala värdekedjor.

Euroområdet | sid 28

Transportstörningar och komponentbrist bidrar till kortsiktig motvind för industri och höga energipriser dämpar hushållens köpkraft ett par kvartal. Inflationen faller tillbaka under 2022 och ECB håller räntan oförändrad.

Storbritannien | sid 34

Brexitrelaterade utmaningar och höga energipriser dämpar tillväxten. Inflationen ligger över målet under hela prognosperioden och Bank of England kommer med flera räntehöjningar med start tidigt 2022.

Internationell översikt

Återhämtningen står emot inflationschocken

Den globala ekonomin möter nu motstånd i form av störda leveranskedjor, förnyad smittspridning samt en energikris som driver på inflationen ytterligare. Störningarna väntas lätta en bit in i 2022 och BNP-prognoserna är stabilt positiva. Inflationen faller tillbaka men den kraftigare och bredare impulsen tvingar flera centralbanker att höja räntan tidigare än väntat. Vårt huvudscenario är att policymisstag undviks. Utsikter till en lugnare inflationsmiljö dämpar uppgången i långa räntor och ger stöd för riskapiten.

De senaste månaderna har den ekonomiska bilden präglats av ökande osäkerhet på flera fronter. Industrin hämmas i allt högre grad av transportproblem och andra leveransstörningar. De kraftigt stigande energipriserna ger extra kraft åt inflationsuppgången vilket gröper ur hushållens köpkraft. I USA bidrar också avvecklingen av tidigare hushållsstimulanser till att konsumtionen mattas. Den senaste tiden har flaskhalstendenser på arbetsmarknaden blivit tydliga i många länder. Arbetslösheten ligger nu inte långt från förkrisnivåerna och andelen företag som klagar över rekryteringsproblem har snabbt stigit till historiskt höga nivåer. I USA och Storbritannien har detta också manifesterats i en uppväxling i löneökningstakten. Om situationen inte förbättras hotas centralbankernas planer på en mjuk normalisering samtidigt som prognoser om en BNP-tillväxt över trend ytterligare några år blir svåra att realisera.

Pandemistörningar lever kvar. Rådande utmaningar är i flera avseenden kopplade till hur öppningsprocesserna efter pandemin förlöper. Trots stigande vaccinationsgrad har smittspridningen åter ökat. Även om restriktioner och nedstängningar inte längre hotar återhämtningen generellt kommer pandemikopplade störningar att ligga kvar längre än väntat. Fortsatt nedtryckt tjänstekonsumtion skapar en obalanserad efterfrågan med överhettning i många varubranscher. Det ställer stora krav på transportkapacitet samtidigt som Kinas nolltolerans mot smittspridning hämmar det globala transportsystemet bl a genom att viktiga hamnar inte kan användas fullt ut. Förnyad smittspridning håller också tillbaka arbetsutbudet. Huvudfokus i denna Nordic Outlook ligger på att analysera dessa faktorer varaktighet. Det gäller framför allt rapportens tema-

artiklar som behandlar kinesiska utmaningar, hoten mot de globala värdekedjorna och utbudsproblemen på arbetsmarknaden. Därtill reser rådande energikris, med stigande priser och elbrist, svåra frågor när det gäller hur snabbt övergången till fossilfri energiförsörjning kan ske och vilka avvägningar som nu måste göras. Olika aspekter i klimatomställningen behandlas i två temanartiklar om energimarknaden och COP26 i Glasgow.

Stabila BNP-prognoser. Trots de utmaningar som aktualiserats under hösten har BNP-prognoserna varit relativt stabila det senaste halvåret. Generellt har prognoserna för de stora industriländerna konvergerat med nedjusteringar för USA och uppskrivningar för Västeuropa. I *Nordic Outlook September* valde vi att i viss mån distansera oss från det optimistiska tonläge som Internationella valutafonden (IMF) anlade i sin juliprognos. Nu justerar vi ned prognosen för global BNP för 2021 något till 5,7 procent från tidigare 5,9. Det beror i huvudsak på något sämre utsikter för USA, Kina och Indien. Även för 2022 är prognoserna för USA och Kina nedjusterade en del men högre tillväxt i bl a Japan gör att vi ligger kvar med en global BNP-tillväxt på 4,4 procent. För 2023 är prognosen marginellt uppjusterad på global nivå.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
USA	-3,4	5,6	3,9	2,2
Japan	-4,6	2,5	2,7	1,2
Tyskland	-4,6	2,9	4,6	3,0
Kina	2,3	8,2	5,2	5,4
Storbritannien	-9,7	6,9	4,9	2,8
Euroområdet	-6,4	5,1	4,4	2,6
Norden	-2,2	4,1	3,5	2,4
Baltikum	-1,7	5,7	4,0	3,5
OECD	-4,6	5,2	3,9	2,4
EM	-2,1	6,2	4,8	4,3
Världen, PPP	-3,3	5,7	4,4	3,5

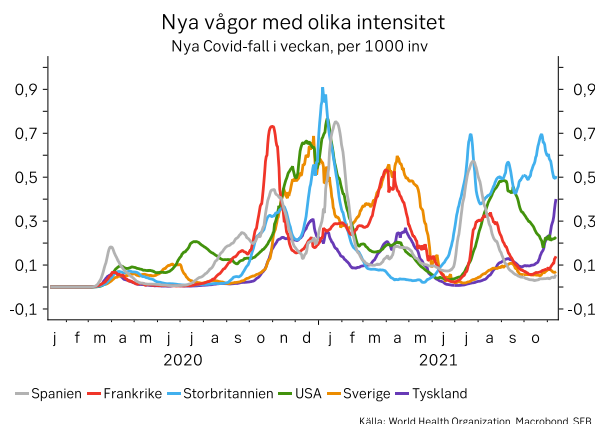
Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity

På inflationssidan är revideringarna större; impulsen blir både kraftigare och mer varaktig än vi tidigare räknat med. Det gäller framför allt i USA, där inflationen väntas toppa runt 7 procent i januari. I Västeuropa, med visst undantag för Storbritannien, blir uppgången mildare och är i högre grad koncentrerad till energisidan. Under våren börjar inflationen falla tillbaka men i USA ligger KPI troligen över 3 procent under hela 2022.

Centralbankerna ställs inför ett klassiskt dilemma där räntehöjningar riskerar att förstärka den åtstramande

effekten av en utbudschock från energisidan. Om man inte agerar riskerar man å andra sidan att inflationsförväntningarna drar iväg; speciellt i de ekonomier där prisökningarna breddats och lönerna växlat upp. Vi räknar nu med att Federal Reserve påbörjar räntehöjningar i september 2022 och sedan tar gradvisa steg till en styrräntenivå på 1,50 procent i slutet av 2023. I Storbritannien och Norge väntas räntan landa ganska nära Feds nivå vid slutet av prognosperioden. I euroområdet och Sverige har centralbankerna långt till räntehöjningar; ECB ligger still under hela perioden medan en stark svensk ekonomi gör att Riksbanken till slut genomför en höjning under senare delen av 2023.

Marknaden litar på centralbanker. Obligationsmarknaden präglas av en tro på att centralbankerna lyckas med inflationsbekämpningen utan att begå policymisstag och knäcka återhämtningen. Det innebär en viss positiv lutning på avkastningskurvan men lägger ändå ett lock på de långa obligationsräntorna. Vi har höjt vår prognos för den amerikanska 10-årsräntan till 2,50 procent i slutet av 2023. Differensen gentemot europeiska räntor vidgas ytterligare och de tyska och svenska 10-årsräntorna når inte högre än till 0,40 resp. 0,95 procent. Förändringar i relativ penningpolitik driver valutamarknaderna det närmaste året och Feds normalisering stärker dollarn till 1,11 mot euron mot slutet av 2022. EUR/SEK-kursen förblir relativt stabil men når ned till 9,70 mot slutet av 2023. Börserna har visat betydande motståndskraft mot olika påfrestningar under hösten och efter en tillfällig svacka har nya rekord slagits på många håll. Givet att utbudsstörningar klingar av i linje med våra förväntningar ser vi en viss ytterligare börspotential under 2022. Stark vinstutveckling har i viss mån dämpat den höga värderingen och framåtblickande vinstprognoser har kommit ned en del och anpassat sig till en mognare konjunkturfas.

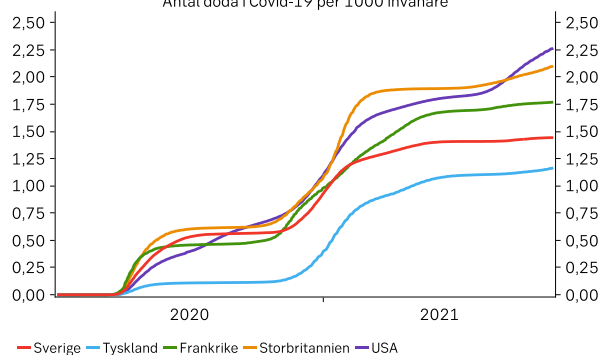


Pandemin vägrar släppa greppet

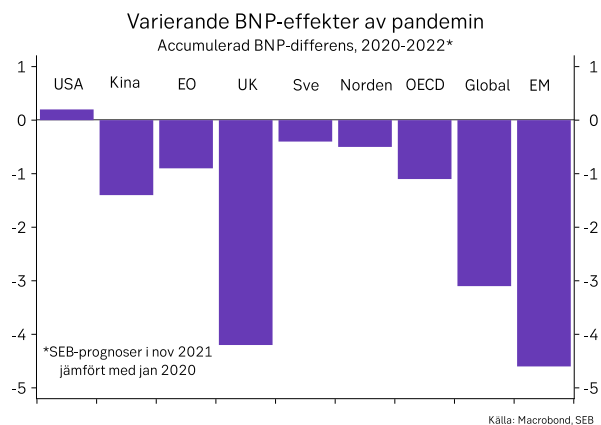
Trots stigande vaccinationsgrad och förbättrad vaccintillgång i världen stiger återigen smittotalen. Det gäller

inte bara i mindre utvecklade ekonomier, som av flera skäl släpar efter med vaccinationer, utan även bland rika länder. Restriktioner är nu på väg att återinföras i många länder, vilket kan påverka de ekonomiska utsikterna. Allt tyder dock på att restriktionerna i allt högre grad kan utformas på ett sätt som ger begränsade ekonomiska konsekvenser och där tonvikten ligger på att uppmuntra till vaccinationer snarare än att dämpa rörligheten. Hög vaccinationsgrad och lärdomar kring Covid-19 har också bidragit till att hålla nere antalet nya dödsfall och allvarligt sjuka, vilket minskar motiven till drastiska nedstängningar. Därtill kommer att nya effektiva mediciner som minskar antalet döda och svårt sjuka kommer att finnas tillgängliga nästa år.

Ökad smittspridning men vaccin minskar antalet allvarliga fall
Antal döda i Covid-19 per 1000 invånare



Smittspridningen lär ändå märkas på vissa sätt. Reserestriktioner mellan länder riskerar att bibehållas eller återinföras och långväga resande lär förbli på en låg nivå under ganska lång tid. Att smittkurvorna i världen går i otakt bidrar också till fortsatta problem för global handel och transportsystem, inte minst genom Kinas nolltolerans mot smittspridningen. I USA har även dödstaten ökat tydligt igen vilket fördröjer återgången till ett normalt samhällsliv på vissa områden, bl a genom att hålla nere arbetsutbudet. Att delvariantens smittovåg nu har kulminerat gör dock att man kan hoppas på förbättringar inom en ganska snar framtid.



En oväntat stark global varuefterfrågan skapar extra stora flaskhalsproblem när den globala transportkapaciteten redan hämnas av pandemin. Störningarna har lett till allt större problem med insatsvaruförsörjningen, inte minst på halvledare, vilket i ökande grad hämmar industriproduktionen. Problemen förvärras också av den europeiska och asiatiska energikrisen. Störningarna i företagens globala värdekedjor utgör ett hot mot den ekonomiska återhämtningen, ger inflationsimpulser och stressar penningpolitiken (se temaartikeln på sid 31). Vår slutsats, baserad på historiska jämförelser, företagsundersökningar, anekdotisk information och säsongsmönster, är att de globala leveransproblemen kulminerar under första kvartalet 2022 för att sedan i avtagande grad hämma världshandeln ytterligare ett halvår.

Utbudssidan i fokus för riskbilden

Att det är osannolikt att pandemin återigen ska förlama ekonomin gör att nedåtriskerna i prognosen i allt högre grad kommer att handla om inflation och misslyckanden kopplade till centralbankernas exitstrategier. Om inte bristsituationerna på arbetsmarknaden lättar kan löneökningarna dra iväg på ett sätt som tydliggör att rådande makroprognoser och finansiella prissättningar bygger på en alltför positiv bild av ekonomis utbudssida. I en sådan situation skulle centralbankerna förmodligen välja att strama åt på ett sätt som skulle leda till stora nedgångar för aktie- och bostadspriser. Om man inte agerar skulle istället inflationsförväntningarna driva iväg och helt tappa kontakten med inflationsmålen. En eskalering av problemen på den kinesiska fastighetsmarknaden, där myndigheterna misslyckas med att hantera situationen, har också potential att påverka den globala ekonomin på ett genomgripande sätt.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

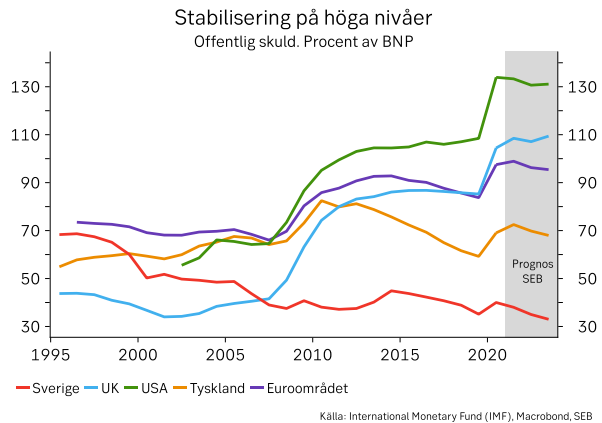
	2021	2022	2023
Huvudscenario	5,2	3,9	2,4
Negativt scenario	5,0	1,5	2,1
Positivt scenario	5,3	5,6	2,8

Källa: SEB.

Hög konsumtion tillsammans med produktivetslyft.

Kombinationen av uppdämda konsumtionsbehov och ett högt uppdrivet sparande hos hushållen innebär en potential på uppsidan. En robust konsumtionsökning kan också leda till en positiv spiral där investeringarna kommer igång på bred front. För att ett sådant scenario ska vara uthålligt krävs en mycket positiv utveckling av arbetsutbudet, men kanske framför allt att nya investeringar verkligen leder till tydliga uppgångar i produktivitet.

Med tanke på tilltagande osäkerhet på utbudssidan gör vi bedömningen att potentialen på uppsidan minskat och att nedåtriskerna dominerar.



Försiktig motvind från finanspolitiken

Finanspolitiken har hittills under pandemin stöttat ekonomier på bred front runt om i världen. Våra beräkningar tyder på att den finanspolitiska impulsen för industriländerna totalt motsvarade 5 procent av BNP 2020, definierat som förändringen av konjunkturrensat offentligt saldot. Återkommande pandemivågor har förlängt behoven av stöd. Tillsammans med mer traditionella stimulanser gör det att finanspolitiken ser ut att bli än mer expansiv i år med en ytterligare dos på 0,5 procent av BNP. Efter dessa historiskt sett mycket stora stöd är det ofrånkomligt att finanspolitiken nästa år blir åtstramande när underskott ska bantas och offentliga skulder stabiliseras. Den finanspolitiska motvinden summeras till ca 2,5 procent av BNP 2022 och den fortsätter 2023 med något mindre kraft. Det handlar dock om att krisåtgärderna gradvis fasas ut; några sparprogram liknande de som flera euroländer tvingades genomgå efter finanskrisen är inte aktuella.

Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt saldo, procent av BNP.

Positivt tal innebär stimulanseffekt och tvärtom

	2020	2021	2022	Tot
USA	6,5	0,0	-4,0	2,5
Japan	5,0	-0,5	-2,0	2,5
Euroområdet	3,5	1,0	-1,5	3,0
Storbritannien	6,0	1,5	-5,0	2,5
Sverige	2,0	0,5	-1,0	1,5
OECD	5,0	0,5	-2,5	3,0

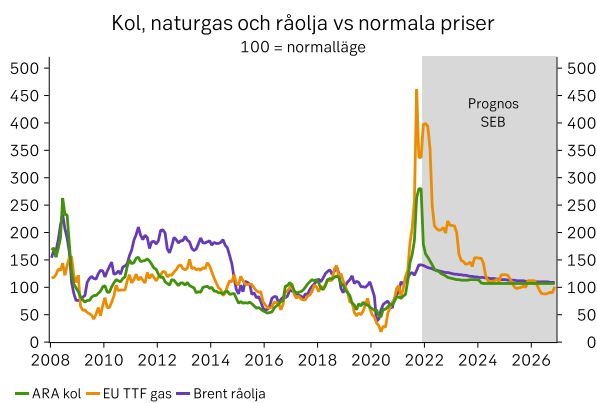
Källa: OECD, SEB.

Strukturpolitik får större utrymme. Ambitionen nu är att stötta återhämtningen med stimulansprogram som ofta har strukturell prägel för att också förbättra tillväxt-

potentialen på sikt och underlätta klimatomställningen. I Europa har vi NextGenerationEU som omfattar 5-6 procent av BNP över de kommande åren; framför allt en välkommen injektion för länder i Sydeuropa. Också USA genomför satsningar med investeringsfokus även om Biden fått problem att få senatens godkännande för en del av politiken. Japanska regeringen har nyligen lanserat ett nytt framtungt stimulansprogram motsvarande 5 procent av BNP och tyska regeringsförhandlingarna väntas utmynna i en röd-grön-liberal regering som för en något mer expansiv politik än vi tidigare sett. I Sverige blir det strama finanspolitiska ramverket alltmer ifrågasatt. Att ersätta överskottsmålet med ett balansmål lär bli ett första steg men idén om en specialhantering av vissa typer av investeringar verkar också vinna terräng.

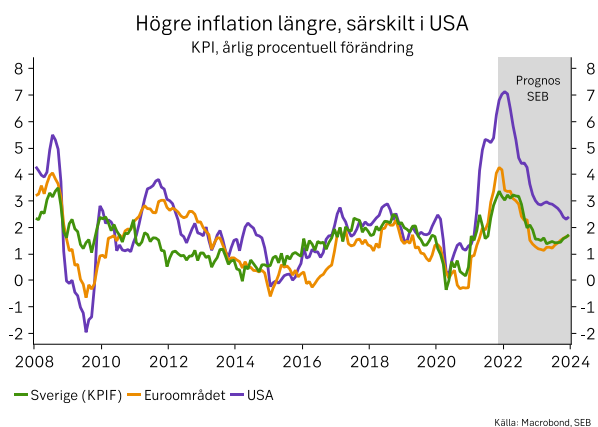
Stora utmaningar på energimarknaden

Utvecklingen på energimarknaden är nu extra viktig för prognosbildningen. Trenderna är ovanligt splittrade mellan olika energislag. Att investeringsraset under pandemins första fas följdes av en snabb efterfrågeuppgång har dock genererat ett allmänt tryck uppåt på priserna. En hamstringsvåg inför stundande vinter skapar därtill en konkurrens mellan Kina och Europa som fick kol- och gaspriserna att ytterligare skjuta iväg till oanade höjder. Trots en rekyl nedåt den allra senaste tiden ligger de nu ungefär 3 gånger högre än normalt i vissa europeiska länder. Oljepriserna har visat en lugnare utveckling och nuvarande pris runt 80-85 USD per fat (Brent) innebär en nivå som ligger måttliga 35-40 procent högre än genomsnittlig prisnivå i reala termer de senaste 50 åren. Det indikerar att oljepriset kan stå näst på tur att stiga i en miljö där det finns en motvilja mot att finansiera investeringar i fossila bränslen även om det inte är vår huvudprognos.



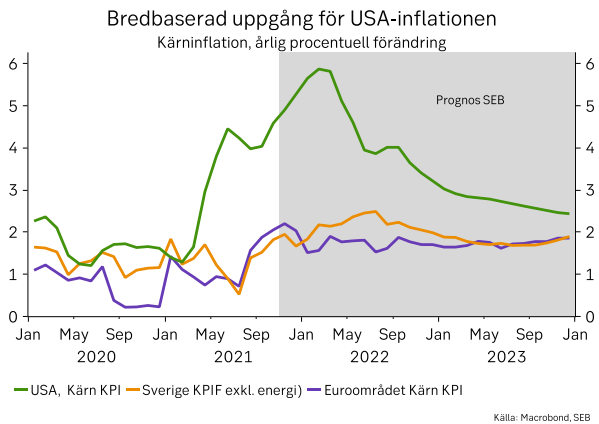
Priserna faller troligen tillbaka under 2022. Generellt innebär energiomställningen en enorm utmaning i en värld som varit bättre på att bekämpa fossila bränslen än på att bygga upp nya gröna alternativ. Det gör att vi får vänja oss vid att obalanser mellan utbud och efter-

frågan framöver blir mer vanliga med större prisvolatilitet som konsekvens. Detta kommer också att leda till stora politiska spänningar och utmaningar i pågående klimatomställning. En hög nivå på CO₂-priser i Europa bidrar dock till att hålla uppe elpriserna på en nivå som ger hög lönsamhet för nya investeringsprojekt i förnyelsebar energi. Det närmaste året finns också utsikter för en generell nedgång av priserna. Den kinesiska energiförfrågan minskar i spåren av kreditåstramningar samtidigt som Ryssland bör kunna öka sin gasexport till Västeuropa efter en inhemsk lageruppbyggnad i oktober. Terminkontrakten på elmarknaden i Nordeuropa pekar också på en tydlig prisnedgång under loppet av 2022. Trots risker på sikt tror vi också att oljepriset faller något och når 60 USD per fat som genomsnitt för 2023.

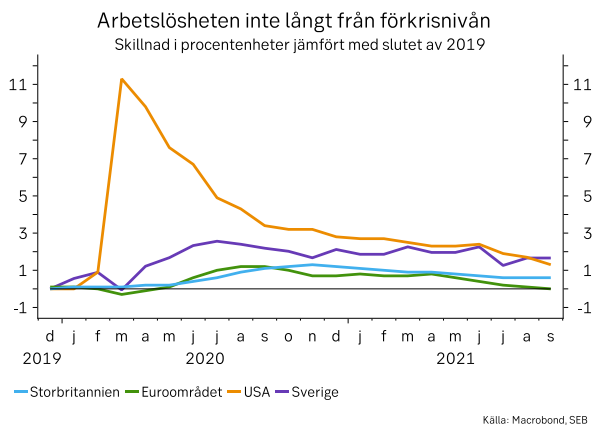


Inflationen faller tillbaka trots allt

Den inflationsimpuls vi är mitt uppe i blir kraftigare och mer varaktig än vi tidigare räknat med. Att den har många olika typer av drivkrafter gör den extra svårbedömd. De snabbt stigande energipriserna har gjort inflationsuppgången mer dramatisk. Därtill ser uppgången i USA ut att ändra karaktär. När inflationen sköt fart i våras stod ett fåtal komponenter som begagnade bilar och normaliserade priser på turisttjänster efter pandemin för stora delar av uppgången. Nu är uppgången mer bredbaserad med t ex snabba uppgångar för hyror och för varupriser mer generellt. Priser på tjänster stiger dock än så länge i en måttlig takt medan varuinflationen är den högsta sedan februari 1981. Att inflationen stiger på bredare front talar för att prisuppgångarna även drivs av generellt stark efterfrågan efter tidigare stimulansutbetalningar till hushållen och blockerad tjänstekonsumtion. Den höga varuefterfrågan får internationella konsekvenser genom att förvärra flaskhalsproblem i det internationella transportsystemet.



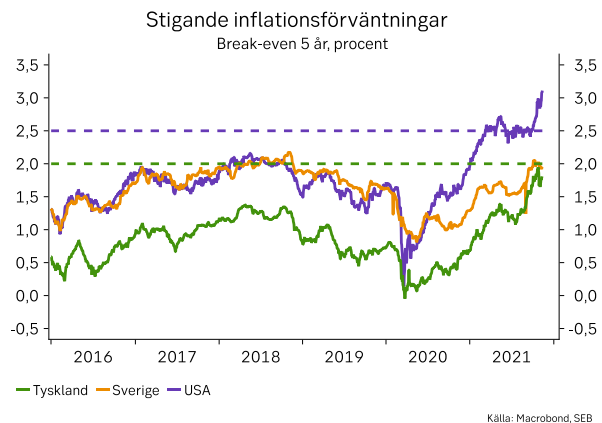
Stabil kärninflation i Europa. Med undantag av Storbritannien är fortfarande inflationsuppgången i Väst-europa i hög grad koncentrerad till energisidan. Detta illustreras i graferna ovan av att skillnaderna gentemot USA i olika kärninflationsmått är större än för totala KPI. Bidraget från energipriserna är betydligt större i euroområdet än i Sverige beroende på skillnader i användning av naturgas. Det är dock troligt att vi får se en viss uppgång i kärninflationen även i Europa. I producentledet ser vi nu en bredare prisuppgång även för konsumtionsvaror och med fördröjning bör det också slå igenom i KPI. Därtill är det troligt att vi även får en viss ökning av det underliggande pris- och lönetrycket i takt med stigande resursutnyttjande.



Att flaskhalsproblem på arbetsmarknaden tydligare gjort sig gällande ökar också osäkerheten. Arbetslösheten har ganska snabbt närmat sig de nivåer som gällde före krisen, bl a beroende på att många som lämnade arbetsmarknaden i pandemins inledning inte kommit tillbaka. I temaartikel på sid 13 analyseras situationen avseende rekryteringsproblem och påverkan på lönebildningen. Det är tydligt att flaskhalsproblemen är större i USA och Storbritannien där lönerna växlat upp ganska tydligt. En bredare politisk uppslutning kring höjda minimilöner bidrar också. I euroområdet och i Norden syns däremot inga tydliga tecken i den riktningen. I Sverige bidrar långa löneavtal på relativt låg nivå till att vi

inte tror på någon påtaglig uppväxling, åtminstone inte före nästa stora avtalsrörelse våren 2023. Även i USA är det sannolikt att flaskhalsproblemen lindras när samhällslivet normaliseras och möjligheterna och drivkrafterna för arbete ökar i takt med minskande bidrag.

Inflationen faller tillbaka under 2022. Vår huvudprognos är nu att inflationen gradvis faller tillbaka i takt med att situationen efter pandemin normaliseras. Huvuddelen av de prishöjningar som nu lyfter inflationen är av engångskaraktär och kommer knappast att upprepas år efter år. Även om energipriserna troligen ligger på en förhöjd nivå framöver jämfört med vad vi vant oss vid, faller de sannolikt tillbaka från dagens nivåer och ger negativa inflationsbidrag under senare delen av prognosperioden. Inflationsförväntningarna har stigit men är dock inte alarmerande höga. Efter en ny överraskning på uppsidan i USA i oktober ligger förväntningarna på 5 år, avlästa på marknaden för realobligationer, nu runt 3 procent. En nivå runt 2,5 procent för detta mått är i linje med Feds operativa mål. I Sverige och Tyskland indikerar förväntningar inte alls någon mistro mot inflationsmålen.



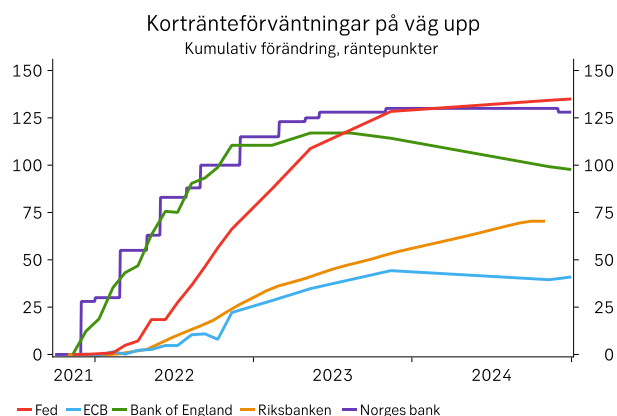
Centralbankerna inför historiskt dilemma Feds nya strategi att vidga manöverutrymmet för att kunna överskjuta inflationsmålen lanserades i en miljö där tidigare bias mot att understiga målet skapat stabilt låga inflationsförväntningar. Centralbanker i Europa, som ECB och Riksbanken, har i ännu högre grad haft trovärdighetsproblem i detta avseende. Den kraftiga ekonomiska nedgången i pandemins spår förstärkte motiven att signalera stor tolerans för överskjutande av inflationsmålen. Till en början var det därför ganska självklart för centralbankerna att spela ned pandemidrivna inflationstendenser. Att inflationsimpulsen nu ser ut att bli kraftigare och mer utdragen ställer centralbankerna inför en balansakt. För att tydliggöra vad som står på spel kan två historiska extremfall lyftas fram:

**Valhänt respons ledde till 1970-talets stagflations-
era.** När OPEC i början på 1970-talet genomförde stora produktionsneddragningar mångdubblades oljepriset 1973-74. Detta inträffade kort efter kollapsen av Bretton Woods-systemets fasta växelkurser med US-dollarans guldkoppling som ankare, vilket gjorde den globala ekonomin extra sårbar. Det fanns ingen klar strategi för hur oljeprisuppgången skulle bemötas men i olika grad försökte nationell finanspolitik hålla uppe den ekonomiska aktiviteten. Penningpolitiken i de flesta länder accepterade (ackommoderade) i huvudsak en allmän uppväxling av pris- och löneökningstakten. Följderna blev att ekonomierna, framför allt i USA, Storbritannien och Norden, under lång tid plågades av hög och volatil inflation som hämmade investeringar och tillväxt.

