



Innehåll

Maj 2023

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Inflationsdynamiken	13
Tema: Energikrisen avblåst	16
Räntemarknaden	19
Tema: Penningpolitik i fokus	20
Valutamarknaden	23
Aktiemarknaden	24
USA	25
Kina	28
Tema: Turkiska valet	29
Euroområdet	32
Storbritannien	35
Norden	36
Sverige	37
Norge	41
Danmark	43
Finland	45
Baltikum	46
Litauen	47
Lettland	48
Estland	49
Nyckeldata	50
Kontaktuppgifter	55



Ny spelplan när både inflation och tillväxt faller

Fler och fler tecken tyder på att den höga inflationen äntligen börjar ge med sig. Priser på energi, råvaror, transporter och insatsvaror har sjunkit. Det har inte lett till några breda prisfall i konsumentledet, men vi ser åtminstone att takten i prisuppgångarna mattas av. Det är välkomna nyheter men det finns samtidigt all anledning till fortsatt försiktighet. Inflationen är fortfarande mycket hög och särskilt den underliggande inflationen verkar ovillig att ge sig utan en segdragen kamp. Det gör i sin tur att centralbankerna, trots tecken på avtagande inflationstryck, fortsätter att höja räntan ytterligare något eller några möten innan styrräntorna når sina toppar.

Räntorna har passerat den neutrala nivån och är nu åtstramande för ekonomin. Tillsammans med fallande reallöner och lägre konsumtion bidrar de därmed till den inbromsning av den ekonomiska aktiviteten som prognoserna i den här rapporten pekar på. Hur djup och långvarig den kommande konjunkturnedgången blir är inte lätt att avgöra. Det har länge funnits en ovanligt stor skillnad mellan mjuka indikatorer, t ex vad företag och privatpersoner tror om den ekonomiska utvecklingen, och hårda data över t ex arbetslöshet och tillväxt. De mjuka indikatorerna har pekat mot en rejäl inbromsning och en nära förestående recession, medan hårda data fortsatt att överraska åt det positiva hållet. Att den realekonomiska utvecklingen varit så stark har å ena sidan bidragit till ett fortsatt högt inflationstryck men å andra sidan också underlättat för centralbankerna att snabbt höja räntorna utan att oroa sig för stigande arbetslöshet och snabbt fallande tillväxt.

På senare tid har dock tecknen på en inbromsning blivit tydligare och centralbankernas balansgång mellan inflations- och recessionsrisker har blivit svårare.

Ett visst stöd kommer visserligen från Kina som slopat covid-restriktionerna och där köpsugna hushåll med gott om sparpengar kommer att dra upp den ekonomiska aktiviteten. Men den övergripande bilden är ändå att spelplanen är förändrad och att det blir allt svårare att höja räntan utan att det får realekonomiska följder.

Under mars dök dessutom en ny fara upp: Den finansiella stabiliteten. Kalifornienbaserade Silicon Valley Bank befann sig plötsligt i akut finansiell stress när kunder ville ta ut sina pengar samtidigt som bankens tillgångar till stor del var låsta i obligationer. Ytterligare några banker har fått problem, senast First Republic Bank som togs över av JPMorgan Chase. Efter snabba ingripanden av myndigheter och centralbanker är ändå den övergripande bilden att situationen är relativt stabil och att sannolikheten för en ökad stress i hela det finansiella systemet är ganska låg. Men det är för tidigt att blåsa faran över och utvecklingen påminner oss om riskerna med så dramatiska policyomläggningar som den vi sett inom penningpolitiken det senaste året.

Vi kan bara konstatera att det är både osäkra och synnerligen intressanta ekonomiska tider vi lever i.

I denna nya *Nordic Outlook* maj 2023 erbjuder vi fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Inflationsdynamiken
- Energikrisen avblåst
- Penningpolitik i fokus
- Det turkiska valet

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 25

Federal Reserves räntehöjningar börjar bita och risken för akut bankkras har avtagit. Men stramare lånevillkor för små och medelstora företag, samt mer försiktiga hushåll, gör att USA går in i en mild recession under 2023.

Kina | sid 28

Med en återhämtning som skjuter fart, där konsumtionen är drivkraften, höjer vi vår tillväxtprognos för innevarande år till 5,9 procent. I den negativa vågskålen ligger fastighetssektorns bräcklighet som tynger investeringarna.

Euroområdet | sid 32

Motståndskraften inom framför allt tjänstesektorn bidrar till att den förväntade recessionen blir relativt mild. Trots ökad finansiell oro höjer ECB styrräntorna i ytterligare tre 25-punkterssteg vid kommande möten.

Storbritannien | sid 35

En stark arbetsmarknad och lägre energipriser har gett den brittiska ekonomin lite oväntat ljus i tunneln. Flera pågående globala systemkriser blottar dock utmaningar och risker som inte fanns vid tidpunkten för Brexit-beslutet.

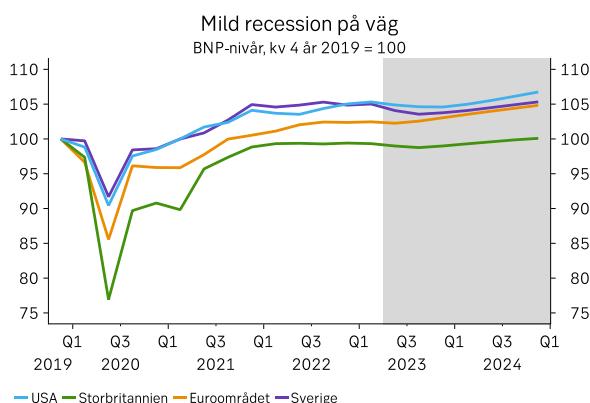


Internationell översikt

Mild recession, måttlig återhämtning

Den hushållsledda tillväxtinbromsningen har blivit tydligare; BNP i OECD-området växer svagt i år och återhämtningen 2024 är måttlig. Inflationen är på väg ner men det går långsamt för kärninflationen när olika priskomponenter stafettväxlar. Vårens finansoro visar tydligt riskerna med den snabba penningpolitiska omsvängningen. Vi befinner oss antagligen på eller nära räntetoppen men får vänta till tidigast i höst innan fortsatt inflationsfokuserade centralbanker börjar sänka räntan, med Fed först ut.

Kriget i Ukraina förblir en källa till stort mänskligt lidande och ett mycket spänt globalt säkerhetspolitiskt läge. Den ekonomiska utvecklingen avgörs i ett triangel-drama mellan inflation, syrefattig tillväxt och finansiell stress. Inflationen är historiskt hög även om vi börjar se tecken på lättnad. Centralbankerna närmar sig räntetoppen samtidigt som tillväxten bromsar in. Den fulla effekten av stora, snabba och globalt synkroniserade räntehöjningar är osäker vilket problemen på de finansiella marknaderna i USA och Schweiz i mitten av mars blev exempel på. Bedömningen är att den finansiella stressen är hanterbar, om än sannolikt återkommande, men att den likväl adderar till den monetära åtstramningen, vilket skruvar ner förväntningarna på centralbankers styrräntetoppar.



Geopolitik och steg mot ökad regionalisering påverkar de ekonomiska utsikterna alltmer. Företag omprövar globala värdekedjor, d v s var, när och hur man avser att producera framöver. Störningarna under pandemin belyste riskerna från komplicerade leveranskedjor med snäva marginaler. De växande spänningarna och ökade handelsrestriktioner mellan USA, Europa och Kina skapar behov av mer diversifierade värdekedjor. Försämrade relationer mellan Kina, USA och Europa – samt klimatkrisen – skapar därmed ytterligare dimensioner av osäkerhet i de ekonomiska utsikterna.

Försenad recession – igen. Den globala ekonomiska motståndskraften har fortsatt att överraska åt det positiva hållet. Hushållens och företagens framtidstro ligger på låga nivåer men utfallet i s k hårddata har inte varit lika dystert. Det förklaras bl a av att arbetsmarknaden har varit fortsatt mycket stark i många länder och att energipriser har fallit samtidigt som europeiska hushåll och företag anpassat sig till ett nytt energilandskap. Även pandemins stödpolitik har dröjt sig kvar, dels i form av ovanligt stora sparbuffertar hos hushållen, dels genom att de senaste årens återkommande krispaket sannolikt har ökat allmänhetens förväntningar om nya stöd om läget förvärras. Att tillväxten drivits av en återhämtning för tjänster kan också ha ökat motståndskraften mot räntehöjningar. Samtidigt har behovet av investeringar ökat genom olika investeringsprogram kopplade till pandemin samt behov av klimatåtgärder samt stora offentliga försvarssatsningar p g a det nya och allvarliga säkerhetspolitiska läget. Trots detta blir ändå 2023 i stort sett ett förlorat tillväxtår för flera OECD-ekonomier.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
USA	5,9	2,1	0,7	0,9
Japan	2,1	1,1	1,5	1,2
Tyskland	2,6	1,8	0,2	1,7
Kina	8,1	3,0	5,9	4,9
Storbritannien	7,6	4,1	-0,3	0,7
Euroområdet	5,3	3,5	0,6	1,6
Norden	4,5	3,0	0,0	1,2
Sverige	5,4	2,6	-1,0	0,6
Baltikum	6,0	1,4	-0,1	2,7
OECD	5,7	3,0	0,9	1,4
Emerging markets	7,3	3,6	3,9	4,1
Världen, PPP	6,3	3,3	2,5	2,9

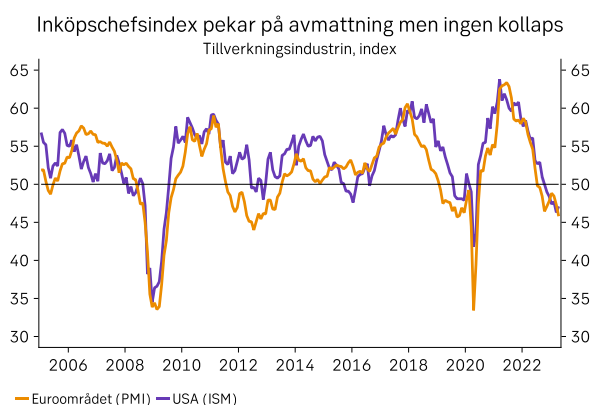
Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity

Lågkonjunkturen kommer men förväntas bli mild.

Tillväxtnässigt går USA och euroområdet in i en mild recession i år och BNP-utvecklingen för helåret landar under en procent. Nästa år sker en gradvis återhämtning men trots räntesänkningar landar tillväxttalen en bit under trend. Det förklaras av att hushållen är fortsatt hårt pressade av hög inflation och att styrräntorna mot slutet av prognosperioden ligger kvar över den neutrala nivån (2-2,5 procent). Kinas återöppning av ekonomin ger en efterlängtat tillväxtuppväxling vilket stärker global efterfrågan som i övrigt är svag. Totalt växer global BNP med 2,5 respektive 2,9 procent 2023-2024.

Tillväxtsvacka i västvärlden

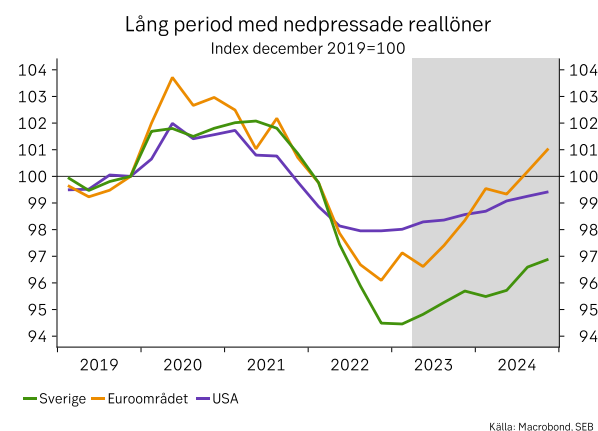
Vi har sedan i höstas sett flera tecken på att hushållen pressas och konsumtionen faller när möjligheterna att 'övervintra' kostnadskrisen med hjälp av pandemins omfattande stödpolitik börjar ta slut. Hög inflation, stigande räntor och fallande bostadspriser, som tillfälligt stabiliserats i en del länder, blir i längden för mycket motvind. Den sparbuffert som hushållen byggt upp under pandemin minskar snabbt och sparkvoten i euroområdet har i stort sett fallit tillbaka till förpandeminivån och ännu lägre i USA. Arbetsmarknaden försvagas senare i år i flera länder och trots att inflationen vänder ner stiger realinkomsterna endast svagt 2023 och 2024 i USA och euroområdet efter tidigare stora fall. Varukonsumtionen har hittills drabbats mest medan tjänstekonsumtionen fortsatt är förhållandevis stark. En förklaring är att det fortfarande finns en uppdämd konsumtionsvilja efter pandemin, vilket också har blivit en drivkraft för att hålla uppe sysselsättningen.



Källa: Institute for Supply Management (ISM), S&P Global, Macrobond, SEB

Mild och svårtolkad motvind för industrin. Att Europa och världen klarade energikrisen i vintras har tagit bort en hel del ekonomiska nedåtrisker, även om energipriserna är fortsatt höga. Barometrar, främst inom industrin, har växlat ner men humöret har inte sjunkit till kraftiga recessionsnivåer. Dessutom är barometrar lite svårtolkade då t ex kortare leveranstider i inköpschefsindex inte

bara beror på att efterfrågan mattas utan även på att globala värdekedjor fungerar bättre eller t o m har normaliserats (enligt Feds beräkningar). Med lägre efterfrågan kommer företagen att få ta sin del av nedgången men utsikterna ser mycket olika ut beroende på bransch. Företag vars produkter är inriktade mot hushållen får rejäl motvind medan företag i en del andra branscher kan påverkas positivt av det geopolitiska läget med försvarssatsningar, energiomställning och frivillig eller politiskt driven regionalisering. BNP-tillväxten i OECD blir svaga 0,9 respektive 1,4 procent 2023-2024; båda åren under trend. Prognosen är uppreviderad ett par tiondelar i år jämfört med Nordic Outlook i januari vilket främst beror på att tillväxten kring årsskiftet var bättre än väntad.



BNP-nivån når inte trend. Att tillväxten inte växlar upp så kraftigt i slutet av prognoshorisonten, trots räntesänkningar, har flera orsaker. Hushållens realinkomster har urholkats, framför allt löner, och konsumtionen återhämtar sig. Lägre efterfrågan pressar upp arbetslösheten i höst och företag ställs inför fortsatt höga räntor samtidigt som kreditvillkor stramas åt, d v s klassiska faktorer för svag tillväxt. Företag kan dock komma att gynnas av att produktionskostnader slutar stiga och börjar falla. Att det är hushållen och konsumtionen som initialt driver inbromsningen bidrar till att nedgången väntas bli lite grundare men något mer utdragen. Hushållen kan helt enkelt inte bromsa in på samma sätt som t ex företags- eller bostadsinvesteringar när en stor del av utgifterna, som mat och bostad, är nödvändigheter.

