

Inbromsning men ingen tvärnit

Kriget i Ukraina får kännbara ekonomiska effekter. BNP-prognosen för global ekonomi 2022 justeras ned till 3,2 procent från tidigare 4,1. Nedjusteringen för euroområdet är betydligt större än för t ex USA och Norden. Finanspolitiska satsningar, inte minst inom försvars- och energiområdena, mildrar de negativa effekterna. Kriget förstärker inflationsuppgången och försvagningen av arbetsmarknaden blir inte tillräckligt kraftig för att centralbankerna ska mjukna. Vi räknar med fler och tidigare räntehöjningar som bidrar till att inflationen faller tillbaka tydligt under 2023.

Kriget i Ukraina har förändrat förutsättningarna för ekonomiska prognoser på ett genomgripande sätt. Förutom krigets direkta konsekvenser kommer spridningseffekter i form av bl a sanktioner, handelsstörningar och flyktingströmmar. Trots den monumentala osäkerheten måste, precis som under pandemin, prognoser göras som underlag för den ekonomiska politiken och för finansiella analyser. Under perioden precis före krigsutbrottet samt under de första dagarna av kriget var det naturligt att arbeta med olika scenarier som hade direkt koppling till krigsutvecklingen, t ex i termer av fullskalig vs begränsad invasion eller kortvarigt vs utdraget krig. Ända fram till det ryska anfallet 24 februari såg de flesta bedömare en låg sannolikhet för ett fullskaligt och utdraget krig. I en sådan situation var det naturligt att koppla den militärt och humanitärt mycket allvarliga situation som vi nu befinner oss i till en djup global ekonomisk kris med skenande energipriser som en viktig drivkraft.

Kriget släpper loss olika ekonomiska krafter. När kriget nu pågått i drygt en månad ser vi att många olika krafter påverkar utvecklingen. Det är knappast möjligt att basera ekonomiska prognoser på enskilda och specificerade antaganden om krigsutvecklingen. Det visar inte minst utvecklingen på energimarknaden där priserna fallit tillbaka en del efter en initial uppgång. Utsikterna påverkas också av utgiftstryck kopplat till upprustning, flyktingströmmar, energiomställning samt allmänna finanspolitiska stödåtgärder. Detta bidrar till att mildra konsekvenserna av höga energipriser och andra handelsstörningar.

Försiktiga ekonomiska prognoser. Den stora osäkerhet som nu råder bidrar till att olika aktörer försöker vinna tid innan större prognosjusteringar görs. Den senaste tiden har dock flera centralbanker tvingats visa korten i samband med räntebesked.

Speciellt ECB gjorde en mycket försiktig nedjustering av BNP-prognosen för euroområdet till 3,7 procent (tidigare 4,4) för helåret 2022. Även i ett negativt alternativscenariö förutses en hyfsad tillväxt på 2,3 procent. OECD publicerade nyligen konsekvensanalyser av kriget (Economic and Social Implications of the war in Ukraine, 17 mars 2022). I huvudsak bygger dessa på modellsimuleringar som baseras på antagandet att kriget blir långvarigt. Därtill utgår man från de råvarupriser som gällde två veckor efter krigsutbrottet då t ex oljepriserna låg högre än de nu gör. Trots dessa ogynnsamma förutsättningar stannar de negativa effekterna på BNP-utvecklingen på ett års sikt vid ca en procentenhet för såväl världen som helhet som för de utvecklade länderna i OECD-området. Inflationsimpulsen uppskattas dock bli mer betydande och uppgå till 2,5 procent.