Överdriven rädsla för spridningseffekter under 2008.

Oljekrisens erfarenheter bidrog till att centralbankerna under lång tid ständigt var oroliga för att inflationsimpulser från råvarupriser, speciellt på energisidan, skulle sprida sig till andra varugrupper och i förlängningen också till lönesidan. Centralbankerna var förstas medvetna om dilemmat med att direkt möta en tillväxtdämpande utbudschock med åtstramande räntehöjningar, men man litade inte på att ekonomins aktörer skulle avhålla sig från att vältra över kostnadsökningar på senare led. Samtidigt som kollapsen på USA:s subprime-marknad i augusti 2007 började hämma global ekonomi steg råvarupriserna kraftigt, främst drivna av stora kinesiska investeringar. Våren 2008 breddades inflationsuppgången på det lömska sätt som ofta sker i början på en inbromsning. Flera centralbanker i Europa, med ECB i spetsen, valde då att höja räntan upprepade gånger. Riksbankens sista höjning bara några veckor före Lehman-kollapsen var det mest spektakulära exemplet.

Monetär exitpolitik med olika verktyg. Centralbankerna står således inför ett dilemma men än så länge har responsen på stigande inflation varit modest. Fortsatta, men nedtrappade tillgångsköp av tex Fed, ECB och Bank of Japan, innebär att global penningpolitik sammantaget faktiskt går i mer expansiv riktning det närmaste halvåret. Vår bedömning är att centralbankernas utökade balansräkning med 20 000 miljarder dollar sedan 2007 motsvarar en nedåtpress på globala långräntor med 120-160 räntepunkter. När global penningpolitik en bit in i 2022 slår om i åtstramande riktning tror vi att centralbankerna väljer att vara återhållsamma med att avveckla tillgångar och banta sina balansräkningar. Istället blir styrräntan det viktigaste penningpolitiska verktyget.



Uppskruvade förväntningar på räntehöjningar.

Marknaden har den senaste tiden skruvat upp sina förväntningar på centralbankshöjningar. Vår bedömning är dock att prissättningen i nuläget generellt är lite för aggressiv. Våra styrränteprognoser är dock uppjusterade och vi väntar oss att Bank of England står näst på tur att följa Norges Bank med en höjning i början på 2022. Fed väntas sedan genomföra en första räntehöjning i september efter att ha avslutat sina obligationsköp i juni. Vår prognos är att Fed fortsätter höja till nivån 1,50 procent i slutet av 2023. Var vi till slut landar i kommande höjningscykel beror på räntekänsligheten hos hushåll och företag samt på reaktionen för de samlade finansiella förhållandena i form av kreditspreadar, börs- och valutakurser. Vår bedömning är att den neutrala nominella korträntan i många ekonomier långsiktigt ligger nära 2 procent, men pandemin och strukturella faktorer kan ha pressat ned den till något under 2 procent på medellång sikt, vilket kan utgöra ett riktmärke för var styrräntorna kan toppa.

Centralbankers styrräntor

Procent

	Nov 11	Dec 2021	Dec 2022	Dec 2023
Federal Reserve	0,25	0,25	0,75	1,50
ECB	0,00	0,00	0,00	0,00
Bank of England	0,10	0,10	0,75	1,25
Riksbanken	0,00	0,00	0,00	0,25
Norges Bank	0,25	0,50	1,50	1,75

Källa: Centralbanker, SEB.

ECB och Riksbanken kommer att ligga långt efter de anglosaxiska länderna och Norge när det gäller räntehöjningar. Centralbankernas signalering, samt utsikterna för inflations- och löneutvecklingen, gör att divergensen i vår prognos är större än vad som ligger i marknadsprissättningen. Riksbanken väntas dock leverera en första höjning under andra halvåret 2023. ECB måste

hela tiden beakta riskerna för att även försiktiga räntehöjningar leder till vidgade räntedifferenser mellan Tyskland och de sydeuropeiska ekonomierna. Det finns en risk att PEPP-programmets avslutning i vår kan bidra till högre räntor i Sydeuropa. Ett nytt program, med större frihetsgrader i fördelningsnyckeln och fokus på stabiliteten i spreadar, skulle underlätta för ECB att höja sina styrräntor.

Sänkt EM-prognos för 2021

Återhämtningen för EM-ekonomierna har mattats något den senaste tiden och vi har justerat ned BNP-tillväxten för vårt EM-aggregat i år till 6,2 från 6,5 procent, men behåller prognosen för 2022 och 2023. Den ändrade bilden för 2021 beror främst på en nedjustering för Kina och Indien, där energikrisen tvingat fram ransonering av elförbrukningen. Tillväxten i Kina dämpas också av problem i fastighetssektorn, som exponerats av myndigheternas ambition att få ned många stora fastighetsbolags höga belåningsgrad. Även Brasiliens ekonomi ser ut att växa något mindre än vi tidigare trott. Ryssland går just nu igenom sin värsta smittovåg sedan pandemins utbrott med nya restriktioner som följd. Mer målinriktade restriktioner samt ökad oljeproduktion bidrar ändå till att hålla uppe aktiviteten. Generellt hämmas också EM-ekonomierna nu av störningar i produktionskedjor samt av stigande inflation. Låg vaccinationsgrad, speciellt i de allra fattigaste ekonomierna, dämpar aktiviteten bland konsumenter och företag. Därtill kommer ett begränsat utrymme för att förlänga de finanspolitiska stödåtgärderna. Redan i år siktar ett flertal regeringar i de stora EM-ekonomierna på att minska sina budgetunderskott.

BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Kina	2,3	8,2	5,2	5,4
Indien	-7,1	7,7	7,6	4,9
Brasilien	-4,1	4,9	2,5	2,2
Ryssland	-3,0	4,3	2,8	2,0
EM-ekonomier, totalt	-2,1	6,2	4,8	4,3

Källa: IMF, SEB

Höga energi- och råvarupriser slår olika bland tillväxt-ekonomierna. De som tjänar mest på högre energipriser är Ryssland och oljeproducenterna runt Persiska viken, medan oljeimporterande länder som Turkiet, Thailand, Chile och Indien tenderar att förlora. Men man bör ändå vara försiktig i dessa slutsatser om vinnare. Även producentländer påverkas negativt av stigande energipriser i form av högre inflationstryck och produktionskostnader. Flera centralbanker, inklusive Brasiliens och Rysslands,

har börjat en penningpolitisk åtstramning vilket riskerar att dämpa tillväxten nästa år. Stigande råvarupriser är dock till stor del ett tecken på en förbättring i världskonjunkturen vilket gynnar alla tillväxtmarknader.

Kinesiska utmaningar har global nyckelroll. Flera utmaningar står nu i fokus och efter en BNP-tillväxt på drygt 8 procent i år har riskerna för en kraftigare inbromsning nästa år ökat. Effekterna av regeringens långsiktiga mål att minska skuldnivån i ekonomin har nu börjat skönjas framförallt i den skuldyngda fastighetssektorn (se temaartikel). Vi bedömer att myndigheterna har tillräckligt med resurser för att hantera individuella företag som riskerar eller går i konkurs, men det blir en svår balansgång mellan att rädda finansiellt goda bolag och undvika "moral hazard". Utöver minskad kreditgivning dämpas även Kinas tillväxt av externa faktorer, t ex högre energipriser som lett till ransonering och lägre produktionsstakt. Trots en vaccinationsgrad på mellan 75 och 80 procent av befolkningen håller Kina också fast vid sin nolltolerans mot COVID-19. Lokala utbrott, även mycket små, leder fortfarande till nedstängningar och införande av karantän, vilket skapar problem i produktionskedjorna och hämmar tillverkningsindustrin. Eftersom vissa av dessa nedstängningar drabbat transportnav som de stora containerhamnarna, bidrar nolltoleransen också till de problem i transport- och logistikkedjor som världen nu upplever.

Tema:

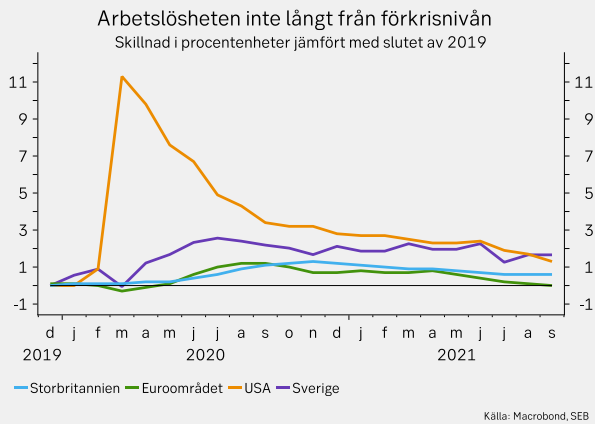
Arbetsmarknad

Tidiga rekryteringsproblem hotar återhämtningen

Arbetslösheten har redan kommit ned på nivåer som inte ligger långt från läget före krisen i många länder. Samtidigt har andelen företag som har svårt att rekrytera personal ökat snabbt. Delvis beror detta på att arbetsutbudet är nedtryckt av en rad olika faktorer, varav vissa är av tillfällig natur. I USA och Storbritannien ser vi nu att lönerna redan växlat upp medan någon sådan tydlig trend inte går att skönja i euroområdet eller Norden. Sannolikt mildras arbetskraftsbristen i USA i takt med att arbetslivet normaliseras och drivkrafterna för att arbeta åter stärks. Möjligen kan också effektivitetshöjande företagsinvesteringar ge arbetsproduktiviteten en skjuts uppåt.

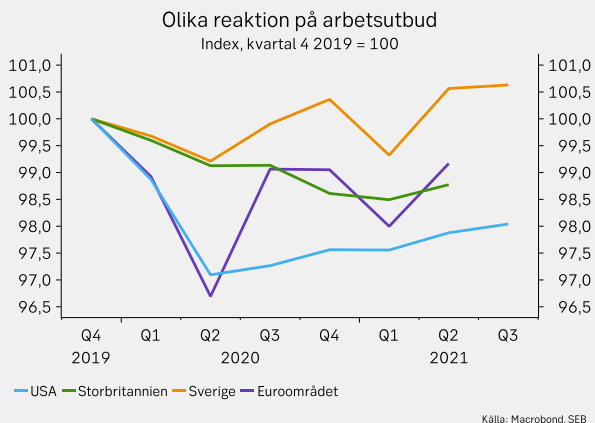
Tidiga utbudsrestriktioner kan förändra spelplanen.

När pandemikrisen var som djupast förutspådde ekonomer att det skulle ta mycket lång tid innan vi var tillbaka på normalt resursutnyttjande. En sådan syn låg i hög grad bakom centralbankernas signalering om att en normalisering av penningpolitiken låg långt fram i tiden. Utsikter till en lång period med extremräntor ökade i sin tur manöverutrymmet för finanspolitiken. En oväntat snabb återhämtning av efterfrågan har inneburit att prognosmakare gradvis tidigarelagt den tidpunkt när ekonomierna väntas vara tillbaka på den trend som gällde före pandemin. Den senaste tiden har dock olika typer av utbudsproblem förvärrats, vilken spetsar till frågan om hur mycket lediga resurser som verkligen finns i ekonomin. I denna temaartikel analyseras några nyckelfrågor på arbetsmarknaden i USA och Västeuropa. Det gäller orsakerna till att arbetslösheten så snabbt kommit ned och varför så stor andel av företagen redan har stora rekryteringsproblem. Problemens varaktighet kommer att vara avgörande för den ekonomiska politikens möjligheter att fortsätta stötta den ekonomiska återhämtningen. Att de inte permanentas är också en förutsättning för att de tillväxt- och vinstprognoser som ligger bakom dagens relativt höga värdering på aktiemarknaden ska kunna infrias.



Arbetslöshet nära förkrisnivåer

Att den faktiska arbetslösheten nu ligger relativt nära nivåerna vid pandemins start talar för att vi inte ligger så långt från ett normalt resursutnyttjande. I euroområdet låg arbetslösheten i september på precis samma nivå som i slutet av 2019. I USA ligger den nu drygt 1 procentenhet (pe) högre än före krisen efter en initial uppgång på över 10 pe under våren 2020



Nedtryckt arbetsutbud. Att vi kommit ned så långt i arbetslöshet trots att sysselsättningen har en bra bit kvar till förkrisnivåer återspeglar att en relativt stor andel av de som lämnade arbetskraften under den mest dramatiska nedstängningsperioden inte kommit tillbaka. Det finns en rad förklaringar till detta. Att dela upp dessa i olika kategorier kan underlätta analysen om hur varaktigt arbetsutbud kan tänkas vara nedpressat:

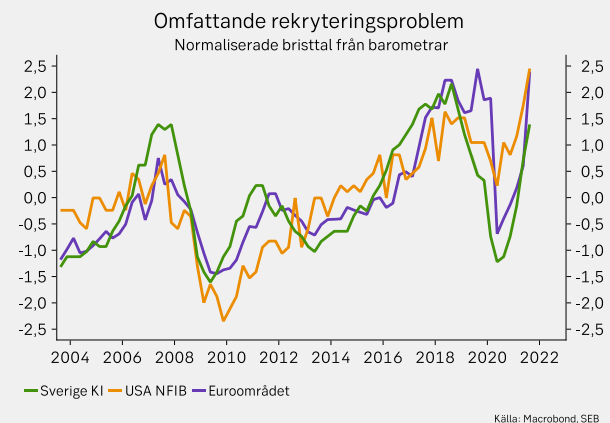
Statistiska överdrifter: Vissa krisåtgärder gör fortfarande att anställda registreras utanför arbetskraften. I vissa länder har yngre i särskilt hög grad lämnat arbetskraften, t ex studenter med låg medelarbets-tid. Om man bara tittar på förändringar i antalet personer i arbetskraften överskattar man lätt nedgången i potentialen för antalet arbetade timmar.

Incitaments/beteendefaktorer: Stödpolitiken i USA, med relativt generösa bidrag t ex till arbetslösa eller barnfamiljer, har ökat möjligheterna att avstå från

arbete. Att systemet med enkla jobb, med låg lön och produktivitet, alltmer ifrågasätts kan också förstärka denna trend. Även om de flesta nu vill tillbaka till ett normalt arbetsliv finns det många som vill hitta nya vägar för att slippa återvända. Det gäller t ex äldre åldersgrupper där de som har möjlighet kommer att dra sig tillbaka i ökande grad. Pandemin har också bidragit till att yngre årskullar fått vänta på sitt inträde på arbetsmarknaden och istället t ex förlängt studietiden.

Pandemiberoende faktorer: Kvarstående praktiska svårigheter att återgå till ett normalt arbetsliv bidrar också. Det kan bero på rädsla för att smittas i samband med resor till eller på arbetsplatsen eller på att föräldrar måste stanna hemma med sina barn när inte skolor eller förskolor kommit igång.

Strukturberoende faktorer: Åldrande befolkning och minskad immigration dämpar också arbetsutbudet. I viss mån är orsakerna till minskad rörlighet pandemi-beroende men de drivs också av en underliggande trend. Storbritannien i spåren av Brexit är det tydligaste exemplet. Men även i USA är ett skifte tydligt, inte minst när det gäller inflödet av arbetskraft till låglöneyrken.



Utbredda rekryteringsproblem

Generellt är statistiken på arbetsmarknaden extra osäker i rådande läge. Men företagens signaler om rekryteringsproblem i olika barometerundersökningar visar ändå ett robust mönster. Vi har skattat normaliserade tidserier utgående från några sådana. För USA:s del används ett smalare mått för småföretagen i NFIB som nu uppvisar rekordstor brist. Att bristalen generellt ökat exceptionellt snabbt kan bero på flera saker. I nästan alla tidigare kriser har industrin drabbats hårdast. Sektorn har därför utvecklat metoder för att överbygga perioder med svag efterfrågan. Detta gäller framför allt i norra Europa där arbetsmarknadens parter ofta samverkat med regeringar för att mildra konsekvenserna. Välutbildad och yrkeskunnig arbetskraft har haft starka motiv att vänta in bättre tider i sin gamla

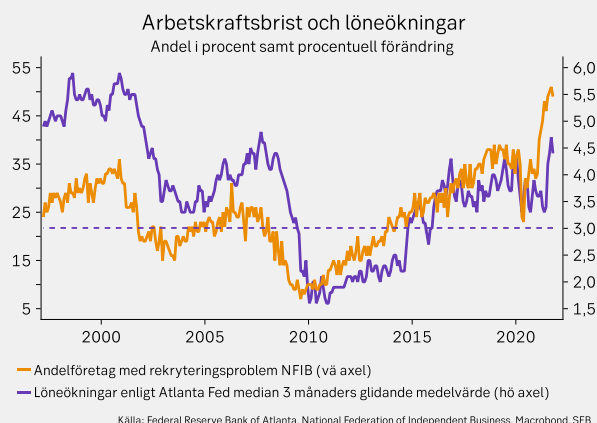
bransch och därtill fått möjlighet att fortbilda sig inom ramen för yrket under kristider.

Ovana krisbranscher och obalanserad efterfrågan.

Pandemikrisen har främst slagit mot tjänstebranscher som historiskt varit mindre vana att hantera kriser. Personalen har där ofta svagare ställning på arbetsmarknaden. Detta gör den mer lätttrölig och incitamenten för att återvända när efterfrågan kommit tillbaka är svagare. Därtill kommer en allmänt sett obalanserad efterfrågesituation. Många varuproducerande branscher vände upp snabbt efter den mest akuta krisfasen våren 2020 och nuvarande rekryteringsproblemen liknar mer traditionella överhettningssymptom.

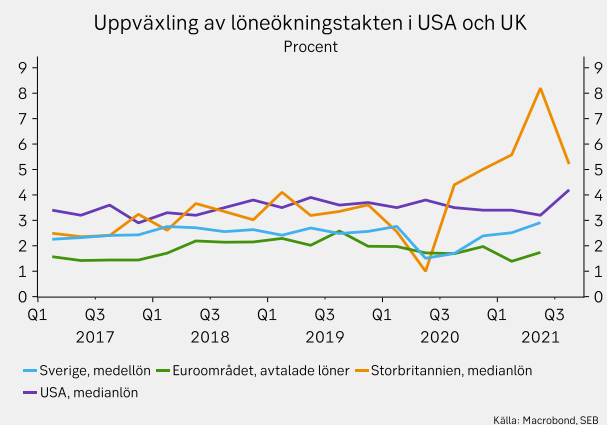
Löneacceleration i USA och Storbritannien

Hur stigande bristtal påverkar lönebildningen på kortare och längre sikt blir en viktig fråga för centralbankerna närmaste tiden. De senaste decennierna har sambandet mellan arbetsmarknad och pris- och lönebildning varit svagt ("Phillipskurvans död"). Men vi ser nu tecken på en tydlig uppväxling av löneökningstakten i USA och Storbritannien. I USA ligger olika lönemått nu mellan 4 och 5 procent i årstakt. I nuläget är det däremot svårt att hitta tydliga indikationer på en generell uppväxling i euroområdet eller i de nordiska länderna. Denna skillnad beror delvis på att flaskhalsproblemen på arbetsmarknaden är mindre framträdande men också på att centrala löneavtal har större betydelse, speciellt i Tyskland och Norden.



Nya och gamla svenska särdrag. De milda restriktionerna våren 2020 kan ha bidragit till att dämpa nedgången i arbetsutbudet i Sverige. Den svenska arbetsmarknaden präglas därtill av en speciell kombination av traditionella och nya särdrag. Allmänt tycks de avtal som slöts på en relativt låg nivå runt 2,2 procent hösten 2020 vara styrande för utvecklingen genom att löneökningar utöver avtal ser ut att vara små. Avtalen gäller i huvudsak fram till våren 2023. Därtill kännetecknas många låglönejobb av att staten, inom ramen för arbets-

marknadspolitiken, betalar en stor del av lönen för personer med svag utbildning som ofta har dåliga språkkunskaper. Inom detta system spelar marknadskrafter en liten roll för löneutvecklingen. Parallellt med detta finns en helt annan typ av marknadsmekanismer. Mycket liberala regler för arbetskraftsinvandring har bidragit till ökad konkurrens inom låglönesektorer. Lönetrycket nedåt förstärks av att kontrollen av gällande regelverk är eftersatt och många arbetstagare saknar möjlighet att hävda sina rättigheter.



Ljusning vid horisonten i USA

Analysen visar alltså att det är i USA och Storbritannien som situationen på utbudssidan nu är som mest akut. Det unika experimentet med Brexit gör att problemen i Storbritannien troligen blir ganska långvariga. Även i USA finns krafter av mer långsiktig karaktär, t ex kommer många av de äldre som lämnat arbetslivet troligen inte tillbaka. På andra områden är vi mer optimistiska. Pandemirelaterade problem bör lätta inom kort när deltavågen nu kulminerat. Därmed bör vi kunna se en normalisering när det gäller resandet mellan bostad och arbetsplats samt avseende situationen inom skola och barnomsorg. Incitamenten att ta ett arbete blir gradvis också större i takt med att federala stöd avvecklas och det är svårt att se att inte svaga amerikanska skyddsnet ändå tar ut sin rätt. Det är dock viktigt att vi verkligen får se en respons på arbetsutbudet redan under avslutningen av 2021 när förutsättningarna nu ändrats. En annan positiv effekt kan vara att rådande bristsituationer kan påskynda produktivitetshöjande investeringar. Potentialen för effektiviseringar och automatiseringar borde vara betydande med tanke på andelen enkla jobb i USA är högre än i t ex Japan och Nordeuropa.

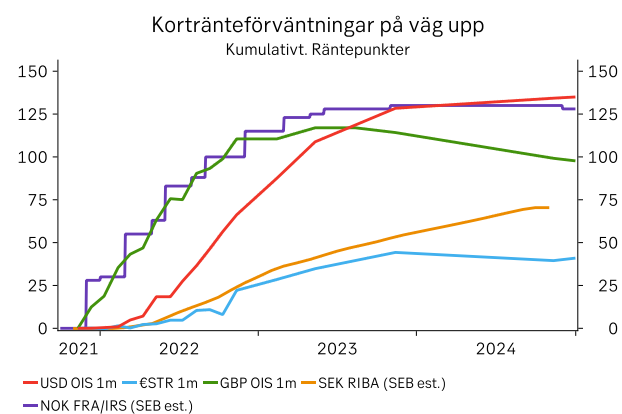
Räntemarknaden

En doft av stagflation

Under hösten har en hög inflation och en mer högkäftig hållning hos flera av de stora centralbankerna kraftigt lyft förväntningarna på högre globala räntor. Vi räknar med att långa USA- och euroräntor stiger relativt måttligt under 2022. Förväntningar om aggressiva centralbankshöjningar de närmaste 2-3 åren håller ned långsiktiga inflationsförväntningar. Det dämpar pressen uppåt på långa statsräntor. Svenska och norska långräntor väntas följa globala räntor uppåt med relativt små ändringar i räntespreadarna

Hög inflation lyfter förväntningarna på räntehöjningar.

Energikris, ett stigande inflationstryck och centralbankers aviserade monetära exitplaner har sedan augusti drastiskt bidragit till stigande kortränteförväntningar. Några centralbanker (Bank of England och Bank of Canada) har förberett marknaden på tidiga höjningar medan ECB:s explicita koppling mellan inflationsprognos och tidpunkten för räntehöjning också bidragit till uppåttryck i korta euroräntor. Med tecken på ett mer bredbasigt inflationstryck och centralbankers oro för mer uthålliga flaskhalsproblem på produktionssidan finns det mycket lite som talar för att marknaden inflationsoro ska minska i närtid.



Räntehöjningar håller ned ränteuppgången. Även om marknaden prissättning av styrräntebanorna för de närmaste 2-3 åren stigit kraftig under hösten har förväntningarna längre in i framtiden snarast fallit. Prissättningen av USA:s korträntor indikerar nu en räntetopp på 1,70 procent, ned från 2,50 procent i april. En relativt aggressiv inprisning av räntehöjningar 2022-2023 har bidragit till att marknaden nu räknar med att USA:s inflation återvän-

der till inflationsmålet inom ett par år. Måttliga förväntningar på fortsatta penningpolitiska åtstramningar i ett längre perspektiv återspeglar också osäkerheten om USA:s långsiktiga BNP-utsikter. Stigande inflationstryck gör att marknaden aggressiva förväntningar på centralbankshöjningar 2-3 år framåt består. Vår Fedprognos för 2023 är i linje med marknaden prissättning (1,35 procent) även om förväntningarna på Fedhöjningar kan öka de närmaste månaderna. Samtidigt väntas förväntningar på höjningar längre fram i tiden öka mer måttligt. I ett sådant scenario räknar vi med att USA:s 10-åriga ränta når 1,80 procent i juni och 2,00 procent i slutet av 2022. För ECB tror marknaden att styrräntorna höjs redan nästa år samtidigt som överskottslikviditeten i Eurosystemet ska minska kraftigt. Vår prognos är att ECB håller räntan oförändrad 2022 med gott om likviditet i systemet. Vi räknar därför med lägre korträntor framöver än vad som idag är förväntat och att en tysk 10-årig ränta ligger på -0,10 procent i juni 2022 och 0,00 procent i december 2022.

Stark utveckling för svenska statsobligationer.

Förväntningar på en riksbankshöjning 2022 har ökat. Det har bidragit till högre swapräntor och en vidgad räntespread mot euroområdet. Minskat obligationsutbud de närmaste åren har samtidigt gett stöd till långa räntor. Det begränsar också Riksbankens möjligheter att fortsätta med stora köp nästa år; bankens återinvesteringar av befintligt innehav innebär att Riksbanken absorberar en stor del av utbudet. Det ger fortsatt stöd till långräntedifferensen mot Tyskland som väntas minska till 45 räntepunkter nästa år. I slutet av 2023 vidgas differensen igen när Riksbanken höjer.

Norsk-tysk långräntedifferens har ökat till den högsta

nivån på decennier (bl a på grund av Norges Bank). Norsk penningpolitik har bidragit till att långa räntor även rört sig betydligt mer än andra marknader. En mycket flack avkastningskupa indikerar att norska långräntor kan stiga men då andra centralbanker på sikt kommer i fatt Norges Bank kan långräntedifferensen (10 år) mot Tyskland minska i 2023.

10-årig statsobligationsränta Procent

	11 nov 2021	Dec 2021	Dec 2022	Dec 2023
USA	1,56	1,50	2,00	2,50
Tyskland	-0,29	-0,20	0,00	0,40
Sverige	0,26	0,35	0,45	0,95
Norge	1,60	1,75	2,00	2,20

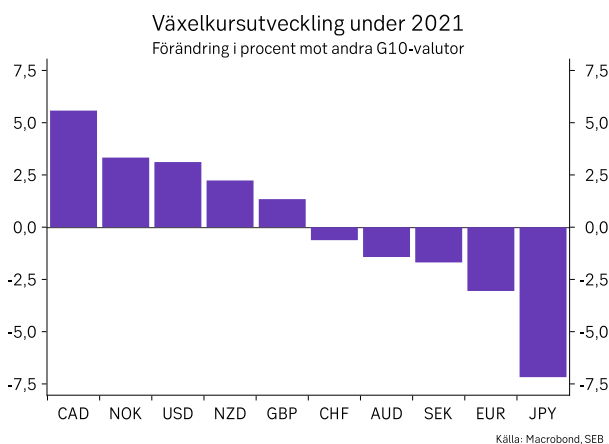
Källa: Nationella centralbanker, SEB

Valutamarknaden

Feds normalisering stärker dollarn

Volatiliteten på valutamarknaden ligger nära rekordlåga nivåer vilket historiskt ofta varit negativt för dollarn. Men Feds påbörjade normalisering av penningpolitiken, i spåren av oväntat hög inflation, har istället gett vind i ryggen för dollarn. De centralbanker som agerat tidigt mot inflationen har sett sina valutor stärkas. Förändringar i relativ penningpolitik kommer med all sannolikhet driva valutamarknaden så länge inflationen förblir hög en bra bit in på 2022.

Centralbanker starkaste drivkraften. Förändringar i relativ penningpolitik, med Fed i förarsätet, ser ut att förklara mer än hälften av valutamarknadens rörelser hittills under 2021. Det är framförallt den kanadensiska dollarn, norska kronan och amerikanska dollarn som stärkts bland G10-valutorna. I takt med att dessa centralbanker har aviserat en normalisering av penningpolitiken har valutorna stärkts. Därtill har den kanadensiska dollarn och norska kronan fått stöd av stigande oljepriser. Även riskaptiten förklarar en del av rörelserna i år, speciellt i de fall då centralbankerna inte signalerat någon större förändring i penningpolitiken, som t ex Riksbanken. EM-valutornas rörelser har varit starkt kopplade till riskaptiten, även om förändringar i penningpolitiken nu börjar få större betydelse. Vi väntar oss att detta mönster håller i sig de kommande månaderna, men att relativ tillväxt blir mer tongivande 2022.