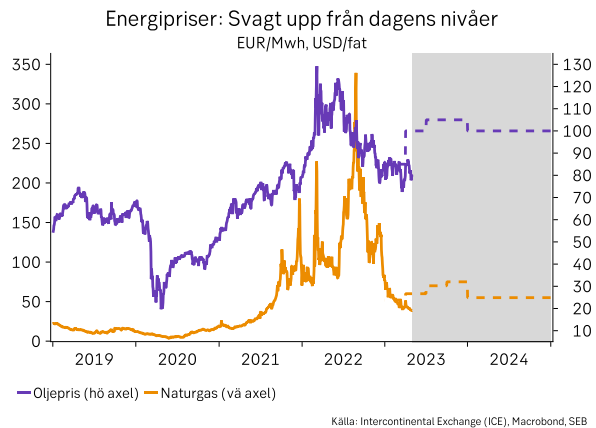
Kina växlar upp. Kinas tillväxt växlar upp tydligt efter Pekings omsvängning i covidpolitiken. Första kvartalet ökade BNP starkare än väntat och BNP-prognosen revideras upp till 5,9 respektive 4,9 procent 2023-2024; i år över Pekings tillväxtmål på ca 5 procent. Uppgången drivs till stor del av hushållens konsumtion, främst tjänster. Fastighetssektorn förblir svag och den lilla förbättringen som skett har främst drivits av statliga byggföretag. En stark kreditimpuls driver dock

på investeringar i höst. Från Kinas regering krävs en balansgång för att nå tillväxtmålet utan att ekonomin överhettas och skuldbördan ökar för snabbt.

Kina viktigt för global efterfrågan, men inte lika viktigt som tidigare. För omvärlden betyder Kinas återhämtning en något större efterfrågan men på grund av att mycket produktion och leverantörskedjor flyttat till Kina lär det få mer begränsade effekter på övriga världen än tidigare uppgångar. Att det är tjänste- snarare än tillverkningssektorn som växer talar också för detta. Därtill kommer frågor kring minskad globalisering och ökade spänningar mellan Kina och USA/Europa. Däremot kan kinesisk tillväxt öka efterfrågan på råvaror generellt och energi i synnerhet, även om vi i våra energiprisprognoser har en relativt måttlig uppgång.

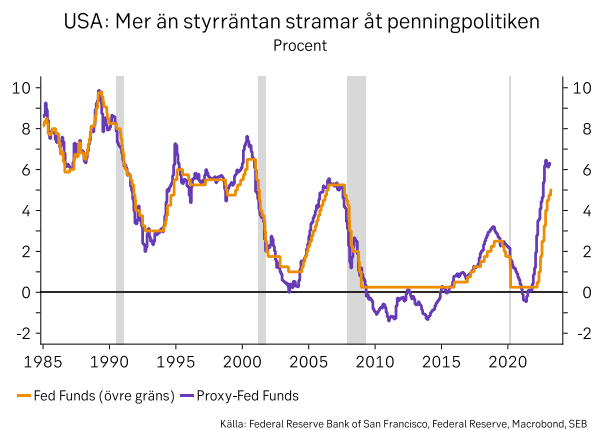
Fortsatt inbromsning för övriga EM-ekonomier. Övriga större EM-ekonomier fortsätter att bromsa in i år som en följd av svagare global konjunktur. Även stramare finansiella förhållanden verkar återhållande med fortsatt höga och stigande räntor samt en stark dollar (som dock väntas försvagas framöver). Detta begränsar möjligheterna för en mer expansiv finanspolitik framför allt i länder med redan stora offentliga skuldbördor. Att US-dollar väntas tappa i värde och räntor går ned minskar dock risken för akut skuldstress i många EM-ekonomier vilka är exponerade mot stora dollarlån. Fallande energi- och råvarupriser har under den senaste tiden jämnat ut spelplanen något mellan råvaruexportörer och andra EM-länder. Ett mer snabbväxande Kina håller upp tillväxten för det sammanlagda EM-aggregatet som hamnar på 3,9 procent för 2023 och 4,1 procent för 2024.

Energikrisen avblåst. Priserna på naturgas och kol har fallit med 40 procent i år men de är fortsatt dubbelt så höga som 2018-2019. Lagersituationen för naturgas i Europa är för årstiden nära rekordnivåer och risken för energibrist kommande vinter är mycket liten. Priserna på energi kommer fortfarande att vara förhöjda och Europa har även betalat ett pris i form av att en del kolkraft åter har tagits i bruk. Energifrågan är fortsatt central men när risken för akut energibrist är över skiftar fokus tillbaka till den pågående klimatkrisen och vad som behövs för att uppnå en uthållig energiomställning. Det råder inga tvivel om att stora gröna investeringar behövs för att klara av energiomställningen. Frågan är viktig även för den geopolitiska balansen där tex ny kärnkraft de senaste fem åren dominerats av Kina och Ryssland. Dagens prisläge på energi kan mycket väl vara det nya normala. Vi har små förändringar i våra gas- och oljeprognoiser jämfört med nuläget (se även tema Energikrisen avblåst på sida 16).



Nedåtrisk från räntor och finansiell stress

Riskbilden lutar svagt åt nedsidan och har liknande drivkrafter som de vi målade upp i Nordic Outlook i januari. Vi har under våren sett exempel på hur finansiell stress snabbt kan blossa upp och om den skulle sprida sig kan det leda till tydligt negativa finansiella och tillväxt-effekter. Osäkerheten är stor kring penningpolitikens effekter och fördröjningen mellan räntehöjningar och faktisk realekonomisk inbromsning (se även tema Penningpolitik i fokus på sida 20). Fed har nu höjt räntan med nära 5 procentenheter på drygt 12 månader vilket är den snabbaste åtstramningen på flera decennier. Till detta kommer en kvantitativ åtstramningspolitik (QT, dvs att centralbanker nu minskar sina obligationsinnehav) och att banker blir mindre villiga att låna ut pengar mot bakgrund av en ökad finansiell stress. Feds "proxyränta", som försöker ta in även andra effekter än styrräntan, pekar t ex på att den verkliga åtstramningen är ca 1,5 procentenheter över styrräntan. Det innebär att effekterna kan underskattas och delvis döljas av förra årets motståndskraft samtidigt som åtstramningseffekten av en ökad finansiell stress mycket väl kan bli större än vad vi väntar oss i vårt huvudscenario.



Kan inflationen överraska på nedsidan? Inflationen är på väg ner men arbetsmarknaden är fortsatt stark. Överlag ser vi inte tecken på någon pris- och lönespiral

och historiskt har stora prisuppgångar korrigerats efter en tid. Övriga på uppsidan när inflationen steg bidrar till en försiktighet i att fullt ut vänta sig det omvända när priserna väl faller. Ser man på prisförväntningar bland företag har de mattats och producentpriser i t ex Tyskland växlade ner mer än väntat i mars. Om vi framöver får en starkare trend i inflationsnedgången kan det få positiva spridningseffekter via bättre realinkomster och framför allt kan centralbanksräntor gå ner i snabbare takt. Det skulle i sin tur ge stöd till börser och fastighetsmarknader och dämpa risken för negativa tillväxteffekter från fallande tillgångspriser och risken för fler finansiella oroshärdar.

Scenarier för OECD-området

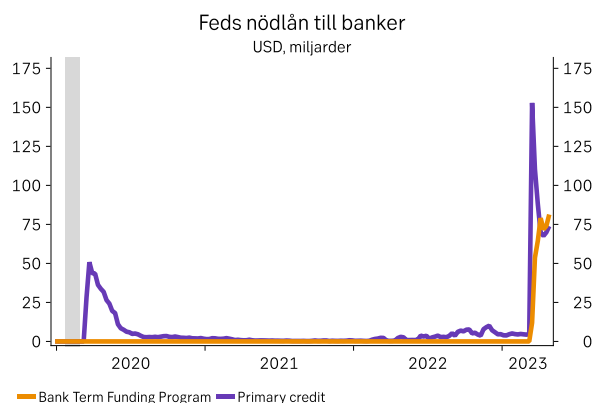
BNP-tillväxt, procent

	2022	2023	2024
Huvudscenario	3,0	0,9	1,4
Negativt scenario		-0,6	-0,4
Positivt scenario		1,6	3,2

Källa: SEB

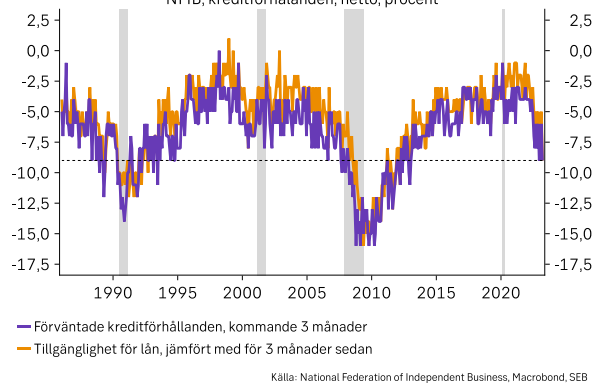
Finansiell stress kan förändra spelplanen

Finansstressen i USA och Schweiz i mars väntas bidra till stramare kreditvillkor och adderar en tillväxthämmande faktor. Åtstramade kreditförhållanden är förstås också en naturlig anpassning till en sämre konjunktur och centralbankernas åtstramning men finansiell oro förstärker utvecklingen. De amerikanska myndigheternas ingripanden med bl a nödlån och garantier hejdade en akut förtroendekris efter kollapsen i Silicon Valley Bank och uttagen från de regionala banker som utgjort krisens fokus tycks ha stabiliserats. Situationen är dock fortfarande skör och det är tydligt att förtroendetapp i dagens digitaliserade värld går mycket snabbare än tidigare. Trots stressen hos de regionala bankerna i USA har dock bredare mått på finansiella förhållanden förblivit stabila. Kreditåtstramningen drabbar därmed främst mindre och medelstora företag som är beroende av banksektorn för sin finansiering. Kopplingar till utvecklingen under finanskrisen för ca 15 år sedan bidrar till oron. Då kom stress-signaler i flera steg, bl a under drygt ett års tid innan Lehman Brothers gick i konkurs i september 2008. Vi ser inte lika stora obalanser på den privata skuldsidan nu. Samtidigt har det snabba förtroendefallet vi sett för några USA-banker den senaste månaden återigen visat hur snabbt situationen kan förändras.



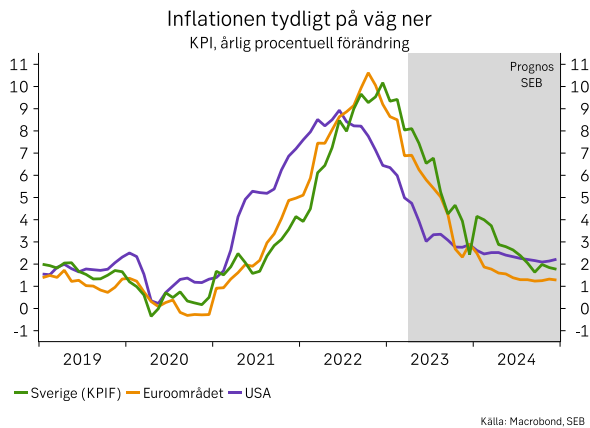
Mer regleringar på gång? Även de delar av det finansiella systemet som inte klassificeras som banker är nu i fokus. Efter turbulensen i mars har USA:s myndighet för finansiell tillsyn uppmärksammat behovet av ytterligare regleringar, mer granskning och mer information från andra delar av det finansiella systemet än banker. Liknande signaler har t ex kommit från Financial Stability Board FSB (en internationell sammanslutning av finansiella regleringsmyndigheter). FSB uppskattar att nära 50 procent av globala finansiella tillgångar finns i denna mindre reglerade och mindre transparenta del av ekonomin, vilket visar hur stor och betydelsefull den är.

USA: Kreditförhållandena har stramats åt för småföretagen
NFIB, kreditförhållanden, netto, procent



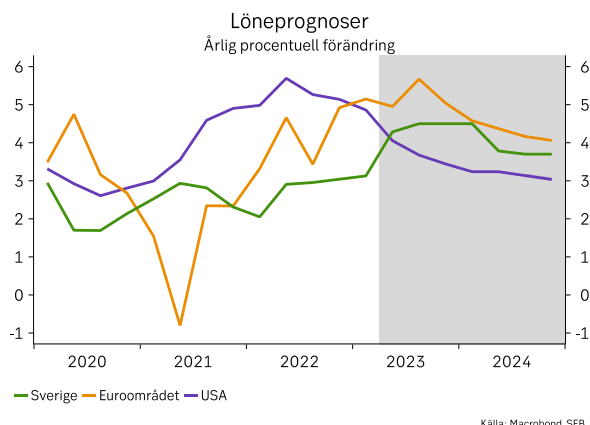
Fler tecken på att inflationen vänder ner

Efter att inflationen överraskat på uppsidan under stora delar av 2022 har den nu vänt och prognoserna pekar på en fortsatt nedgång. Inledningen av 2023 har dock präglats av bakslag, till stor del förklarad av trögheter i inflationsprocessen. I den tidiga fasen – som inkluderar råvaru-, energi- och fraktpriser – har vi sett nedgångar. Priser på en del andra varugrupper har också fallit, även om nivån i flera fall fortfarande ligger högre än före pandemin. Höga prisökningar 2022 ger nu så kallade baseffekter som sänker inflationstakten. Höga nivåer på många insatspriser fortsätter dock att trycka upp konsumentpriser och bidrar till att inflationsnedgången blir trög (se även tema Inflationsdynamiken på sid 13.)



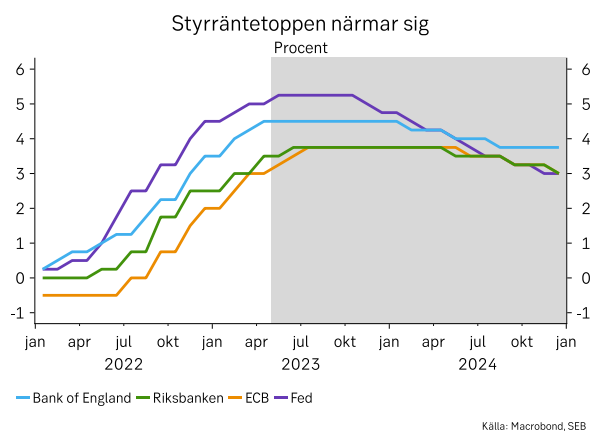
Eftersläpning även när priser faller. En viktig fråga för inflationsprognoserna framöver är kopplat till hur stora fördröjningarna i olika led kommer att bli i nedgångsfasen. T ex toppade tyska producentpriser i maj 2022 men prisnivåerna för konsumentvaror har fortsatt att stiga. Vi ser dock att andelen företag som tror på stigande priser minskat tydligt och med några månaders fördröjning bör vi se en större effekt även i konsumentledet. Av ännu större vikt framöver blir inflationskomponenter som ligger senare i inflationsprocessen som t ex hyror, tjänster och löner.