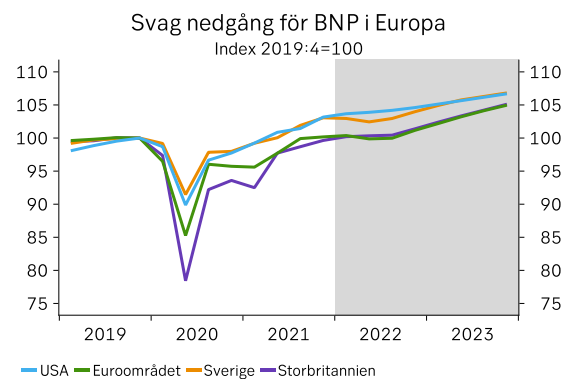
Energipriser i fokus. OECD-simuleringen lyfter flera generella frågeställningar som prognosmakare nu brottas med. När det gäller oljepriset tyder olika känslighetskalkyler på att 20 USD högre oljepris hämmar BNP-tillväxten med drygt 0,5 procent i euroområdet medan effekten för USA stannar vid ca 0,3 procent beroende på inhemsk oljeproduktion. För andra energipriser, främst naturgas, har prisuppgångarna varit mer dramatiska och historiskt unika. Detta gör konsekvenserna mer svårbedömda även om effekterna på hushållens inkomster någorlunda går att ringa in. Stigande priser på jordbruksråvaror, främst vete, kommer att bli en viktig del i analysen med tanke på Rysslands och Ukrainas stora andel av global produktion och export. Konsekvenserna på metallsidan är kanske de mest svårbedömda. Ryssland är en viktig exportör av flera metaller av strategisk betydelse som nickel, palladium, platina och koppar. Minskat utbud av dessa kan kraftigt störa global ekonomi på viktiga områden

och bli en bromsa takten i den gröna omställningen. Att Rysslands inkomster från metallexport inte är lika stora som på energisidan ökar riskerna för att exportstopp införs för att störa ekonomin i omvärlden.



Källa: OECD

Utdragna effekter av Ukrainakrisen. Vårt huvudscenari i denna prognosuppdatering bygger på antagandet att konflikten i Ukraina kommer att påverka världsekonomin under relativt lång tid. Även om stridigheterna kan minska i intensitet kommer troligen sanktionerna mot Ryssland att i hög grad ligga kvar de närmaste åren. Energipriserna kommer att förbli höga även om de antas falla tillbaka en del i linje med terminspriseringen. Oljepriset antas ligga på 100 respektive 85 USD/fat som årsgenomsnitt för 2022 och 2023. För att priset ska stanna på så förhållandevis måttliga nivåer krävs en viss ökning av produktionen utanför Ryssland samt att den ryska oljeexporten inte helt skärs av utan hittar vägar ut på världsmarknaden. Dämpad tillväxt innebär även en minskad energiefterfrågan, vilket också bidrar till att hålla tillbaka prisnivån. Det är dock möjligt att gällande terminspriser på oljemarknaden bygger på förväntningar om kraftigare efterfrågenedgång eller ett kortare krigsscenario jämfört med vår prognos. Detta innebär en uppåt risk för oljeprisantagandet och inflationsprognosen.



Källa: Macrobond, SEB

Euroområdet drabbas hårdast. Den senaste tiden har vi i olika publikationer redovisat motiven till

nedjusteringar av prognoserna för flera stora ekonomier. Sammantaget har BNP-tillväxten för utvecklade ekonomier (OECD) reviderats ned med ca 1 procentenhet för helåret 2022. Ett större beroende av energiimport från Ryssland är huvudorsaken till att nedjusteringen blir större för euroområdet än för andra större ekonomier. Det gäller särskilt Tysklands och Italiens stora gasimport medan inhemsk energiproduktion bidrar till mindre nedjusteringar för USA och Storbritannien. Hushållen pressas samtidigt av den allmänt höga inflationen och framöver också av högre räntor. En viktig fråga blir i vilken grad hushållen kommer att använda de buffertar som byggts upp under pandemin. I USA bidrar också höga löneökningar till ökad motståndskraft hos hushållen på kort sikt även om dessa också ökar pressen på Fed att agera för att kyla av ekonomin