Den amerikanska dollarn började sin senaste förstärkningstrend i juni efter att inflationen i maj kom in högre än väntat och spekulationerna om en förändring i penning-

politiken tog fart på allvar. Denna trend ser ut att fortsätta eftersom den höga inflationen inte väntas falla tillbaka inom en snar framtid. Feds nedbantning av tillgångsköpen från november 2021, öppnar upp för en första räntehöjning under andra halvåret 2022. Vi väntar oss att den normalisering av penningpolitiken som nu påbörjats stärker dollarn till 1,11 mot euron mot slutet av 2022. En viss återhämtning av euron lär komma 2023 när tillväxten i euro-området återhämtat sig och ECB väntas avisera räntehöjningar.

Valutakurser

	11 Nov	Dec 2021	Dec 2022	Dec 2023
EUR/USD	1,15	1,15	1,11	1,15
USD/JPY	114	113	115	116
EUR/GBP	0,85	0,84	0,81	0,85
EUR/SEK	9,98	10,00	9,90	9,70
EUR/NOK	9,93	10,00	9,85	9,85

Källa: Bloomberg, SEB

Det brittiska pundet fick lite stryk när Bank of England överraskande valde att inte höja styrräntan vid sitt novembermöte. Monetär åtstramning och det faktum att pundet brukar följa med dollarn uppåt, talar ändå för förnyad pundstyrka kommande 12 månader. EUR/GBP ser därmed ut att falla till 0,81-0,82 under 2022. Därefter tror vi att svaga brittiska fundamenta tar ut sin rätt och att pundet åter tappar mark.

Den svenska kronan stärktes med drygt två procent mot euron i oktober, främst som ett resultat av stigande korta räntor. Sannolikt tappar kronan lite mark den kommande tiden, men förstärkningstrenden mot euron sedan mars 2020 väntas hålla i sig på längre sikt. Att svensk ekonomi väntas fortsätta utvecklas starkare än euroområdet gör att Riksbanken höjer tidigare än ECB. Kronan, som tenderar att vara pro-cyklisk, väntas därmed stärkas både som ett resultat av en normalisering av ekonomin och penningpolitiken. I slutet av 2023 väntas EUR/SEK ligga på 9,70.

Den norska kronan har varit en av de starkaste G10-valutorna 2021. Den väntas dock försvagas något mot euron mot slutet av året på grund av en moderering av högt ställda förväntningar på räntehöjningar av Norges Bank. Därtill kommer ett säsongsmönster där kronan tenderar att försvagas mot slutet av året. Vi väntar oss också ett något lägre oljepris i slutet av 2021. Norges Bank ser ut att genomföra flera räntehöjningar under 2022, vilket ger visst stöd åt kronan. Rörelserna mot euron väntas trots allt bli relativt små då även ECB lär gå mot en stramare penningpolitik, om än inte lika snabbt som Norges Bank.

Aktiemarknaden

Motståndskraft när motvinden ökat

Börsmotvinden har onekligen tilltagit under hösten. Vår prognos att kurserna skulle stå emot har hittills hållit streck men ökade risker kring inflation, räntor och produktionsstörningar manar till försiktighet. Det finns börspotential kvar, främst stöttad av en fortsatt positiv tillväxtbild och av TINA-argumentet. Men för att den ska realiseras krävs att utbudsstörningarna (som förväntat) klingar av samtidigt som inflationen dämpas och räntor inte stiger alltför snabbt.

Börsen visar styrka. Den börsmotvind vi flaggade för i förra Nordic Outlook har inte bara materialiserats utan också blivit starkare än väntat. Flaskhalsar, stigande kostnader för råvaror och insatsvaror, problem i Kina, svagare makrostatistik och inte minst en större och mer långvarig inflationsuppgång än väntat, utgör orosmoln som bidrog till en börsrekyll nedåt under september på runt 5 procent globalt. Den hotande höststormen uteblev dock, under oktober återtog de flesta större börser det mesta – i USA hela vägen upp till nya indexrekord.

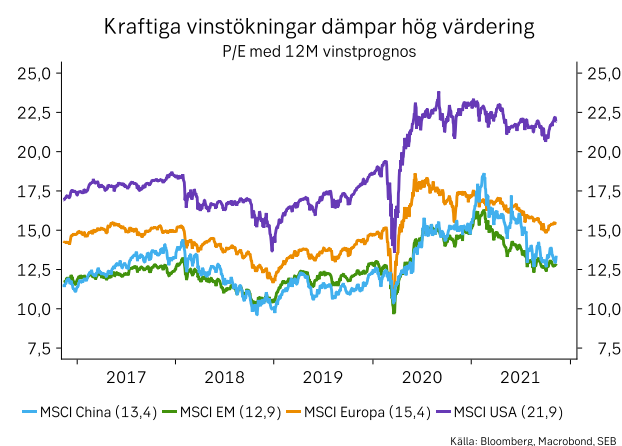
God efterfrågan ger motståndskraft. Den grunda svackan och den snabba återhämtningen kan ses som överraskande styrketecken, givet orosmolnen. Vi ser dock ett par förklaringar: Utbudsproblem kan förvisso ställa till det kortsiktigt, men så länge efterfrågan finns där ser placerarna dessa som övergående fenomen och något som börserna tenderar att stå emot. Enkätundersökningar bland kapitalförvaltare visar visserligen på att förväntningarna på framtida tillväxt skruvats ner, men det ska sannolikt ses som fortsatt anpassning till skiftet från återhämtning till normalisering. De flesta räknar ändå med relativt god tillväxt kommande år, så även vi.

Fortsatt starka bolagsrapporter. Här ger också höstens bolagsrapporter stöd. De positiva överraskningarna fortsätter, om än i dämpad takt. Utbudsrestriktionerna kan slå igenom tydligare framöver men givet prognosen att dessa klingar av under nästa år kan det sannolikt hanteras av bolagen och absorberas av placerarna.

Kostnader oroar. Stigande kostnader är ett potentiellt hot mot vinsttillväxten. Men bilden är inte entydig, höjda priser på insatsvaror skapar både vinnare och förlorare. Inflation i konsumentledet behöver heller inte skapa stora lönsamhetsproblem för bolagskollektivet även om den,

vilket ännu inte är fallet, drivs av stigande lönekostnader. Sammantaget skapar dock utbudsstörningarna en nedsidesrisk för företagets vinstutveckling.

Låg långränta ger stöd. Inflationsriskerna skapar också oro kring ränteutvecklingen. Förväntningarna om framtida centralbankshöjningar har tidigarelags. Den bortdragning av de senaste årens kraftiga likviditetsstöd till marknaden som nu inleds är förvisso väntad, och ett sundhetstecken kring tillväxten, men marknaden brukar vara känslig för neddragningar i likviditeten. Centralt för börsutvecklingen är vad som händer med långräntorna, det naturliga alternativet till aktier. Vi räknar med stigande långräntor men inte i en takt eller omfattning som behöver utgöra ett problem för börserna, i alla fall inte den närmaste tiden.



Den mer osäkra tillväxtbilden som vuxit fram under hösten har, än så länge, inte påverkat vinstprognoserna i negativ riktning. Globala tillväxtprognoser har skruvats ner, men ligger fortfarande tydligt över trend nästa år.

Modesta vinstprognoser. Årets vinstexplosion med resultatökningar på bortåt 50 procent följs av vinster som förväntas stiga med 5 - 10 procent nästa år. Givet tillväxten framstår det som konservativt och en tolkning är att prognoserna tar höjd för marginalpress framöver.

Vinstökningar förklarar mer än hela börsuppgången hittills i år. Prognoserna har under året skruvats upp mer än vad börskurserna stigit och värderingen har därmed justerats ned. Effekten är tydlig i Europa och framförallt i Emerging markets där Asiens dominans i indexet gör att de kinesiska problemen tyngt kurserna (se diagram).

Fördel cykliskt. Med god tillväxt, fortsatt låga räntor (TINA-argumentet kvarstår) och en stark investeringscykel, finns argument för en hyggligt god börsutveckling den närmaste tiden. Bilden bör gynna mer cykliska sektorer och börser som de europeiska och potentiellt Emerging Markets. Dagens utbudsoro och framtidens tillväxt- och ränterisker bör dock innebära en beredskap på volatilitet och dämpade avkastningsförväntningar.

Tema:

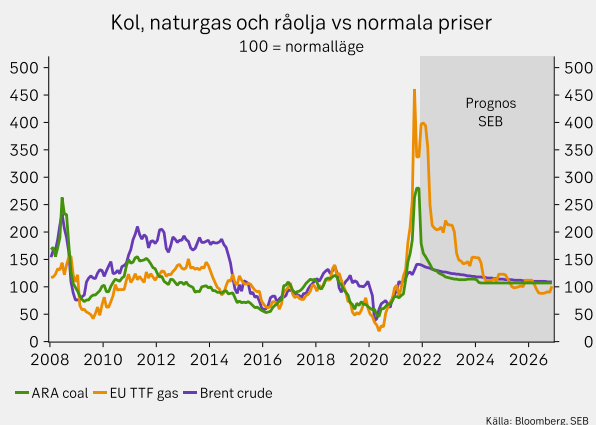
Heta fossila bränslen

Priserna på kol och naturgas på tidigare inte skådade höjder

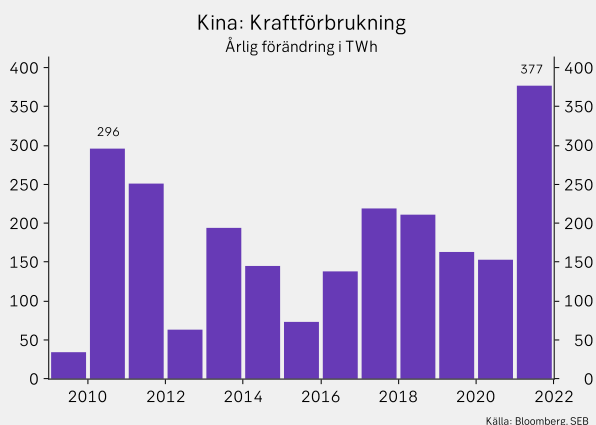
Fallande investeringar under pandemin och en snabb återhämtning i efterfrågan har fått kol- och gaspriserna att skjuta i höjden i år. Situationen har förvärrats ytterligare av rädslan för en kall vinter, vilket har resulterat i betydande hamstring och därmed ökad konkurrens mellan Kina och Europa om tillgången på kol och gas. Det finns utrymme för en normalisering av priserna i vår efter en tuff period för kraftkonsumenter över hela världen. Ändå kommer stigande CO₂-priser att hålla elpriserna höga i EU. Oljepriset kan vara näst på tur för uppgång då investeringarna lider av en ovilja att finansiera fossila bränslen. Energiomställningen är en enorm utmaning i en värld som varit bättre på att bekämpa fossila bränslen än på att bygga nya gröna alternativ.

Stora skift i efterfrågan, priser och utbud

Kol- och gaspriser har stigit till aldrig tidigare skådade nivåer i år. I början av oktober var naturgaspriserna i Nederländerna nästan 6 gånger högre än normalt. Priserna har därefter fallit kraftigt, men är i skrivande stund fortfarande tre gånger högre än normalt. Oljepriset, å andra sidan, ligger för närvarande runt 80-85 USD/fatet vilket "bara" är 35-40 procent högre än det 50-åriga reala genomsnittspriset på cirka 60 USD/fatet. Pandemin är central för det som har hänt, eftersom den har lett till kraftiga fluktuationer i utbud, efterfrågan och investeringar under det senaste ett och ett halvt åren. När världen stannade våren 2020 dök efterfrågan på det mesta. Bloombergs energiprisindex föll till sitt lägsta nivå sedan 2003. I fjol var genomsnittspriserna på olja, kol och gas 30, 40 respektive 50 procent lägre än normalt. Som ett resultat föll investeringarna i nyproduktion av dessa råvaror till extremt låga nivåer. För så kallade uppströmsbolag inom olja och gas sjönk investeringarna globalt till uppskattningsvis 335 mdr USD, eller 40 procent under vad som antas vara nödvändigt för att möta efterfrågan över tid. Dagens lägre produktion av naturgas är en kortsiktig konsekvens.



Kina och Europa konkurrerar om kol och gas. Länder världen över stimulerade sina ekonomier både monetärt och fiskalt, med Kina i täten. Den totala utlåningen i Kina ökade med nästan 40 procent 2020 i den största kreditexpansionen sedan finanskrisen 2008/2009. I Kina har detta inneburit fler infrastruktur- och bostadsbyggen, vilket kräver mer stål, kol, gas och cement och därmed högre efterfrågan på el. Från mars till augusti i år ökade den totala kinesiska kraftförbrukningen med 377 TWh på årsbasis. Detta var i absoluta tal Kinas största årliga ökning någonsin – och ökningen kommer förstås att bli ännu större för helåret 2021. Följaktligen har Kina behövt mer kol och gas. Med nolltillväxt i kinesisk kolproduktion hittills 2021 har hela Kinas ökade efterfrågan på kol och gas riktats mot den internationella marknaden, med efterfrågechocker och prisexplosion på kol och gas som följd. Stora världsomspännande nedskärningar i kol-, gas- och oljeinvesteringar har ytterligare accentuerat detta.



Låga lager. Europa hade ett kallt första kvartal i år, lägre vindkraftsproduktion än normalt och en nedgång i brittisk gasproduktion på 40 procent på årsbasis kvartal två. Det har också varit begränsad tillgång på gas från Ryssland på spotmarknaden. Sammantaget har detta lett till mycket låga lagernivåer för naturgas i år. Europa och nordöstra Asien/Kina har följaktligen kämpat om tillgängliga laster av kol och flytande naturgas (LNG) på

den internationella marknaden. Ett begränsat utbud har utlöst en enorm prisspiral.

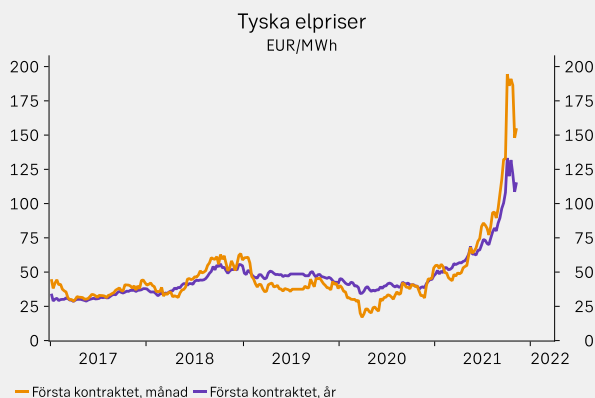
Åtstramningar i Kina, men vintern inte här än. Kina gör nu vad man kan för att underlätta situationen. Förra årets kreditexpansion har väntats till en kreditåtstramning. Fastighetsutvecklaren Evergrandes problem är delvis ett uttryck för detta. Kina har också infört elransonering och beordrat en maximering av inhemsk kolproduktion, även om detta innebär återöppning av osäkra gruvor. Detta har lett till en kraftig nedgång i kolpriserna världen över från rekordhöga nivåer i början av oktober. Ryssland lovade nyligen mer gas till Europa i november efter att ha ägnat oktober åt att fylla på inhemska lager samtidigt som man utfört underhåll på flera gasfält. Därmed bör Ryssland nu kunna exportera mer gas till Europa. Europeiska naturgaspriser har sjunkit från rekordhöga nivåer men är fortfarande 3 till 4 gånger högre än normalt, eftersom osäkerheten kring Rysslands löften alltjämt vilar över marknaden.

Normaliserade priser i vår. Rädsla för en kall vinter har varit en viktig drivkraft bakom höstens prisexplosion och snart är vintern här igen. Det är sannolikt för tidigt att helt tona ned riskerna för kol- och gaspriserna, eftersom kommande vinter bedöms ha en förhöjd risk för svåra köldperioder, vilket periodvis kan orsaka mycket höga gaspriser. I mars/april nästa år förväntas sig dock både vi och resten av marknaden att internationella spotpriser på kol och gas normaliseras snabbt när vi lämnar vintern bakom oss. I takt med att spotpriserna faller bör även längre löptider för 2023 och 2024 falla.

Tuffa tider för kraftkonsumenter världen över. Kol och naturgas används till stor del för att generera el. När priserna på dessa fossila bränslen sköt i höjden i höstas, steg också elpriserna världen över. Normalpriset på el i Tyskland, centrum för den europeiska kraftmarknaden, har historiskt legat runt 40 euro/MWh, men i höst har tyska elpriser en månad framåt handlat så högt som 330 euro/MWh. Än mer häpnadsväckande är att helåret 2022 handlades upp till en högstanivå på 184 euro/MWh, eller 4,6 gånger det normala.

Högre priser på CO₂-utsläpp. CO₂-priset är en faktor-kostnad i kraftproduktionen i EU. Ett tredubblat CO₂-pris på lite mer än ett år har avsevärt bidragit till att öka EU:s energipriser. Medan kol- och gaspriserna sannolikt går mot en betydande normalisering i slutet av vintern, förväntar vi oss bara tillfälliga bakslag i priset på CO₂ som istället väntas stiga mot 75 euro/ton under 2022–2023. Som ett resultat hamnar det nya "normala" elpriset i Tyskland, och därmed EU, troligen runt 70–90 euro/MWh snarare än det tidigare normala på 40 euro/MWh. En viktig konsekvens är en kraftigt ökad lön-

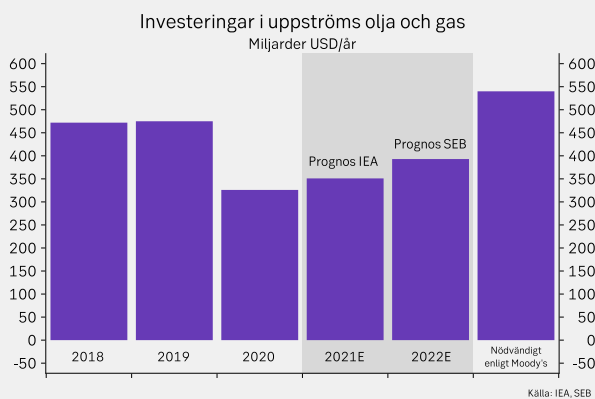
samhet i projekt för förnyelsebar energi som bidrar till att påskynda expansionen av förnyelsebar energi i EU.



Oljepriset kan vara näst på tur att stiga

Medan kol- och gaspriser skjutit i höjden till rekordhöga nivåer i höst, har oljepriset inte varit i närheten av sådana multiplar. I nuläget ligger oljepriset runt 80-85 USD/fatet, bara 35-40 procent över det långsiktiga genomsnittet på 60 USD/fatet. Främsta orsaken till att priserna är över det normala är att OPEC+ begränsat utbudet sedan maj 2020, snarare än robust efterfrågan. Oljepriset har inte stigit på samma sätt som kol- och gaspriserna, eftersom efterfrågan på olja starkt påverkats av minskade flyg/resor och fortfarande i viss mån är det.

Mer försiktigt investeringsbeteende. Men efterfrågan på olja närmar sig nivåerna före pandemin när världen nu gradvis öppnar igen. Dessutom verkar grundläggande förändringar på oljemarknaden vara på gång. Producenter utanför OPEC+, typiskt sett västländer, ökar inte investeringarna i nytt utbud så snabbt som vi har sett tidigare – särskilt inte amerikanska skifferoljeproducenter. Under de senaste 10 åren har skifferoljans mantra varit volym, volym, tillväxt, tillväxt, ett tillvägagångssätt som inte gav några vinster och ledde till utbredda konkurser. Dagens mantra är vinster, vinster och ingen tillväxt. I nuläget verkar det vara ett lyckat recept.



Minskad aptit på att finansiera fossilt. Det är inte bara amerikanska skifferoljespelare som ser saker och ting

lite annorlunda. De flesta fossilbränsleproducenter inom OECD känner sig djupt oälskade av både politiker och investerare. Finansinstitut som har varit deras nära allierade i decennier kapar nu snabbt banden, vilket innebär att tillgången till externt kapital är på väg att torka ut. Det är således högst naturligt att dessa företag är mycket mer försiktiga med att investera än tidigare. Globala investeringar i så kallad uppströms olja och gas återhämtar sig efter fjolårets djupa svacka, men uppenbarligen i en mer försiktig takt än under tidigare cykler

OPEC+ har kontroll. Utan något omedelbart volymhot från sina västerländska konkurrenter lämnas OPEC+ att styra oljevärlden som de vill, och då handlar det om att maximera vinsten genom ett begränsat utbud och höga priser. Men även OPEC-länder som Kuwait, Nigeria och Angola upplever produktionsnedgångar idag på grund av dämpade investeringar under de senaste åren.

En utmanande energiomställning

Energiomställningen är en enorm, utmanande och komplex uppgift. Enkelt uttryckt gäller det att balansera en avveckling av dagens fossila energisystem och att bygga alternativ i samma takt. Världen verkar idag vara bättre på att bekämpa produktion av fossila bränslen än på att bygga nya gröna energikällor. Då kan resultatet bara bli ett; en utbredd energikris med mycket höga priser på fossila bränslen som varar bortom nuvarande pandemi-inducerade fluktuationer och risk från vintern 2021/22. Utbudet av fossila bränslen kommer så småningom att öka som ett svar på högre priser och det är inte rätt recept för miljön. Den enda medicinen för miljön globalt är att bygga alternativ tillräckligt snabbt för att tränga undan fossila bränslen och klara den nödvändiga omställningen. Lösningen är låga priser på fossila bränslen för producenter och höga kostnader för fossila bränslen för konsumenterna från CO₂-avgifter tillsammans med snabb utbyggnad av alternativ.

Hertz hyrbilsögonblick. I oktober beställde Hertz 100 000 elektriska Model 3-bilar från Tesla för att byta ut 20 procent av sin bilpark mot elfordon. Detta betyder att elbilar mognat både kostnads- och teknikmässigt, vilket kommer att göra allt fler fossildrivna bilar icke-konkurrenskraftiga. Bensindrivna bilar drar 3 till 5 gånger mer energi per kilometer än elbilar och är mycket dyrare att underhålla, på grund av att deras motorer och växellådor är så komplexa. Bensin stod för 27 procent av global efterfrågan på oljeprodukter 2015 till 2019. Det kommer inte att bli någon efterfrågetillväxt för bensin när elbilar nått en global andel av nybilsmarknaden på 20 procent. Kina nådde i september en marknadsandel på 17 procent och kommer snart att ha nolltillväxt och sedan nedgång i efterfrågan på bensin.

USA

Fed höjer nästa år efter utdragna obalansproblem

Efter en snabb och stimulansdriven återhämtning börjar USA:s ekonomi visa tecken på överhettning. Delar av utbudsproblemen är troligen kopplade till pandemin och vi ser utsikter för ett förnyat flöde in på arbetsmarknaden när virusoron lättar. Öväntat hög och långvarig inflation och tecken på acceleration i löner tvingar ändå Fed till en mer försiktig syn på utbudssidan. Räntan höjs i flera steg med start hösten 2022.

Bidens stimulansboom stöter på problem

Den kraftfulla stimulanspolitiken har lagt grunden till en historiskt snabb återhämtning men också förvärrade obalanser i en redan komplicerad öppningsprocess efter pandemin. Det har dämpat tillväxteuforin efter valet av Joe Biden som president, även om USA fortfarande väntas växa i en snabbare takt än t ex Euroområdet. Vi skriver ned BNP-prognosen för i år till 5,6 procent, jämfört med 6,0 i september och 6,5 i maj. 2022-prognosen sänks till 3,9 procent, från 4,2 i maj, medan 2023 är i stort sett oförändrad på 2,2 procent. Svag tillväxt kvartal tre följs av en förnyad acceleration under årets sista kvartal för att därefter växla ned till en mer normalt takt.

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,4	5,6	3,9	2,2
Arbetslöshet*	8,1	5,4	3,7	3,4
Löner	4,8	4,0	4,3	4,1
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,4	3,2	3,6	2,4
Offentligt saldo**	-14,9	-11,0	-8,0	-6,0
Offentlig bruttoskuld**	127	128	127	129
Fed funds rate, %	0,25	0,25	0,75	1,50

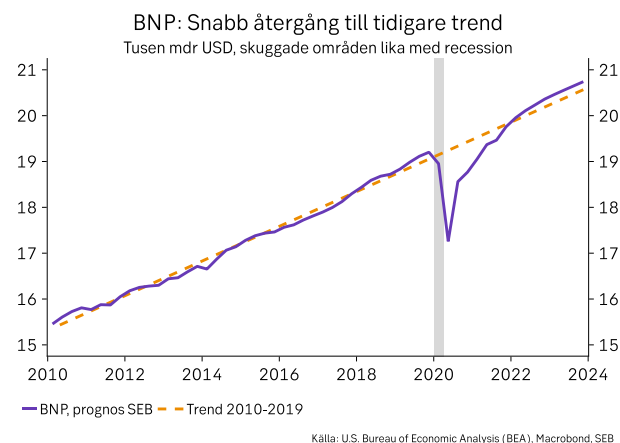
*% av arbetskraften, **% av BNP. Källa: Macrobond, SEB

Fortsatt ansträngda värdekedjor. Utmaningar kopplade till produktionsproblem hos kinesiska underleverantörer, brist på komponenter och störda transporter har hållit i sig längre än förväntat och företagens kommentarer i enkätundersökningar tyder på att problemen består. Höga energipriser slår mot företagens marginaler samt hushållens köpkraft. Vi tror att utbudsstörningarna ligger kvar det närmaste halvåret (se temaartikel på sid 31) och

att den starka efterfrågan från stimulanserna i början av 2021 delvis spiller över i högre priser snarare än ökad produktion. Signalerna från arbetsmarknaden reser samtidigt frågor kring tillväxtpotentialen.

Utbudshinder dämpade tillväxten kvartal tre. BNP växte med 0,5 procent, ned från en takt på ca 1,5 procent per kvartal under våren (icke-annualiserat). Exklusive lagerändringar stod ekonomin helt stilla. Att konsumtionen planade ut var väntat efter köpfesten i början av året. Effekten förstärktes av en ny smittovåg från delta-varianten som försenade öppningen av tjänstesektorn. Men utbudsbegränsningar ser också ut att ha varit en faktor bakom den svaga tillväxten. Färre bilköp förklarar nästan hela nedgången i konsumtionen av varaktiga varor, vilket vi tror speglar produktionsproblem från den globala bristen på halvledare. Företagens investeringar i maskiner och inventarier sjönk också öväntat till följd av nedgångar för transportfordon och IT-hårdvara, vilket delvis kan antas spegla likartade hinder.

Förnyad acceleration när virusvågen avtar. En del av de problem som präglade tredje kvartalet bör vara på väg att lösa upp sig. Antalet nya coronafall har vänt ned från en topp i början av september men är kvar över nivåerna i början av sommaren. Vi tror att minskad oro för viruset kommer att ge ny skjuts åt konsumtionen av tjänster inom bl a nöjen och turism men även underlätta en återgång till arbetsmarknaden. En sådan utveckling blir viktig för att dämpa de utbudsproblem som blivit alltmer tydliga.



Överhettad företagssektor

Indikatorer för storföretag inom industri- och tjänstesektor (ISM) signalerar en fortsatt hög aktivitet i ekonomin, men med ett skifte från tillverkning till tjänster. Höga indexnivåer speglar stark ordergång och välfyllda orderböcker men också långa leveranstider; normalt ett tecken på hög aktivitet men nu drivet av ansträngda värdekedjor. Småföretagssentimentet (NFIB) är i linje med historiska snitt, samtidigt som företagen rapporterar växande brist på personal och stigande priser/löner.

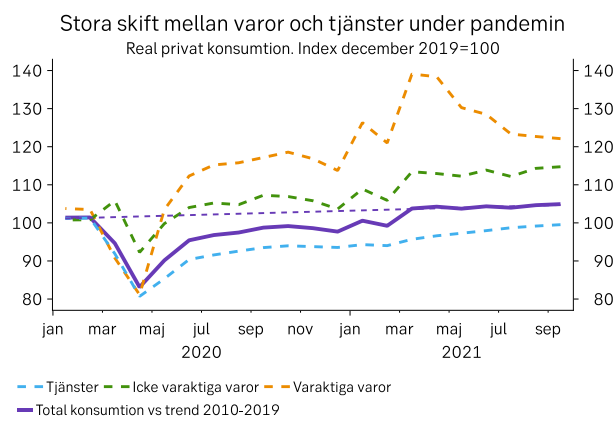
Produktionen i tillverkningsindustrin är tillbaka på förkrisnivåer. De senaste månaderna har den dock hämmats av orkanen Idas konsekvenser och fortsatta bakslag i bilproduktionen, som nu ligger 13 procent under nivåerna i slutet av 2019. Exporten har planat ut en bra bit under nivåerna före pandemin, vilket speglar dämpad aktivitet i omvärlden, inte minst Kina. Ett ökat fokus på att möta en stark efterfrågan på hemmamarknaden kan också ha bidragit.

Övergående svacka för företagens investeringar.