Stafettväxling för inflationskrafterna. Vi har i USA sett att hyror blivit en drivkraft för inflationen och det finns tecken på en liknande utveckling i t ex Sverige. Till det kommer lite snabbare löneuppgång; även här tidigare i USA än i Europa. Även om vi ser risken för en klassisk pris-lönespiral som mycket begränsad kommer högre löneökningar att leda till högre tjänstepriser. Att en del priskomponenter fortfarande växlar upp gör att inflationsnedgången blir trögare. Sammantaget faller inflationen under 2023 men ligger under hela året kvar över två procent i t ex USA, euroområdet och Sverige. För kärninflationen dröjer det till en bit in på 2024 innan vi når centralbankernas inflationsmål. Osäkerheterna kring hur mycket inflation som finns kvar i systemet gör att riskerna fram till sommaren ligger på uppsidan medan riskbilden på sikt snarare är på nedsidan.



Snart på räntetoppen – Fed sänker i höst

Vi närmar oss nu räntetoppen men flera centralbanker har något eller ett par steg kvar. Förväntningarna har svängt kraftigt under våren. Finansstressen i mars skruvade ner räntehöjningsförväntningarna vilket delvis beror på att stressen i sig verkar åtstramande och på marginalen minskar behovet av ytterligare räntehöjningar. Ser vi framåt handlar det nu om att invänta effekten av tidigare höjningar. Fed levererar en sista höjning á 25 räntepunkter nu i maj till 5,00-5,25 procent (samma dag som denna rapport publiceras). ECB och Riksbanken ligger några steg efter och höjer med ytterligare 75 respektive 25 punkter t o m i sommar, båda till en nivå på 3,75 procent.



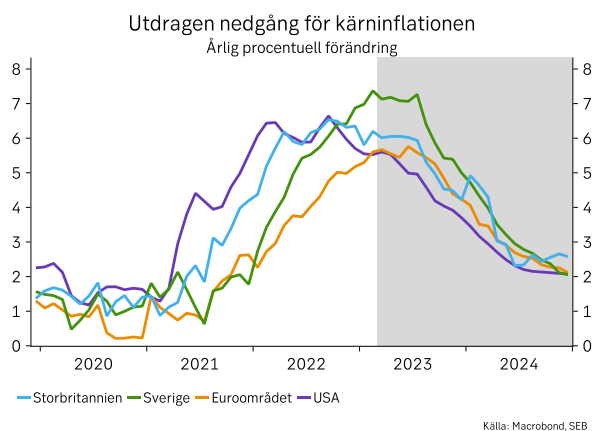
Inflationsbekämpning trots allt i fokus, andra problem hanteras löpande.

Räntetoppen är snart nådd och det finns en risk att centralbanker kan ha gått lite för långt och snabbt med räntehöjningarna. Att centralbanker som Fed och ECB fortsätter att höja trots att deras interna prognoser under våren pekat på svag tillväxt eller t o m recession, visar på starkt och tydligt fokus på att få ned inflationen. Det har också bidragit till att hålla inflationsförväntningarna i schack. Risken för en "penningpolitisk baksmälla" utgör därmed också en risk för realekonomin och det finansiella systemet.

Marknaden springer för fort med räntesänkningar.

Inflationsproblematiken är svår att hantera och även om den totala inflationen är på väg ner är kärninflationen segare och högre än vad vi tidigare trott. Vi tror att centralbanker som satsat allt på att stoppa inflationen, till priset av svag ekonomi och ökad finansiell stress, vill ha ordentliga bevis för att även kärninflationen är på väg ner innan man sänker räntan. Vi bedömer att kärninflationen viker ner mer tydligt i sommar (USA) och höst (Europa) och att räntesänkningar följer några månader efter det. En pris-lönespiral undviks, vilket nya löneavtal i t ex Sverige och Tyskland pekar på. Lugnande för centralbankerna är också att inflationsförväntningarna överlag ligger tämligen nära målen.

Centralbanker som sagt sig beredda att fortlöpande pröva politiken utifrån inkommande data blir dock mer svårtolkade och kortsiktiga där deras signalering kan svänga beroende på hur den senaste statistiken ser ut.



Fed är först ut och sänker 25 punkter i november.

Nästa år följer andra centralbanker efter och i slutet av 2024 ligger Fed, ECB och Riksbanken nära varandra kring 3 procent. Även om räntor sänks under främst 2024 är penningpolitiken fortsatt åtstramande; en nivå kring 3 procent ligger fortfarande över uppskattningar på jämviktsräntan som ligger på 2-2,5 procent.

Kursomläggningen för Japans penningpolitik går långsamt trots den nye och mindre duvaktiga centralbankschefen Kazuo Ueda. Bank of Japan uttrycker fortfarande tvivel om kärninflationsuppgångens uthållighet på globala tillväxtrisker och landets deflationshistoria. Samtidigt varnar Ueda för att vänta för länge med att normalisera politiken. I december utvidgade banken toleransintervallet för 10-åriga statsräntor från ± 25 till ± 50 räntepunkter. Värdepappersköpen har varit omfattande. Vi bedömer att första räntehöjningen genomförs under tredje kvartalet i år. Då överges minusräntan på 0,10 procent och räntan höjs därefter i steg om 10 räntepunkter till 0,30 procent i slutet av året. Räntan ligger sedan kvar på denna nivå under 2024. QE-politiken fasas ut mycket långsamt.

Styrräntorna påverkar även långräntorna. När vi närmar oss centralbankernas räntetopp är uppsidan för långa räntor begränsad. Nivån på styrräntan bedömer vi för närvarande är den viktigaste drivkraften för långräntor och historiskt har räntekurvan fått en brantare lutning (med långa räntor högre än de korta) när styrräntor sänks. USA-räntan faller mer än tyska, mycket beroende på en högre startnivå och fler styrräntesänkningar. Andra faktorer, som kvantitativ åtstramning (QT-politiken), offentliga sektorns emissionsvolym och USA:s skuldtak, är sekundära krafter, även om de vid olika tidpunkter kan ge ökad volatilitet. Vi ser inte

dess krafter som stora nog för att ändra långräntetrenden i ett lite längre perspektiv.

Dollarn tappar mark

Under årets inledning har dollarn försvagats mot flera valutor även om takten mattats av. Relativa styrräntenivåer är återigen en viktig faktor för valutaprognoserna. I takt med att Fed sänker räntan och ränteskillnader globalt minskar fortsätter dollarn att tappa, även om mycket redan syns i dagens kurser och nedgången sker under ordnade former. Den geopolitiska utvecklingen och en ökad polarisering får spridningseffekter till valutamarknaden och diskussionen om dollarns roll som reservvaluta. För eurons del ser vi även en positiv effekt av bättre "terms-of-trade" (exportpriser i förhållande till importpriser) när energipriser fallit. Även Kinas tillväxtuppväxling väntas ge mer fördel för euron än dollarn. Vår prognos är att EUR/USD ligger strax över 1,10 i slutet av året vilket i stort är där vi ligger i nuläget. Därefter stiger EUR/USD till 1,20 i slutet av 2024 när Fed kommit längre med räntesänkningar.

Kämpigt för små valutor men viss återkomst i korten.

Små valutor som svenska kronan och norska kronen har haft det kämpigt och tappat i värde mot både euron och dollarn. Trots god global riskaptit – som brukar ge skandinaviska valutor visst stöd – har t ex kronan handlat nära rekordlåga nivåer mot euron vilket fått igång en diskussion främst i media om euron vore ett bättre alternativ. Kronan, och kronen, återtar en del mark under året när bostadsmarknaden stabiliseras, inflationen växlar ner och Fed sänker räntan under andra halvan av 2023. Vi reviderar dock upp EUR/SEK-nivån för 2024 till 10,50.

Slagiga börser - men ljusning anas på lite sikt. Trots en turbulent miljö uppvisar aktiemarknaderna motståndskraft. Framtida räntesänkningar och en mild och kortvarig tillväxtinbromsning är sannolikt diskonterat i dagens kurser. Vinstprognoserna för i år har skruvats ned till svagt negativa och placerare är defensivt positionerade. Värderingar i nivå med historiska snitt, trots högre räntor och fundamental motvind kommande kvartal, talar för fortsatt volatilitet och vissa nedsidesrisker i närtid. I takt med att tillväxtbilden ljusnar kan dock börshumöret stärkas.

Deglobalisering förändrar för företagen

Vi har de senaste åren sett flera exempel på hur sårbara globala produktionskedjor är för olika typer av störningar – med stora effekter för både produktion och konsumtion. Under pandemin 2020 stängde världen ner i omgångar. Kriget i Ukraina, ökade spänningar mellan Kina och USA/Europa och olika typer av sanktioner och

handelshinder, har ytterligare satt fokus på vem vi handlar med och var olika saker produceras. Utvecklingen påverkar företag på flera sätt. Det gäller t ex behovet av ökade lager och ökad motståndskraft i företagens produktionskedjor, inklusive underleverantörer och råvaruproducenter. Det är svårt att i statistiken bekräfta denna typ av förändringar men anekdotisk information pekar på frågans vikt och på att beslutsprocesser är igång.

Tillväxtdrivande, men det kostar och kan ge inflation.

För att öka produktions- och leveranssäkerhet krävs större lager och nya produktionsanläggningar. När lager byggs upp kommer det tillfälligt att öka orderingång och produktion. Att order och produktion varit hyfsade trots låga barometrar kan delvis vara en effekt av en sådan utveckling. Det gäller även investeringar i nya produktionsanläggningar. Hur stor denna tillväxtskjuts är, och hur länge den varar, är mycket osäkert. Samma sak gäller investerings- och omlokaliseringsbeslut. På marginalen leder detta till nya/reviderade affärsmål än att bara uppnå så billig produktion som möjligt. Det kan ge ytterligare en medelfristig till långsiktig inflations-skjuts om inte en ökad produktivitet kan kompensera för stigande kostnader. Större lager och nya produktionsanläggningar binder kapital vilket kan pressa upp räntor och företagets kostnader.

Finanspolitiken avvaktar inflationsnedgång

Finanspolitiken har lämnat några väldigt aktiva år bakom sig när pandemin pressade fram breda stöd för att hålla igång hushåll och företag. Flera lösningar – av olika karaktär – bidrar till en mer avvaktande finanspolitik i närtid. Balansgången är tydligt svårare nu när räntor stiger, ekonomin bromsar in och inflationen är fortsatt hög. Stödpolitik behövs för att mildra inflationens effekter men begränsas för att inte öka pristrycket. En ytterligare återhållande faktor är att offentliga skulder är historiskt höga efter alla år med krispolitik och att marknaden i ett läge med högre ränta snabbt kan bli stressad. Vi såg sådana effekter i Storbritannien i höstas och under eurokrisen för mer än 10 år sedan. En hög inflation kan i vissa fall på kort sikt stärka offentliga inkomster men ökar samtidigt utgifterna på sikt. Att ekonomierna bromsar in kommer att börja synas i sämre saldon inom en snar framtid.

Svagt stöttande finanspolitik, men totalt sett

åtstrammande ekonomisk politik. Finanspolitiken överlag är svagt stöttande, framför allt i Europa, med fokus på att mildra effekterna av höga energipriser 2023. Effekten är dock svårbedömd då verktyg som prisregleringar används och allt sannolikt inte kommer in i den offentligfinansiella statistiken. För USA:s del är

diskussionerna kring skuldtaket en osäkerhetsfaktor som skulle kunna innebära en större åtstramning. Vi bedömer likväl, liksom i tidigare liknande fall, att den frågan kommer att lösas utan alltför stora offentliga besparingar i närtid. Inbegriper vi även penningpolitiken kan vi se att det är en rejäl skillnad nu på graden av ekonomisk-politisk stimulans jämfört med för bara för ett par år sedan. IMF gjorde i sin senaste prognos en sammanställning av politikens inriktning. Den visar att 2020 förde en stor majoritet av världens länder både expansiv finans- och penningpolitik. Ett par år senare är situationen den exakt omvända och en stor majoritet av länderna stramar åt med både finans- och penningpolitik.

Omställning och framåtblickande satsningar? Med krig i Europa, ett allmänt uppskruvat säkerhetspolitiskt läge och med energiomställning och klimatfrågor i ökat fokus ser vi en tydlig press på mer offentligt finansierade satsningar. Flera program som togs fram i USA och Europa under pandemin siktade på mer långsiktiga frågor som klimat, digitalisering och infrastruktur och de stöttar nu investeringar. Det gäller också USA:s stora klimatpaket IRA (Inflation Reduction Act). Även om offentliga skattkistor pressas från många håll kan vi mycket väl se en investeringsuppväxling för att möta dessa utmaningar, om den politiska viljan finns. Länder med starka statsfinanser, som t ex de nordiska, har utrymmet vilket skulle kunna ge dessa ekonomier en kortsiktig tillväxtskjuts som även kan ge andra fördelar med ökad produktivitet och positiva spridningseffekter i ekonomin.

Tema:

Inflationsdynamiken

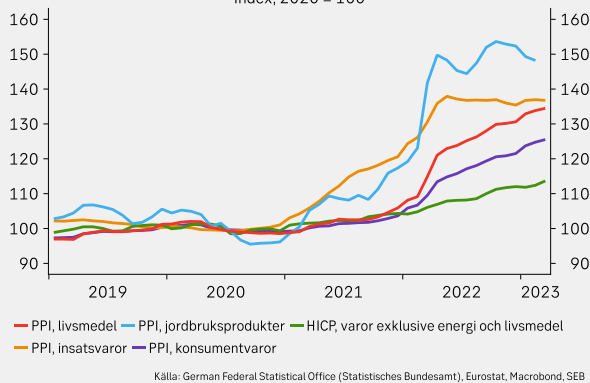
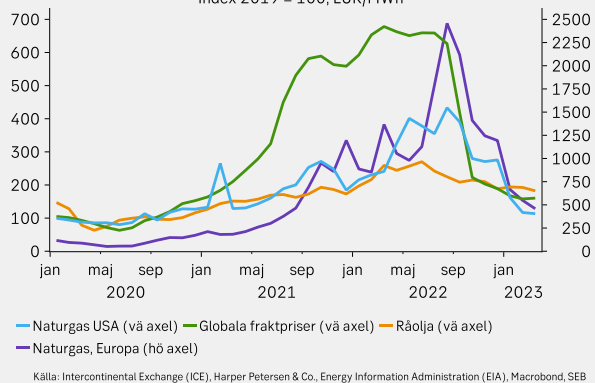
Långa ledtider och stafettväxling i inflationsfabriken

Den stigande inflationen i USA och Europa drevs inledningsvis av kraftigt stigande varupriser, där t ex livsmedelspriserna i Sverige ökade snabbare än någon gång sedan 1950-talet. Trots att priserna på energi och vissa råvaror har fallit tillbaka fortsätter priser i producent- och konsumentleden stiga i hög takt. De senaste månaderna har vi dock sett tecken på att prisuppgångarna i producentledet mattas av, vilket ökar sannolikheten för att varuinflationen även i konsumentledet är på att vända ned, även om vi tror att det ligger en bit fram i tiden.

De senaste åren har förutsättningarna för breda prisökningar liknat något som kan beskrivas som en perfekt pris-storm. Priserna drevs under och efter pandemin upp av en kombination av utbuds- och efterfrågefaktorer. Utbudet minskade när produktion stängde ned samtidigt med störningar i det globala fraktflödet. Expansiv finans- och penningpolitik bidrog till en efterfrågeboom på varor. I mitten av 2021 blev därtill energisituationen alltmer ansträngd, framför allt gällande naturgas och el i Europa. Företag hamnade i ett läge där i stort sett alla insatskostnader hade stigit.