BNP-tillväxt, global ekonomi
Årlig procentuell förändring

	Diff NO Jan*			
	2022	2023	2022	2023
USA	2.9	1.7	-0.6	-0.4
Japan	2.2	1.5	-1.0	0.3
Tyskland	2.0	3.5	-2.0	0.1
Kina	5,2	5,1	0.0	-0.3
Storbritannien	3.5	3.2	-1.0	0.3
Euroområdet	2.0	3.3	-2.0	0.4
OECD-området	2.7	2.4	-1.0	0.0
Emerging markets	3.6	4.3	-0.9	-0.2
Världen	3.2	3.5	-0.9	-0.1

Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing power parities.
*Procentenheter.

Finanspolitiska stimulanser mildrar nedgången. Samtidigt finns krafter som mildrar avmattningen. Till exempel driver kriser och krig i sig fram ekonomisk aktivitet genom t ex upprustning och ett flyktningmottagande som kräver olika typer av resurser. Därtill stärks drivkrafterna till investeringar, såväl offentliga som privata, som kan påskynda energiomställningen och minska beroendet av Ryssland. Vi ser nu också finanspolitiska åtgärder som syftar till att dämpa de direkta effekterna av stigande energipriser. I OECD:s huvudscenari antas nya finanspolitiska stimulanser i krigets spår lyfta BNP med 0,6 procent det närmaste året. Vi har gjort en liknande bedömning. Vi kan mycket väl få se regeringar som signalerar än större satsningar än så. Men det är rimligt att räkna med ganska långa ledtider när det gäller t ex investeringsinsatser. Undanträngningseffekter kommer också att göra sig gällande eftersom arbetsmarknaden redan är stram i många länder.

Nordisk motståndskraft. Generellt är de nordiska ekonomierna mer motståndskraftiga än EU-snittet. Det beror delvis på att inflationsuppgången blir

något mindre dramatisk bl a beroende på naturgasens marginella roll i energiförsörjningen. Därtill är det finanspolitiska manöverutrymmet större. BNP-tillväxten för Sverige, Danmark och Finland har reviderats ned med ca 1 procent för helåret 2022 och väntas uppgå till 2 procent i samtliga länder. I Sverige står hushållens konsumtion för en ganska stor del av nedjusteringen även om investeringar och export också försvagas i närtid. I Finlands fall är det främst tillverkningsindustrin som hämmas då drygt 5 procent av exporten gick till Ryssland förra året. Konsumtionen påverkas mindre än i flera andra länder och investeringarna hålls uppe av gynnsam prisutveckling för finska exportvaror. Norge klarar sig bättre och prognosen för fastlands-BNP är marginellt nedjusterad med 0,2 procentenheter till 3,5 procent för 2022. Stigande reallöner och ett högt sparande gör att hushållen är motståndskraftiga. Nedjusteringen beror istället på att traditionell varuexport hämmas av svagare omvärlds-efterfrågan.

BNP-tillväxt, Norden och Baltikum

Årlig procentuell förändring

			Diff NO Jan*	
	2022	2023	2022	2023
Sverige	2.0	3.0	-1.0	0.3
Norge **	3.5	1.5	-0.2	-0.1
Danmark	2.0	3.0	-1.3	0.0
Finland	2.0	1.5	-1.0	-0.1
Norden	2.4	2.5	-0.9	0.0
Litauen	0.1	1.5	-3.4	-1.8
Lettland	1.8	2.5	-2.8	-1.3
Estland	0.6	2.0	-2.6	-1.0
Baltikum	0.7	1.9	-3.1	-1.5

Källa: OECD, SEB. *Procentenheter, ** Fastland

Tillväxtnmål i Baltikum trots minskat rysslandsberoende.