Starka orderomdömen i ISM och växande orderingång för kapitalvaror gör att vi håller fast vid en optimistisk syn på företagens investeringar. Svårigheterna att attrahera lågkvalificerad arbetskraft kan också driva fram ökade investeringar i automatisering och digitalisering, något som får visst stöd i Feds Beige Book. Byggandet av kommersiella fastigheter har varit nedtryckt under pandemin medan bostadsinvesteringarna inledningsvis steg kraftigt för att därefter falla tillbaka under kvartal två och tre i år. Vi väntar oss att bostadsbyggandet åter börjar ge positiva bidrag till tillväxten. Försäljningen av bostäder vände runt vid halvårsskiftet och sentimentet bland bostadsbyggare har stabiliserats på höga nivåer.

Mer försiktiga hushåll har ammunition kvar

Hushållens framtidstro föll under tredje kvartalet, med en nedgång i förväntansindex som brukar vara mer korrelerad med konsumtionen. Humöret har stabiliserats i de senaste mätningarna, vilket tyder på att den ökade virus-spridningen haft betydelse. Stigande inflationsförväntningar, även på medellång sikt, bidrar dock sannolikt till att tynga konsumentförtroendet. Stimulansbetalningarna till hushållen under första kvartalet ledde till ett nivålyft i detaljhandelns försäljning som saknar motstycke. Kraftigt ökad varukonsumtion uppvägs dock av tidigare kraftiga fall i konsumtionen av tjänster. Total konsumtion är tillbaka på tidigare trend efter den sista omgången av kontantstöd.

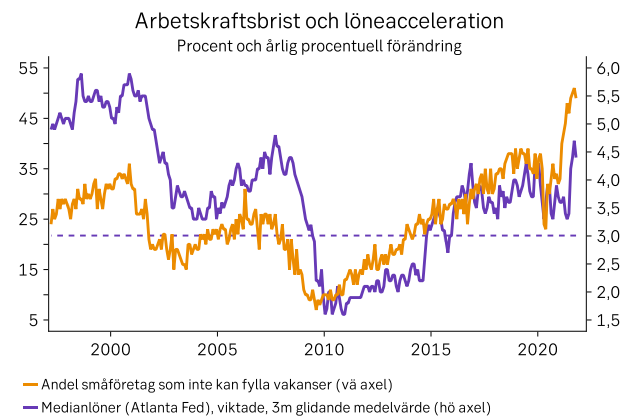


Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Realinkomsterna har börjat minska. Generösa stöd-system under pandemin innebär att hushållen mer än kompenseras för stigande arbetslöshet. De federala arbetslöshetsunderstöden upphörde dock i början av september. Löneökningarna har växlat upp, men inte tillräckligt för att kompensera för snabbare prisökningar. Högt sparande under krisen, som en följd av stödpengar och inledande konsumtionstapp när samhället stängde ner, har dock försett hushållen med en buffert på uppskattningsvis nära 2 000 mdr USD, ca 10 procent av BNP. Biden-administrationen har därtill ökat stödet till barnfamiljer med låga inkomster genom en form av barnbidrag som föreslås förlängas in i 2022 i det välfärdspaket som nu förhandlas internt. Vi förväntar oss att konsumtionen växer i linje med den historiska trenden, med ett skifte från varor till tjänster. Prognosen är att konsumtionstillväxten växlar ned från 7,9 procent i år till 3,0 respektive 2,2 procent under 2022 och 2023.

Svårtolkat inflations- och resursläge

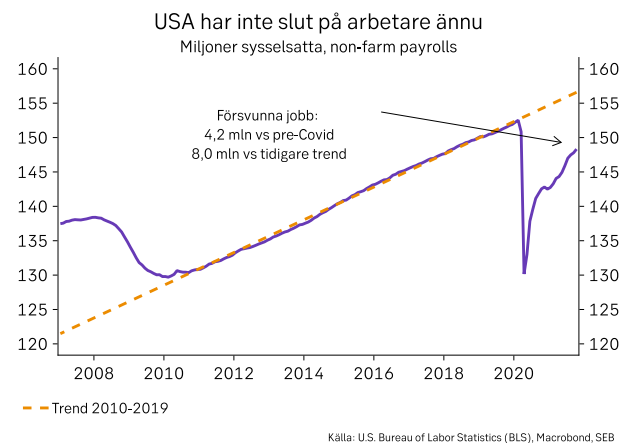
Vår prognos innebär att BNP passerar tidigare tillväxt-trend nästa vår. Ur detta perspektiv har USA alltjämt lediga resurser kvar men denna bedömning utmanas av överhettningssignaler i priser, löner och arbetsmarknads-indikatorer. Detta reser frågor kring till vilken grad krisen skadat den långsiktiga produktionspotentialen. Lediga platser i relation till antalet arbetslösa, bristtal i småföretagsbarometern NFIB samt anekdotiska data pekar ganska samstämmigt på en tilltagande arbetskraftsbrist. Samtidigt tyder höga nivåer av frivilliga uppsägningar (quits) och konsumentundersökningar på att arbetstagar-erna ser arbetsmarknadsläget som starkt. Löneökningarna har hållits uppe under pandemin, trots högre arbetslöshet, vilket sannolikt beror på att stödpengar minskat motiven att söka arbete. Mått som renar för förändringar i sammansättningen i arbetskraften, som Atlanta Feds medianlöner och det kvartalsvisa arbetskostnadsindexet, visar nu en acceleration i löneökningstakten till nivåer i paritet med tidigare konjunkturtoppar 2000 och 2007.



Källa: Federal Reserve Bank of Atlanta, National Federation of Independent Business, Macrobond, SEB

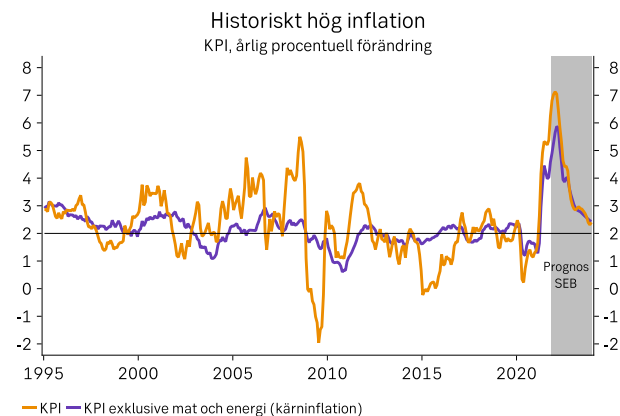
Redan full sysselsättning? Det är samtidigt svårt att tro att USA:s arbetsmarknad redan skulle ha slagit i taket. Antalet sysselsatta är ca 4 miljoner färre än före pandemin och ännu lägre jämfört med tidigare trend, medan arbetslösheten är cirka 1,0 procentenhet över förpandeminivåerna. Inräknat nedgången i arbetskraftsdeltagandet i aktiva åldrar (25–54 år), ökar gapet till ca 3 procentenheter. Vi ser rådande anomalier som delvis orsakade av pandemin. Arbetskraftsdeltagandet har fallit mest bland äldre, lågutbildade samt för kvinnor i barnafödande ålder. Nedgången för lågutbildade tror vi kan spegla en ovilja att utsätta sig för tjänstejobb med nära kontakter under pandemin, medan minskningen för kvinnor delvis kan förklaras av kvarstående problem med barnomsorg och en hackig öppningsprocess i skolorna.

En del av tappet är mer bestående. Antalet personer i arbetskraften över 55 år har minskat med knappt 1 miljon och deltagandegraden har inte återhämtat sig efter fallen i början på pandemin. Denna ålderskategori har drivit arbetsutbudet uppåt under de senaste decennierna. Denna trend kan återupptas på sikt men de som valde att gå i förtida pension under pandemin lär inte gå tillbaka vilket försenar en återgång till tidigare arbetskraftsnivåer. Vår prognos innebär en återgång till ett mer normalt arbetsmarknadsläge under prognosperioden. Arbetslösheten sjunker till strax över 3,5 procent i slutet av nästa år, i linje med 50-årslägst innan pandemin, och till strax under 3,5 procent i slutet av 2023.



Bredbaserade prisökningar. Vårens snabba konsumentprisökningar var koncentrerade till ett fåtal produkter som begagnade bilar och en normalisering av nedtryckta priser på vissa tjänster. Den senaste tiden har månatliga prisökningar breddats. Det utmanar centralbanken Feds tes om "övergående" inflation. Snabbare uppgång i hyror är en ny upptrisk. Priser på tjänster stiger dock sammantaget än så länge i en måttlig takt medan varuinflationen är den högsta sedan februari 1981. Vi har skrivit upp våra inflationsprognoser och tror nu att priserna, exklusive mat och energi, fortsätter att stiga i en snabbare takt än

normalt under större delen av nästa år också. Total inflation toppar strax över 7 procent i början av nästa år och kärninflationen nära 6 procent.



Räntehöjningar nästa år. Fed inledde i november sin länge aviserade bantning av obligationsköpen. Köpen väntas upphöra i juni nästa år, vilket öppnar för Fed att börja höja räntan. I Feds senaste höjningscykel dröjde det mer än ett år mellan slutet på obligationsköpen och starten på räntehöjningar, men detta speglade en mycket långsam återhämtning. Behovet av att markera mot en utdragen period av inflation över målet, samt tecken på accelererande löneökningstakt gör att Fed inleder höjningar i september nästa år följt av december samma år. Under 2023 höjer Fed i ytterligare tre steg, med stöd också av ett alltmer stramt arbetsmarknadsläge. Prognosen innebär en styrränta på 1,50 procent i slutet av 2023 (övre gränsen i Feds intervall).

Bökigt för Bidens agenda. Trots att Vita Huset på pappret kan luta sig mot en majoritet i kongressens båda kamrar har Bidens reformpolitik manglats i utdragna förhandlingar mellan olika falanger i det Demokratiska partiet. Det infrastrukturpaket på ca 1 000 miljarder USD (550 miljarder i "nya" pengar) som klubbades av senaten i början av hösten fick dock nyligen klartecken av representanthuset. En överenskommelse kring satsningar på klimat och välfärd drar dock ut på tiden och utmanas nu också av den höga inflationen. Senaste förslaget från Vita Huset innebär en bantning av klimat- och välfärds-satsningarna från ursprungliga 3 500 USD till 1 750 miljarder USD samtidigt som stora delar av tidigare planerade skattehöjningar på bolag och höginkomsttagare ser ut att falla bort. Vårt huvudscenari är att båda paketen röstas igenom före årsskiftet och, givet framtunga satsningar, fortsätter att understödja tillväxten under kommande år. Lyckas Demokraterna inte enas ökar risken för en finanspolitisk broms på tillväxten.

Tema:

COP26

Klimatförhandlingarna i Glasgow

Den 31 oktober till den 13 november träffades världens ledare i Glasgow vid klimattoppmötet COP26. Huvudsyftet med mötet har varit att se över vilka framsteg länderna gjort med sina åtaganden enligt Parisavtalets mål om att hålla den globala uppvärmningen väl under 2 grader jämfört med förindustriella nivåer och arbeta för att begränsa den till 1,5 grader. I centrum för förhandlingarna i Glasgow stod frågan om hur mycket länderna måste höja sina ambitioner för att nå netto-noll utsläpp i mitten av seklet.

COP26 är den 26:e "partskonferensen" inom FN:s ramkonvention om klimatförändringar, UNFCCC. Sedan Parisavtalet slöts i december 2015 har 194 länder skrivit under avtalet. En av de viktigaste grundpelarna i Parisavtalet är att länderna sätter sina egna mål som bidrar till begränsningen av den globala uppvärmningen. I dessa nationella klimatbidrag (så kallade Nationally Determined Contributions, NDC) redovisar länderna sina frivilliga förslag hur de ska begränsa den globala temperaturökningen.

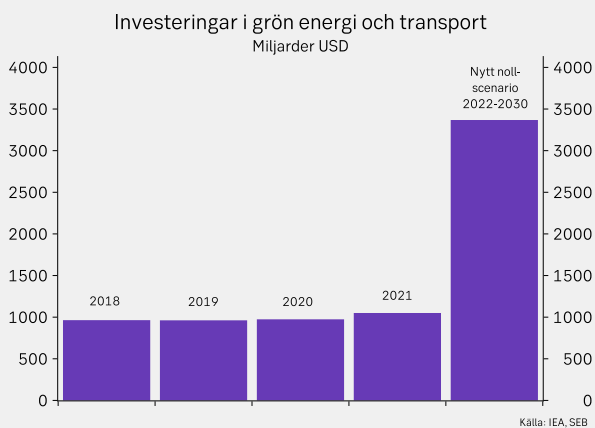
Parisavtalet innebär också att länder successivt ska skärpa sina åtaganden och förnya eller uppdatera sina NDC vart femte år. En global översyn av de samlade åtagandena kommer också att göras vart femte år, från och med 2023. Alla länders fastställda bidrag sammanställs och analyseras då för att se hur långt världens samlade insatser räcker.

Förhoppning innan mötet i Glasgow var att länderna ska leva upp till sina åtaganden enligt Parisavtalet genom att åta sig ambitiösare mål för att minska växthusgasutsläppen senast 2030. FN:s klimatpanel IPCC föreslog i sin senaste rapport i augusti att världen måste minska sina utsläpp omedelbart, kraftigt och kontinuerligt för att begränsa den globala uppvärmningen i linje med Parisavtalet.

Stora ambitioner innan mötet

För den brittiska regeringen, som i år är värd för de årliga klimatförhandlingarna, var huvudmålet för COP 26 att länderna skulle komma överens om att hålla 1,5-graders målet inom räckhåll. En vecka innan mötet såg chanserna att nå detta mål dystra ut. Då släppte sekretariatet för FN:s klimatkonvention sin senaste analysrapport om ländernas NDC. Rapporten visade att de globala utsläppen av växthusgaser skulle öka med 16 procent fram till 2030, jämfört med 2010. En sådan ökning, om den inte ändras snabbt, kan leda till en temperaturhöjning på cirka 2,7 grader i slutet av seklet – långt över det som forskningen anser som en nivå med någorlunda hanterbara klimateffekter.

International Energy Agency (IEA) har gett svar på frågan hur världen fortfarande kan lyckas med att begränsa den globala uppvärmningen i linje med Parisavtalet. I sin World Energy Outlook som släpptes några veckor innan COP26 förklarade världens energimyndighet att kolkraften behöver minskas med 55 procent under det nuvarande decenniet. Dessutom behöver de årliga investeringarna i förnybar energi och energiinfrastruktur öka från dagens 1 000 miljarder US-dollar till 3 400 miljarder dollar år 2030. IEA:s rapport visade också att dagens investeringar i olja och gas är en av de mycket få områden som är någorlunda i linje med Parisavtalet.



Även om det råder stor enighet bland experter vilka teknologier och investeringar som krävs för att uppnå det globala klimatmålet, är det oklart hur ansvaret för den politiska implementeringen och finansieringen ska fördelas. Rörelser som verkar för klimaträttvisa, som t ex Fridays for Future, hänvisar till att de länder som till största delen har orsakat klimatförändringarna inte är de som drabbas värst av konsekvenserna. Dessutom är mängden växthusgas som kan släppas ut för att uppnå Parisavtalet begränsad och det mesta har redan släppts ut av de rika länderna. Enligt IPCC:s senaste rapport kvarstår bara 500 gigaton koldioxid för att bevara en

50 percents chans att begränsa den globala temperaturökningen till 1,5 grader. År 2019 låg de globala utsläppen av koldioxid på 33 gigaton.

Kolkraften behöver minskas med 55 procent under det nuvarande decenniet

Hur en rättvis fördelning av ansvaret för utsläppsminskningar ska se ut har även historiskt varit en av de mest omtvistade frågorna i de internationella klimatförhandlingarna. Bara två veckor innan förhandlingarna i Glasgow började, anklagades den brittiska regeringen av bland andra Kina och Indien för att försöka införa ett orättvist mål på netto-nollutsläpp år 2050 på utvecklingsländer. Samtidigt visar IPCC:s rapport att utsläppen från både utvecklade och utvecklingsländer måste reduceras till netto-noll i mitten av århundraden för att nå 1,5-gradersmålet.

Nya löften ökar chansen att klara Parisavtalet

Strax innan COP26 började meddelade regeringarna i Australien och Saudiarabien att de vill nå nollutsläpp år 2050 respektive 2060. Dessa två länder har under flera år kritiserats för att bromsa omställningen till fossilfri energi. Dessutom har trovärdigheten av netto-nollmålen från världens största exportörer av olja och kol ifrågasatts eftersom målen inte innehåller några planer att minska produktionen av fossila bränslen.

Indiens premiärminister Modis tillkännagivande i början av mötet att landet ska uppnå målet om nollutsläpp 2070 däremot var ett oväntat och positivt besked. Tidigare har landet inte velat göra några bindande åtaganden, då Indien anser sig ha rätt att prioritera ekonomisk utveckling. Världens numera fjärde största utsläppare av växthusgaser kommer att öka sin icke-fossila energikapacitet till 500 gigawatt år 2030, från dagens 100 gigawatt. Dessutom ska Indien klara hälften av sitt energibehov från förnybara källor i slutet av det nuvarande årtiondet. Det har tolkats av klimatekonomen Nicholas Stern som att landets utsläpp kommer att uppnå kulmen innan dess. Modis utspel sätter press på andra länder och ledare, både på t ex USA och på andra tillväxtekonomier.

Överenskommelsen om utfasning av kolkraft mellan över sjuttio länder är ett annat viktigt resultat av COP26 eftersom kolanvändning är en av de absolut största

bidragarna till den globala uppvärmningen. Kolberoende länder som Polen, Ukraina och Vietnam är med i överenskommelsen. Men flera av världens största konsumenter och producenter av kolkraft, som Kina, Indien och Australien, är inte med i initiativet. Överenskommelsen saknar också en deadline för när kolkraften ska fasas ut. Enligt IEA borde kolkraften det ske senast år 2040 globalt för att klara världens klimatmål.

Uppgörelsen mellan fler än 100 länder att minska utsläpp av metangas med 30 procent har också nämnts som en framgång för COP26. Metan har en nästan hundra gånger större förmåga att fånga värme i atmosfären än koldioxid. Utsläpp av metangas orsakas framförallt av exploatering av olja och naturgas men även jordbruket är en av de största utsläppskällorna. USA stod bakom initiativet medan Kina och Ryssland inte är med.

Deklaration att sluta skövla skog och återställa områden som avverkats anses också vara ett viktigt framsteg. De 105 länderna bakom löftet har 85 procent av världens skogsinnehav och här ingår länder som Brasilien, Indonesien och Kongo. Initiativet får inledningsvis en finansiering på 14 miljarder dollar. Dock saknas i deklARATIONEN uppgifter om hur mycket skog som ska skyddas, en tydlig definition av vad som menas med hållbart skogsbruk och en strategi för att hantera målkonflikter.

De 105 länderna bakom löftet har 85 procent av världens skogsinnehav och här ingår länder som Brasilien, Indonesien och Kongo

IEA bedömer i en första analys att de nya löftena, om de blir verklighet, kan begränsa uppvärmningen till mellan 1,8 och 1,9 grader. Forskarnätverket Climate Action Tracker, som gjorde sin egen analys, kritiserade dock beräkningen för att vara överoptimistisk – och att ambitionsnivån måste höjas ytterligare för att begränsa den globala uppvärmningen till 1,5 grader.

Från "Bla, bla, bla" till handling

IEA:s beräkningar bör tolkas med försiktighet. Jacob Werksman, EU:s högsta klimatförhandlare, varnade för att organisationens uttalande bortser från det faktum att inga av de nya löftena har implementerats än.

En ny analys av ländernas klimatpolitiska åtgärder, som publicerades av forskarnätverket Climate Action Tracker innan årets COP-möte, pekade på det stora gapet mellan ländernas löften och faktiska åtgärder. Analysen av ett fyrtiotal länder visade att endast ett land – Gambia – har ett klimatpolitiskt ramverk som är i enlighet med 1,5-gradersmålet.

Men det skulle också innebära att omställningen till förnybar energi skulle vara mycket mer ostrukturerad, ryckig och kostsam

Risken är att tomma löften gavs i Glasgow. Det skulle riskera att leda till att de allvarliga effekter som FN:s klimatpanel länge har varnat för, blir verklighet. Men det skulle också innebära att omställningen till förnybar energi blir mycket mer ostrukturerad, ryckig och kostsam. I sitt första klimatrelaterade makroekonomiska stresstest tidigare i år, varnade den Europeiska Centralbanken för en "disorderly transition", där extrema beslut tas efter år 2030 för att skydda samhället och ekonomin från klimatförändringarnas värsta konsekvenser.

Samtidigt har COP26 givit en viss fart åt processen att förbättra nationella klimatbidrag för att påskynda utsläppsminskningarna detta årtionde. USA:s och Kinas deklARATION – utan tvekan den största överraskningen på COP 26 – talar om ett gemensamt åtagande att höja ambitionerna under 2020-talet för att sluta gapet mellan nuvarande globala ansträngningar och vad som krävs för att uppnå Parisavtalet.

Svaret på frågan om COP26 var ett genombrott eller ett sammanbrott av de internationella klimatförhandlingarna finns inte i toppmötets slutdeklARATION. Det kommer att visa sig i de åtgärder som regeringar och den privata sektorn vidtar för att främja snabba, varaktiga och vetenskapsbaserade utsläppsminskningar.

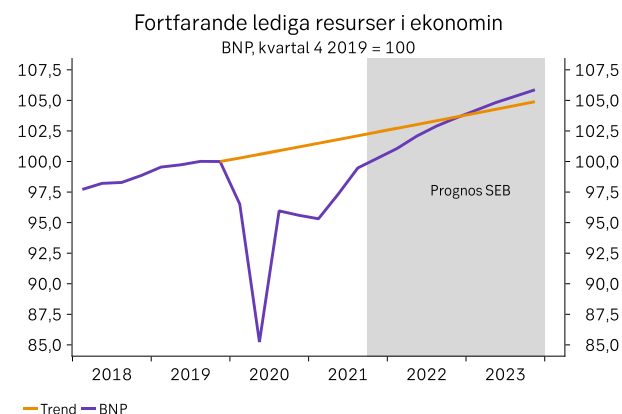
Euroområdet

Hög inflation skapar nytt dilemma för ECB

Återhämtningen har fortskridit i hyfsad takt det senaste halvåret. Transportstörningar och brist på komponenter hämmar nu industrin i växande grad samtidigt som höga energipriser gröper ur hushållens köpkraft. Tillväxten dämpas därför den närmaste tiden och BNP ökar med 4,4 respektive 2,6 procent 2022-2023. Stigande inflation har ökat sannolikheten för räntehöjningar men faller den tillbaka i linje med vårt huvudscenario behåller ECB räntan oförändrad räntenivå under hela prognosperioden.

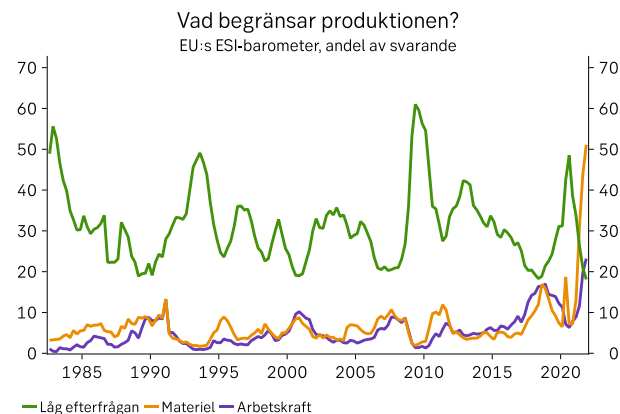
Tillväxten mattas av under fjärde kvartalet

Efter den andra pandemirecessionen förra vintern har återhämtningen blivit lite starkare än väntat. Återigen har restriktionslättningar gett en studs uppåt för framför allt tjänsteproduktion och konsumtion. Förbättrad förmåga att hantera pandemin i kombination med breddad vaccinering har minskat känsligheten för den förnyade smittspridning vi nu ser. Men samtidigt fortsätter post-pandemiska problem, bl a leveransstörningar och höga energipriser, att hämma återhämtningen. Tredje kvartalet BNP steg BNP med 2,2 procent men nu väntas en avmattning. BNP-prognosen för i år är uppjusterad till 5,1 procent och därefter växlar tillväxten ner till 4,4 respektive 2,6 procent 2022-2023.



Tvetydig indikatorbild. Företagens humör, enligt t ex inköpschefsindex PMI, har sedan i våras visat på betydande optimism även om den dämpats den senaste tiden. Tjänstesektorn har växlat upp i takt med att restriktioner lättats. Indikatorbilderna är dock splittrade med ett gott

orderläge samt ökad produktion och sysselsättning samtidigt som företagen lider av extrema nivåer för leveranstider och insatspriser.



Post-pandemiska problem plågar produktionen.

Motvinden för industrin syns även i hårddata. Industriproduktionen i flera länder har haft svårt att ta igen hela kristappet och uppgången mattades av vid halvårsskiftet trots gott orderläge. I augusti föll produktionen samtidigt som PMI tog ett första tydligt kliv nedåt. För euroområdet som helhet är produktionen i stort tillbaka på förkrisnivå. Utvecklingen spretar dock och industrinationen Tyskland har haft svårare än andra större euroekonomier att ta tillbaka förlorad mark.

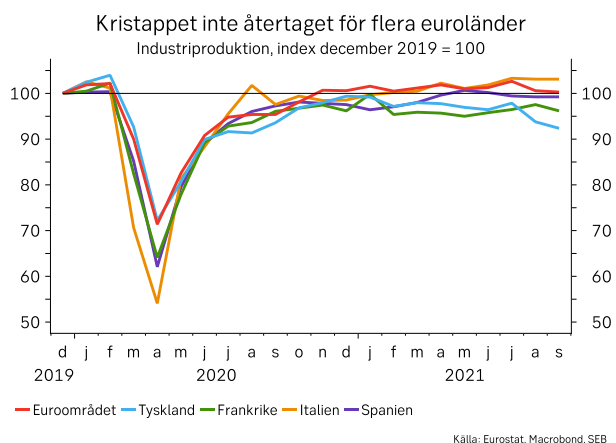
Mer utbuds- än efterfrågeproblem. Snabbstatistik för tyska lastbilstullar, som brukar visa god samvariation med industriproduktionen, pekar på en fortsatt svag trend. Ett gott orderläge tyder dock på att problemen mer är kopplade till utbud än efterfrågan. Även om utbudsstörningarna dröjer sig kvar längre än väntat talar mycket för att de lättar en bit in i 2022. Trots rådande stagnationstendenser medför den kraftiga uppgången under loppet av 2020 att industriproduktionen stiger med 7 procent för helåret 2021. Uppgången fortsätter 2022 och 2023 men i måttligare årstakt runt 3 till 4 procent.

Nyckeltal

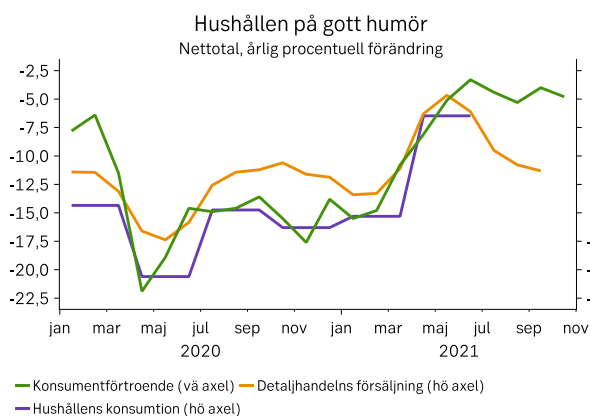
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-6,4	5,1	4,4	2,6
Arbetslöshet*	7,9	7,7	7,2	7,3
Löner	-0,6	3,0	2,5	2,7
KPI	0,3	2,5	2,5	1,4
Offentligt saldo**	-7,2	-6,3	-3,6	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	97,3	100,6	98,7	98,1
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50

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



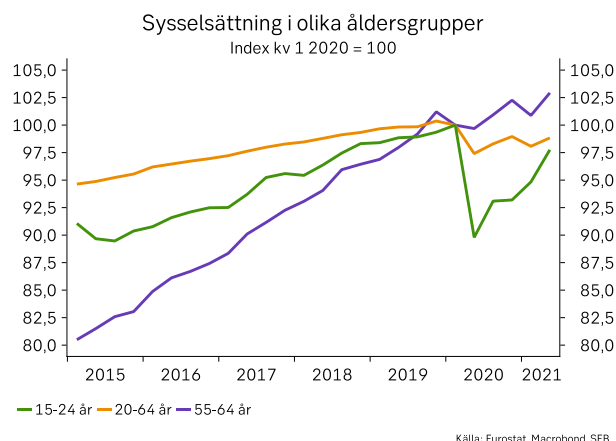
Högt sparande och gott humör bland hushållen. Stödpolitiken gjorde att en kraftig försämring av hushållens ekonomi kunde undvikas. Hushållens inkomster var i stort sett oförändrade 2020 och stiger svagt i år. Varukonsumtionen har nu dämpats efter tidigare uppgång och detaljhandelns försäljning har fallit de senaste månaderna. Tjänstekonsumtionen tar succesivt tillbaka förlorad mark när restriktionerna lättar men för vissa sektorer tar det tid att återhämta sig. Långväga resor har fortfarande långt kvar till ett normalläge och fortsatt låg nivå på utlandsturismen är mycket kännbart för sydeuropeiska ekonomier med stort turismberoende. Nästa år urgröps köpkraften extra mycket av höga energipriser och uppgången i hushållens reala inkomster stiger endast svagt. Det höga sparandet ger dock utrymme för stark konsumtionsutveckling och såväl 2021 som 2022 väntas ökningen bli 5 procent medan en dämpning till 2,5 procent sker 2023.