Tidigare mönster bröts. Redan i början av 2021 började företag därför föra stigande kostnader vidare till konsumenter. Det bröt mot 2000-talets mönster då företag under lång tid hade svårt att höja priserna för konsumenter. Det var ett viktigt skäl till att prognosmakare var försiktiga i sina antaganden om övervältring till konsumentledet när insatspriser började stiga. Breda prisökningar på insatsvaror började dock slå igenom och lyfte den totala varuinflationen i konsumentledet med över 10 procent på relativt kort tid.

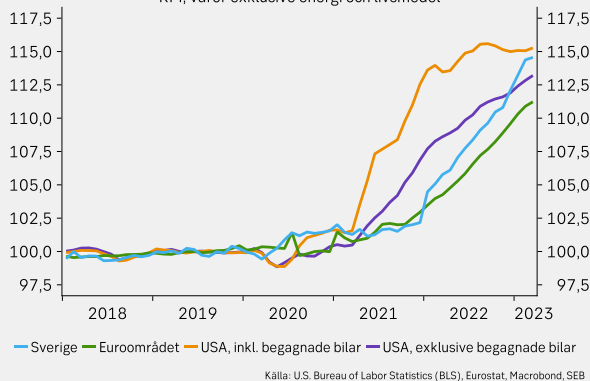
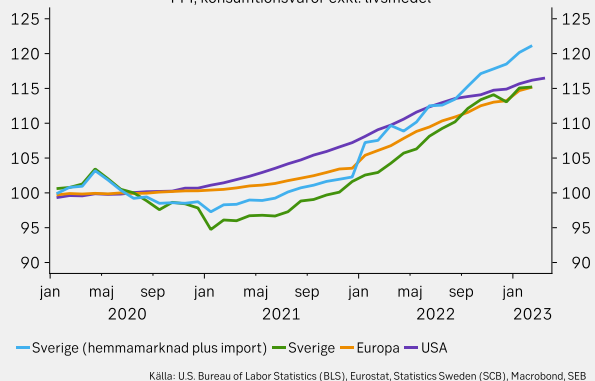


Priser i olika produktionsled i Tyskland
Index, 2020 = 100Fallande energi och fraktpriser
Index 2019 = 100, EUR/MWh

USA steget före men inte så mycket som man kan tro.

USA-inflationen var den första att ta fart, men skillnaden överdrivs till viss del av prisutvecklingen på begagnade bilar som steg i kölvattnet av produktionsproblem, brist på halvledare och snabba skift i efterfrågan. Den totala prisuppgången har varit ungefär lika stor i USA, Europa och Sverige. Även om det fanns stora skillnader när det gällde tidpunkten för avvecklingen av restriktioner och pandemistödets utformning, handlas de flesta varor på gemensamma internationella marknader, vilket bidrar till att genomslaget till slut blir ganska likartat.

...och många priser är fortsatt höga. Även om vissa priser i tidiga produktionsled fallit fortsätter många producentpriser att stiga, om än något långsammare. Höga prisökningar under 2022 bidrar nu genom så kallade baseeffekter till att dämpa inflationen i konsumentledet, men höga nivåer på många insatspriser fortsätter att trycka upp konsumentpriserna och bidrar till att inflationsnedgången blir trög. För svenskt vidkommande lyfter index för inhemsk tillgång mer eftersom vi importerar en stor del av våra konsumtionsvaror.

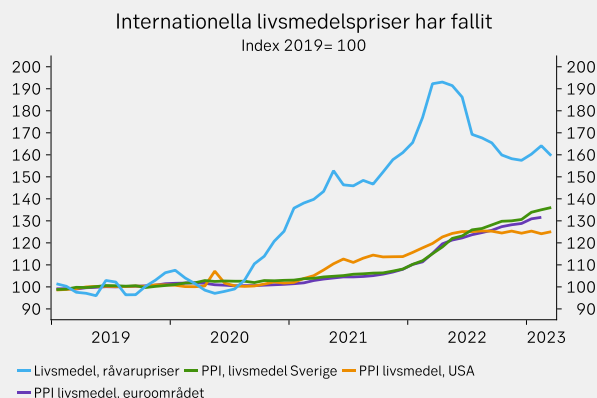
Fortsatt stark trend för priserna i konsumentledet
KPI, varor exklusive energi och livsmedelPPI på konsumtionsvaror stiger fortfarande snabbt
PPI, konsumtionsvaror exkl. livsmedel

Fallande priser, men ändå bakslag... Flera faktorer talar för att inflationen ska ner framöver, men inledningen av året har snarare präglats av bakslag, till stora delar förklarade av trögheter i processen. För europeiska företag är ökade kostnader från höga energipriser också en faktor. Räntehöjningar stramar nu åt efterfrågan, vilket bör ge en omvänd pandemieffekt (då expansiv politik eldade på efterfrågan) och hushållens reala köpkraft urholkas. Priserna på en del varugrupper har fallit snabbt även om nivån ligger betydligt högre än före pandemin. Ett tydligt exempel är energi, där framför allt gas- och elpriser i Europa har fallit. Till det kommer lägre fraktpriser och bättre fungerande global handel som lättar situationen.

Livsmedelspriserna viktiga för KPI-utvecklingen.

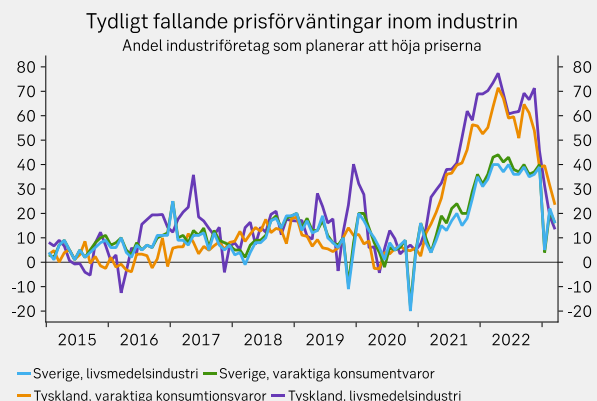
Dynamiken för livsmedelspriser har generellt följt liknande mönster som för varor. Men eftersom matvaror bara i begränsad grad kan väljas bort, får de större inverkan på hushållens levnadssituation. Globala livsmedelspriser började stiga redan i slutet av 2020 och Ukrainakriget förstärkte en redan uppåtgående trend. Stigande insatskostnader i produktionen av livsmedel har varit en viktig generell drivkraft bakom höga matpriser. Därtill har stigande kostnader i grossist- och distributionsleden haft betydande effekter på livsmedelspriserna i konsumentledet. Höga energikostnader fördyrar t ex driften av kylanläggningar och transporter. Även om energikostnaderna och råvarupriserna på livsmedel har fallit tillbaka är de fortfarande

höga och tidigare uppgångar har ännu inte slagit igenom fullt ut i konsumentpriserna, framför allt inte i Europa.



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

Eftersläpning även när priser faller. En viktig fråga för inflationsprognoserna framöver är kopplad till hur stora fördröjningarna i olika led kommer att bli i nedgångsfasen. Priserna på instansvaror i det tyska producentprissystemet (PPI) toppade i maj 2022 medan prisnivåerna för konsumentvaror i producentledet fortfarande stiger, om än något mindre än för ett år sedan. Det talar för fortsatta trögheter när det gäller nedgången i konsumentledet och en stor majoritet av företagen i detaljhandeln tror fortfarande på stigande priser för både livsmedel och andra konsumentvaror.

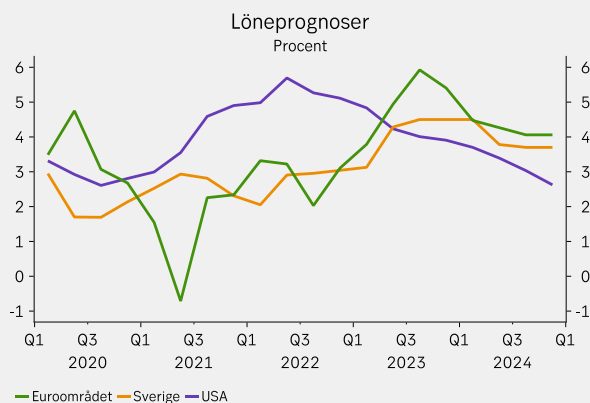


Källa: Ifo Institute, Konjunkturinstitutet, NIER, Macrobond, SEB

En del går ner, en del upp. Det finns dock tecken på att prisuppgången på varor och livsmedel är nära en avmattning i producentledet, där andelen företag som tänker höja priser har minskat under de senaste månaderna och närmat sig historiskt normala nivåer. Med 3-4 månaders fördröjning är det troligt att prisuppgången mattas även i konsumentledet. Fördröjningen är inte lika tydlig för tjänster, som inte bara påverkas av stigande varukostnader, utan i högre grad också av stigande lönekostnader. På samma sätt påverkas hyror inte sällan av det allmänna inflationsläget, varför den komponenten också historiskt rör sig med fördröjning. Hyrorna i USA accelererade brant i

början av förra året och hyrorna i euroområdet och Sverige har börjat stiga snabbare under 2023, om än inte lika tydligt som i USA.

Stafettväxling i inflationsfabriken. Trots lättnader är det lönetillväxten som nu kommer att ta över som drivande kraft för inflationen. Vi såg tidigt att löner i t ex USA och Storbritannien växlade upp i takt med att arbetsmarknaden blev stramare i samband med återöppnandet efter pandemin. I de delar av Europa där löneökningstakten mer är kopplad till avtalsrörelser ser vi först nu en tydligare uppväxling. Det syns delvis i våra löneprognoser. Det är också tydligt, både i inflationsstatistiken och löneresponsen, att ekonomin reagerar snabbare i USA än i Europa. En trögare lönerespons är därför en stor delförklaring till varför inflationsnedgången i Europa nu ser ut att bli något mer utdragen.



Källa: Macrobond, SEB

Inflationen faller 2023 - trots allt. Inflationen faller nu i de flesta länderna, men nedgången sker främst för total inflation där baseeffekter från energi förstärker nedgången. Rensat för energi är nedgången betydligt långsammare. I USA mattas lönetillväxten och trots att många avtalsförhandlingar fortfarande ligger framför oss i Europa pekar det mesta på att lönetillväxten är på väg att accelerera. Uppgången ser ut att under en period bli lite högre än vad som på lång sikt är förenligt med inflationsmålen, vilket indikerar att kärninflationen under 2024 landar en bit över 2 procent i Sverige och i euroområdet.

Hur mycket finns kvar i systemet? Osäkerheten om exakt hur mycket prishöjande effekter som fortfarande finns kvar i systemet gör att riskerna på kort sikt (fram till sommaren) ligger på uppsidan. Men en inte osannolik normalisering av internationella priser bidrar till att riskbilden på sikt snarare ligger på nedsidan. Ur ett landperspektiv är riskerna för inflationen i euroområdet något högre än i Sverige på grund av större osäkerhet om löneprognoserna. Även om inflationstakten går ner och centralbankerna kan lätta åtstramningen, är det fortsatt stigande prisnivåer som gäller.

Tema:

Energikrisen avblåst

Fokus återvänder till klimatfrågan

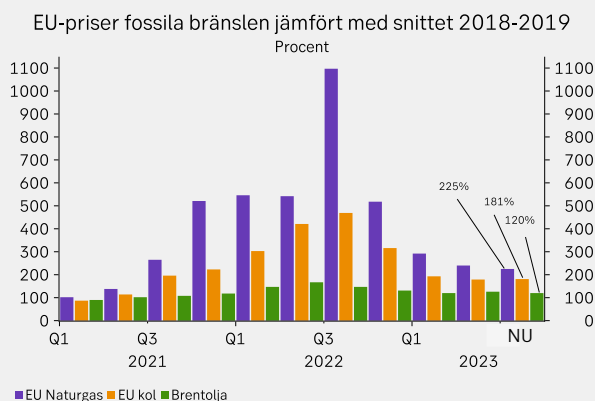
Priserna på naturgas och kol har fallit med 40 procent hittills i år. De är fortfarande nästan dubbelt så höga som 2018-2019 men nuvarande priser skulle kunna vara de nya normala. Europeiska naturgaslager är nära rekordnivåer för årstiden och det ska inte vara några problem att nå 90 procents fyllnadsgrad till november. Nästa vinter bör därmed klaras utan problem såvida den inte blir sällsynt kall. Känslan av en akut energikris i Europa avtar snabbt men EU kommer fortfarande att behöva dämpa efterfrågan på naturgas. Energifrågan är fortfarande problematisk, även om fokus skiftar nu tillbaka till klimat och miljö. Intresset för kärnkraft återvänder eftersom den uppfyller kraven på både leveranssäkerhet och klimatomställning.

Kärnkraft har gjort en tydlig comeback det senaste året. Geopolitik, energikris, klimatkris och ny och utvecklad kärnteknik är några av drivkrafterna. Kina och Ryssland har stått bakom 87 procent av alla kärnkraftverk som byggts eller initierats sedan 2017. Kina är idag teknikledande när det gäller solkraft, vindkraft, batterier och utveckling av eldrivna fordon. Kina planerar att bygga 150 nya kärnkraftverk under de kommande 10–15 åren. Landet kommer då även att vara ledande inom kärnteknologi och byggande av kärnkraftverk.

OECD-länderna måste undvika att halka efter på det här området, inte minst med tanke på våra geopolitiska åtaganden och allianser. USA antar nu ett antal lagförslag som stöder utvecklingen av kärnkraft. Det amerikanska energidepartementet meddelade nyligen att USA behöver bygga 200 nya kärnkraftverk till 2050. Länderna i östra Europa kan inte fortsätta sitt beroende av rysk gas, men de kan i längden inte heller använda kol på grund av de europeiska utsläppsreglerna. Förnyelsebar energi är en möjlighet men även kärnkraft framstår som en beprövad och etablerad lösning. Och intresset finns där. Sverige söker nya kärnkraftsmöjligheter och opinionsundersökningar i Norge visar att det finns ett stöd för utbyggd kärnkraft för att klara både energi- och klimatbehov.

Fallande energipriser dämpar oron. Priserna på naturgas och kol i EU har sjunkit med 40 procent sedan årsskiftet och med 80 respektive 60 procent sedan tredje kvartalet 2022. Trots nedgången är dock naturgas- och kolpriserna ungefär dubbelt så höga som de var under 2018 och 2019.

Dagens prisläge på fossila bränslen kan vara det nya normala. De priser vi idag ser på gas, kol och olja kan visa sig vara den nya jämvikten när hänsyn tagits till inflation, EU:s större beroende av den globala marknaden för flytande naturgas (LNG), ökat inflytande över oljemarknaden för OPEC+ och en kolmarknad där priserna alltmer sätts av Kina. Vi kan då förvänta oss att priserna i EU kan ligga runt 40-50 EUR/MWh för gas, 130-140 USD/ton för kol och 80-90 USD/fat för Brentoljan. I det perspektivet kan alltså dagens priser betraktas som normala och inget som behöver ägnas någon större uppmärksamhet. Frågorna kring energisäkerhet, ett stadigt och tillgängligt energiutbud och klimatfrågorna är dock fortfarande stora och högaktuella utmaningar.