De baltiska ekonomiernas kopplingar till Ryssland har minskat det senaste decenniet och därtill överdriver handelsandelarna beroendet då de drivs upp av transithandel, dvs varor som passerar länderna men med mycket begränsat förädlingsvärde. Ändå kommer ekonomierna att påverkas i högre grad än genomsnittet i euroområdet och Norden. Den höga inflationen är det största problemet och KPI-uppgången för helåret 2022 väntas hamna runt 11 procent i Estland och Litauen, vilket gör att köpkraften urholkas rejält. Att ukrainare i hög grad bidragit till ett ökat arbetsutbud, framför allt inom byggverksamheten, hämmar också tillväxten nu när denna källa till arbetskraft stryps. EU:s stödprogram samt inhemska finanspolitiska satsningar dämpar dock nedgången. Sammantaget revideras BNP-tillväxten för de baltiska ekonomierna ned med runt 3 procentenheter för helåret 2022. Även om ekonomierna väntas återhämta sig i slutet av 2022 skrivs prognosen för BNP-tillväxten ned tydligt också 2023. Nedjusteringar är störst för Litauen bl a

beroende på något högre handelsandelar med Ryssland och Ukraina. Framför allt har transit-handeln genom Litauen hittills hållits uppe medan den minskat i Lettland och Estland, vilket innebär en större fallhöjd framöver. BNP-tillväxten 2022 blir högst i Lettland, vilket bl a beror på att omfattande nedstängningar i slutet av 2021 skapar en större potential för återhämtning.

Djup rysk recession i spåren av kriget. Vi har sänkt tillväxtprognosen för EM-ekonomierna sammantaget till 3,6 från 4,5 procent för helåret 2022 jämfört med Nordic Outlook i januari. Detta beror i hög grad på att en kraftig nedgång i rysk ekonomi nu är sannolik i spåren av invasionen av Ukraina och åtföljande sanktioner mot Ryssland. Istället för en tillväxt på runt 3 procent väntas nu BNP krympa med 8 procent 2022 och med ungefär 4 procent nästa år. Prognosen bygger på antaganden att stridigheterna avtar före sommaren och att Ryssland inte eskalerar attackerna markant samt att EU fortsätter att importera rysk gas och olja till nuvarande mängd ytterligare något år. Att BNP fortsätter att falla 2023 beror på EU:s planer att minska sitt beroende av rysk gas med 80 procent. Osäkerheten i prognosen är dock mycket hög och skulle den ryska energiexporten strypas helt skulle ekonomin kunna falla med ca 20 procent.

BNP-tillväxt, Emerging Markets

Årlig procentuell förändring

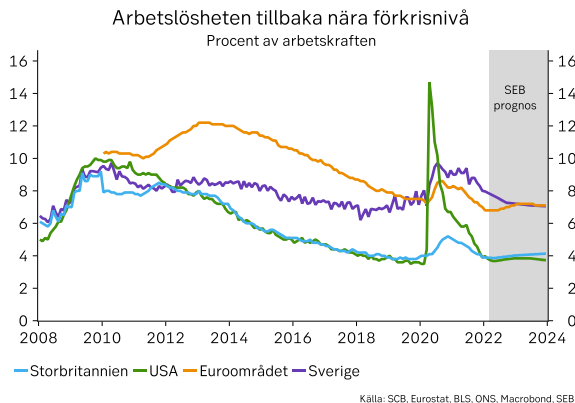
			Diff NO Jan*	
	2022	2023	2022	2023
Kina	5,2	5,1	0.0	-0.3
Indien	6,0	7,8	-0.1	1,6
Brasilien	0,9	2,2	0,0	0.0
Ryssland	-8,0	-4.0	-10,8	-6.0
Tillväxtekonomierna	3,6	4,3	-0.9	-0.2