Arbetslösheten redan på förpandeminivå. Arbetslösheten föll till 7,4 procent i september och är redan tillbaka på nivån innan pandemin slog till. Sysselsättningen har växlat upp och ungefär halva kristappet har återtagits men fortfarande saknas ca 2,5 miljoner jobb för att nå förkrisnivån. Bristtalen har ökat markant, trots en lägre sysselsättning, och enligt EU:s barometer är andelen företag som anger brist på arbetskraft som begränsande faktor för produktionen rekordhög. Att företag har svårt

att hitta välutbildad personal är inte ovanligt, men under pandemin har sysselsättningen främst minskat bland yngre och lågutbildade. Många hårt drabbade branscher tycks nu ha svårt att locka tillbaka personal som tidigare sökt sig bort från vissa yrken. Trenden med ökad sysselsättning bland äldre har också mattats av.

Kommer arbetskraften åter? Att arbetsmarknadspusslet löser sig på sikt är viktigt både för tillväxtutsikterna och lönebildningen. Vi ser i nuläget lite högre löneökningar drivet både av höga bristtal och generellt tryck uppåt på lögstälöner i en miljö där ojämlikhet stigit på agendan. Uppgången är dock inte alls lika tydlig som i USA och Storbritannien. Vår bedömning är också att arbetskraftsdeltagandet i hög grad är pressat av tillfälliga faktorer och att arbetsutbudet därför återhämtar sig när efterfrågan ökar (se temaartikel, sid 13). Arbetslösheten rör sig därför sidledes eller långsamt nedåt de kommande åren. Mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten från 7,8 procent i år till 7,3 procent 2023. Lönerna stiger med ca 2,5 procent 2022 och 2023.



Finanspolitiken fortsätter att stötta

Kvardröjande pandemirelaterade problem skapar behov av fortsatta finanspolitiska stimulanser. Omfattningen minskar dock och åtgärderna skiftar karaktär för att hantera annorlunda utmaningar. Det tycks finnas en vilja att undvika misstagen efter finanskrisen då tidiga åtstramningar bidrog till att utlösa eurokrisen. Flera länder är nu inne på att mildra konsekvenserna av höga energipriserna genom sänkta skatter, ökade subventioner eller bidrag. Nedbantade stimulanser och starkare konjunktur gör att det offentliga underskottet gradvis minskar från 7,2 procent av BNP 2020 till drygt 3 procent 2023. Den offentliga skulden stiger i år till en nivå över 100 procent av BNP för att sedan falla tillbaka till 98 procent 2023. Diskussioner pågår nu om att mjuka upp det finanspolitiska ramverket men Tyskland lär bromsa denna utveckling. Troligen kommer man att mjuka upp kraven

för hur snabbt skulden ska ned till målnivån på 60 procent av BNP och det är också möjligt att detta riktmärke höjs.

Nya satsningar på EU-nivå. Samtidigt som krispolitiken skalas ned på nationell nivå ökar de gemensamma satsningarna genom EU:s NextGenerationEU (NGEU). Programmet tillför 6-7 procent av BNP över ett antal år och många länder satsar framtungt med fokus på strukturpolitik som kan stötta digitalisering och en grön omställning. Programmet ger en välkommen investeringsskjuts men det är viktigt att för hela EU att denna typ av omfördelade stöd verkligen fungerar genom att medlen används så som avsetts.

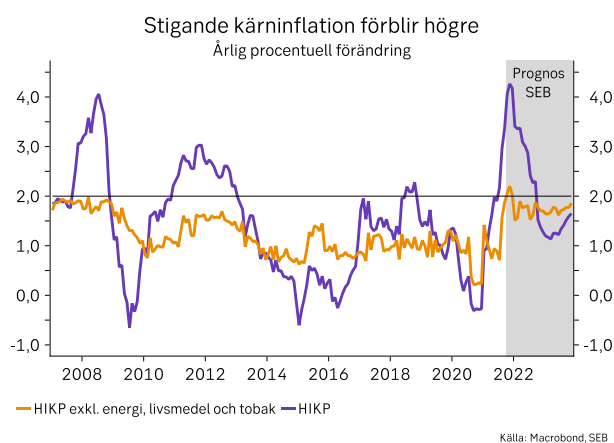
Macron går mot ny valseger. Efter det tyska valet i september försöker nu Socialdemokraterna, De Gröna och Liberalerna FDP bilda en koalitionsregering. Även om FDP lyckas bromsa en del av de övriga partiernas stimulansplaner tror vi på lite mer expansiv tysk finanspolitik kommande år. Snart kommer fokus att flyttas till det franska presidentvalet i april 2022. Vänstern har tappat mark och i nuläget är det mest troliga att Marine Le Pen och president Macron återigen möts i den andra valomgången. Att Le Pen utmanas av ytterligare en kandidat från den nationella högern (Zemmour) kan dock öppna upp för den traditionella högerens Xavier Bertrand. Även om Macrons popularitet minskat något så leder han i opinionsmätningar och det mesta talar för att han kommer att återväljas.

Högre inflation men oförändrad ECB-ränta

Inflationen har återigen överraskat på uppsidan och nådde i oktober 4,1 procent, vilket var en tangering av tidigare rekordnotering från 2008. Vi räknar med att den stiger ytterligare något de närmaste månaderna och når en topp på 4,3 procent runt årsskiftet innan den åter vänder ner. Liksom 2008 är höga energipriser den dominerande drivkraften. I oktober var uppgången över 30 procent jämfört med året innan, vilket ger ett bidrag till KPI på över 2 procentenheter. Skillnaden mellan totala KPI och kärninflationen är också betydligt större än i andra ekonomier. Det finns dock också tecken på bredare uppgång. Både varu- och tjänsteinflationen låg i september strax över 2 procent; för tjänstepriserna var detta en ny rekordnotering. Baseffekter från tidigare moms-sänkningar i vissa länder bidrar också till att lyfta inflationen. Utsikterna den närmaste tiden är helt beroende av energisidan. Vi räknar dock med att inflationen faller tillbaka till 2 procent i mitten på 2022 när den senaste tiden energiprisuppgång faller ur 12-månaderstalen. Vår huvudprognos är därför att inflationen mätt som års-genomsnitt hamnar på 2,5 respektive 1,4 procent 2022 och 2023. På längre sikt blir arbetsmarknaden allt viktigare och skulle de höga priserna bidra till att löneökning-

takten växlar upp påverkas inflationen också på längre sikt.

ECB avvaktar till decembremötet. Beskedet vid ECB-mötet i oktober var avvaktande med oförändrad politik. Tillgångsköpen minskar något under fjärde kvartalet och på decembremötet lär vi få mer information kring ECB:s planer när obligationsköpprogrammet PEPP avslutas i mars 2022. Vi tror att ECB antingen tillfälligt utökar APP-programmet, där obligationer för 20 miljarder euro köps per månad, eller inrättar en ny tillfällig mekanism som mildrar effekterna av kraftigt minskade obligationsköp när PEPP avslutas.



Räntehöjningar fortfarande avlägsna. Stigande inflationsrisker har bidragit till att marknaden nu prisar in nästan en hel ECB-höjning på 25 räntepunkter redan under 2022. Att räntehöjningar närmar sig för andra centralbanker som Fed och Bank of England påverkar säkert marknads förväntningar. I nuläget talar dock varken vår eller ECB:s inflationsprognos för några räntehöjningar under en överskådlig framtid. Vi står därför fast vid prognosen att styrräntan ligger stilla de närmaste åren. Att ECB-höjningar riskerar att leda till vidgade ränteskillnader mellan Tyskland och svagare ekonomier i Sydeuropa höjer i nuläget tröskeln för ECB att höja räntan. Nya stödprogram, med utökade möjligheter att koncentrera köpen till svagare ekonomier, skulle dock kunna sänka tröskeln för räntehöjningar. Om det visar sig att den högre inflation ligger kvar längre än väntat är det därför troligt att ECB:s strategi kan komma att inkludera försiktiga räntehöjningar.

Tema:

Kris i produktionen

Mellan efterfrågehimmel & produktionshelvete

Oväntat stark global varuefterfrågan ställs just nu mot tilltagande produktionsstörningar. Dessa är till stor del pandemirelaterade men kan även kopplas till en europeisk och asiatisk energikris. Störningar i företags globala värdekedjor är ett hot mot den ekonomiska återhämtningen, ger inflationsimpulser och stressar penningpolitiken. Vår slutsats är – baserad på historiska jämförelser, nationella företagsundersökningar, anekdotisk information och säsongsmönster – att den globala "produktionskrisen" kulminerar första kvartalet 2022 men att utmaningarna kvarstår till andra halvåret 2022.

Trots att världen, med vaccinets hjälp, nu tar avgörande steg för att bemästra pandemin ställs allt fler företag inför växande produktionsproblem. Många varuproducerande företag möter allvarliga störningar i sina globala värdekedjor. Insatsvaror saknas, det globala logistiska nätverket är i obalans och kostnaderna stiger. Problemet uppkom även i pandemins inledning 2020 när först Kina och sedan resten av världen stängde ned. Med imponerande kreativitet, flexibilitet och samspel mellan olika aktörer lyckades dock företag oväntat snabbt återställa värdekedjorna. Produktionen återupptogs och kunde tillgodose den då, under våren 2020, dämpade efterfrågan.

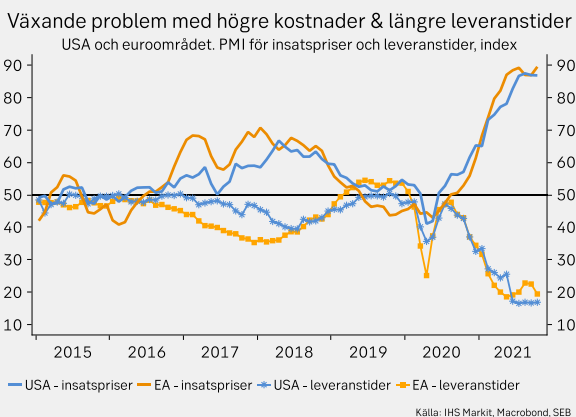
Dagens "produktionskris" har egentligen inget att göra med oron för sårbarhet i globala värdekedjor och debatten om strategisk autonomi (se SEB:s rapport 11 oktober 2021: "Globalisering & värdekedjor – på tröskeln till en ny värld?"). Företag beskriver pandemin som det ultimata stresstestet för globala värdekedjor, och att kedjorna uppvisade en överraskande motståndskraft. Återhämtningen efter pandemin, kombinerat med en energikris, visar sig vara betydligt mer komplicerad än vad många förväntat sig.

Dragloket tappar i kraft

Global handel har återhämtat sig snabbare än väntat efter pandemin. Motståndskraften som industrin och handeln uppvisat har mildrat pandemins ekonomiska effekter och bidragit till återhämtningen. Internationella valutafonden IMF gör bedömningen att global handel växer med 10 procent i volym i år för att bromsa in marginellt till 7 procent; trendtillväxten bedöms ligga nära 3,5 procent. Vi ser dock tydliga nedåtrisker för global handel i volymtermer för första halvåret 2022 – och därmed för helåret 2022 – även om värdetillväxten upprätthålls på a prisökningar.

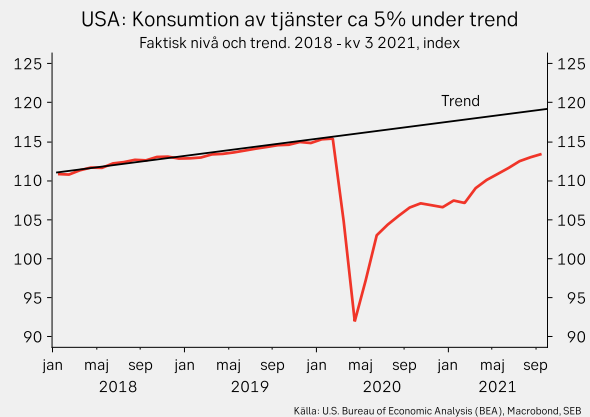
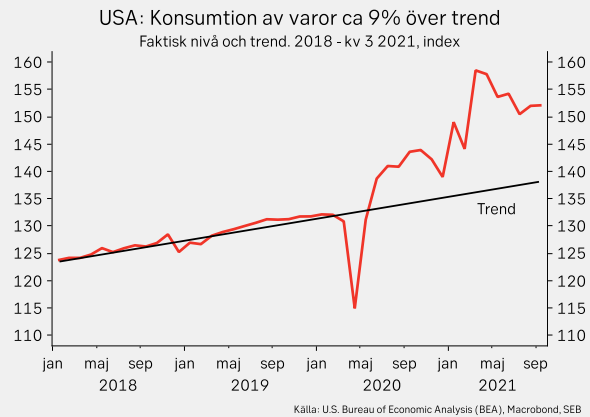


Tilltagande produktionsoro. Företagsundersökningar som genomförts av t ex Federal Reserve, Kanadas centralbank och Riksbanken visar en snabbt växande och utbredd oro för produktionsstörningar. Under hösten 2021 har denna oro bekräftats av statistikutfall och företags delårsrapporter för tredje kvartalet och deras "guidning" för årets sista kvartal. Anekdotisk information och samtal med företag bekräftar också denna bekymmersamma bild.



Utdragen konsumtionsrotation. Störningarna som tilltagit den senaste tiden beror på flera samverkande krafter som saknar motstycke. Vi har sett en oväntat uthållig och stark konsumtionsrotation mellan sektorer: en normalisering av efterfrågan på tjänster har senarelagts medan efterfrågan på varor varit fortsatt stark (se

diagram nedan). Regeringarnas stödpolitik har bidragit till att lyfta konsumtionen och sett i backspegeln kan den efterfrågestimulerande finanspolitiken ha varit alltför omfattande. Amerikanska hushåll har i dag fortfarande ett sparöverskott på ca 2 000 miljarder dollar, motsvarande 9 procent av USA:s BNP (2021). Det faktum att hushållens konsumtion av varor ligger ca 9 procent över trend – och konsumtionen av tjänster ca 5 procent under trend – bekräftar bilden av globala flaskhalsar.



Flera orsaker till halvledarbristen. Stark och obalanserad efterfrågan är inte den enda utmaningen. Världen har också ställts inför olika utbudsbegränsningar av produktionskritiska insatsvaror som t ex halvledare. I pandemins inledning minskade försäljningen av halvledare globalt med ca 5 procent. De senaste 18 månaderna har försäljningen ökat med nästan 40 procent. Den snabbt stigande efterfrågan av just halvledare beror på förändrade beteenden, t ex ett ökat behov av teknisk utrustning för att kunna jobba på distans. Produktionen sker bl a i Asien och det försämrade geopolitiska läget i regionen kan också ha gett upphov till hamstringsbeteenden.

Energikris med säsongeffekter

Priset på naturgas har stigit till rekordnivåer, vilket även pressat upp övriga energipriser. Råvarumarknader präglas ofta av stora cykliska svängningar (se temaartikel på sid 19). Vid låga priser minskar normalt investeringarna i produktionskapacitet (och vice versa). Förra

året låg t ex naturgaspriserna på de lägsta nivåerna på 13-14 år. När produktionskapaciteten på kort sikt inte klarar av att möta en snabbt stigande efterfrågan uppstår ofta "tjurrusning" i priserna. Att vintern 2020-2021 var ovanligt kall – och sommaren 2021 ovanligt varm – har också bidragit till att lagren av t ex kol och gas är långt under normala nivåer.



Vädret avgör på kort sikt. Osäkerheten är stor för flera av energimarknadens viktigaste drivkrafter: global konjunkturstyrka, geopolitiskt spel och utbyggnaden av grön energi. Hur kall vinter 2021-2022 blir avgör utvecklingen av utbud och pris på kort sikt. Att länder som Kina ransonerar energitillgången bidrar till störningar och produktionsstopp i fabriker med risk för ytterligare problem för globala värdekedjor.

Kinas mångfacetterade problem

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.

Kinas tillverkningsindustri påverkas idag negativt av flera samverkande faktorer som får effekter långt utanför Kinas gränser. Även Kinas företag lider brist på insatsvaror t ex halvledare. Man drabbas också av energiransonering och virusutbrott; 0-tolerans för spridning skapar produktionsstopp och minskade möjligheter för framförhållning och planering. Pandemirelaterade produktionsstörningar och politiska spänningar mellan Kina och omvärlden har skapat tryck på företag att minska beroendet av kinesiska värdekedjor. Men detta skulle i så fall vara en långsiktig process som inte löser de problem som världen just nu står inför.

Vad säger erfarenheter från finanskrisen?

Världsekonomin drabbades av liknande störningar i globala värdekedjor och produktionsproblem i samband med den globala finanskrisen 2007-2008. Perioden har också kallats för den stora handelskollapsen (The Great Trade Collapse; se diagram artikelns inledning). På samma sätt som finanskrisen slog till mer eller mindre samtidigt mot ekonomier runt om i världen uppstod samma effekt med global handel. Drivkrafter bakom kollapsen var en snabbt vikande efterfrågan samt minskade möjligheter för företag – p g a ett försvagat finansiellt system och ett tillbakahållt kreditutbud – att finansiera handel (trade finance).

Dessa störningar i globala värdekedjor upphörde dock relativt snabbt och världshandeln återhämtade sig. På samma sätt som värdekedjor bidrog till globala återhämtningen efter pandemin bidrog de även till återhämtningen efter globala finanskrisen 2007-2008. Men då finanskrisen främst berodde på att efterfrågan föll under utbudet har pandemin både lyft efterfrågan över utbudet samtidigt som produktionsbegränsningar uppstått.

Repris av 2008 med överskattad efterfråga? Undersökningar visar att företag runt om i världen reagerar på den starka internationella efterfrågan, och begränsade försäljningsmöjligheter, genom att nu planera för ökade investeringar och utbyggnad av produktionskapacitet. Kundernas globala och simultana jakt på olika varor riskerar att skapa en överdriven bild av den totala efterfrågan. Detta kan i förlängningen skapa ett överutbud på vissa varor, vilket kan komma att pressa produktion och priser nedåt i framtiden.

Efterfrågehimmel och produktionshelvete. Varuproducerande företag befinner sig i himlen när det gäller den starka kundefterfrågan. Samtidigt är många företag i ett produktionshelvete när gäller brist på komponenter (och arbetskraft), logistikproblem och stigande produktionskostnader. Vår slutsats är, baserad på historiska jämförelser, nationella företagsundersökningar, anekdotisk information och säsongsmönster, att den globala "produktionskrisen" kulminerar första kvartalet 2022 men att utmaningarna kvarstår till andra halvåret 2022.

Storbritannien

Dyr vinter dämpar tillväxten

Höga energipriser eroderar hushållens köpkraft och ställer dem inför direkta val mellan komfort och kostnad. Svagare konsumtion gör att återhämtningen fördröjs men i slutet av 2023 väntas BNP vara tillbaka på sin förkristrend. Inflationsuppgången blir kraftigare och mer utdragen än väntat; KPI stiger med hela 4,7 procent som årsgenomsnitt för 2022. Bank of England påbörjar försiktiga räntehöjningar, i gradvisa steg, och når en nivå på styrräntan på 1,25 procent i slutet av 2023. Handelsläget med EU utgör dock en tydlig risk.

Avmattning efter återöppnandet. Efter det sista steget i återöppnandet av ekonomin i juni har aktiviteten mattats tydligt den senaste tiden. Under merparten av tredje kvartalet rörde sig BNP i huvudsak sidledes. Energipriserna är högre än i övriga Europa och den dyra naturgasen används inte bara till elproduktion utan även för att värma hus och laga mat. Trots att hushållen troligen drar ned på komforten för att bromsa uppgången i energiutgifterna dämpas konsumtionen på bred front under vinterhalvåret. Det gör att återhämtningen fördröjs några kvartal och BNP-prognosen för 2022 sänks med en dryg procentenhet till 4,9 procent. Tillväxten väntas dock ta ny fart från mitten av 2022, vilket gör att BNP-nivån 2023 ändå är tillbaka på trend som gällde innan krisen.

Nyckeldata

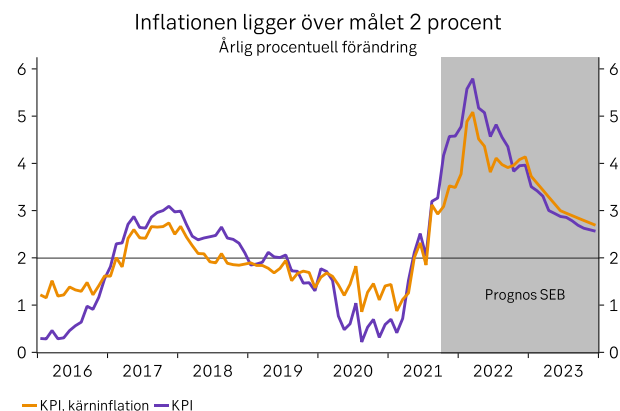
Procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-9,7	6,9	4,9	2,8
Arbetslöshet*	4,5	4,6	4,3	4,1
Löner	1,8	5,3	1,8	2,4
KPI	0,9	2,5	4,7	2,9
Offentligt saldo**	-12,5	-12,0	-5,0	-4,0
Offentlig bruttoskuld**	104,5	107,0	106,0	107,0
Styrränta, %***	0,10	0,25	0,75	1,25

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

De stora sparbuffertar som hushållen byggt upp under pandemin dämpar i viss mån de negativa konsumtionseffekterna. Därtill satsar regeringen på direktstöd som kompensation för stigande energikostnader och föreslår högre minimilöner för att stötta de mest utsatta grupperna.

Det gör att hushållens konsumtion trots allt ökar med 5,3 procent för helåret 2022.



Många lediga jobb och vikande arbetsutbud. Antalet nya lediga jobb har stigit markant efter återöppnandet. Därtill bidrar matchningsproblem, i spåren av Brexit, till att lyfta lönetillväxten. Arbetsutbudet har även minskat genom fördröjda pensioneringar och av ett ökat intresse för studier. Den akuta bristen inom vissa yrkeskategorier lär mildras på sikt men väntas ge betydande övergångsproblem i spåren av Brexit de närmaste åren. Trots rekryteringsproblem återhämtar sig inte arbetsutbudet. Arbetslösheten har stadigt minskat i år men ligger fortfarande ca 1,5 procentenhet över nivån före krisen. I slutet av 2023 är den 4,1 procent.

Högre och mer utdragen inflation. Flera faktorer bidrar till att inflationen nu ser ut att mer tydligt och varaktigt hamna över inflationsmålet. KPI-uppgången väntas toppa på 5,8 procent i mars 2022 för sedan falla till 3,5 procent mot slutet av året. De höga energipriserna sätter tydliga avtryck och därtill bidrar olika typer av flaskhalsproblem, stigande globala priser samt högre löneökningar till att lyfta den underliggande inflationen. Situationen förvärras tillfälligt när ekonomin återöppnas och företagen konkurrerar med löner för att lösa ut obalanser. Brexitkopplade problem gör också att den höga inflationen troligen biter sig fast längre än i många andra länder.

Bank of England (BoE) höjer räntan. Att inflationsbanan lyfts har gjort att politiken på kort tid svängt om från en avvaktande hållning till att BoE snart höjer räntan. Vi räknar med att räntan höjs i februari 2022 till 0,25 procent och till 0,50 procent i maj 2022. Därmed kan BoE tillåta innehavet av räntepapper förfalla vilket ger en viss åtstramande effekt. Efter en kortare paus för att utvärdera i vilken grad ekonomin påverkas väntas BoE höja ytterligare tre gånger under återstoden av prognosperioden till 1,25 procent i slutet av 2023.

Tema:

Kina

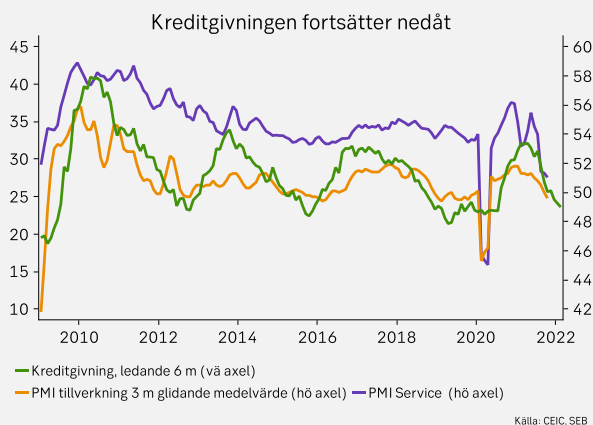
Tillväxten får stå tillbaka för strukturreformer

De kortsiktiga riskerna för den kinesiska tillväxten fördjupas. Vid sidan av den varaktigt lägre kreditgivningen kommer en kombination av externa chocker att dämpa den kinesiska BNP-tillväxten till 8,2 procent 2021 och sedan vidare ned till 5,2 procent 2022. Det kommer sannolikt att vidtas en del åtgärder för att delvis motverka nedgången men myndigheternas övergripande fokus ligger på att begränsa de strukturella riskerna. Det gör att vi knappast kommer att se någon dramatisk omsvängning i den nuvarande politiken. Trots tillväxtutmaningar tror vi att USD/CNY kommer att vara fortsatt motståndskraftig och avsluta året runt 6,40 med visst utrymme att röra sig ned mot 6,30 mot slutet av 2022.

Riskerna för Kinas tillväxt sträcker sig längre än till de problem som skapas av den mer restriktiva kreditgivningen. Samtidigt som fördelaktiga baseffekter gradvis försvinner från de årliga tillväxttalen, har ekonomin förlorat sitt momentum snabbare och starkare än väntat. Trots det behåller regeringen fokus på att reformera politiken för att hantera och begränsa Kinas strukturella risker när 2022 års viktiga partikongress närmar sig. Även om inriktningen och argumenten för omläggningen av den kinesiska ekonomiska politiken är välkända, har snabbheten och omfattningen av reformerna på vissa håll visat sig få plågsamma konsekvenser. Beslutsfattarna balanserar nu å ena sidan ett behov av att kortsiktigt stötta ekonomin och å andra sidan en oro för att alltför stora stödåtgärder skulle omkullkasta några av de segrar som gjorts i reformarbetet. Vi förväntar oss därför måttliga stödåtgärder som visserligen kan hjälpa till något men som inte är tillräckliga för någon kraftigare återhämtning. Baseffekter från de nedtryckta BNP-talen från 2020 räcker för att tillväxten 2021 ska nå 8,2 procent men kvarvarande problem sänker sedan tillväxttakten till 5,2 procent 2022.



En kombination av chocker visar sig nu i de månatliga ekonomiska indikatorerna. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningsindustrin fortsätter nedåt och delindexet för produktion är nu nere på en nivå som tidigare bara setts vid pandemins utbrott och under finanskrisen 2008-2009. Problemen i företagens värdekedjor är svårprognostiserade och grumlar bilden. Dessutom dämpar återkommande inhemska smittvågor aktiviteten i servicesektorn.



Den varaktiga nedgången i kreditgivningen speglar beslutsfattarnas ovilja att förlita sig på ökad skuldsättning som ett sätt att åter öka tillväxten. Tillväxten i den aggregerade kreditgivningen fortsätter att sjunka. Utöver en mindre neddragning av bankkrediter har tillväxttakten i lokala myndigheters obligationsutgivning minskat till uppskattningsvis 13% på årsbasis, från nästan 21 procent i slutet av 2020. De lokala myndigheterna har, förutom en nedgång i utgivningen av egna obligationer från den omfattande utgivningen 2020, också varit försiktigare med att ta del av den statliga obligationsmarknaden. Regionala myndigheter har kämpat för att hitta avkastande infrastrukturprojekt. En del av ansträngningarna för att minska skuldsättningen handlar just om att inskräpa ekonomisk disciplin hos de lokala och regionala myndigheterna. Effekten har blivit en åtstramning av de finansiella förhållandena även från detta håll. I ett försök att ändå lätta lite på budgetrestriktionerna i nuvarande läge, har Beijing instruerat de lokala myndigheterna utnyttja fler möjligheter på obligationsmarknaden innan utgången av november. Omkring 1,14 biljoner CNY av årets 3,65 biljoner CNY återstod i slutet av oktober att sälja. Vår syn är att det tillkommande utbudet av obligationer kommer att säkra fler likviditetsinjektioner från centralbanken. Dock kommer försämrade ekonomiska förhållanden och stigande priser på insatsvaror troligen att dämpa effekten på infrastrukturinvesteringar.