Väl förberett för kommande sommar och vinter. EU är mycket väl positionerat inför kommande sommar och vinter när det gäller naturgasläget, särskilt givet förutsättningarna med den kraftigt begränsade importen från Ryssland. Lagren är näst intill rekordfulla för årstiden. Efterfrågan på gas är fortfarande rejält nedtryckt, trots den senaste tidens prisnedgångar. EU behöver alltså köpa mycket LNG på världsmarknaden men kampen med Asien om marginalvolymerna verkar inte vara alltför hård, möjligen beroende på den pågående avkyllningen av världsekonomin. EU har gott om manöverutrymme och bör hinna fylla lagren till 90 procent innan november. Det bör därmed inte bli några problem för EU att ta sig igenom även nästa vinter utan påtaglig energibrist. Frågan är mer hur dyrt det kommer bli att nå de nödvändiga lagernivåerna till november och den frågan avgörs till stor del av hur stark den

ekonomiska aktiviteten i Asien kommer att vara under de närmaste 12 månaderna.

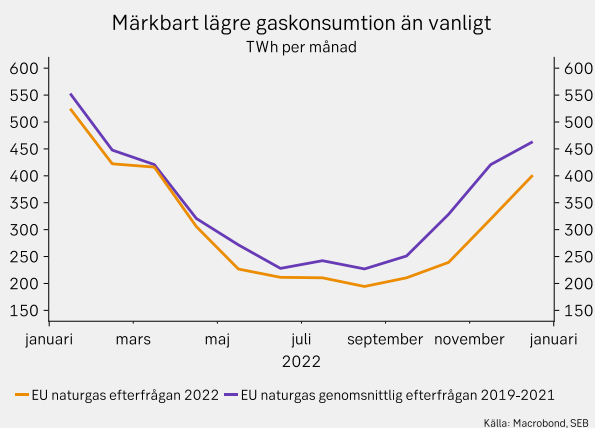
Rysk gas genom ledningar minskar till ett minimum och blir allt mindre relevant. Under det andra halvåret 2022 stressades EU svårt av det allt stramare ryska gasutbudet till Europa. Rädslan för en ekonomisk kollaps på grund av energibrist var påtaglig. Sedan mitten av tredje kvartalet 2022 och till nu, har rysk gasexport varit mycket begränsad och legat på mellan 10 och 20 procent av de normala flödena. Trots det har priserna, tack vare fallande efterfrågan och stor import av LNG, fortsatt att falla under det första kvartalet 2023. Trots bortfallet på mer än 1 000 TWh av naturgasimport från Ryssland, kan det konstateras att EU klarat av energikrisen exceptionellt bra.

Flera faktorer gjorde att energikrisen kunde undvikas. Den europeiska vintern 2022/23 var mildare än vanligt, vilket ofta lyfts fram som den viktigaste förklaringen till att krisen kunde undvikas. Minskad efterfrågan på grund av mildt väder står dock för bara 15 procent av lösningen. Resten, ca 85 procent, är i huvudsak en effekt av de höga priserna, som dels ledde till minskad efterfrågan i både EU och Asien, dels styrde om stora mängder LNG-leveranser till EU, som under den här perioden betalade mest. De ökade LNG-leveranserna motverkade till stor del de minskade flödena av gas genom ledningar från Ryssland.

Höga priser och volymer som går till högstbjudande. Det milda vintervädret har alltså på marginalen varit viktigt för att fylla gaslagren, men utgör trots allt en ganska liten del av den totala lösningen. Marknadens respons på de höga priserna har varit viktigast. Det är med andra ord ett skolboksexempel på att "höga priser är det bästa botemedlet mot höga priser", dvs. det har inte i första hand varit frågan om det finns tillräckligt med gas i världen, utan om vilket pris som kan skapa en ny jämvikt på marknaden. Höga priser behövs för att dämpa EU:s efterfrågan och för att hålla LNG-importen uppe. Det senare implicerar att även den asiatiska efterfrågan behöver vara dämpad framöver för att inte konkurrensen om LNG-leveranserna ska bli alltför stor.

Få alternativ till rysk gas i närtid. Mycket tyder på att det är Ryssland som till slut drog det kortaste strået när energileveranser till EU drogs ned. Mot bakgrund av det pågående kriget i Ukraina är det högst troligt att den hittills viktigaste mottagaren av rysk gas, Europa, inte kommer att ingå några fler långsiktiga energiavtal med Ryssland. För närvarande har Ryssland officiellt kapacitet att leverera 215 TWh per år till Kina, 466 TWh per år till Turkiet och 1 238 TWh till Europa (exklusive Nord Stream). Mindre utbyggnader (254

TWh/år) av gasledningar till Kina kan ske tidigast 2026-2027 medan det uppmärksamade projektet "Power of Siberia 2" (489 TWh/år) kan börja användas tidigast 2030. I det kortare perspektivet kommer majoriteten av de "förlorade" ryska gasvolymerna att stanna i marken, eldas upp eller omvandlas till LNG via de fyra gasterminaler som just nu är i drift och som sammantaget har en kapacitet på 366 TWh/år. Den ryska betydelsen för den europeiska energimarknaden minskar därmed snabbt. I stället är det LNG i allmänhet och amerikansk LNG i synnerhet som blivit räddaren i nöden för den europeiska gasmarknaden.



LNG-exporten från USA lär blomstra med stora prisskillnader mellan USA och EU. Historiskt har EU+Storbritannien importerat omkring 840 TWh LNG per år, att jämföra med 1 600 TWh per år för närvarande (totalt använder EU+Storbritannien ca 5 000 TWh naturgas per år). LNG är en global råvara och högstbudande får marginalleveransen. Därmed behöver EU-priserna vara fortsatt höga för att man ska kunna fortsätta importera tillräckligt mycket LNG för att möta efterfrågan. En ökad andel av LNG-volymer till EU kommer från USA. USA har ett överskott av billig naturgas och med begränsad inhemsk efterfrågan och även begränsad ledningskapacitet till grannländerna, lär de inhemska priserna fortsätta vara relativt låga tills ny infrastruktur är på plats (från 2025). Samtidigt kommer priserna i EU fortsätta att vara höga då EU blir alltmer beroende av LNG, som också kommer att styra marginalprissättningen. Med höga priser i EU och låga i USA lär exporten över Atlanten förbli stark.

LNG = Europas marginalprissättning på energi. När EU förlitar sig alltmer på LNG måste priserna förbli höga för att tillräckliga volymer ska kunna säkras. Naturgasen fortsätter att utgöra marginalprissättningen för EU:s energiproduktion, tillsammans med priset på utsläppsrätter. Kontrasten är stor mot den amerikanska marknaden där priset inte inkluderar några

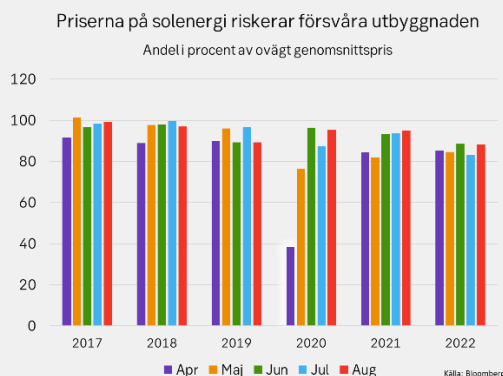
utsläppskostnader. Det bidrar till att göra det ännu lönsammare att exportera gas från USA till Europa.

"RePower EU" – att göra oss av med rysk gas för gott.

EU:s plan för den framtida energiförsörjningen (kallad "RePower EU") trädde i kraft den 1 mars. Den syftar till att ta in 20 miljarder euro genom auktioner av utsläppsrättigheter och sedan använda pengarna till att diversifiera EU bort från rysk energi till 2030.

Stora prisvariationer när förnyelsebar produktion möter en föränderlig efterfrågan.

Det är välkänt att utbudet av sol och vind inte går att kontrollera från timme till timme. Det gör inte så mycket så länge kapaciteten totalt är klart mindre än den totala efterfrågan och det finns andra, mer flexibla och kontrollerbara, energikällor som kan anpassas efter det varierande utbudet från de förnyelsebara källorna. Timpriserna på energi kommer att gå ner när den installerade kapaciteten av förnyelsebar energi stiger och närmar sig den totala efterfrågan per timme. När det förnybara utbudet är stort kommer energipriserna att vara nedtryckta. Dessa effekter börjar nu bli tydliga även om de ännu inte nått kritiska nivåer. Tysk solkraftsproduktion får allt större rabatt i förhållande till de genomsnittliga priserna. Det finns en risk att priserna kollapsar under de timmar då solkraften producerar som mest, liknande utvecklingen i april 2020.



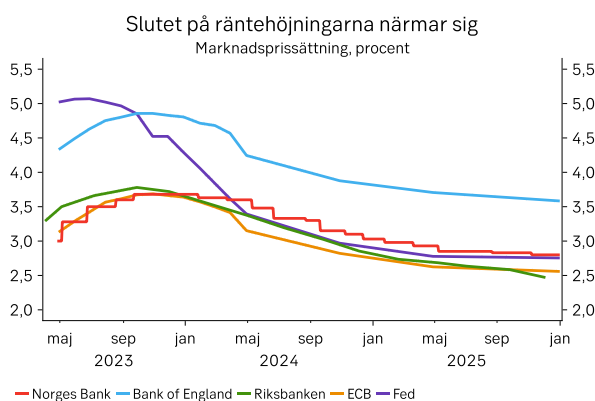
Stora investeringar behövs för att prissvängningar inte ska hålla tillbaka det förnybara. De här frågorna kan delvis motverkas genom stora investeringar i "super-nät", batterier och avancerade styrsystem. En stor risk är dock att dessa investeringar inte görs snabbt nog. Då riskerar priserna att kollapsa under de perioder som de förnyelsebara källorna producerar som mest, d v s det finns en risk att när dessa källor ska tjäna som mest, tjänar de ingenting.

Kommer marknaden att lösa detta? Om och när det händer kommer marknadskrafter att bygga ut nätkapacitet, batterier och styrsystem. Men i väntan på det finns risken att utbyggnaden av vind- och solkraft bromsas eftersom lönsamheten riskerar att bli för låg.

Räntemarknaden Nedåttrend för långa räntor inleds i höst

Centralbankerna närmar sig slutet av räntehöjningscykeln, vilket begränsar uppsidan i obligationsräntor. Räntemarknaden kommer sannolikt att vara volatil på kort sikt och handla utan tydlig riktning, men vi förväntar oss att räntor börjar röra sig nedåt under andra halvan av 2023. Historiskt har avkastningskurvor brantat under räntesänkingscykler och vi förväntar oss att det inträffar även denna gång. De tyska räntorna förväntas sjunka mindre än de amerikanska, vilket minskar räntespreaden.

Turbulenta och riktninglösa marknader. De globala obligationsmarknaderna har åkt berg-och-dalbana de senaste månaderna, med några av de största dagliga rörelserna i modern tid, och har underblåsts av turbulensen i banksektorn i mars. Även om volatiliteten har varit hög, handlas dock amerikanska och tyska statsobligationsräntor nästan oförändrat i förhållande till nivåerna vid slutet av 2022. Den historiska erfarenheten pekar mot sidledes men volatila marknader i slutskedet av räntehöjningscykeln, innan den nedåtgående trenden i räntorna tar fart när vi närmar oss räntesänkingscykeln.



USA-räntor: En till ... och klart. Vi förväntar oss att Federal Reserve höjer sin styrränta med 25 punkter i maj och påbörjar sänkningar före slutet av 2023. Den 10-åriga statsobligationsräntan väntas komma månader fluktuera, mestadels i intervallet 3,40-3,70 procent. I slutet av 2024 väntas räntan nå 2,90 procent när styrräntan sänkts 2,75-3,00 procent. De låsta

positionerna i diskussionerna kring USA:s skuldtak kan öka volatiliteten under de kommande månaderna, men vi förväntar oss att en lösning nås, liksom tidigare.

Euroområdet: Mindre nedgång än i USA. Europeiska centralbanken (ECB) kommer att fortsätta höja räntorna tills den får mer övertygande bevis på att inflationstrycket lättar, vilket enligt vår prognos inte kommer att ske förrän i höst. Vi förutspår ytterligare 75 punkter av räntehöjningar och att inlåningsräntan toppar på 3,75 procent i juli. Den tyska 10-årsräntan kan gå tillbaka till sina tidigare toppnivåer nära 2,75 procent under kommande månader, men kommer att vända ner under andra halvåret. ECB väntar till mitten av 2024 med att sänka och kommer sannolikt att påskynda minskningen av sina tillgångsinnehav i sommar. Givet att nettoemissioner av europeiska statsobligationer väntas öka kraftigt, förväntas långa räntor i euroområdet sjunka mindre än i USA under det kommande året.

10-åriga statslåneräntor Procent

		Jun 27 april	Dec 2023	Dec 2024
USA	3,50	3,50	3,30	2,90
Tyskland	2,45	2,45	2,35	2,00
Sverige	2,46	2,50	2,60	2,30
Norge	3,17	3,15	2,95	2,60

Källa: National central banks, SEB

Sverige: Uppåttryck från QT. Efter att Riksbanken meddelat att man tills vidare fortsätter att sälja statsobligationer för 3,5 miljarder kronor per månad, gick 10-årsspreaden mot Tyskland från cirka minus 25 punkter till nära noll. Vi förutspår att Riksbanken ökar volymen på sina obligationsförsäljningar senare i år, vilket bör bidra till något mindre nedgång i räntorna än i Tyskland. Spreaden väntas öka till 30 punkter vid årsskiftet, för att sedan vara i stort sett stabil under 2024.

Norge: Norges Bank släpar efter ECB. Norska ränteskillnader har krympt rejält visavi Tyskland. Norges Banks försiktiga hållning, som avspeglar hushållens höga räntekänslighet och ett flexibelt inflationsmål, innebär att Norges Bank inte kan hålla jämna steg med ECB:s åtstramning. Trög kärninflation gör att styrräntan höjs till 3,50 procent till sommaren, medan räntesänkningar påbörjas samtidigt som ECB. Vi bedömer att den norska 10-årsräntan följer en internationell trend, men relativt gynnsamma utsikter för obligationsutbudet tyder på en liten potential för spreaden att gå ihop ytterligare. Vi förväntar oss en 10-årig räntespread mot Tyskland på 60 punkter i slutet av 2024.