Källa: OECD, SEB. *Procentenheter

Kina klarar inte tillväxtnmålet. Kina har nu satt ett tillväxtnmål på 5,5 procent i år, men vi tror att BNP-uppgången stannar vid 5,2 procent trots nya stimulanser. Den strikta Covid-strategin är på väg att lätta men nedstängningar för att stoppa smittspridningen i kombination med en inbromsning i den viktiga bygg- och fastighetssektorn dämpar tillväxten. För EM-länder generellt är hög inflation det största problemet. Kriget i Ukraina har förstärkt tidigare inflationsimpuls från flaskhalsar i globala produktions- och värdekedjor samt stigande energipriser. Att Ryssland, Ukraina och Belarus är stora exportörer av spannmål, matolja och gödsel kommer att driva upp matpriser i många länder. Detta urholkar köpkraften extra mycket i EM-ekonomierna där konsumenterna lägger en större del av sina inkomster på mat och energi. Risken för livsmedelsbrist i Mellanöstern och i delar av Afrika är överhängande.

Måttliga spridningseffekter till arbetsmarknaden.

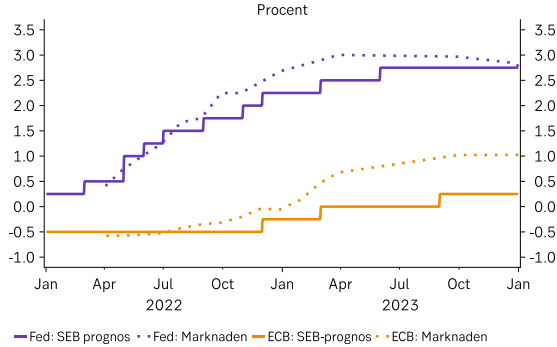
Utvecklingen på arbetsmarknaden blir avgörande för i vilken grad nedreviderade tillväxtutsikter kommer att påverka penningpolitiken. Att krigsutvecklingen ger extra skjuts åt inflationen gör att det krävs en betydande försvagning på arbetsmarknaden för att centralbankerna ska ändra sina räntehöjningsplaner. BNP-nedrevideringar av den storleksordning som vi nu gör är knappast tillräckliga för att detta ska ske. I de flesta länder rör det sig om uppjusteringar av arbetslöshetsprognosen med i storleksordning 0,2 till 0,3 procentenheter.



Resursutnyttjandet avgör utrymmet för återhämtning på sikt.

Nedjusteringarna för 2022 ökar potentialen för lite starkare BNP-tillväxt 2023. För USA har vi dock skrivit ned BNP-prognosen också nästa år. Höga löneökningar och bristtal indikerar en tydligt överhettad arbetsmarknad. Det finns fortfarande möjligheter till att förvärvsfrekvensen på sikt kan normaliseras efter nedgången under pandemin men i nuläget ser vi skäl till att göra försiktiga antaganden på det området. Västeuropas lägre resursutnyttjande ger bättre förutsättningar att ta igen förlorad mark. Under senare delen av 2023 räknar vi med en BNP-tillväxt över trend även om uppjusteringen för helårsgenomsnittet blir marginell. Arbetsutbudet påverkas av att EU nu har aktiverat det s k massflyktsdirektivet som möjliggör att de som nu kommer från Ukraina snabbt kan få arbete. Möjligheten till arbete kan förbättra tillvaron för många under vistelsen i EU. Men med tanke på att flyktingströmmen i hög grad utgörs av kvinnor som ensamma anländer med barn är det inte rimligt att räkna med någon större påverkan på det samlade arbetsutbudet.

Uppskruvade förväntningar på räntehöjningar



Centralbanker prioriterar inflationsbekämpning.

Att de inflationsdrivande följderna av den senaste tidens dramatiska utveckling ser ut att bli större än de tillväxthämmande har inneburit att marknaden skruvat upp förväntningarna på räntehöjningar. Detta har också stått i samklang med centralbankernas signalering om att krafttag behövs för att inflationen inte ska bita sig fast. Våra nedjusteringar av BNP-tillväxten är inte heller tillräckligt stora för att motivera prognoser med en tydlig kursändring från centralbankerna. Sedan publiceringen av Nordic Outlook i slutet av januari har vi gradvis justerat upp våra styrränteprognoser. För Fed, Riksbanken, och Norges bank har vi lyft styrränteprognosen vid slutet av 2023 med 50 räntepunkter. För Fed ligger vår prognos nu i stort sett i linje med marknadsprissättningen medan vi fortsatt ligger under för ECB.