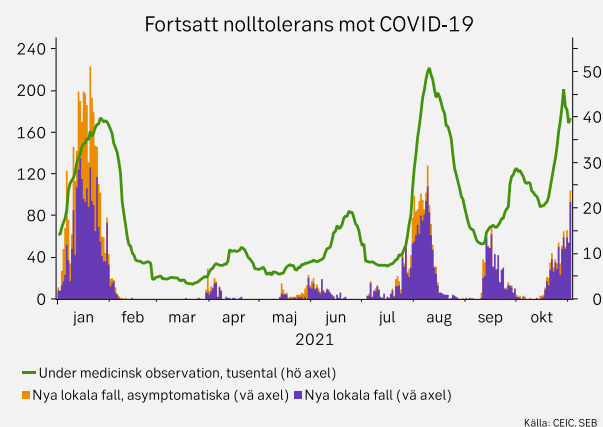
Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	2,3	8,2	5,2	5,4
KPI	2,2	0,9	2,3	2,1
Offentligt saldo*	-3,7	-3,2	-2,8	-2,8
Bankernas kassakrav, %**	12,50	12,00	11,50	11,00
1-årig låneränta**	3,85	3,85	3,85	3,85
7-d omvärd reporänta %**	2,20	2,20	2,20	2,20
USD/CNY**	6,53	6,40	6,30	6,15

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

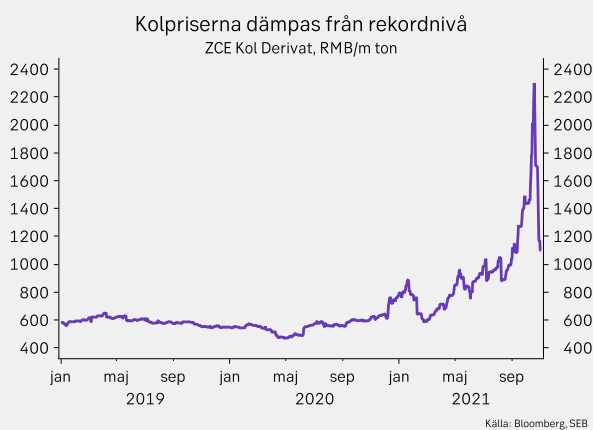
Kina håller fast vid sin nolltolerans mot COVID-19. Sedan landet förklarade seger mot viruset i september 2020, har Kina återkommande reviderat sin "interna och externa" pandemistrategi, med målet att helt utplåna den inhemska smittspridningen. Den senaste smittvågen, som startade i mitten av oktober, har fram till början av november spridit sig till 20 av 31 regioner. Även om Delta-varianten har resulterat i korta perioder helt utan inhemska smittspridning, har myndigheterna inte visat några tecken på att överge den hittillsvarande strategin. Kombinationen av strikta gränskontroller, omfattande testning, karantänkav vid inresa och symptom samt införandet av riktade lockdowns vid minsta utbrott, har varit framgångsrik för att begränsa lokala utbrott inom fyra till sex veckor efter upptäckten av det första fallet.



Trots att strategin uppenbarligen dämpar den ekonomiska återhämtningen, menar regeringen att en fortsatt smittspridning är ännu kostsammare. Det sker hela tiden en fortsatt utveckling och förfining av metoderna för att begränsa smittspridning, t.ex. gällande de rörligheten vid nya utbrott. Trots det är hushållen fortsatt försiktiga. Resor och handel är fortfarande känsliga för utbrott. Och eftersom den inhemska strategin anses framgångsrik, ses importerad smitta som det stora hotet och det finns ett folkligt stöd

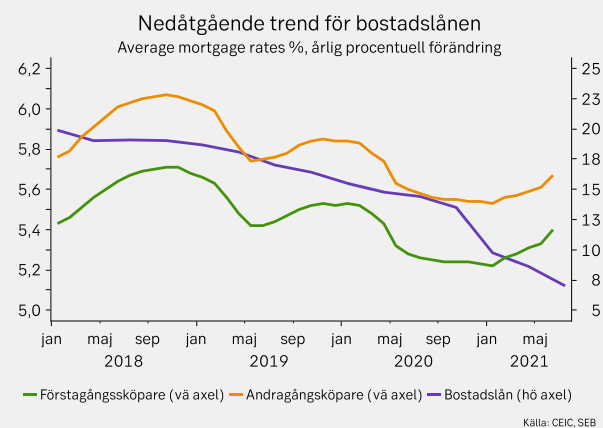
för fortsatt strikta gränskontroller. Det är därför troligt att omfattande karantänsregler för internationella resenärer kommer att finnas kvar i ytterligare ett år. Det har också beslutats att de kommande olympiska spelen i februari kommer att hållas i en bubbla runt Peking. Varken arrangörerna, idrottarna eller övriga deltagare kommer att ha någon kontakt med lokalbefolkningen.

Mitt i vågen av globalt stigande energipriser försöker den kinesiska regeringen att balansera den inhemska kolmarknaden. Regelverk som främjar renare energikällor har på senare år lett till minskad import av kol och råolja. Nu har dock bl a ogynnsamma väderförhållanden skapat störningar i utbudet av förnyelsebar energi. Det har skapat energibrist vilket har lett till en skarp uppgång i de inhemska kolpriserna och även till ransonering i september och oktober. Eftersom myndigheterna prioriterar fortsatt energiförsörjning till hushållen, har energiintensiva industrier som stål, cement och aluminium, som tvingas dra ned på sin produktion. Den kinesiska staten har också vidtagit åtgärder för att öka den inhemska kolproduktionen för att motverka den minskande importen. En striktare marknadsövervakning har den senaste tiden tryckt ned kolpriserna igen. Trots det visar energikrisen tydligt hur kolberoende Kinas ekonomi fortfarande är. Landet har ett stort behov av att balansera och stabilisera sin energiförsörjning samtidigt som miljö- och klimatambitioner kräver minskad kolanvändning och nya perioder av ransonering är troliga. I det korta perspektivet genomförs åtgärder för att hjälpa företag genom energikrisen. T ex ger staten ett antal små och medelstora företag tre månaders uppskov med fjärde kvartalets skattebetalningar för att motverka de höga priserna.

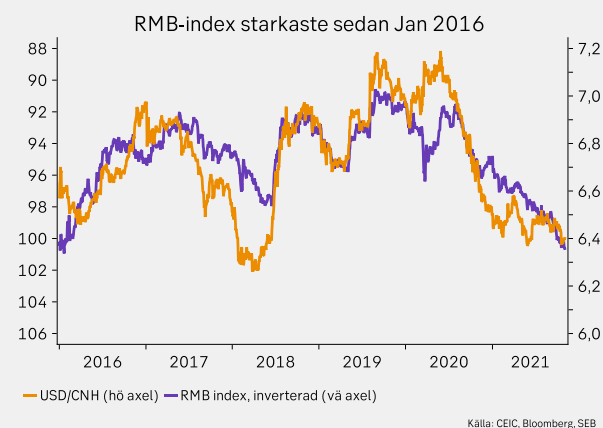


Utmaningarna i fastighetssektorn kommer att fortsätta 2022. Även om oron för smittoeffekter på andra sektorer ha minskat, är riskaptiten för Kinas obligationsmarknad bland utländska investerare fortsatt svag. Så länge myndigheterna håller fast vid "de

tre röda linjerna" för utlåning till fastighetssektorn, förväntar vi oss att bostadsbolagens likviditetsutmaningar fortsätter, särskilt för företag med lägre kreditrating. Regleringarna av försäljningsaktiviteter, liksom av kontrollen av markauktioner, ligger kvar. Tillväxten i bostadslån fortsätter att avta och även om myndigheterna har aviserat vissa lättnader i långivningsprocessen, är det inte tillräckligt för att motverka de åtstramande faktorerna. Det kommer särskilt att påverka de lägre kreditratade bolagen. Konkursriskerna förblir därför höga med omkring 84 miljarder USD i inhemska och utländska skulder som förfaller inom de närmaste 18 månaderna.



Motståndskraftig yuan trots svagare tillväxt. Även om Federal Reserve nu börjar normalisera den amerikanska penningpolitiken förväntas vi oss att USD/CNY handlas runt 6,40 vid utgången av 2021 och marginellt lägre, runt 6,30 i slutet av 2022. Externbalanserna är starka och handelsöverskottet överträffar förväntningarna. Inflödet av obligationer kommer att öka när kinesiska statsobligationer (CGBs) inkluderas i FTSE World Government Bond Index (WGBI). Med det handelsviktade RMB-indexet (valutaindex för yuan) nu över 100 förväntar vi oss att myndigheterna fortsätter att begränsa nedgångar i USD/CNY genom att statliga banker vid behov ökar sina dollarköp.



Indien

Låg vaccinationsgrad dämpar förtroendet

Indiens ekonomi växer igen efter att ha krympt andra kvartalet när pandemin var som värst.

Återhämtningen i industriproduktionen hålls dock tillbaka av energikris och leveransstörningar. Låg vaccinationsgrad ökar också risken nya smittvågor. Tecken på ökad inflation pekar mot en normalisering av penningpolitiken i början på 2022. Rupien väntas försvagas något på sikt när stigande inhemsk efterfrågan försvagar bytesbalansen.

Smittspridningen i Indien är nu på väg ner efter en kraftig ökning andra kvartalet då regeringen plötsligt tvingades återinföra många pandemirelaterade restriktioner. Den ekonomiska inbromsningen blev markant, men inte lika kraftig som första halvåret 2020. Tillgänglig korttidsstatistik tyder på att återhämtningen efter årets smittovåg var som starkast i juni och att den därefter mattats av. Orsaken är dels lågt förtroende bland hushållen, dels störningar i globala och inhemska produktionskedjor. Indien har, liksom Kina, drabbats hårt av energikrisen framförallt på grund av ett underskott av kol. Dessa problem bör lätta gradvis under det första halvåret 2022. Sammantaget väntar vi oss att BNP växer med 7,7 procent i år följt av 7,6 procent 2022. År 2023 mattas tillväxten till knappt 5 procent.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

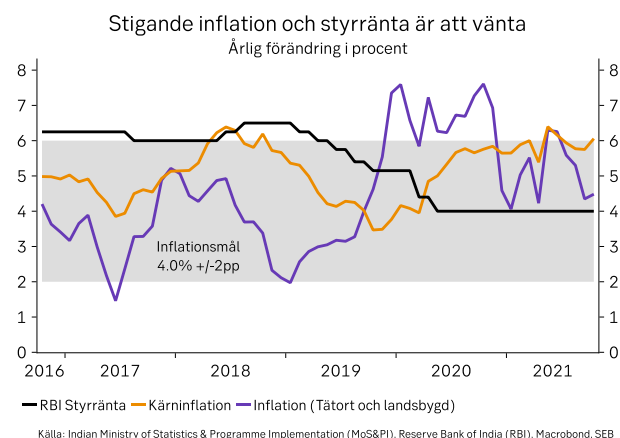
	2020	2021	2022	2023
BNP	-7,1	7,7	7,6	4,9
KPI	6,6	5,2	5,2	4,6
Offentligt saldo*	-12,8	-11,3	-9,7	-8,8
Offentlig bruttoskuld*	89,6	90,6	88,8	88,1
Styrränta, %**	4,00	4,00	4,50	5,00
USD/INR**	73,1	74,0	75,0	75,0

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

Låg vaccinationsgrad. Ett orosmoln är att endast ca 25 procent av befolkningen har fått två doser vaccin. Ändå har myndigheterna snabbt lättat på restriktionerna med risk att smittspridningen tar fart igen. Vaccineringsstakten har dock ökat till runt 6,6 miljoner doser per dag och vi

räknar med att 70 procent av befolkningen kommer att vara fullt vaccinerad i mars 2022.

Ökat inflationstryck. Inflationen har varit volatil 2021 främst på grund av svängningar i priset för grönsaker och annan mat. Kärninflationen har legat högre än totalinflationen i år och i oktober nådde den nästan 6,1 procent; precis över den övre gränsen på centralbankens toleransintervall mellan 2,0 och 6,0 procent. Mot bakgrund av den haltande återhämtningen lär centralbanken inte strama åt penningpolitiken i år trots risken för stigande inflation i spåren av den senaste tidens energiprisökningar. En normalisering av penningpolitiken är dock sannolik under det första kvartalet 2022. Vi väntar oss att inflationen hamnar på i genomsnitt 5,2 procent i år och nästa år.



Mindre expansiv finanspolitik. Indiens regering planerar att minska pandemi-relaterade stimulansåtgärder och oväntat stora skatteintäkter det senaste halvåret har gett administrationen hopp om att nå budgetmålet på -6,8 procent av BNP innevarande budgetår. Målet ser dock optimistiskt ut. Ekonomisk inbromsning, stigande räntekostnader och svårigheter att sälja statsägda företag lär pressa de offentliga finanserna. Statsfinanserna pressas också av omfattande investeringar i infrastruktur. Programmet *National Infrastructure Pipeline (NIP)* för 2020–2025 innehåller satsningar motsvarande ca 50 procent av 2019 års BNP. Detta är positivt för Indiens utveckling både på kort och lång sikt även om regeringen inte lär kunna genomföra hela programmet.

Indiska rupien styrs nu i huvudsak av centralbanken.

Indien har mottagit betydande kapitalinflöden de senaste 12 månaderna. Rupien är trots det svagare än den var innan pandemins utbrott då centralbanken fyllt på sin valutareserv. Vi förväntar vi oss att rupien håller sig stabil under resten av 2021 för att försvagas något 2022 och 2023 när inhemsk efterfrågan ökar och driver fram ett underskott i bytesbalansen om än måttligt.

Ryssland

Ökad energiexport men svag inhemsk efterfrågan

Höga energi- och råvarupriser samt ökad export lyfter rysk ekonomi 2022. Myndigheterna har dock inte fått kontroll på pandemin och återkommande vågor av smittspridning kommer att utgöra en motvind för inhemsk konsumtion. Geopolitiska spänningar lär framkalla ytterligare sanktioner, men ett totalt stopp för handel med ryska statsobligationer är inte sannolikt såvida inte nya uppgifter om hot mot USA:s säkerhet dyker upp.

Sedan mitten av 2020 är ekonom i en återhämtningsfas

driven av högre statliga utgifter och stigande export. Den höga BNP-tillväxten på 4,3 procent för helåret 2021 är främst en följd av att ekonomin stängdes ner under delar av 2020 och att oljeproduktionen då minskade enligt en överenskommelse mellan Ryssland och OPEC.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

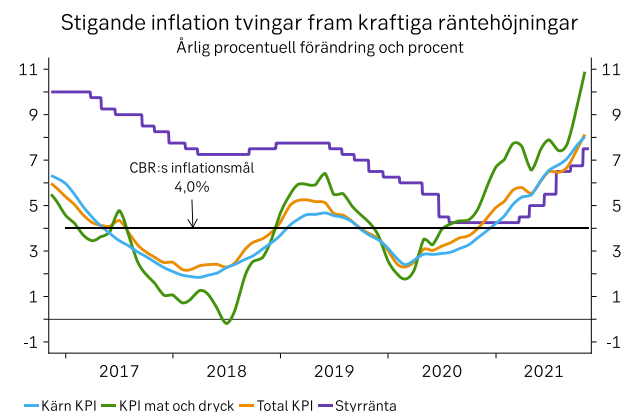
	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,0	4,3	2,8	2,0
Arbetslöshet*	5,9	4,2	4,5	4,5
Löner	5,8	8,7	7,0	6,0
KPI	3,4	6,7	5,0	4,0
Offentligt saldo**	-4,0	0,3	-1,0	-0,5
Offentlig bruttoskuld**	19,3	17,5	17,0	17,0
Styrränta, %***	4,25	8,25	7,50	6,50

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

Låg vaccinationsgrad hämmar ekonomin. Smittspridningen har ökat kraftigt den senaste tiden och nådde rekordnivåer i oktober. Nya restriktioner dämpar nu inhemsk efterfrågan det närmaste halvåret. Endast en tredjedel av befolkningen är hittills fullt vaccinerade men myndigheterna har nu skärpt kraven på vaccinering för en del yrkesgrupper och för vissa typer av aktiviteter. Misstänksamheten mot vaccinet är dock utbredd och det kommer sannolikt att dröja fram till slutet av 2022 innan Ryssland når flockimmunitet. Återkommande vågor av smittspridning är en risk för tillväxten nästa år. En fortsatt ökning av olje- och gasproduktionen, höga energipriser, samt investeringar i gruvnäringen ger stöd åt tillväxten

2022 och 2023. Sammantaget tror vi att BNP växer med 2,8 procent 2022 följt av 2,0 procent 2023.

Förbättrade offentliga finanser. Stigande energipriser har gett ett välbehövligt tillskott i statskassan. Budgetunderskottet på 4,0 procent av BNP 2020 ser ut att vända till ett mindre överskott 2021, trots ökade utgifter inför Duma-valet i september. Kreml planerar dock en åtstramning av finanspolitiken de kommande åren. Investeringar i infrastrukturprojekt fram till 2024 är ett undantag men de motsvarar mindre än 1 procent av BNP.



Räntehöjningar dämpar inflationen. Inflationen steg till 8,1 procent i årstakt i oktober från 7,4 i september. Prisökningarna skedde på bred front även om volatila faktorer som mat och energipriser var tongivande. Inflationen lär dock dämpas den närmaste tiden på grund av minskad efterfrågetillväxt och baseffekter. Därefter sker en fortsatt gradvis nedgång 2022 och 2023; delvis som en konsekvens av stramare penningpolitik. Centralbanken höjde styrräntan med 0,75 procentenheter till 7,50 procent i oktober och genomför troligen ytterligare en stor höjning i december. Låg arbetslöshet och hög kredittillväxt till hushållen utgör en risk för högre inflation. Centralbanken väntas sedan höja räntan i början på 2022 till 8,50 procent där den ligger kvar till fjärde kvartalet för att sedan sänkas gradvis.

Höga energipriser och ökad export bör stärka rubeln den närmaste tiden, men vi ser en försvagning av rubeln på längre sikt driven av relativt hög inflation. Risken för sanktioner från USA och EU är hög. President Joe Biden pressas av kongressen att reagera på cyberattacker från ryska aktörer. Sanktioner mot ryska organisationer och individer är troliga, men ett fullständigt förbud mot handel med statsobligationer är osannolikt. President Putin har lovat att uppnå koldioxidneutralitet år 2060, vilket kan erbjuda investeringsmöjligheter för utländska företag, men förändringar i rysk klimatpolitik kommer att gå långsamt.

Norden

Sverige | sid 41

Produktionsstörningar gör att ekonomin mattas närmaste halvåret innan återhämtningen tar ny fart. Inflationen stiger ytterligare men faller tillbaka under 2022. Riksbanken tar små steg mot en stramare politik och höjer räntan under 2023.

Danmark | sid 47

Maskininvesteringar och konsumtion har bidragit till en rejäl återhämtning. Återinförda restriktioner ger endast små negativa ekonomiska effekter. Full sysselsättning nås 2023 och räntesänkningen har inte lättat på trycket mot kronen.

Norge | sid 45

Ökad konsumtion och fastlandsinvesteringar ger tillväxtskjuts 2022. En stram arbetsmarknad och BNP över trend ökar pristrycket kommande år. Norges Bank fortsätter enligt plan och höjer räntan successivt till 1,50 procent 2023.

Finland | sid 48

Investeringar och konsumtion fortsätter att driva tillväxten. Nästa år ökar bidraget från exporten som möter god efterfrågan och vars orderböcker är fulla. Inflationen blir klart lägre än i de nordiska grannländerna och i euroområdet som helhet.

Sverige

Tillväxten tar fart igen mot slutet av i år

Produktionsstörningar och stigande råvarupriser gör att återhämtningen tappar kraft de närmaste kvartalen. När störningarna därefter lättar och energipriserna faller tillbaka tar tillväxten ny fart och BNP passerar förkristrenden mot slutet av 2022. Inflationen stiger kraftigare än väntat, men mot slutet av 2022 faller den tillbaka markant. Riksbanken tar små steg mot en stramare penningpolitik. Första steget är att minska balansräkningen men under 2023 tror vi att en första räntehöjning genomförs.

Tillfällig avmattning under vinterhalvåret

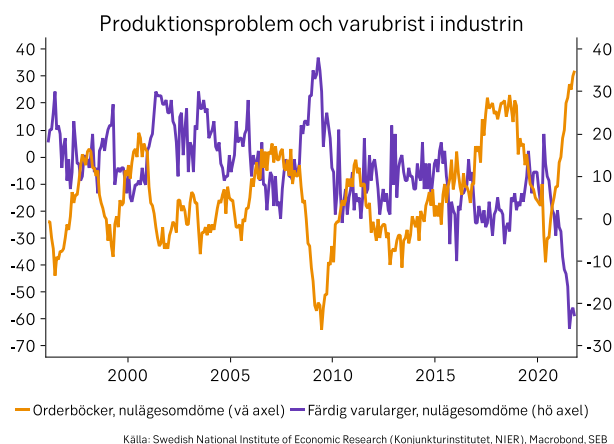
BNP steg med 1,8 procent tredje kvartalet och ligger därmed ca två procent högre än toppnivån före pandemin. Lite svagare omvärldsefterfrågan, produktionsstörningar och viss konsumtionsavmattning till följd av stigande energipriser bidrar till att tillväxten dämpas de närmaste kvartalen. Inbromsningen blir dock tillfällig och BNP-nivån passerar den tidigare trenden mot slutet av nästa år. Prognosen för 2022 har justerats ned till 3,6 procent från 3,9 procent medan vi däremot justerat upp siffran för 2023 med 0,2 procentenheter till 2,5 procent.

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,8	4,6	3,6	2,4
Arbetslöshet*	8,8	8,8	7,7	7,3
Löner	1,9	2,9	2,6	3,2
KPIF	0,5	2,3	2,6	1,5
Offentligt saldo**	-2,8	-1,0	0,0	0,7
Offentlig bruttoskuld**	39,7	37,6	34,0	32,0
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,25

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

Insatsvarubrist hämmar industrin. Industrin fortsätter vara optimistisk trots allt tydligare leveransproblemen för viktiga insatsvaror. Industriproduktionen föll med 3,7 procent i augusti och även om produktionen återhämtade sig lite i september är det troligt att den positiva trenden brutits. Industrins framtidstro enligt KI-barometern ligger visserligen nära historiska toppnivåer men de främsta drivkrafterna i nuläget är rekordstora orderböcker och låga lagernivåer, snarare än orderflöde och produktion.

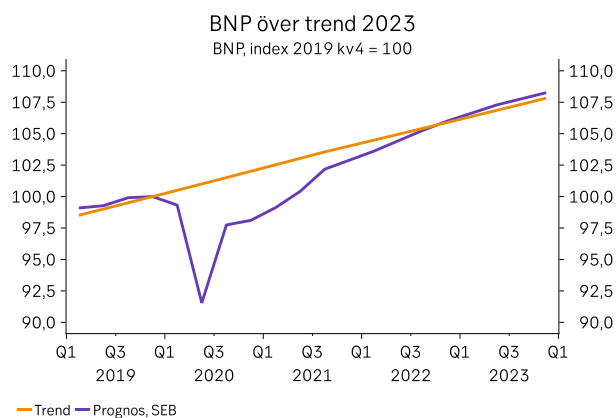
Signaler om ökade produktionsstörningar i företagens senaste kvartalsrapporter bekräftar att industrin tappar kraft och prognoserna för export och produktion det närmaste halvåret har justerats ned. Vi räknar med att produktionsproblemen lättar i mitten av 2022 och nedjusteringen för exporten nästa år motsvaras av en nästan lika stor uppjustering 2023. Tjänsteexporten, som bara återhämtat en mindre del av fallen under 2020, lyfter den totala exporten under 2022 och 2023. En del av nedgången för framförallt resetjänster är strukturell och tjänsteexporten är i slutet av prognosperioden betydligt lägre än den tidigare trenden.



Stigande investeringar. Maskininvesteringarna föll med nästan 25 procent första halvåret 2020 och trots en stark återhämtning är vi ännu inte tillbaka till förkrisnivån. Högt kapacitetsutnyttjande och fyllda orderböcker talar för att industrins investeringar växlar upp markant det närmaste året. En tydlig återhämtning för bostadsbyggande bidrar också till ljusare investeringsutsikter. Antalet påbörjade lägenheter är nu i paritet med toppnivåerna från 2017, vilket tyder på att bostadsinvesteringarnas ökningstakt kan växla upp till ca 10 procent både 2021 och 2022. Efter att ha fallit med 0,4 procent under 2020 ökar de totala investeringarna med 6,0 procent i år och med 7,0 procent 2022. År 2023 mattas ökningstakten till 5,0 procent. Hotet om cementbrist om Cementas kalkbrytning på Gotland måste stänga, utgör en svårbedömd risk i prognosen. Givet de stora effekterna på ekonomin ser vi ändå övervägande sannolikhet för att man hittar en lösning som förlänger tillståndet att bryta.

Lugnare utveckling på bostadsmarknaden. Efter kraftiga prisuppgångar under nästan hela pandemin går prisutvecklingen på bostadsmarknaden nu in i en ny och lugnare fas. Utvecklingen är i linje med våra förväntningar och beror på att de speciella förutsättningar som rådde under pandemin, med stort fokus på bostadsyta, hemarbete, hemmasemestrar och räntor som såg ut att vara låga för evigt, nu klingar av. Effekten är en återgång till mer normala förhållanden även om omsättningen på

bostadsmarknaden fortfarande är hög. Vi ser också tendenser till ett ökat intresse för lägenheter jämfört med småhus och för mindre lägenheter jämfört med större lägenheter, efter att de omvända förhållandena har rått under pandemin. Vi förväntar oss att bostadspriserna i huvudsak kommer att röra sig svagt uppåt under resten av året och att prisuppgångarna under 2021 summeras till runt 10 procent. Utvecklingen fortsätter sedan under 2022 då vi tror på prisuppgångar med måttliga 3-5 procent för helåret.



Starka hushåll, försiktig konsumtionsåterhämtning.

Också hushållens konsumtion har återhämtat sig starkt utan att ha nått tillbaka till nivån före pandemin. Utvecklingen har dock varit tudelad med en stark uppgång för detaljhandeln medan tjänstekonsumtionen länge varit nedpressad. Efter att restriktionerna avvecklades under sommaren har dock restaurang, hotell och kulturella tjänster återhämtat sig rejält och steg i september, enligt SCB:s månatliga konsumtionsindex, till en nivå över den tidigare toppen från 2019. Att konsumtionen fortfarande har en bit kvar till den tidigare trenden, samtidigt som hushållens ekonomi är stark och arbetsmarknadsläget förbättras, talar för en fortsatt stark uppgång. Vi räknar med att konsumtionen stiger med 3,7 respektive 2,2 procent 2022-2023.

Hushållens inkomster och sparande

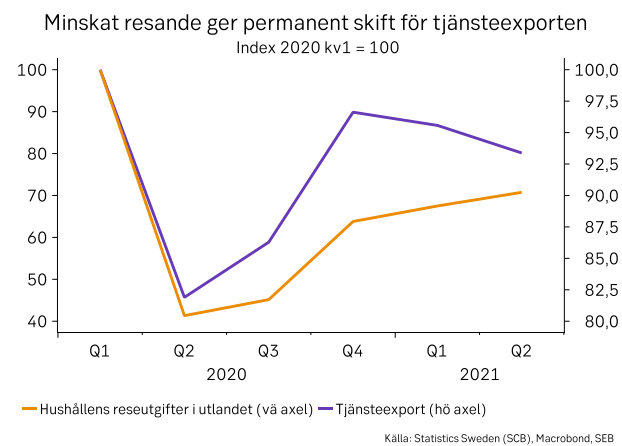
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Real disponibel inkomst	-0,8	5,3	2,9	3,2
Privat konsumtion	-4,7	4,9	3,7	2,2
Sparkvot	17,1	17,7	16,8	18,0

Källa: SCB, SEB

Resandet fortsatt nedtryckt. Det finns dock områden som fortsätter att släpa efter. Trots en återhämtning under hösten är antalet resande mindre än hälften så många som under 2019. Stora fall för företagsresandet är den viktigaste anledningen men både svenskers

konsumtion i utlandet och utlänningars konsumtion i Sverige låg andra kvartalet 30-40 procent lägre än under 2019. Även bilförsäljningen ligger på låga nivåer, vilket delvis är kopplat till försenade leveranser. En rad skatteförändringar de senaste åren har dock bidragit till stora variationer i nybilsregistreringen vilket gör den underliggande trenden svår att urskilja.