Tema:

Penningpolitik i fokus

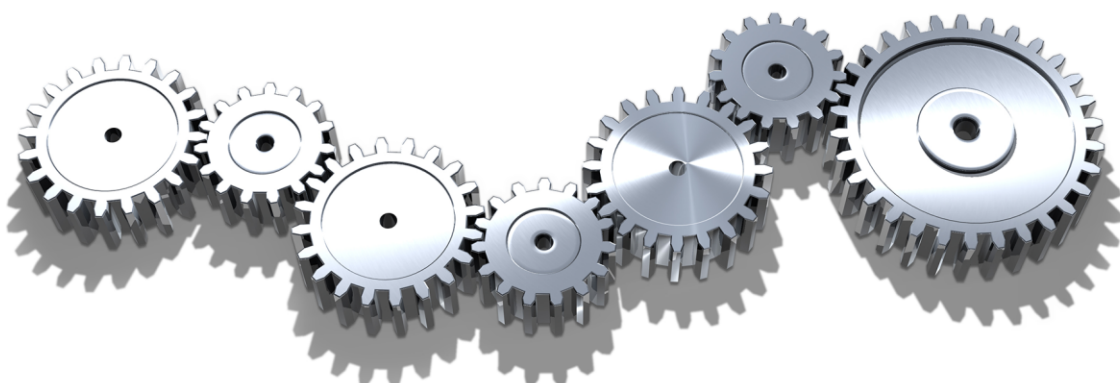
Nya tankar kring transmissionsmekanismen och inflationen

Den globala penningpolitiska åtstramningen de senaste 1,5 åren är unik i sin omfattning. Den gängse tumregeln säger att det tar 1,5-2 år innan full inflationseffekt uppnåts. De hittills till synes begränsade effekterna på tillväxt och inflation har överraskat, men också ökat oron för att vi har en realekonomisk och finansiell "baksmälla" framför oss. Utvecklingen reser frågor om eventuellt förändrade egenskaper hos både inflationen och penningpolitikens transmissionsmekanism. Vi rör oss i okänd terräng där felslut från centralbankerna kan utlösa realekonomiska och finansiella risker som i förlängningen kan påverka centralbankernas politiska oberoende.

Risken för en penningpolitisk "baksmälla" är hög. Taktiken i räntehöjningarna, de historiskt stora räntestegen och att många centralbanker höjt samtidigt ger en befogad oro för effekterna på ekonomisk tillväxt och stabiliteten i det internationella monetära systemet. Global privat och offentlig skuldsättning ligger på historiskt höga nivåer. Att förstå penningpolitikens transmissionsmekanism – när, var och hur politiken påverkar tillväxt och inflation – har nog aldrig varit viktigare. Frågor som ställs är t ex om de senaste årens enorma chocker och systemkriser, den okonventionella penningpolitiken sedan globala finanskrisen 2008-2009 och pandemin extrema ekonomiska stödpolitik ändrat transmissionsmekanismen i det korta- och långa perspektivet.

Vi menar, med stöd av Internationella valutafonden, BIS (Bank of International Settlements) och Bank of England, att det begränsade genomslaget på tillväxten kan förklaras av:

1. underskattning av expansiviteten i stödpolitiken,
2. strukturförändringar i transmissionsmekanismen,
3. positiva förväntningar om framtiden,
4. ändrade egenskaper hos inflationen.



Underskattad pandemikrispolitik

Den penningpolitiska transmissionen och effekterna på inflation och tillväxt avgörs av både nivån på den monetära stimulansen och förändringar i politiken. Därtill – speciellt när det finns tydliga begränsningar för hur mycket styrräntan kan sänkas – spelar även finans- och makrotillsynspolitik en roll för penningpolitikens genomslag. Beslut om t ex energistöd, amorteringsfrihet eller förväntningar om åtgärder, är faktorer som indirekt påverkar politikens genomslag. Slutsatsen blir att en rad faktorer nu skapar stora frågetecken om den förda penningpolitikens förväntade effekter.

Uppskattning av globalt pandemistöd 2020-2021

Procent av global BNP (2019)	
Finanspolitik – <u>direkt</u> budgeteffekt	9
Finanspolitik – <u>indirekt</u> budgeteffekt	9
Penningpolitik (expansion av balansräkningen)	11
Total	29

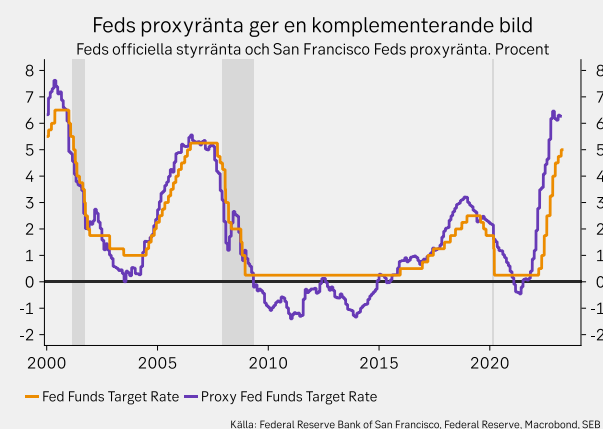
Källa: SEB (bygger på material från bl a IMF).

Enorm stödpolitik under pandemin. Vi har tidigare redovisat uppskattningar av storleken på den globala finans- och penningpolitik som fördes under pandemin 2020-2021. (1) De stora centralbankerna sänkte styrräntorna till noll procent (se nedan om naturliga räntan). Några, t ex Riksbanken, ECB och schweiziska centralbanken, införde minusräntor. (2) Centralbankerna ökade därtill balansräkningarna med 9 600 miljarder dollar, vilket motsvarar 11 procent av global BNP för 2019. (3) Regeringar runt om i världen lät finanspolitiken bli mer expansiv, ett belopp som vi uppskattar till ca 15 800 miljarder dollar. Det totala stödbeloppet landar därmed på 25 400 miljarder dollar under 2020-2021.

Hushållens konsumtion av varor ökade kraftigt under pandemin medan restriktioner begränsade möjligheten till tjänstekonsumtion. Hushållens sparande ökade påtagligt i många ekonomier som en följd av dels finanspolitiskt direktstöd, dels företagsstödet som gjorde det möjligt att behålla arbeten och dels lägre låneräntor. Att hushållskonsumtionen delvis kunnat upprätthållas under 2022 och i år, trots hög inflation och högre räntor och energipriser, är alltså ett direkt resultat av att vi underskattat hur kraftfull pandemins finanspolitik egentligen var och hur sparandet anpassats.

Den okonventionella penningpolitiken gav också betydande stöd till världsekonomin, d v s utöver genomförda räntesänkningar. Centralbankernas expansion av sina balansräkningar bedöms även ha bidragit till att pressa ned ränteläget. Tumregeln är att en ökning av balansräkningen med 1 procent av BNP

ger en press nedåt på ränteläget med 5-7 räntepunkter. Pandemins okonventionella stödpolitik på motsvarande 11 procent av BNP skulle därmed mycket grovt räknat motsvara minus 60-70 räntepunkter.

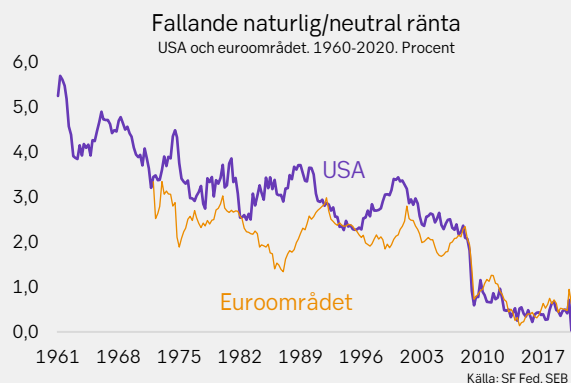


Centralbanker har försökt illustrera med nya mått var den officiella styrräntan skulle ligga om vi även beaktar t ex centralbankens expansion av balansräkningen och deras guidning av politiken. När Bank of England sänkte den officiella räntan till 0,10 procent under pandemin visar den s k "Wu-Xia-skuggräntan" att den sammanlagda politiken motsvarade en styrränta på minus 4-6 procent. På motsvarande sätt har San Francisco Fed tagit fram "proxyräntan" för att bedöma penningpolitikens sammantagna effekt. "Proxyräntan" visar att när Fed sänkte räntan till som lägst 0-0,25 procent i efterdyningarna av Lehman-kollapsen 2008-2009 motsvarade det tidvis en styrränta mellan minus 1 och minus 1,5 procent. Båda dessa policymått antyder att det således finns en risk att nivån på expansiviteten kan ha underskattats och att de höjningssteg som har tagits 2022-2023 skulle fått större genomslag om utgångsläget varit mindre expansivt, d v s nivån spelar roll.

Styrräntan ställs mot naturliga räntan

Även om vi lyckas översätta de olika policyverktygen till en sammantagen nominell "skugg- eller proxyränta" kvarstår frågan: hur expansiv blev penningpolitiken? Naturliga räntan är en referenspunkt som centralbanker använder för att göra den bedömningen. Det är viktigt att notera att den naturliga räntan har varit i en fallande trend under de senaste 60 åren.

På tröskeln till pandemin låg den naturliga realräntan i USA och Europa strax över noll procent. Med ett inflationsmål på 2 procent hamnar därmed riktmärket för penningpolitiken på 2-2,5 procent. Om räntan, faktisk styrränta eller "skugg/proxyränta", ligger över detta intervall är penningpolitiken åtstramande och om räntan ligger under är den stimulerande.



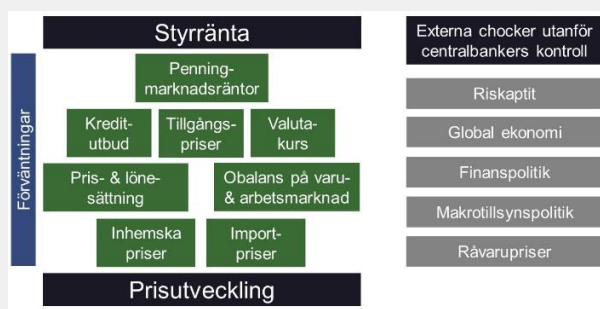
Vad är den naturliga räntan?

Naturliga räntan är det pris på pengar som innebär att utbudet av sparande motsvarar marknadens efterfrågan på kapital. Räntan beräknas oftast i reala termer (justerat för inflation) och ska motsvara en nivå som gäller då ekonomin befinner sig i balans (full sysselsättning och prisstabilitet). Naturliga räntan tenderar att samvariera mellan olika länder.

Gäller 2-2,5 procent fortfarande som riktmärke för penningpolitiken? Svaret blir ja även om pandemin har ökat osäkerheten. Nya beräkningar från IMF visar att USA:s och Europas reala naturliga ränta ligger kvar i intervallet 0,2-0,6 procent. När inflationen på sikt kommit ned till normala nivåer förblir riktmärket 2-2,5 procent under överskådlig tid enligt IMF. Huvudskälen är en åldrande befolkning och svag produktivitet (ger sparöverskott och press nedåt på räntan) som i stort sett uppvägs av en fortsatt hög offentlig skuldsättning och finansiell fragmentering (räntepress uppåt).

En påverkad transmissionsmekanism

Kraften, graden och hastigheten i den penningpolitiska transmissionen kan förutom nivån på stödpolitiken även bero på möjliga förändringar av realekonomins och finansiella systemets underliggande struktur samt beteendet hos finansmarknader, företag och hushåll. Ett sätt att illustrera transmissionsmekanismen är att utgå från ECB:s modell (vi har gjort vissa justeringar/tillägg).



Att den monetära åtstramningens effekter begränsats kan förutom underskattad stödpolitik förklaras av två

faktorer; förväntan om ny krispolitik och att marknaden absorberat delar av åtstramningen.

Tillgångspriser har överlag uppvisat motståndskraft

vilket speglar graden av omfattande stimulans, den strukturellt fallande naturliga räntan och olika aktörers förväntan om ny krispolitik när konjunkturen viker och/eller finansiell stress uppstår. Marknadens reaktionsfunktion, och därmed transmissionsmekanismen, bör ha påverkats i försvagande riktning.

Perioden med negativa styrräntor drabbade inte hushållen, som undvek minusräntor på inlåning, vilket hade stor negativ inverkan på t ex bankers räntenetto och lönsamhet. När räntorna stiger reduceras kostnaderna, vilket ger t ex utlåningsinstitut möjlighet att inte följa normala mönster. Enligt svenska Finansinspektionen har bankers bruttomarginal på bostadslån (faktisk rörlig utlåningsränta minus kostnaden för bankernas finansiering), minskat med 0,6 procentenheter till 0,8 procent det senaste året. Därtill kan förändringar i makrotillsynspolitik, ett nytt element i den ekonomiska politiken, påverka utlåningsmöjligheter och även penningpolitikens transmissionsmekanism.

Den regionala finansstressen i USA och krisen för Credit Suisse ger nya inblickar i transmissionsmekanismen. I en värld där insättare hanterar pengar och information digitalt ändras det finansiella landskapet med nya risker för den finansiella stabiliteten som följd. Det ger effekter på realekonomin genom förändrade riskpremier som påverkar priset på pengar och kapitalutbud. Händelserna riktar fokus på den monetära digitaliseringens potentiellt destabiliserande roll i det finansiella systemet. Även om orsakerna till utvecklingen kan kopplas till svagheter i affärsmodeller och bristande regleringar – inte enbart penningpolitiken – kan aggressiva räntehöjningar förstärka transmissionen genom ökad finansiell instabilitet.

Epilog: Även nya inflationsegenskaper?

Slutmålet för centralbankerna, att återupprätta prisstabilitet, kan också visa sig vara utmanande. BIS liknar inflationen vid vatten; egenskaper och beteenden förändras – fruset, flytande och gas – när temperaturen förändras. Inflationsegenskaper och beteende skulle således också ändras, inte minst i den höginflationsmiljö vi befinner oss i just nu. Därmed adderas intressant och ny komplexitet till penningpolitikens möjligheter att uppnå sina mål med olika policyverktyg.

Valutamarknaden

Dollarn tappar mark under ordnade former

Vinterns valutahandel har inte varit munter för små och illikvida valutor som kronan. Trots stabil och tilltagande riskaptit har kronan tappat mark och handlar nära rekordlåga nivåer mot euron. Att kronan nu är mycket undervärderad verkar inte hjälpa i en värld präglad av geopolitisk osäkerhet samt fokus på skuldsatta hushåll och fallande tillväxt i Sverige. En omsvängning kommer när Federal Reserve börjar sänka mot slutet av 2023 och dollarn försvagas mot flertalet valutor.

klämd mellan något mjukare penningpolitik kommande år och aktiemarknaden, där vi inte väntar oss någon fortsatt rusning (vilket normalt är en lite mer positiv miljö för dollarn). Vi gör därför bedömningen att dollarn fortsätter att falla, men att takten blir försiktig och kommer möta bakslag om/när global riskaptit backar. Att dollarn försvagas innebär att euron fortsätter att återhämta sig. Pundet bör fortsätta handla svagt mot flertalet valutor givet de strukturella utmaningar som Storbritannien möter.