Centralbankers styrräntor

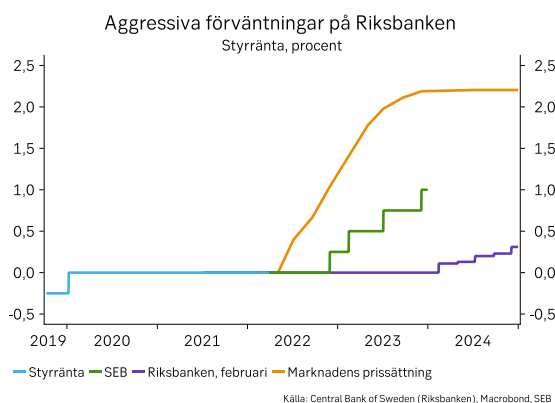
	Procent	28 mar 2022	Jun 2022	Dec 2022	Dec 2023
Federal Reserve		0,50	1,25	2,00	2,50
ECB (deposit-ränta)		-0,50	-0,50	-0,25	0,25
Bank of England		0,75	1,00	1,00	1,50
Riksbanken		0,00	0,00	0,25	1,00
Norges Bank		0,75	1,00	1,75	2,25

Källa: Centralbanker, SEB.

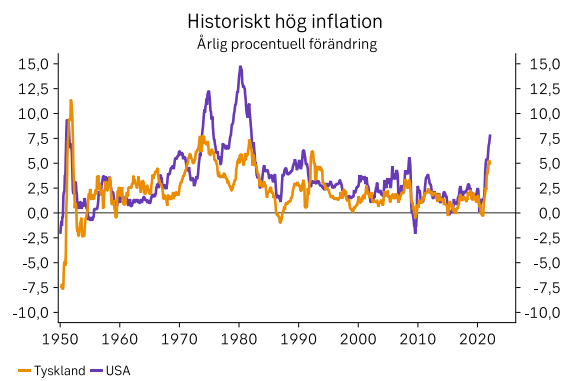
Smärtsam omprövning från Riksbanken på väg.

När det gäller Riksbanken är osäkerheten nu extra stor. Efter att direktionen vid räntebeslutet i februari valde att stå fast vid att räntehöjningar inte är aktuella förrän år 2024 har marknadens förväntningar blivit allt aggressivare. Just nu är ungefär fyra höjningar inprisade under 2022 och ännu något mer nästa år till en styrräntenivå över 2 procent. Frågan är nu hur Riksbanken ska hantera denna dramatiska skillnad. I spåren av den oväntat höga februariinflationen har Stefan Ingves och Anna Breman flaggat för en kursändring. Troligen lär riksbanksdirektionen utnyttja alla tänkbara tillfällen till att förtydliga detta fram till nästa räntebesked i slutet på april. Vi ser också tydliga uppåtrisker i vår

prognos och sannolikheten för en höjning redan vid mötet i slutet av juni är ganska stor. Riksbanken har gjort mycket tvära kast vid några tillfällen de senaste decennierna och mycket tyder på att ett nytt sådant är på väg. Men samtidigt ter sig marknadens prissättning ändå väl aggressiv. Vi har svårt att se att Riksbanken skulle leverera höjningar i den takt som prisas in i ett läge då nästa stora avtalsrörelse nu är på väg att starta. Arbetsmarknadens parter verkar nu visserligen efterlysa någon form av signal från Riksbanken att man tar inflationsshotet på allvar men samtidigt skulle nog aggressiva räntehöjningar ses som ett mistroende mot parternas förmåga att sluta ansvarsfulla avtal.