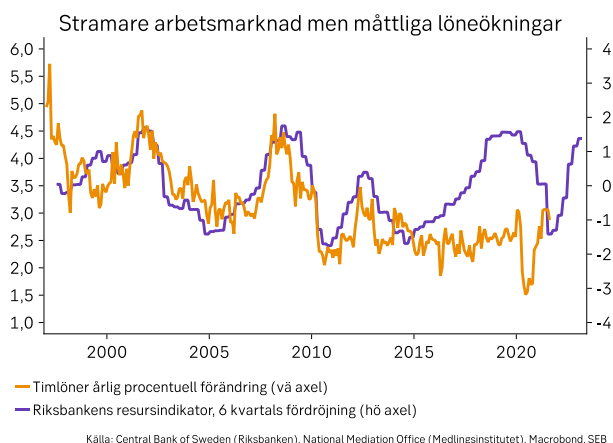


Snabb förbättring på arbetsmarknaden

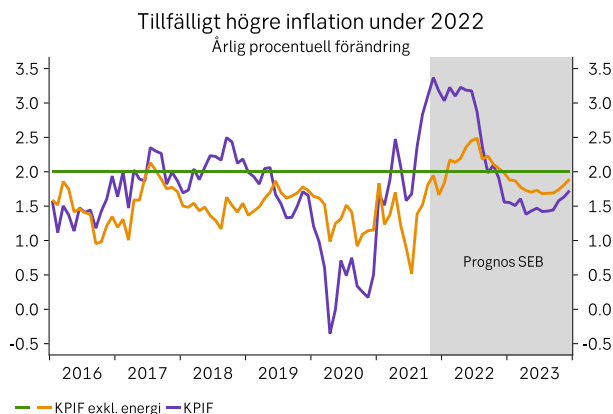
Återhämtningen för BNP avspeglas i förbättrad arbetsmarknad även om omläggningen av Arbetskraftsundersökningen (AKU) i början av 2021 gör statistiken svår-tolkad. Enligt AKU har arbetslösheten fastnat på relativt höga nivåer men vi bedömer att Arbetsförmedlingens statistik i nuläget ge en mer rättvisande bild. Arbetslösheten har där fallit betydligt det senaste året och börjar närma sig bottennivåerna före krisen. Sysselsättningen har enligt våra egna skattningar återtagit nästan hela fallet och att kortsiktiga indikatorer, som t ex anställningsplaner i näringslivet, tyder på att uppgången fortsätter. Framöver tror vi att arbetslösheten vänder ned även enligt AKU och närmar sig de ca 7,2 procent som gällde när krisen bröt ut. Arbetskraftsdeltagandet har i jämförelse med många andra länder varit relativt stabilt under pandemin. Efter att ha stigit under lång tid ser arbetskraftsdeltagandet ut att stabiliseras, vilket tillsammans med långsammare befolkningstillväxt gör att arbetskraften växer betydligt långsammare än tidigare.

Resursutnyttjande närmar sig historiska toppar.

Indikatorer på resursutnyttjande har också återhämtat sig snabbt. Riksbankens resursindikator ligger nu nära toppnivåerna från 2018–2019. Bristtalen i KI-barometern ligger fortfarande lite lägre än då, men väntas stiga till historiska toppnivåer den närmaste tiden.



Långa avtal ger svag lönerespons. De avtal som slöts hösten 2020 på en nivå runt 2,2 procent löper ut först under våren och sommaren 2023. Löneökningar utöver avtal har varit mycket låga sedan 2015 och än så länge finns inga tydliga tecken på att den trenden brutits. Även om den starka arbetsmarknaden leder till en viss uppväxling av lönerna är det osannolikt att denna blir jämförbar med det vi nu ser i t ex USA och Storbritannien (se temaartikel). Nästa avtalsrörelse ligger långt fram i tiden och det är svårt att bedöma hur miljön då ser ut i olika avseenden. Stark konjunktur, hög inflationen det närmaste året samt stigande löneökningar i omvärlden talar för en uppväxling i avtalsnivåerna. Å andra sidan tyder vår prognos på att inflationen hinner växla ned tills förhandlingarna går in i sin mest intensiva fas. Därtill kommer att löneökningar i viktiga konkurrentländer i närområdet väntas förbli ganska återhållsamma. I nuläget gör vi därför bedömningen att uppväxlingen i avtalsnivå blir relativt liten. Sammantaget har prognosen för löner justerats upp till 2,6 procent 2022 och 3,2 procent 2023; endast några tiondelar högre än i föregående prognos.



Tillfälligt högre kärninflation under 2022. I linje med omvärlden har inflationen stigit oväntat mycket under hösten och årstakten för KPIF var i oktober 3,1 procent. Detta är den högsta nivån sedan 2008, men uppgången är måttlig jämfört med USA och euroområdet. Än så länge är

energipriser den helt dominerande drivkraften; exkluderar dessa ökade KPIF med måttliga 1,8 procent i oktober. Stigande internationella priser på livsmedel och andra varor gör att kärninflationen gradvis stiger det närmaste året. Indirekta effekter från högre insatsvarupriser bidrar också till att pressa upp inflationen. KPIF exklusive energi bedöms stiga till 2,5 procent i mitten av nästa år. Därefter faller inflationen gradvis tillbaka och i slutet av 2022 är den nära 2 procent. KPIF väntas stiga ytterligare till 3,4 procent i november men därefter vänder inflationen nedåt. Inledningsvis drivs nedgången av baseffekter men därtill kommer att terminspriser på elektricitet pekar brant nedåt från och med våren 2022. Av den anledningen väntas KPIF ligga lägre än KPIF exklusive energi mot slutet av prognosperioden.

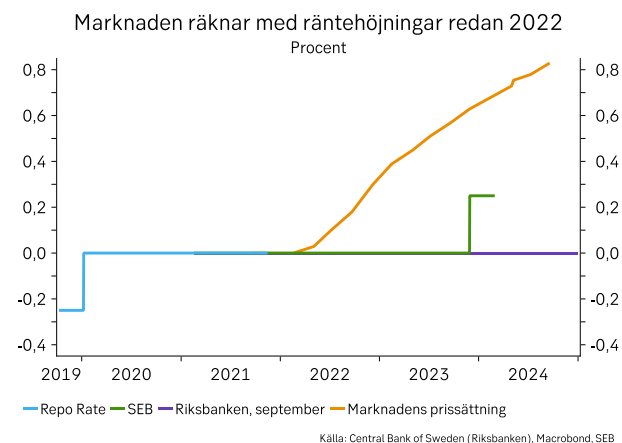
Ändrade förutsättningar för Riksbanken

Hittills har Riksbanken stått fast vid att räntehöjningar inte är aktuella under överskådlig tid. Nästan alla direktionens ledamöter har signalerat att det är acceptabelt, och även önskvärt, att inflationen under en period överstiger målet. Per Jansson, den mest duvaktiga medlemmen, har poängterat att en inflation kring tre procent under ett års tid kan accepteras utan att räntan behöver höjas. Mot bakgrund av detta var det logiskt att man i *Penningpolitisk rapport* i september låg kvar med oförändrad reporänta en bra bit in i 2024. Om elpriserna faller tillbaka på det sätt som ligger i vår prognos ger det ytterligare utrymme att avvakta med räntehöjningar.

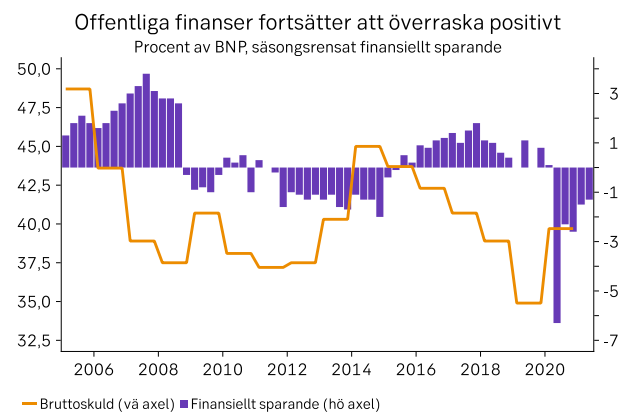
Riksbanken höjer till slut. Samtidigt har högre internationell inflation, samt tidigare lagda och mer omfattande höjningar för flera andra centralbanker, gjort att marknaderna i allt högre grad ifrågasätter Riksbankens räntebana. Mot bakgrund av stark tillväxt och en allt stramare svensk arbetsmarknad är frågan om Riksbanken verkligen kommer att välja en helt annan väg än de flesta andra centralbanker. Trots historiska erfarenheter av att Riksbanken inte varit rädda för att sticka ut, är ändå vår huvudprognos att man i någon mån påverkas av de förändrade förutsättningarna. Vi håller fast vid prognosen att Riksbanken i november lägger in en viss sannolikhet för en räntehöjning 2024. Därefter börjar man tydligare signalera en viss normalisering av penningpolitiken för att sedan leverera en första höjning under 2023.

Bantad balansräkning första steget. I förra *Nordic Outlook* bedömde vi att Riksbanken under nästa år skulle dra ned på obligationsköpen så att de inte fullt ut motsvarade volymen av förfallande obligationer. Därefter har Riksgälden dragit ned på utbudet av statsobligationer, vilket ytterligare försämrat likviditeten på marknaden. Sannolikheten för att Riksbanken drar ned på sina köp under 2022 har därmed ökat och minskade obligationsköp lär

bli den första åtgärden som vidtas när penningpolitiken ska justeras i stramare riktning. Riksbanken kan även dra tillbaka en del av överlikviditeten i betalningssystemet genom att öka tilldelningen av certifikat i de veckovisa auktionerna. Detta skulle trycka upp Stibor från nuvarande ca -0,1 procent till eller lite över reporäntans nivå på noll och därmed utgöra en mjuk räntehöjning.



infrastruktur och klimatomställning utan att det finanspolitiska ramverket lägger hinder i vägen. En sådan omläggning skulle dock ha större konsekvenser än ett förändrat saldomål och kommer sannolikt inte att genomföras i närtid. Det finns också en del avgränsningsproblem eftersom många angelägna satsningar inte ryms inom områden som normalt definieras som investeringar.



Offentliga finanser stärkts ytterligare

De offentliga finanserna har gått starka igenom krisen med måttliga underskott och skuldökningar. Jämfört med de flesta andra länder var såväl BNP-fallet under 2020 som krisåtgärdernas omfattning, relativt begränsade. Statsfinanserna har fortsatt att överraska positivt, främst gällande skatteintäkterna men även på utgiftssidan. Detta bidrog till att Riksgälden nyligen drog ned prognosen för obligationsemissioner för 2022 oväntat mycket. Det offentliga sparandet ser ut att gå mot balans snabbare än väntat trots stora satsningar 2021 och en expansiv budgetproposition för 2022. Underskottet minskar från 2,8 procent av BNP 2020 till 1,0 procent i år. Redan 2022 väntas vi nå balans och 2023 nås ett överskott på knapp 1 procent av BNP. Saldoförbättringen och stigande BNP gör att den offentliga skulden troligen hamnar under skuldankaret på 35 procent av BNP redan nästa år.

Ramverksförändringar aktualiseras igen. Att den offentliga skulden nu närmar sig skuldankaret reser återigen frågan om det finanspolitiska ramverket behöver justeras, bl a har finansministern nyligen argumenterat i den riktningen i en debattartikel. Även om en politisk enighet krävs är det troligt att nästa steg är att ett balansmål införs under nästa mandatperiod. En sådan utveckling är rimlig men "frigör" bara 15–20 miljarder i stimulansutrymme. Därtill kommer att skuldkvoten skulle fortsätta minska också med ett balansmål givet att nominell BNP ökar. Det finns även växande stöd för att införa en investeringsbudget vid sidan av den vanliga statsbudgeten. Detta skulle öka möjligheterna till lånefinansiering av långsiktiga investeringar inom t ex

Spännande politiskt år. Starkare konjunktur och offentliga finanser ökar handlingsfriheten men gör också den ekonomiska politiken mer oförutsägbar. Till det ska läggas frågetecken kring budgetprocess och regeringsbildning. Vår syn är att pågående förhandlingar om budgeten och statsministeromröstningen bör ses som ett paket. Kommer man överens om budgeten lär man bli överens om statsministeromröstningen och vice versa. Trots oppositionens höjda tonläge pekar det mesta på att regeringens budget går igenom och att riksdagen godkänner Magdalena Andersson som statsminister. I nuläget är det oklart om oppositionen kommer att samlas kring ett gemensamt motförslag eller nöjer sig med mindre nålstick kring enskilda förslag. Oppositionen verkar sikta in sig på valet i september 2022, snarare än att försöka tvinga regeringen att regera på oppositionens budget fram till dess.

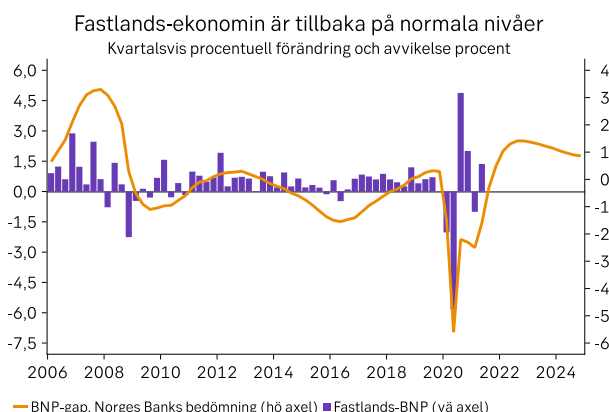
Norge

Stängt gap motiverar räntehöjningar

Aktiviteten i fastlandsekonomin har normaliserats och BNP är nu högre än innan pandemin. Stark uppgång i privat konsumtion och stigande investeringar stärker fastlands-ekonomin under 2022, men gradvis högre räntor dämpar tillväxten längre fram. Stram arbetsmarknad och växande BNP-gap skapar ett inhemskt pristryck. Kärninflationen väntas ändå ligga kvar under målet, medan Norges Bank går snabbt fram med räntehöjningar.

Fastlands-BNP över nivån före pandemin

Fastlands-ekonomin är helt återhämtad från pandemin, med hjälp av kraftfulla penning- och finanspolitiska stimulanser och avvecklade restriktioner. Sedan regeringen slutförde sin återöppningsplan i september har smittspridningen stigit till nya dagliga toppnivåer. Med nära 90 procent av den vuxna befolkningen fullvaccinerad väntar vi oss inga omfattande skärpningar av restriktionerna. En del lokala åtgärder som syftar till att både bromsa smittspridningen och hålla samhället öppet är troligt, men effekten på ekonomin bör vara begränsad. En normalisering av konsumtionsmönstren och aktiviteten i de sektorer som drabbades hårdast av pandemin väntas lyfta fastlands-BNP ytterligare. BNP kvartal tre släpps 19 november; månadsdata indikerar en ökning på nästan 2,5 procent.



Normal ekonomi motiverar en normal finanspolitik.

Kapacitetsutnyttjandet har ökat, vilket resulterat i ett slutet BNP-gap. En avveckling av de finanspolitiska

stimulanserna och en återgång till den finanspolitiska 3-procentsgränsen är därför rimlig. Den nya mitten-vänsterregeringens reviderade budget innebär ett finanspolitiskt bidrag på -2,6 procent av fastlands-BNP 2022, efter en ackumulerad ökning på 4,4 procentenheter 2020–2021. Inhemsk efterfrågan väntas ändå vara stark på grund av stora finansiella buffertar, högt kapacitetsutnyttjande och en förbättrad arbetsmarknad. Detta kommer att bidra positivt till tillväxten i fastlands-BNP, medan nettoexporten av traditionella varor bromsar till följd av stigande import. Vi prognostiserar en tillväxt i fastlands-ekonomin på 3,7 respektive 3,9 procent för 2021 och 2022. Normaliserade konsumtionsmönster och högre räntor väntas bromsa tillväxten mot trend på 1,3 procent 2023. Total BNP-tillväxt stiger från 2,8 procent 2021 till 3,7 procent 2022 följt av dämpning till 2,6 procent 2023.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-0.8	2.8	3.7	2.6
Fastlands-BNP	-2.5	3.7	3.9	1.3
Arbetslöshet (AKU)*	4.6	4.4	3.8	3.7
Löner	3.1	3.0	3.2	3.4
KPI-ATE inflation	3.0	1.7	1.6	1.7
Styrränta, %				

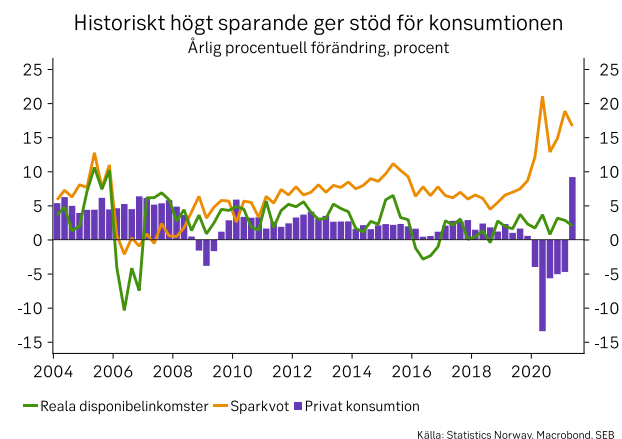
*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Privat konsumtion leder uppgången

Sedan samhället återöppnade i april har konsumtionen ökat 9,7 procent. Konsumtionen av tjänster, som tidigare begränsats av restriktioner, har ökat mest men ligger fortfarande långt under nivån före pandemin. Vi förväntar oss en tydlig förskjutning i konsumtionsmönstren, med fortsatt kraftig ökning av utgifterna för tjänster samtidigt som varor dämpas framöver. Låga räntor och finanspolitiska stimulansåtgärder har hållit uppe tillväxten i hushållens disponibelinkomster under pandemin. I kombination med begränsade konsumtionsmöjligheter har detta möjliggjort för sparkvoten att stiga från 8,7 procent 2019 till 16,7 i mitten av 2021. Dessutom har arbetsmarknaden förbättrats kraftigt och det höga antalet lediga jobb talar för en stark sysselsättningstillväxt framöver. Registrerad arbetslöshet kan väntas vara tillbaka på nivåerna före pandemin i början av 2022. Mätt enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) förväntas genomsnittlig arbetslöshet sjunka till 3,7 procent 2023 från 4,6 procent 2020.

Stram arbetsmarknad och goda utsikter för fastlands-BNP sätter press på antalet tillgängliga resurser. Enligt Norges Bank stängdes BNP-gapet i höst och väntas vidgas under 2022. Lönetrycket i ekonomin ökar därmed.

Vi prognostiserar att de årliga löneökningarna accelererar från 3,1 procent 2020 till 3,4 procent 2023. Detta kommer att förse hushållen med en ordentlig buffert och möjliggör en stark konsumtionstillväxt trots gradvis högre räntor framöver. På kort sikt kommer högre elpriser att tynga hushållens köpkraft något, men prognosen är att total privat konsumtion stiger med 3,2 procent 2021 och 8,6 procent 2022 innan den åter dämpas 2023.



Kapacitetsbrist driver på investeringar

Industriproduktionen ligger nu över nivån före pandemin och resursutnyttjandet har ökat kraftigt. Brist på insatsvaror, leveransproblem och brist på utbildad och utländsk arbetskraft begränsar produktionen. Tack vare starkt växande ordergång har industrin behållit en positiv framtidssyn samtidigt som både anställnings- och investeringsplanerna har ökat markant. Vi förväntar oss att tillväxten i företagens investeringar växlar upp från 0,8 procent 2021 till 4,0 procent 2022. Den senaste tidens starka aktivitet på bostadsmarknaden och stigande bostadspriser bör stötta bostadsinvesteringarna nästa år. Högre räntor väntas sakta ner den årliga prisökningstakten på befintliga bostäder från 9,1 procent 2021 till 1,6 procent 2023, vilket lägger ett lock på tillväxten i bostadsinvesteringarna. Sammantaget bör investeringar bidra starkt till fastlands-BNP 2022–2023.

Utsikterna för oljeinvesteringarna förblir dystra trots högre olje- och gaspriser. Efter ett fall på 4,1 procent 2020 förväntas investeringarna ackumulerat ha minskat med 9,4 procent 2021–2022. Nya utvecklingsprojekt kommer därefter att leda till en återhämtning i oljerelaterade investeringar på 10,0 procent under 2023. De låga investeringarnas negativa bidrag till BNP uppvägs delvis av stark tillväxt i exporten av petroleumprodukter.

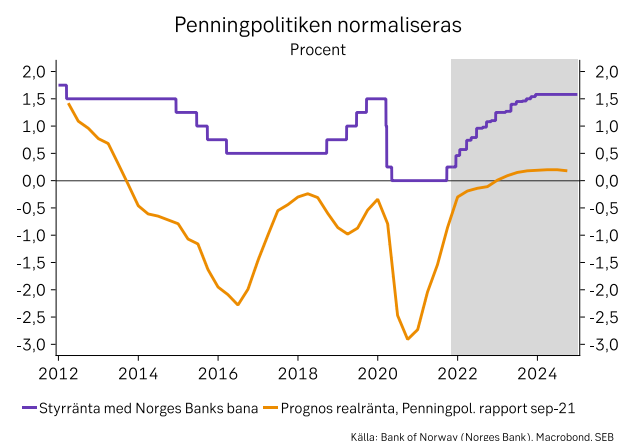
Inflationen påverkas mindre av globala priser

KPI-ATE-inflationen (KPI exklusive skatter och energi) har visat en sjunkande trend det senaste året, drivet av en starkare valuta. Kärninflationen sjönk till 0,9 procent i oktober, i nivå med de lägsta nivåerna under den globala

finanskrisen. Även om detta huvudsakligen återspeglade ett ofullständigt genomslag från normaliserade skatter på hotelltjänster, är det underliggande inflationstrycket fortfarande dämpat. Vi tror fortfarande att KPI-ATE är nära botten och förutspår att inflationstakten kommer att stiga snabbare än i Norges Banks prognos under de kommande 12 månaderna. Även om Norge tenderar att vara mindre känsligt för internationella prisrörelser än andra länder, är ett visst tryck uppåt på varupriserna från utbudsstörningar troligt, men än viktigare är den förväntade normaliseringen av de ovanligt låga livsmedelspriserna. Stigande löner innebär att kärninflationen ökar gradvis under 2023, men KPI-ATE väntas ligga under målet under hela prognosperioden. Höga energipriser kommer att hålla total inflation runt 3,5–4,0 procent i vinter, men terminspriserna på el har sjunkit markant. Vi har sänkt vår kortsiktiga prognos för total KPI och förväntar oss ett kraftigt fall till under 1,0 procent i slutet av 2022.

Norges Bank har bara börjat

Norges Bank inledde en höjningscykel i september genom att höja styrräntan till 0,25 procent. Utsikter till högre resursutnyttjande och inflation motiverade ännu en upprevidering av räntebanan, som nu indikerar något snabbare höjningar från andra halvåret 2022 och en styrränta på 1,70 procent i slutet av 2024. Detta implicerar att penningpolitiken nästa år blir nära neutral och att styrräntan når en normal nivå 2024. Ekonomiska data pekade mot en ännu snabbare höjningsbana i september, men Norges Bank förespråkade en mer försiktig hållning på grund av de osäkra effekterna av högre räntor. Stigande inhemskt inflationstryck och risk för att bygga upp finansiella obalanser talar ändå för en något snabbare takt i räntehöjningarna än vad vi tidigare antagit. En decemberhöjning bör vara klappad och klar och vi prognostiserar nu fyra höjningar 2022 till 1,50 procent. Under den senaste höjningscykeln nådde styrräntan en topp på 1,50 procent. Vi tror att Norges Bank kan leverera en sista höjning till 1,75 procent 2023, men allt beror på hur hushållen svarar på högre räntor.



Danmark

Full sysselsättning inom räckhåll

Stark konsumtion och maskininvesteringar bidrog till att Danmark var en av de första ekonomierna att återhämta BNP-fallet i samband med pandemin. Utsikterna är goda för en fortsatt stark ekonomisk utveckling under de kommande åren. Tillväxten avtar successivt från 5,0 procent i år till 2,5 procent 2023 då Danmark väntas vara nära full sysselsättning.

Tillbaka till förpandemisk BNP-nivå. Den danska ekonomin började andra halvåret 2021 med en starkare BNP-tillväxt än väntat på 2,0 procent för det tredje kvartalet, framför allt drivet av högre hushållskonsumtion av tjänster. Danmark var ett av de första länderna som kom tillbaka till förkrisnivå i BNP. Den snabba återöppningen fortsatte efter sommaren och från den 10 september tog regeringen bort alla restriktioner relaterade till pandemin. I november återintroducerades dock vissa restriktioner på grund av en snabb uppgång i virusinfektioner men enligt vår mening får det en marginell effekt på tillväxten. Vi har därmed höjt vår BNP-prognos för 2021 från 3,6 procent till 5,0 procent samtidigt. Vi sänker prognosen för 2022 från 4,1 till 3,5 procent men behåller 2023 oförändrat på 2,5 procent.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,1	5,0	3,5	2,5
KPI	0,4	1,9	2,9	2,1
Löner	1,9	2,6	3,4	3,7
Offentligt saldo*	-3,0	0,5	2,0	4,0
Offentlig skuld*	44,0	40,0	36,0	32,0
Bytesbalans*	7,5	7,5	7,5	7,0
Styrränta (CD rate), %	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60

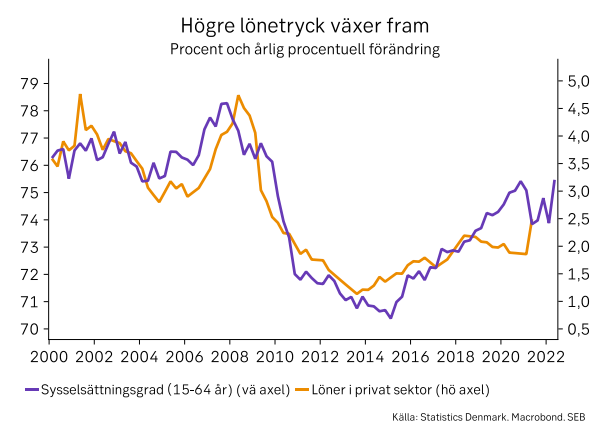
*% av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB

Konsumtion och investeringar driver tillväxten. Stigande disponibla inkomster fortsätter stötta konsumtionen, nu även understödd av kraftigt stigande sysselsättning under andra kvartalet. Även om konsumtionen är mer vo-

latil har den släpat efter inkomsterna, vilket resulterat i en hög sparkvot på nära 12 procent av disponibla inkomsten. Kombinationen av negativa räntor, höga bostadspriser och en relativt stark anställningstrygghet väntas besparingarna minska framöver. Det blir en användbar buffert, då stigande kostnader för energi riskerar att begränsa de reala inkomsterna och tränga undan andra konsumtionsutgifter i vinter. Vi räknar med att konsumtionen ökar med 4,0 procent 2021 och med 5,0 procent 2022. Samtidigt har investeringar åter stigit kraftigt i takt stigande kapacitetsutnyttjande.

Lägre ökningstakt av bostadspriserna. Bostadsboomen har fortsatt att dämpas något men det bör också noteras att bostadspriserna fortfarande stiger med 10 procent i årstakt. Den lugnare utvecklingen beror delvis på en höjning av bolåneräntorna under 2021 medan stramare utlåningsregler som bl a centralbanken efterlyst inte fått politiskt stöd. Mer blygsamt stigande bostadspriser är sannolikt även mer hållbar. Vi väntar oss även att stigande förmögenheter fortsätter att stödja hushållens balansräkningar.

Ekonomin når full sysselsättning 2023. Arbetsmarknaden fortsätter att återhämta sig snabbare än väntat. Arbetslösheten är nu den lägsta på mer än ett decennium: runt 4,5 procent. Den är likväl fortfarande en bit ifrån sin historiska lägstanivå på strax över 3 procent. Vi förutspår en arbetslöshet nära denna nivå. Vissa sektorer som restauranger har dock svårt att rekrytera personal, men vi bedömer att Danmark i princip når full sysselsättning i slutet av 2023. Vi räknar därför med att löneinflationen stiger från 2,6 procent 2021 till 3,7 procent 2023.



Räntesänkning lättar inte trycket mot DKK. Fortsatta valutainflöden tvingade centralbanken att ensidigt sänka inlåningsräntan med 10 punkter från 1 oktober, lite tidigare än vi väntat oss. Efter sänkningen rörde sig kronan bort från interventionszonen men är nu åter tillbaka. Vi anser att valutainterventioner är att föredra framför att sänka räntan då likviditet nu tillförs systemet samtidigt som risken minskar att destabilisera bostadsmarknaden.

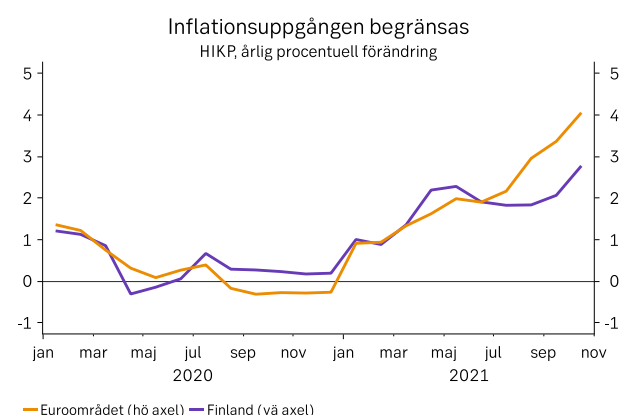
Finland

Hushållen öppnar plånboken

En snabb förbättring på arbetsmarknaden och en återhämtning för totala investeringar och hushållens konsumtion har varit de viktigaste drivkrafterna för tillväxten i år och vi räknar med en BNP-uppgång med 3,5 procent. Samma faktorer fortsätter att stötta ekonomin 2022, även om export och företagsinvesteringar då också kommer att spela en successivt större roll. Efter två år med snabb återhämtning faller BNP-tillväxten till 1,6 procent 2023.

Överraskande snabb arbetsmarknadsåterhämtning.