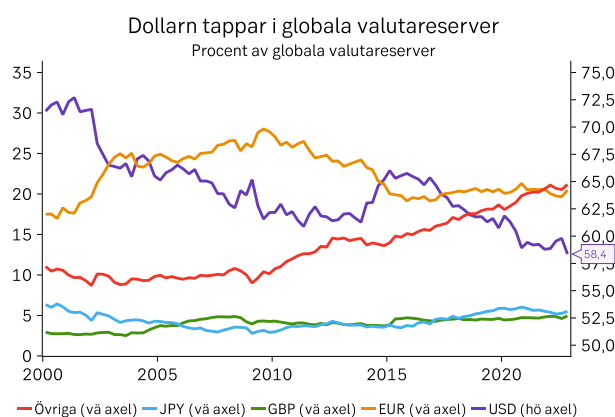
Valutakurser

	27 Apr	Jun 23	Dec 23	Dec 24
EUR/USD	1,10	1,11	1,12	1,17
USD/JPY	134	131	124	120
EUR/GBP	0,80	0,87	0,89	0,93
EUR/SEK	11,36	11,20	10,85	10,50
EUR/NOK	11,73	11,60	11,30	10,50

Källa: Bloomberg, SEB

Svagare dollar men fortsatt kämpigt för små valutor.

Under årets inledning har dollarn fortsatt försvagas mot flertalet valutor. De senaste veckorna har dock en viss konsolidering skett när bankkrisen skakade om valutamarknaden och utsikterna för räntehöjningar snabbt reviderades ner. Under de senaste 12 månaderna har dessutom dollarns roll som framtida reservvaluta börjat diskuteras och vi ser att omvärlden nu i viss utsträckning diversifierar ut ur dollarn.



Fed sänker först, dollarn försvagas. Som prognosbilden nu ser ut är USA även först ut med en mer rejäl inflationsnedgång. Därför blir också Fed först med att leverera räntesänkningar, vilket i sin tur väntas driva dollarn i svagare riktning. Samtidigt finns det stora frågetecken för hur konjunkturen utvecklas efter de stora åtstramningar som centralbankerna redan levererat och det risksentiment som har prisat in en ganska mjuk ekonomisk landning. Det innebär att vi tror att dollarn kommer vara

Svag krona föder ny euro-debatt. Att EUR/SEK är nära 11,50 igen är både överraskande och oroväckande. Kortsiktigt har företagens utdelningar varit ett sänke, men det förklarar inte den divergens som kronan uppvisar mot andra vanligtvis förklarande variabler som riskaptit och bottnande tillväxtbarometrar. Geopolitiska riskpremier kan vara en delförklaring samt omvärldens stora fokus på hushållens skuldsättning och fallande bostadspriser. Men även här har vi sett en stabilisering och vissa metkrokar har uppenbarat sig vad gäller fastighetsutvecklingen. Aktieflöden har sedan pandemin varit negativa för kronan, liksom Riksbankens valutaköp. Vår tro är att kronan återhämtar sig när svensk inflation mjuknar och Fed påbörjar räntesänkningar under andra halvan av 2023.

NOK svagast av dem alla trots norska oljepengar. Den norska kronan är hittills i år den markant svagaste av alla G10-valutor. Hög räntekänslighet bland hushållen spelar in, med hög belåning och låg räntebindning (vilket också hjälper till att förklara svag NZD och AUD). Inte heller oljepriset har gett något stöd. Norges Bank, som var en av de första centralbankerna in i höjningscykeln, har också varit en av de första som av marknaden förväntas nå sin räntetopp och därmed har även penningpolitiken varit ett sänke för NOK. Blickar vi framåt börjar även andra centralbanker närma sig slutet av sina höjningscykler, vilket bör göra att den relativa penningpolitiken inte ska vara lika mycket av ett sänkte under årets andra halva, när även oljepriset återhämtar sig enligt vår prognos.

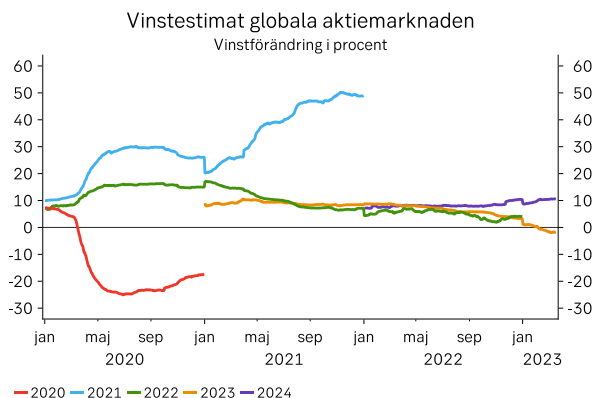
Aktiemarknaden

Slagigt men det ljusnar på lite sikt

Börserna uppvisar motståndskraft i den rådande turbulenta miljön. Sannolikt diskonteras framtida räntesänkningar och en mild och kortvarig tillväxtinbromsning. Vinstprognoserna för innevarande år har skruvats ned till svagt negativa och placerare bibehåller en defensiv positionering. Värderingar i nivå med historiska snitt, trots högre räntor och fundamental motvind kommande kvartal, talar för fortsatt volatilitet. I takt med att tillväxtbilden ljusnar kan börshumöret stärkas.

Börsuppgången runt årsskiftet har kommit av sig och de senaste månaderna har totalt sett bjudit på en sidledes utveckling. Variationerna har dock varit stora, såväl för index som mellan sektorer. Det faktum att marknaderna så tydligt rekylerat efter bankoron kan förklaras av en förhoppning om att en systemkris kan undvikas, men får ändå tas som ett styrketecken med tanke på möjliga negativa tillväxteffekter.

Vinstprognoserna har skruvats ner för innevarande år under de senaste månaderna vad gäller ett brett globalindex. Det följer ett vanligt mönster där prognoserna oftast startar på 10 procent när året är avlagt för att sedan justeras efter hand som året i fråga närmar sig. Under fjolåret gjorde bland annat stigande kostnader för råvaror och insatsvaror att den aggregerade vinsten steg med endast 4 procent. För 2023 har prognoserna länge legat i samma härad, men är nu neddragna till strax under noll. För nästa år ligger de traditionsenligt runt 10 procent.



Källa: Macrobond, SEB

Vikande efterfrågan. Det är mer än troligt att efterfrågan viker i år. Frågan är om företagen kan kompensera för både minskad efterfrågan och stigande kostnader genom att höja priserna. Förra året resulterade i fallande vinstmarginaler, som mycket väl kan vända upp i år, men helårseffekten förblir oklar. Vi ser fortfarande en viss nedsidesrisk för vinsterna, men att en stor del av nedjusteringen har kunnat göras utan att kurserna tagit alltför mycket stryk, ger visst hopp.

Värderingen ligger i linje med 10-årsnittet globalt. Tittar vi på ett vanligt vinstvärderingsmått som P/E-tal (räknat på rullande 12-månaders prognoser) handlas världsbörserna runt 16,5. Siffran dras upp av USA som är tydligt över sitt historiska snitt och ned av Europa och Emerging markets där bilden är den motsatta. En förklaring till skillnaden är att sektorkompositionen förändrats radikalt i USA i takt med den exceptionella tillväxten för de digitala drakarna.

Värderingsparametern driver sällan börsrörelser i sig, särskilt inte när värderingen är på dessa nivåer. Att räntenivån framöver sannolikt kommer att vara högre än under de senaste tio åren, samtidigt som vinstprognoserna i närtid inte ger nämnvärt stöd, utgör en begränsning för uppgångspotentialen. Börsens framåtblickande karaktär gör dock att förväntade vinstuppgångar efter tillväxtsvackan ger börsstöd.

Kvalitet på kort sikt, industri efter tillväxtsvackan? Starkare tillväxt i Kina samt stora investeringsbehov kopplat till försvarsindustri och klimatomställning bör positivt påverka efterfrågan och aktivitet. Det talar i sin tur för att industrirelaterade sektorer kan gynnas när väl svackan är över. I det lite kortare perspektivet framstår så kallade kvalitetsbolag som attraktiva med goda finanser, stabil vinstgenerering och god kapitalavkastning. En del av det senaste decenniets tillväxtbolag i teknologisektorn kvalificerar sig numera för den definitionen. Tillväxtbolag generellt bör gynnas av lägre räntor.

Politik ett hinder för EM. I ett geografiskt perspektiv talar såväl tillväxtfundamenta som värdering för Emerging markets, främst i Asien. Här står dock kritiken mot regionens ekonomiska gigant, Kina, bilden.

Neutral bild men med ljusare utsikter. Världsbörserna har rört sig sidledes under det senaste året, men med stora slag. Vår möjligen lite tråkiga positionering nära neutral risknivå har därmed varit rimlig. Tills de stora krafterna som nu stör bilden – inflation och tillväxt – visar tydligare riktning, behåller vi den synen. Spelar fundamenta ut enligt prognos finns dock anledning att se ljus på utvecklingen.

USA

Kreditåtstramning ökar risken för recession

Feds räntehöjningar börjar bita på finansmarknaden och ekonomin. Stramare lånevillkor för små och medelstora företag samt mer försiktiga hushåll gör att USA går in i en mild recession under 2023. Sencykliska inflationskrafter från arbetsmarknaden motverkar fallande priser på varor och inflationen, mätt med kärn-PCE, är tillbaka vid målet först 2024. Fed börjar sänka i slutet av detta år, när arbetsmarknaden tydligt försvagats.

Fönstret för en mjuklandning har krympt. BNP-tillväxten dämpades under första kvartalet av ett kraftigt lageromslag. Underliggande efterfrågan var dock stark och centralbanken Federal Reserve, Fed, möter därmed fortsatta utmaningar att kyla ner ekonomin till en långsiktigt hållbar nivå. Sega inflationskrafter, med uppreviderade KPI-utfall i slutet av 2022, och en het arbetsmarknad skapar press för ytterligare höjningar. Samtidigt väntas stramare kreditvillkor leda till att marknaden gör en del av jobbet åt Fed. Behovet att enas om en höjning av taket för den federala skulden bidrar till osäkra utsikter för ekonomin.

Nyckeldata

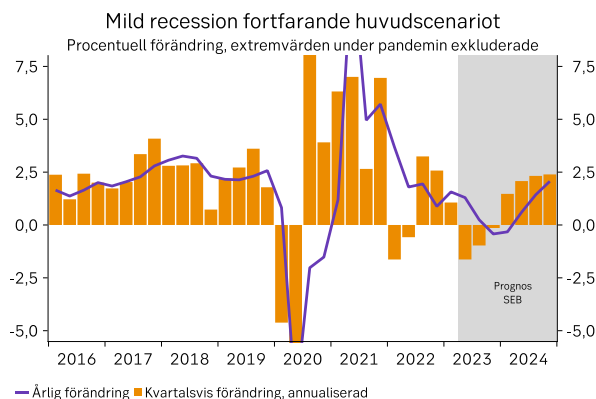
Procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,9	2,1	0,7	0,9
Arbetslöshet*	5,4	3,6	3,8	4,6
Löner	4,3	5,3	4,0	3,2
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	3,5	5,0	4,0	2,0
Offentligt saldo**	-11,6	-5,5	-6,0	-5,5
Offentlig bruttoskuld**	126	122	124	126
Fed funds rate, % ***	0,25	4,50	4,75	3,00

*% av arbetskraften, **% av BNP, ***övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB

Huvudscenariot förblir en mild recession, där BNP i slutet av 2023 hamnar något under nivån i slutet av 2022. Stark konsumentefterfrågan i början av 2023 speglar enligt vår bedömning tillfälliga faktorer, bl a onormalt varmt väder under januari-februari samt en

stor engångsutbetalning från socialförsäkringssystemet i januari. Vi förväntar oss fortfarande flera kvartal med sjunkande BNP i år. Prognosen för hela 2023 är dock över nollstrecket och skrivs upp något till 0,7 procent, från 0,5 procent i *Nordic Outlook* januari. 2024-prognosen dras ned från 1,2 procent till 0,9 procent.



Pessimistiska företag och hushåll. Barometerdata stödjer att ekonomin tappar fart. Index för stora industriföretag (ISM) är på nivåer som historiskt ofta följts av recessioner. Tjänstesektorn visade styrka i årets början, men försvagades i mars. Konsumenthumöret bottnade när inflationen toppade förra sommaren, men har förblivit svagt, enligt Michigan-universitetets mätning.

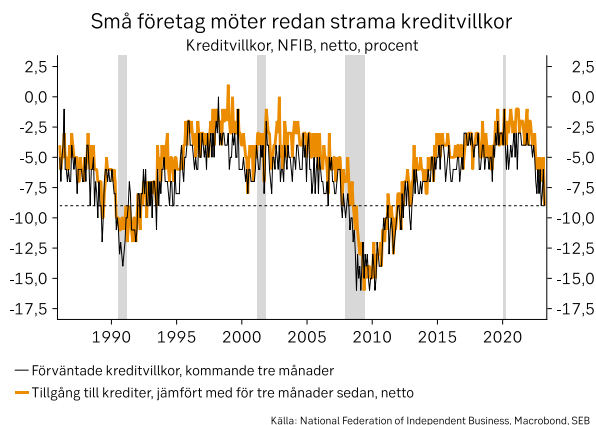
Kreditbroms trots tecken på stabilisering

Kollapsen i den kaliforniska techbanken Silicon Valley Bank, SVB, såg under några veckor i mars ut att kunna utlösa en ny bankkris i USA. Myndighetsåtgärder – garantier för samtliga insättningar i SVB och en annan krisbank, lugnande uttalanden från Vita Huset och nya lånefaciliteter från Fed – ser åtminstone tillfälligt ut att ha hejdat en akut förtroendekris. Inlåningen i banker och bankers efterfrågan på nödlån hos Fed har stabiliserats. De regionala banker som stått i fokus för oron ingår bland stora banker och det kan inte uteslutas att statistiken döljer flöden inom denna grupp. Men sammantaget visar data så här långt varken på en generell insättarflykt, utöver redan tidigare vikande trend, eller på ett akut kreditstopp.

Dyrare upplåningskostnader. Vi räknar ändå med att händelserna kommer att förstärka en redan pågående kreditåtstramning. Konsekvenserna av överdrivet risktagande brukar komma upp till ytan under höjningscykler och det är troligt att vi får se fler krishärda. Grundproblemen bakom SVB:s kollaps återfinns, om än inte lika extremt, i andra banker: Stora oförsäkrade insättningar som möter konkurrens från högre avkastning på statsskuldsväxlar och i penning-

marknadsfonder samt stora orealiserade förluster på innehav i stats- och bostadsobligationer när räntorna stigit. Feds nya ettårslån mot säkerhet i stats- och bostadsobligationer minskar risken för akuta likviditetskriser, men är dyra. Det är därför troligt att inlåningsräntorna höjs för att stoppa fortsatta utflöden. Notan för att säkra insättningar i SVB betalas av övriga banker, via ökade avgifter till insättarfonden. Mindre banker riskerar ökad reglering och övervakning.

Små och medelstora företag mest utsatta. Index för finansiella förhållanden har inte rört sig så mycket och kreditspreadarna har åter krympt. Kreditvillkoren för små och medelstora företag, som är beroende av banker för sin finansiering, skärps dock. Småföretagsorganisationen NFIB:s enkät visar att tillgången på krediter, samt förväntade kreditvillkor, i mars var de lägsta sedan slutet av 2012 och på nivåer som normalt ses i samband med konjunkturnedgångar. Vi tror att detta kommer att leda till en nedgång i näringslivets investeringar, vilket också stöds av svaga orderomdömen (ISM) och en dämpning i faktisk orderingång från industrin. Tendenser till bottenkänning på husmarknaden utmanas också av skärpta lånevillkor. Vi räknar med att bostadsinvesteringarna fortsätter att sjunka under första halvan av året.