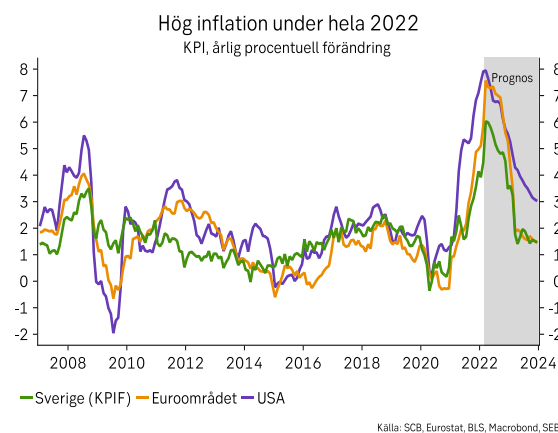
Jämförelsen med 2008 börjar bli överspelad. Att centralbankerna nu planerar kontinuerliga räntehöjningar trots att den ekonomiska tillväxten pressas från olika håll är förstås förknippat med tydliga risker. Den flacka amerikanska avkastningskurvan har också gett bränsle till diskussionen om recessionsrisker eftersom en negativt lutande kurva varit en pålitlig recessionsindikator. Att centralbankerna trots detta inte längre vill förhålla sig passiva har flera förklaringar. Ganska långt in i pandemin var det möjligt att beskriva inflationsimpulsen som övergående ("transitory") och i hög grad utbudsvärd. Erfarenheterna från 2007-08 spelade länge en roll som varnande exempel. Då bidrog framför allt europeiska centralbanker till att fördjupa finanskrisens recession genom att genomföra räntehöjningar drivna av oro för att en energidrivna inflation skulle sprida sig. Men jämförelsen med 2008 är nu i hög grad överspelad i och med att inflationen nått betydligt högre nivåer. Därtill har vi sett en ökad generell acceptans för prishöjningar vilket resulterat i en bredare inflationsväg. I USA och Storbritannien har därtill löneökningarna dragit iväg på ett helt annat sätt än 2008. Nu gäller det för centralbankerna att se till att vi inte kommer in i en miljö då årliga prishöjningar blir det nya normala.



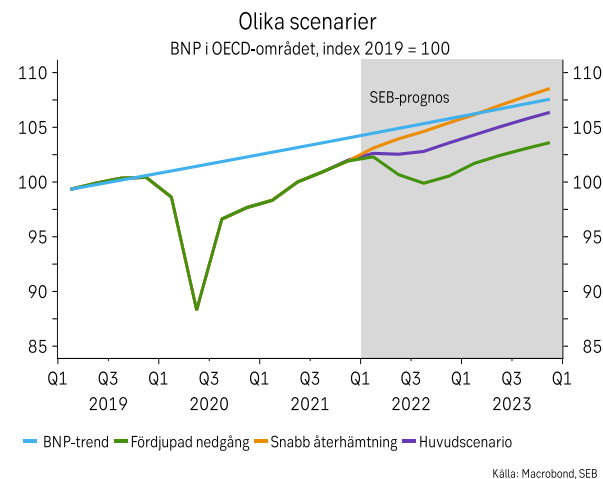
Korea- eller oljekrisinflation? Det är istället två andra inflationschocker efter andra världskriget som kan jämföras med dagens. Koreakriget (1950-53) drev fram ett kraftigt ökande behov av transporter och material, vilket ledde till en snabbt stigande inflation. "Koreainflationen" blev det första stora testet för Bretton Woods-systemet, med fasta växelkurser och USA-dollarans guldkoppling, som sattes 1945. Inflationen föll relativt snabbt tillbaka vilket nog bidrog till att stärka tilltron till systemet och lade en grund för den stabila inflationsmiljö som dominerade på 1950- och 60-talen. När OPEC i början på 1970-talet genomförde stora produktionsneddragningar och oljepriset mångdubblades 1973-74 hade Bretton Woods-systemets däremot nyligen kollapsat, 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 USA, Storbritannien och Norden, under lång tid plågades av hög och volatil inflation som hämmade investeringar och tillväxt.