Sysselsättningsgraden nådde 62,9 procent andra kvartalet 2021, vilket är mycket nära toppen före pandemin. Regeringen kommer sannolikt att fortsätta sina ansträngningar för att få upp arbetskraftsdeltagandet som fortfarande är lägst i Norden. Nya prognoser visar att effekterna av den åldrande finska befolkningen är värre än tidigare beräknat och en ökning av sysselsättningen i de äldre åldersgrupperna kommer att vara avgörande. Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas framöver, bl a har antalet vakanser nästan fördubblats på ett år. Detta kommer att stärka arbetstagarna i de löneförhandlingar som sannolikt kommer att ge en löneökning med 2,5 procent 2022 och 2,2 procent 2023.



Inflationsuppgången mer begränsad än på andra håll.

Även om inflationen växlat upp har uppgången varit relativt mild jämfört med många andra länder. I september steg HIKP med 2,1 procent, långt under euroområdets genomsnitt på 3,4 procent. Energi utgör en relativt liten andel av hushållens utgifter och Finlands relativa styrka

när det gäller att producera energi från kärnkraft och förnybara källor har också påverkats. Vi förväntar oss att inflationen förblir långt under genomsnittet i euroområdet under vår prognosperiod. HIKP-inflationen ökar till 1,9 procent 2021 och dämpas sedan till 1,6 procent 2022.

Privat konsumtion förblir stark. Eftersom inflationens negativa effekt på hushållens konsumtion begränsas, kommer den nuvarande uppgången att fortsätta nästa år. Förutom stigande sysselsättning och löner kommer konsumtionen även att stödjas av högt sparande och uppdämd efterfrågan. Den nuvarande snabba tillväxten av hushållens inlåning kommer att bromsa något, men vi förväntar oss att sparkvoten förblir högre än före pandemin. Efter en uppgång med 3,7 procent 2021 kommer privat konsumtion att öka med 3,5 procent 2022 och därefter med måttliga 1,7 procent 2023.

Exporten bidrag ökar. Hög efterfrågan och fulla orderböcker har drivit upp humöret inom tillverkningssektorn till den högsta nivån sedan början av 2007. År 2022 kommer exporttillväxten att uppgå till 5,6 procent. Tillverkningsindustrin kommer att ha ett gyllene läge åtminstone fram till 2023, då vi förutspår att exporten ökar med 3,8 procent.

Investeringsstillväxten drivs av hushållen. Den senaste tidens utveckling har gynnat investeringar i bostäder. Den totala volymen av nya bostadslån har ökat med 16 procent i år. Byggvolymer är fortsatt hög och bostadsinvesteringar kommer att vara den viktigaste drivkraften för investeringar även nästa år. Investeringsaptiten förbättras också gradvis inom företagssektorn.

Starkare arbetsmarknad förbättrar offentliga finanser.

Snabb ekonomisk tillväxt och lägre sjukvårdsutgifter kommer att minska underskottet 2021 och 2022. Att balansera budgeten är fortfarande ett långsiktigt problem som måste åtgärdas, men vi räknar med att underskottet kommer att falla under EU:s riktmärke på minus 3 procent av BNP redan nästa år.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2.9	3.5	3.0	1.6
Hushållens konsumtion	-4.7	3.7	3.5	1.7
Export	-6.8	5.5	5.6	3.8
Arbetslöshet*	7.8	7.7	7.0	6.6
Löner	1.8	2.4	2.5	2.2
Inflation	0.3	1.9	1.6	1.4
Offentligt saldo**	-5.4	-3.5	-2.5	-2.0

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

Baltikum

Litauen | sid 50

Tillväxten förblir stabil men hämmas alltmer av flaskhalsproblem för insatsvaror och arbetsmarknad. Inflationen nosar tillfälligt på tvåsiffriga tal, vilket dämpar konsumtionen. Centralbanken tvingas kyla av bostadsmarknaden.

Estland | sid 52

Trots ökad virusspridning har tillväxten förblivit stark. Öväntat hög användande av pensionssparande har stöttat konsumtionen. Exportefterfrågan fortsätter att vara hög och arbetsmarknaden blir alltmer stram.

Lettland | sid 51

Nya restriktioner dämpar den ekonomiska aktiviteten det närmaste halvåret. Exporten gynnas dock av att Europa har öppnat upp och EU-medel utgör en nyckel för tillväxten framöver. Stigande inflation utgör ökad risk för konsumtionen.



Litauen

Inflationen närmar sig tvåsiffrig nivå

Efter en nedgång med BNP-nedgång med 0,1 procent förra året, uppvisar Litauens ekonomi 2021 en solid tillväxt, men begränsas dock alltmer av flaskhalsar i materialförsörjningen och på arbetsmarknaden. Inflationen har varit avsevärt högre än våra prognoser de senaste månaderna och väntas under enstaka månader i början av 2022 klättra över 9 procent i årstakt och dämpar privat konsumtion framförallt under första kvartalet. Investeringarna återhämtar sig när företagens kapacitetsutnyttjande är rekordhøgt.

BNP växte med 4,9 procent i årstakt under de tre första kvartalen 2021, något över vår tidigare prognos. Både hushållens konsumtion och export utvecklades väl under tredje kvartalet. BNP-prognosen för 2021 revideras upp från 4,3 till 4,9 procent och 2022-2023 är oförändrade 3,6 respektive 3,3 procent. Vi förväntar oss att det negativa BNP-gapet sluts i år och att ekonomin kommer att expandera nära potentiell tillväxt under de kommande två åren.

Investeringarna ligger redan över nivån före pandemin. Stark extern efterfrågan, behov av ökad produktivitet och starka balansräkningar gör att företagen växlar upp investeringstakten. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin är fortfarande rekordhøgt. Företag med stort beroende av handel med Belarus och Kina har dock en mer avvaktande inställning till utsikterna på kort sikt.

Nyckeldata

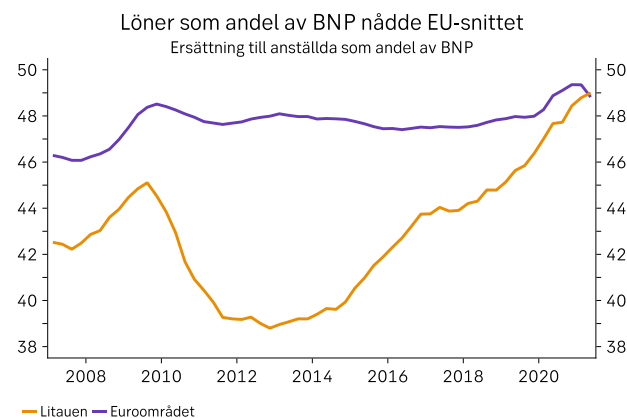
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-0,1	4,9	3,6	3,3
Hushållens konsumtion	-2,1	4,9	4,2	3,4
Export	0,4	11,3	4,6	4,3
Arbetslöshet*	8,5	7,1	6,5	6,1
Löner	10,1	9,8	8,7	6,5
HIKP	1,1	4,5	5,4	2,3
Offentligt saldo**	-7,2	-4,0	-2,8	-1,1

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

Arbetsmarknaden stramas åt. Andelen företag som anger att de har rekryteringssvårigheter är historiskt hög. Vi antar att arbetskraftsdeltagandet kommer att förbättras och att arbetslösheten därefter minskar de närmaste åren, men företagen kan trots det inte undvika effekterna av ogynnsamma demografiska trender. Antalet personer i åldern 18-24 år har minskat med 20 procent på bara 5 år.

Lönerna som andel av BNP äntligen i linje med euroområdet. Det ger lägre potential för löner att växa snabbare än arbetsproduktiviteten. Vi räknar med att medellönerna ökar med 8,7 respektive 6,5 procent 2022 och 2023. På grund av en kraftig ökning av minimilönerna och ett högre icke skattepliktigt inkomstbelopp kommer inkomsten efter skatt att öka mer för lågavlönade.



Inflationen når sin topp i början av 2022. Inflationstakten steg till 8,2 procent i oktober, främst på grund av mycket högre energipriser. Priserna på tjänster steg på grund av högre ekonomisk aktivitet och stigande arbetskostnader. Vi tror att inflationen toppar i januari, då hushållens el- och naturgasavgifter sätts. Inflationen uppgår i snitt till 5,4 procent 2022 och sjunker till 2,3 procent 2023.

Centralbanken kyler fastighetsmarknaden. För att stävja bostadsmarknaden har centralbanken föreslagit en sänkning av den maximala belåningsgraden från 85 till 70 procent på ett andra bostadslån. Bostadspriserna är cirka 15 procent högre än för ett år sedan. Nästa år räknar vi med att ökningstakten avtar till 10 procent.

Den finanspolitiska impulsen blir något expansiv 2022, borttaget engångsutgifter. Budgetunderskottet för 2021 förväntas bli 4,0 procent av BNP, betydligt mindre än tidigare väntat på grund av överraskande starka skatteintäkter. Underskottet kommer att krympa till 2,8 procent av BNP 2022 men exklusive kostnader relaterade till covid-19 och ett nytt gränsstängsel mot Belarus, kommer det att vara närmare 2 procent. Vi räknar med att den offentliga skulden förblir stabil på 45 procent av BNP.

Lettland

Ekonomi saktar ner på grund av nya restriktioner

BNP-tillväxten dämpades under tredje kvartalet till 4,8 procent. Fortsatta restriktioner innebär att aktiviteten nu växlar ned för att förbli dämpad fram till halvårsskiftet nästa år. Vår BNP-prognos för 2021 är oförändrad på 4,3 procent. För 2022 räknar vi med en tillväxt på 5 procent. Arbetsmarknaden förbättras ytterligare. Största nedåtrisen för tillväxten är en stigande inflation som pressar hushållen även om lönetillväxten väntas överträffa inflationen och ge ökad köpkraft.

Nya restriktioner dämpar aktiviteten på kort sikt. BNP steg med 4,8 procent i årstakt under tredje kvartalet; industrin växte med 1,3 och tjänster med 6,1 procent. På grund av en försämrad virussituation återinfördes utgångsförbud och andra restriktioner den 2 oktober. Den ekonomiska tillväxten väntas förbli dämpad fram till mitten av 2022 då infektionsrisken ska ha minskat. Restriktionerna riktar sannolikt främst mot de ovaccinerade, vilket begränsar deras möjlighet att konsumera. De som har vaccinerats kommer troligen att vara mer försiktiga i hur de rör sig och därmed även hur och vad de konsumerar. Hushållens konsumtion bromsar in på grund av svagare stämningsslag bland hushållen och stigande inflation. Så länge spridningsrisken med covid-19 kvarstår förblir ekonomin mer cyklisk än normalt. Vi förutser en uppväxling av tillväxttakten till 5,0 procent nästa år, i takt med minskade infektionssiffror, efter en tillväxt på 4,3 procent 2021.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

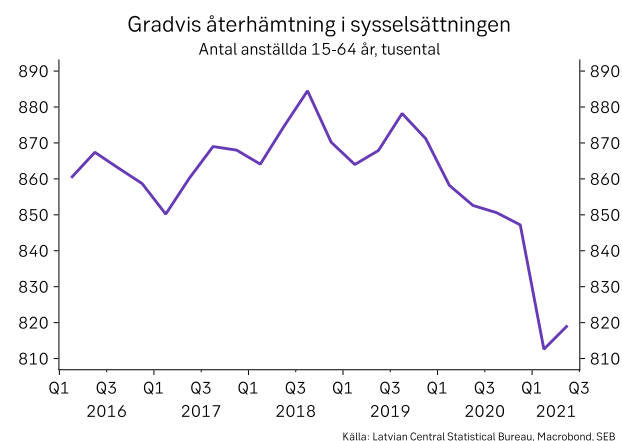
	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,6	4,5	5,0	4,2
Hushållens konsumtion	-10,0	5,5	5,8	4,7
Export	-2,7	5,2	4,8	4,3
Arbetslöshet*	8,1	7,3	6,6	6,2
Löner	6,2	7,0	7,5	7,5
HIKP	0,1	3,1	4,6	2,0
Offentligt saldo**	-4,5	-9,0	-5,1	-3,5

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

Europeisk återhämtning stödjer produktionen. Export och industriproduktion är de viktigaste bidragen till tillväxten, gynnad av ett förbättrat pandemiläge i större delen av Europa. Det har skett en betydande ökning av industriproduktionen för hög- och medelavancerade teknologisektorer som läkemedel, motorfordon, släpvagnar och kemiska produkter. Exporten steg med 22,8 procent från januari till augusti. På grund av komponentbrist, störning i leveranser och energipriser tappar exporten viss fart men kommer att ligga kvar på en robust tillväxttakt på 10-15 procent under de kommande två åren.

Statligt stöd och EU-medel utgör nyckeln för tillväxt.

Byggbandet kommer att vara en av de kritiska sektorerna för stigande investeringar. Den stora utmaningen blir att effektivt hantera offentliga investeringar och framför allt att minska riskerna för överhettning i byggandet och göra framsteg för att nå klimat- och digitaliseringsmålen. Den första utbetalningen på 237 miljoner euro från EU:s återhämtningsfacilitet mottogs i september.



Arbetsmarknad i omvandling. Arbetslösheten var i september 6,4 procent, 0,5 procentenheter lägre än i augusti. Trots lägre arbetslöshet tar det tid för sysselsättningen att återhämta sig. Arbetsmarknaden har förändrats mot en högre andel distansarbete, där efterfrågan har skiftat mot industri, bygg, transport, IT och servicecenter. Många intar en avvaktande hållning och har – tillfälligt eller permanent – dragit sig tillbaka från arbetsmarknaden. Det väntas därför ta tid innan de kommer tillbaka.

Stigande inflation utgör en allvarlig utmaning med högre boende-, transport- och matkostnader; de står för mer än hälften av hushållens utgifter. Vaccinerade äldre kommer att få 20 euro som hjälp för att betala el- och gasräkningar, men stöden bör breddas. Producentpriser för tillverkade varor och tjänster stiger snabbt och pressar oundvikligen upp konsumentpriserna med i genomsnitt 3,1 procent i år och 4,6 procent 2022: under 2023 faller ökningstakten till 2 procent.

Estland

Robust tillväxt trots ny Covid-motgång

En låg vaccinationsgrad, en risk som noterades i den senaste Nordic Outlook, har ånyo lett till överbelastade sjukhus. Den negativa effekten av de efterföljande restriktionerna är dock inte kraftig nog att de senaste månadernas starka tillväxt och vi förväntar oss nu att BNP ökar med 8,8 procent 2021. Starka framåtblickande indikatorer tyder på fortsatt hög och välbalanserad tillväxt under 2022. Efter en lång tid med hög efterfrågan som drivit upp tillväxten faller den till sin mer långsiktiga takt 2023.

Som väntat hög inflation men styrkan har överraskat. I

oktober steg inflationen till 7,4 procent. För närvarande drivs inflationen upp av stigande energipriser, men den globala ökningen av livsmedelspriserna som står för 20 procent av estniska hushållsutgifter är ett större hot. Vi räknar med att HIKP-inflationen når 4,1 procent 2021, följt av 3,7 procent 2022. Inflationen börjar avta i mitten av 2022 och saktar ner till 2,5 procent 2023.

Key data

Year-on-year percentage change

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3.0	8.8	3.8	3.0
Hushållens konsumtion	-2.5	7.7	3.8	3.5
Export	-5.0	15.5	6.0	5.0
Arbetslöshet*	6.8	6.7	5.8	5.2
Löner	2.9	7.1	8.5	7.0
Inflation	-0.6	4.1	3.7	2.5
Offentligt saldo**	-4.8	-3.2	-2.0	-1.0

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

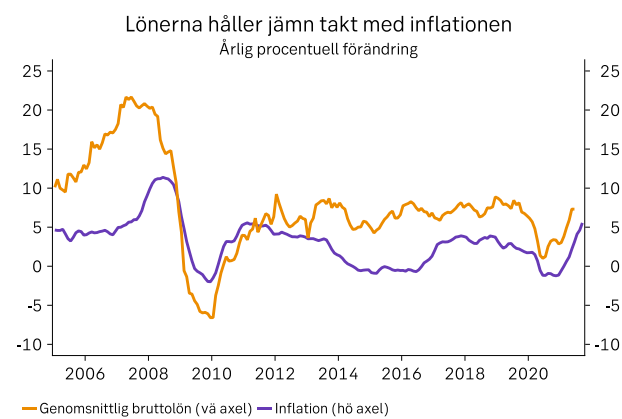
Stark inhemsk efterfrågan. Trots hög inflation har den snabba tillväxten för hushållens konsumtion fortsatt nästan ohindrat. En snabb återhämtning för lönerna i kombination med ett högt sparande ger hushållen en solid köpkraft. Pensionsreformen har också bidragit, då hushåll som valde att ta ut sitt pensionssparande, totalt fick in ca 1 miljard euro på sina bankkonton i början av september. Dessa pengar har spenderats snabbare än väntat och därmed har konsumtion flyttats från 2022 till i år, vilket tydligt påverkar helårsprognosen. Efter en ökning med

7,7 procent 2021 stiger hushållens konsumtion med 3,8 procent 2022 för att sedan avta till 3,5 procent 2023.

Hög exportefterfrågan. Tillsammans med den inhemska efterfrågan har industriproduktion och export fortsatt att öka. Framåtblickande indikatorer tyder på att exportefterfrågan kommer att förbli hög ytterligare en tid. Exporten väntas öka med hela 15,5 procent 2021, följt av en uppgång med 6 procent 2022.

Företagssektorn spelar en större roll för investeringar.

Hög efterfrågan inom tillverkningsindustrin har drivit upp kapacitetsutnyttjandet till den högsta nivån sedan 2007. Nya investeringar behövs och de kommer inte att begränsas till industrin. Samtidigt kommer hushållens bostadsinvesteringar att spela en något mindre roll för tillväxten mot slutet av prognoshorisonten. På grund av en stor baseffekt kommer investeringarna att stiga med endast 0,5 procent 2022, följt av en ökning med 4 procent 2023.



Källa: Statistics Estonia, Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden stramas åt ytterligare. Även om det dröjer ytterligare en tid innan arbetslösheten är tillbaka på sin förkrisnivå, kommer antalet vakanser sannolikt att sätta rekord under tredje kvartalet i år. Obalanserna förvärras eftersom hög efterfrågan på arbetskraft inom branscher som IT inte kommer att kunna mötas av anställda som tidigare arbetat inom bl a turismbranscher. Dessa trender kommer att pressa upp den genomsnittliga bruttolönen med 8,5 procent 2022, medan arbetslösheten faller till 5,8 procent. Vi räknar med att de strama arbetsmarknadsförhållandena kommer att bestå under 2023, då lönerna ökar med 7 procent och arbetslösheten sjunker till 5,2 procent.

Robust tillväxt stöttar offentliga finanser. Snabb ekonomisk tillväxt har gjort det lättare att balansera budgeten och underskottet faller till 2 procent av BNP redan 2022. Detta kommer också att minska behovet av skuldfinansiering och begränsa den offentliga sektorns skuld till mindre än 20 procent av BNP.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP OECD	-4,6	5,2	3,9	2,4
BNP världen (PPP)	-3,3	5,7	4,4	3,5
KPI OECD	1,4	3,6	3,9	2,5
Oljepris, Brent (USD/fat)	43	71	73	60

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr USD	2020	2021	2022	2023
BNP	20 894	-3,4	5,6	3,9	2,2
Privat konsumtion	14 048	-3,8	7,9	3,0	2,2
Offentlig konsumtion	3 078	2,0	1,4	1,9	1,3
Bruttoinvesteringar	4 479	-2,0	6,2	3,6	3,2
Lagerbidrag i % av BNP	-60	-0,6	-0,2	0,7	0,0
Export	2 123	-13,6	4,1	5,5	4,8
Import	2 775	-8,9	13,2	4,0	4,5
Arbetslöshet (%)		8,1	5,4	3,7	3,4
KPI		1,3	4,7	4,9	2,7
Kärn-KPI		1,7	3,5	4,4	2,7
Hushållens sparkvot (%)		16,6	14,0	8,0	7,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-14,9	-11,0	-8,0	-6,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		127	128	127	129

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	11 400	-6,4	5,1	4,4	2,6
Privat konsumtion	5 902	-7,9	5,0	4,7	2,6
Offentlig konsumtion	2 573	1,3	3,0	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 495	-7,0	6,5	4,5	3,8
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	0,1	0,0	0,0
Export	5 173	-9,1	10,0	6,0	4,0
Import	4 749	-9,1	10,0	5,0	4,0
Arbetslöshet (%)		7,9	7,7	7,2	7,3
KPI		0,3	2,5	2,5	1,4
Kärn-KPI		0,7	1,4	1,4	1,7
Hushållens sparkvot (%)		19,5	17,8	14,2	13,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,2	-6,3	-3,6	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		97,3	100,6	98,7	98,1

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP				
Storbritannien	-9,7	6,9	4,9	2,8
Japan	-4,6	2,5	2,7	1,2
Tyskland	-4,6	2,9	4,6	3,0
Frankrike	-7,9	6,8	4,3	2,2
Italien	-8,9	6,4	4,7	2,4
Kina	2,3	8,2	5,2	5,4
Indien	-7,1	7,7	7,6	4,9
Brasilien	-4,1	4,9	2,5	2,2
Ryssland	-3,0	4,3	2,8	2,0
Polen	-2,7	5,2	4,7	4,0

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

Storbritannien	4,5	4,6	4,3	4,1
Japan	2,8	2,8	2,6	2,5
Tyskland	3,8	3,7	3,6	3,7
Frankrike	8,0	8,0	7,5	7,6
Italien	9,3	10,0	9,8	9,5

Finansiella prognoser

Officiella räntor		11-Nov	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,75	1,25	1,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,10	0,10	0,50	0,75	1,00	1,25

Obligationsräntor

USA	10 years	1,56	1,50	1,80	2,00	2,30	2,50
Japan	10 years	0,06	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10 years	-0,29	-0,20	-0,10	0,00	0,20	0,40
Storbritannien	10 years	0,93	1,00	1,20	1,40	1,50	1,60

Växelkurser

USD/JPY	114	113	114	115	115	116
EUR/USD	1,15	1,15	1,13	1,11	1,13	1,15
EUR/JPY	131	130	129	128	130	133
EUR/GBP	0,85	0,84	0,82	0,81	0,84	0,85
GBP/USD	1,35	1,37	1,38	1,34	1,35	1,35

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr SEK	2020	2021	2022	2023
BNP	4 977	-2,8	4,6	3,6	2,5
BNP, dagkorrigerat		-3,0	4,5	3,6	2,6
Privat konsumtion	2 187	-4,7	4,7	3,7	2,2
Offentlig konsumtion	1 332	-0,6	1,9	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	1 234	-0,4	6,0	7,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,7	0,6	0,2	0,0
Export	2 221	-4,6	8,9	6,3	5,2
Import	1 991	-5,7	10,1	7,7	5,8
Arbetslöshet (%)		8,8	8,8	7,7	7,3
Sysselsättning		-1,3	1,5	2,0	0,7
Industriproduktion		-3,9	7,0	6,0	3,0
KPI		0,5	2,0	2,5	1,5
KPIF		0,5	2,3	2,6	1,5
Timplöneökningar		1,9	2,9	2,6	3,2
Hushållens sparkvot (%)		17,1	17,7	16,8	18,0
Real disponibel inkomst		-0,8	5,3	2,9	3,2
Bytesbalans, % av BNP		5,7	5,5	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-221	20	90	100
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,8	-1,0	0,0	0,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		39,7	37,6	34,0	32,0

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
3-månaders ränta, STIBOR	-0,10	-0,10	-0,05	-0,10	-0,05	-0,05
10-års ränta	0,26	0,35	0,40	0,45	0,65	0,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	55	55	50	45	45	55
USD/SEK	8,67	8,70	8,81	8,92	8,67	8,43
EUR/SEK	9,98	10,00	9,95	9,90	9,80	9,70
KIX	113,0	113,4	113,5	113,2	111,5	109,8

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	236	-2,9	3,5	3,0	1,6
Privat konsumtion	121	-4,7	3,7	3,5	1,7
Offentlig konsumtion	58	0,5	2,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	57	-0,7	2,0	3,5	1,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,2	0,4	0,0	0,0
Exports	85	-6,8	5,5	5,6	3,8
Imports	85	-6,5	5,0	4,5	3,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,7	7,0	6,6
KPI, harmoniserat		0,3	1,9	1,6	1,4
Timplöneökningar		1,8	2,4	2,5	2,2
Bytesbalans, % av BNP		0,8	0,3	0,1	-0,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-5,4	-3,5	-2,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		69,2	70,3	70,5	71

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr NOK	2020	2021	2022	2023
BNP	3 557	-0,8	2,8	3,7	2,6
BNP (Fastlandet)	2 929	-2,5	3,7	3,9	1,3
Privat konsumtion	1 441	-6,9	3,2	8,6	3,4
Offentlig konsumtion	856	1,7	3,0	1,6	0,9
Bruttoinvesteringar	857	-3,8	1,1	1,7	2,8
Lagerbidrag i % av BNP		-1,0	0,7	0,0	0,0
Export	1 350	-0,5	2,3	5,6	3,8
Import	1 057	-11,9	3,6	9,2	3,7
Arbetslöshet (%)		4,6	4,4	3,8	3,7
KPI		1,3	3,3	2,0	1,8
KPI-ATE		3,0	1,7	1,6	1,7
Årslöneökningar		3,1	3,0	3,2	3,4

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Folioränta	0,25	0,50	1,00	1,50	1,75	1,75
10-års ränta	1,60	1,75	1,90	2,00	2,10	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	189	195	200	200	190	180
USD/NOK	8,60	8,70	8,76	8,87	8,72	8,57
EUR/NOK	9,93	10,00	9,90	9,85	9,85	9,85

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr DKK	2020	2021	2022	2023
BNP	2 330	-2,1	5,0	3,5	2,5
Privat konsumtion	1 042	-1,4	4,0	5,0	2,5
Offentlig konsumtion	574	-1,7	4,0	0,3	0,8
Bruttoinvesteringar	521	5,1	9,2	7,0	5,4
Lagerbidrag i % av BNP		-0,1	-0,3	0,3	0,0
Export	1 278	-6,9	4,1	4,1	4,1
Import	1 128	-4,1	4,4	6,0	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,0	4,2	3,6	3,2
KPI, harmoniserat		0,4	1,9	2,9	2,1
Timplöneökningar		1,9	2,6	3,4	3,7
Bytesbalans, % av BNP		7,5	7,5	7,5	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	0,5	2,0	4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,0	40,0	36,0	32,0

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Inlåningsränta	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
10-års ränta	-0,03	0,06	0,14	0,22	0,40	0,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	26	26	24	22	20	20
USD/DKK	6,46	6,47	6,58	6,70	6,59	6,48
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	49	-0,1	4,9	3,6	3,3
Privat konsumtion	29	-2,1	4,9	4,2	3,4
Offentlig konsumtion	9	-0,4	0,3	0,1	0,1
Bruttoinvesteringar	11	-1,8	11,0	7,0	8,0
Export	36	0,4	11,3	4,6	4,3
Import	32	-4,4	13,6	5,7	5,5
Arbetslöshet (%)		8,5	7,1	6,5	6,1
Löner		10,1	9,8	8,7	6,5
KPI		1,1	4,5	5,4	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,2	-4,0	-2,8	-1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46,6	45,3	43,5	44,4

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	29,3	-3,6	4,5	5,0	4,2
Privat konsumtion	16,1	-10,0	5,5	5,8	4,7
Offentlig konsumtion	5,9	2,6	3,5	2,8	2,2
Bruttoinvesteringar	6,9	0,2	3,4	4,7	5,1
Export	17,7	-2,7	5,2	4,8	4,3
Import	17,3	-3,3	5,6	5,0	4,7
Arbetslöshet (%)		8,1	7,3	6,6	6,2
Löner		6,2	7,0	7,5	7,5
KPI		0,1	3,1	4,6	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,5	-9,0	-5,1	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,5	49,4	49,6	47,5

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	27	-3,0	8,8	3,8	3,0
Privat konsumtion	13	-2,5	7,7	3,8	3,5
Offentlig konsumtion	6	3,0	3,5	0,8	1,5
Bruttoinvesteringar	8	19,9	12,5	0,5	4,0
Export	19	-5,0	15,5	6,0	5,0
Import	19	0,9	22,0	2,0	4,0
Arbetslöshet (%)		6,8	6,7	5,8	5,2
Löner		2,9	7,1	8,5	7,0
KPI		-0,6	3,2	2,7	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,8	-3,8	-2,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		18,2	20,8	24,2	27,5

Jens Magnusson
Chefekonom
+ 46 70 210 22 67

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 70 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet,
Tema: Arbetsmarknaden
+46 73 523 52 87

Robert Bergqvist
Tema: Kris i produktionen
+46 70 445 14 04

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Tema: Kina
+65 6505 0583

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Indien, Ryssland,
Valutemarknaden
+46 76 038 96 05

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
+46 70 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 70 655 30 17

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Bjarne Schieldrop
SEB Oslo
Tema: Heta fossila bränslen
+47 9248 9230

Marcus Widén
Euroområdet, Storbritannien,
Sverige
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 16 november 2021.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 11 november 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 fler än 20 kontor världen över med cirka 15 500 medarbetare. Den 30 september 2021 uppgick koncernens balansomslutning till 3 585 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 422 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 sebgroupp.com/sv.