Nya utmaningar för samspel mellan finans- och penningpolitik. Under pandemins inledning var det ganska okontroversiellt att finanspolitiken skulle spela en huvudroll när penningpolitikens krafter började sina. Därtill hade finanspolitiken en mer lämpad verktygslåda. I takt med att centralbankerna börjat signalera en omsvängning i åtstramande riktning har inställningen till finanspolitiken blivit mer ambivalent. I USA har Fed uppskattat en försiktigare finanspolitik som också kan hjälpa till med att kyla av ekonomin medan t ex Riksbanken har fortsatt välkomna finanspolitiska stimulanser. Nedjusteringar av tillväxtutsikterna stärker nu motiven till en mer expansiv finanspolitik. I många länder finns också en bred politisk uppslutning kring behovet av investeringar i grön omställning och ökad försvarskapacitet. Argumentet att detta ska motivera undantag från finanspolitiska ramverk verkar också få växande stöd.

Överdriven finanspolitisk aktivism? Man kan dock höja ett varningens finger. Vi har nu haft en ganska lång period med ökad ekonomisk-politisk aktivism. Till en början gällde det främst penningpolitiken men efterhand alltmer också finanspolitiken. Pandemin har förstärkt denna trend. Det gäller inte bara idén att finanspolitiken ska ha en större generell roll i stabiliseringspolitiken. Man kan också se en ökad benägenhet till detaljstyrning, med kompensation för stigande energipriser som färskt typexempel. Om detta drivs för långt finns en risk för att 1970-talets misstag upprepas. Finanspolitisk aktivism kan driva upp inflationsförväntningarna, speciellt om marknaden börjar misstänka att regeringar inte har något emot att inflationen pressar ned det reala värdet av den offentliga skulden. Detta skulle ytterligare öka trycket på centralbankshöjningar.



köpkraft och därtill försvaga många företags lönsamhet på ett allvarligt sätt. Risker på nedsidan överväger men man kan inte heller utesluta en mer positiv utveckling. Förutom en snabbare upplösning av ukrainakonflikten är det tänkbart vi underskattar de positiva krafter av normaliseringen efter pandemin. Det kan gälla såväl efterfrågesidan i form av uppdämda konsumtions- och investeringsbehov som utbudssidan där återflödet till arbetsmarknaden kan bli kraftigare än väntat.



Regimen står troligen emot påfrestningarna.

Även om rådande stabiliseringspolitiska regim står inför sin största utmaning någonsin är det ändå mest troligt att den står emot påfrestningarna. Att vi skulle vara på väg in i en miljö med stora pris- och löneökningar år efter år är trots allt inte sannolikt. I länder där centrala löneavtal är viktiga skulle det kräva att arbetsmarknadens parter tappade förtroendet för att centralbankerna kan hålla inflationen i schack också på längre sikt. Inte heller i USA är troligt att de anställdas förhandlingsstyrka permanent skulle öka på ett sätt som genererar återkommande höga löneflytt. Och även om det är sannolikt att de finanspolitiska restriktionerna lättas upp en del en del är det osannolikt att det politiska systemet i utvecklade länder verkligen skulle vilja utmana ordningen med oberoende centralbanker med huvuduppdraget att säkerställa prisstabilitet. Inflationsförväntningar på längre sikt stöder också vår huvudvy att inflationen ska falla tillbaka mer tydligt under senare delen av 2023.

Nedåtriskerna dominerar. Kriget och pandemins efterdyningar skapar olika typer av nedsidesrisker. Konflikten i Ukraina kan eskalera på ett sätt som får mer genomgripande ekonomiska konsekvenser. Det är också tänkbart att vi underskattar effekterna av rådande sanktioner och handelsspänningar. En starkare inflationsimpuls skulle gröpa ur hushållens