Pandemi-sparbössor på väg att tömmas

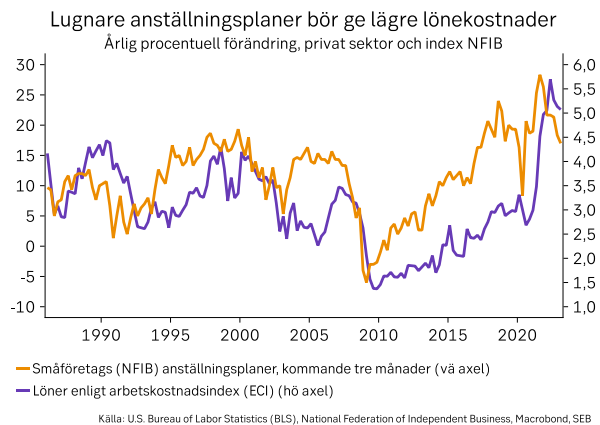
Hushållens stora sparöverskott efter pandemin har gjort att konsumtionen trotsat både sjunkande realinkomster och höjda räntor. Mer än hälften av dessa överskott hade sannolikt betats av i slutet av förra året. Vi tror att de kommer att vara helt uttömda till slutet av detta år, samtidigt som de alltmer koncentreras till välbeställda hushåll med lägre konsumtionsbenägenhet. Stigande löner och sysselsättning ger dock nytt stöd. Reallönerna faller inte längre. Därtill har hushållen fortsatt att konsumera en större andel än vanligt av sina inkomster.

Vi tror att hushållen blir mer försiktiga när arbetsmarknaden mer tydligt börjar dämpas. Vi väntar oss att

en sådan utveckling inleds under våren och leder till fallande konsumtion under andra halvåret. Den starka starten av året gör ändå att helårsprognosen för privat konsumtion höjs, från 0,9 procent till 1,2 procent, medan den för 2024 sänks till 0,8 procent.

Motståndskraftiga tjänstejobb

Antalet nya jobb växer fortfarande snabbare än snittet innan pandemin, på runt 180 000 jobb per månad, och de runt 100 000 jobb som Fed ser som förenliga med en stabil arbetsmarknad. De senaste tre månaderna har jobbtillväxten dominerats av hälsotjänster, hotell och restaurang samt offentlig sektor, där de två sista områdena ännu inte tagit tillbaka tappet under pandemin. Vi tror att även dessa sektorer mattas framöver och bidrar till en allmän inbromsning. Att konjunkturcykeln denna gång leds av icke räntekänsliga tjänstesektorer har dock sannolikt dämpat och försenat genomslaget av Feds snabba höjningar.



Begynnande tecken på normalisering. Arbetslösheten

väntas börja stiga i sommar, från dagens 50-årslägsta kring 3,5 procent, och toppa på över 4,5 procent 2024. Stigande varsel, och en försiktig uppgång i antalet nyanmälda arbetslösa, stödjer förväntan om att arbetsmarknaden försiktigt kyls av. Antalet lediga platser sjunker snabbare, från höga nivåer, medan småföretagen justerat ned sina anställningsplaner under nivåerna innan pandemin. Utbudssidan har samtidigt ljusnat. Deltagandegraden för arbetsintensiva åldrar 25-54 år är tillbaka på nivån i början av 2020. Immigrationen har återhämtat sig från Trumps restriktioner och stängda gränser under pandemin. Det totala arbetsdeltagandet är fortsatt lägre, men detta speglar en åldrande befolkning och arbetsutbudet hade sannolikt haft en vikande trend även utan pandemin.

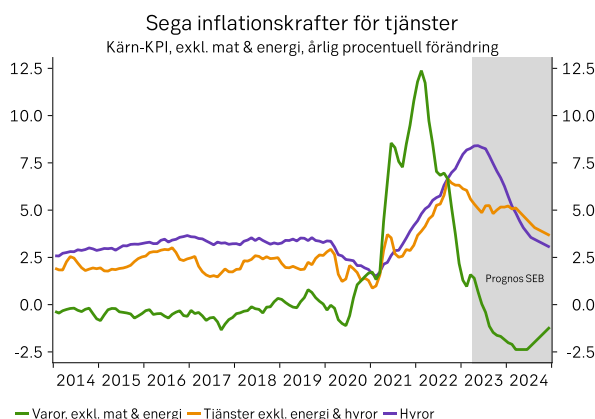
Löner signalerar fortsatt stram arbetsmarknad.

Timplönerna dämpades under det första kvartalet och ökningstakten börjar närma sig nivåer förenliga med inflationsmålet 2 procent. Enligt det mer tillförlitliga

arbetskostnadsindexet steg lönerna dock med nära 5 procent, omräknat i årstakt.

Svårbedömd Philipskurva ett Fed-dilemma

Perioden 2000 till 2019 präglades av en platt Philips-kurva (sambandet mellan inflation och arbetslöshet) där inflationen var stabilt låg över konjunkturcykeln. Att inflationen bitit sig fast på höga nivåer efter pandemin kan vara en indikation på att den nivå på arbetslösheten som är förenlig med stabil inflation, NAIRU, har skiftat upp. I så fall kan det krävas arbetslöshetsnivåer på 5-6 procent för att komma tillbaka till inflationsmålet på 2 procent. En annan tolkning är dock att sambandet är starkare, och Philips-kurvan brantare, när arbetsmarknaden är väldigt stram. I så fall behöver Fed inte kyla av ekonomin lika mycket. Vi lutar åt den sistnämnda hypotesen, som även stöds av data. Philips-kurvans osäkra utseende bidrar troligen till att Fed blir mindre benägen att agera förebyggande på tecken på svagare ekonomi innan man fått tydliga bevis på att inflationen är på väg tillbaka till målet.



Tröga tjänstepriser ger Fed huvudvärk. Total inflation har sjunkit snabbt när energipriserna fallit. Även övriga varupriser har vänt ned, i spåren av normaliserade leveranskedjor, fallande fraktpriser och krympande marginaler i grossist- och detaljhandelsleden. Fallande priser på begagnade bilar, efter den kraftiga uppgången under pandemin, har också varit viktiga för nedgången. Fed har dock skiftat fokus till tjänstepriser exklusive energi och hyror, som enligt Fed bäst fångar impulser från lönesidan och det underliggande inflationstrycket i ekonomin. Detta mått har legat i stort sett still på obekvämt höga nivåer runt 4,5 procent i årliga öknings sedan mitten av 2022. Bristen på framsteg i underliggande inflation bidrog till att Fed fortsatte att höja i mars, trots krisen i SVB, och till att nästan alla ledamöterna höll fast vid planen på en ytterligare höjning. Vår prognos pekar, trots lättnader för löner, mot att tjänsteinflationen förblir en huvudvärk för Fed under detta år.

Räntesänkningar dröjer till slutet av året. Fed kan dock knappast ignorera en situation med fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet, vilket är vad vi förväntar oss att se under andra halvan av 2023. Vi håller mot denna bakgrund fast vid prognosen om en sista höjning till 5,00-5,25 procent vid mötet i början av maj men tror liksom tidigare att Fed börjar sänka under fjärde kvartalet. I slutet av 2023 väntas Feds styrränta ligga på 4,50-4,75 procent följt av 2,75-3,00 procent i slutet av 2024. Vi tror det blir svårt för Fed att separera bantningen av balansräkningen, QT, från räntebeslut och väntar oss att neddragningen avslutas nästa år.

Låst läge inför skuldtaksförhandlingar. Politikernas oförmåga att enas om en höjning av taket för den federala skulden är ett nytt hot mot finansmarknaderna och ekonomin. X-dagen då statens pengar tar slut bedöms av kongressens budgetkontor, CBO, infalla mellan juli och september i år. Sjunkande skatteinbetalningarna gör att gränsen kan nås redan i juni. Kongressen har tre alternativ; höja taket, tillfälligt upphäva det eller skjuta problemet framför sig genom en mindre höjning.

Historiskt har en överenskommelse alltid nåtts i sista minuten och USA undvikit en självförvällad betalningsinställelse. Den ökade polariseringen, mellan och inom partier, har dock ökat risken för att något går snett. Republikanernas talman Kevin McCarthy har föreslagit en 10-årig sparplan i utbyte mot en ettårig takhöjning. Demokraterna vill dock inte ha en ny skuldtakskris under valkampanjen inför nästa års presidentval och är principiellt emot att taket används som ett förhandlingsvapen. Kraven på drastiska nedskärningar nästa år samt slopandet av stora delar av president Bidens klimatpaket, Inflation Reduction Act, IRA, är också svårsmälta.

Svältkur eller paniknedskärningar? Ett nytt långsiktigt sparbetting i likhet med det president Obama tvingades gå med på 2011 skulle kunna begränsa möjligheterna att stötta konjunkturen vid en ny nedgång. Höjs skuldtaket inte alls blir effekterna ännu värre med en hotande tvärbroms. Det senare alternativet skulle leda till omedelbara krav på drastiska nedskärningar, inklusive på försvar, sjuka och pensionärer, givet ett underskott på drygt 5 procent av BNP. US Treasury, finansdepartementet, bedöms dock ha verktyg för att prioritera räntebetalningar på skulden. Sammanfattningsvis behöver budgetprocessen reformeras, både avseende de ständiga underskotten och de underfinansierade socialförsäkringssystemen. De senare är dock politiskt känsliga och lämpar sig inte för ett "chicken race" där USA:s vilja och förmåga att sköta sina skulder står på spel.

Kina

Konsumtionen driver återhämtningen

Kinas BNP-tillväxt är på väg att överträffa regeringens mål på 5 procent 2023. Tillväxten översteg med god marginal förväntningarna under första kvartalet och därför höjer vi vår prognos för innevarande år till 5,9 procent. Återhämtningen kommer sannolikt att ta fart under de kommande månaderna med konsumtionen som drivkraft. Den kvarvarande bräckligheten i fastighetssektorn tynger dock investeringarna.

BNP-tillväxten är på väg att överstiga det relativt blygsamma målet på 5 procent 2023 utan att kräva nya stora stimulanser. Den senaste ekonomiska statistiken har över lag överträffat förväntningarna ända sedan Kina släppte sin strikta covid-politik i slutet av förra året. Med en säsongsrensad kvartalstakt på 2,2 procent under första kvartalet, höjer vi vår prognos till 5,9 respektive 4,9 procent för 2023 och 2024.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	8,1	3,5	5,9	4,9
Inflation	0,9	2,4	2,8	2,4
Offentligt saldo	-3,8	-4,9	-5,0	-4,7
Bankers kassakrav,%**	11,5	11,0	10,50	10,50
1-årig låneränta,%**	3,80	3,65	3,65	3,65
7-d omvänd reporänta,%**	2,20	2,00	2,00	2,00
USD/CNY**	6,36	6,55	6,60	6,45

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

Hushållens konsumtion drar det tunga lasset.

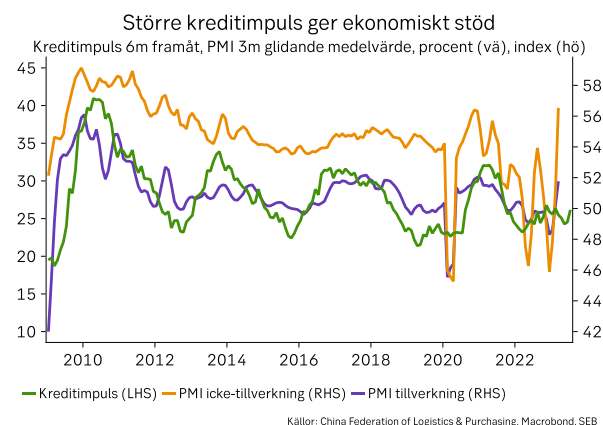
Detaljhandelsförsäljningen har hittills konsekvent överträffat förväntningarna, i synnerhet tjänster inom personlig service som överstiger hushållens totala konsumtionstillväxt. För närvarande sker den snabbaste återhämtningen inom hotellnäringen och cateringtjänster.

Större kreditimpuls stödjer investeringar efter andra kvartalet. Historiskt brukar kredittillväxten föregå den reella ekonomiska aktiviteten med 1-2 kvartal. En accelererande långfristig kredittillväxt bådar gott för

företagsutlåningen, men för närvarande har investeringarna ännu inte tagit fart. Infrastrukturinvesteringar avtog i mars, vilket återspeglar Pekings strävan att undvika mer aggressiva stimulanser.

Belägrad fastighetssektor dämpar återhämtningen.

Fastighetspriserna fortsätter återhämta sig men förtroendet för sektorn är fortsatt svagt. Dessutom leds återhämtningen i byggandet av statliga fastighetsutvecklare. Även om en del av oron bland privata utvecklare har lättat, lär det ta tid innan nya projekt kommer i gång då fokus har legat på att slutföra befintliga projekt som tidigare avstannat.



En balanserad policyrespons är att vänta. I slutet av mars sänkte Kinas centralbank (PBoC) sin kassakravskvot med 25 räntepunkter till 10,75 procent. Trots förbättrad kreditefterfrågan är förtroendet för fastighetssektorn fortsatt svagt. Så länge inflationstrycket kvarstår tror vi att centralbanken har utrymme att behålla en stödjande hållning. Det 3-procentiga inflationsmålet från Peking dämpar dock förväntningarna om större stimulanser. Om återhämtningen i den inhemska efterfrågan ökar snabbare än väntat kan det sätta tryck uppåt på kärninflationen, vilket skulle kunna få PBoC att strama åt de finansiella villkoren under året, särskilt om tillväxtmålet förväntas uppnås. Stramare finansiella villkor kräver i sig inga höjningar av policyräntan och tidigare har PBoC tryckt upp marknadsräntorna genom att hålla inne likviditetsreserver.

Yuanen stärks. Kinas högre tillväxt bör leda till en appreciering av yuanen mot dollarn till 6,60 i slutet av 2023. Högre vinstförväntningar bör leda till utländska inflöden till kinesiska A-aktier. Hittills har Shanghai-börsen stigit nästan 9,6 procent i år. I mitten av april uppskattade vi nettoinflödena till 27,9 miljarder USD. Utan överraskningar i form av nya regleringar lär dessa utländska inflöden förbli stabila.

Tema:

Turkiska valet

Polycyskifte kräver mer än en oppositionsseger

Orosmolnen hopar sig inför det turkiska valet i maj. Efter år av återkommande valutakriser borde de ekonomisk-politiska vägvalen vara relativt okomplicerade. Valet kan bana väg för en verklig förändring, men riskerna kvarstår även med en oppositionsseger. Trots optimistiska opinionsundersökningar utgör politiska institutioner hinder för ett maktskifte. Dessutom förblir oppositionens interna bräcklighet ett problem. Därför är ett regeringsskifte i Turkiet ett nödvändigt – men i sig inte ett tillräckligt – villkor för en återgång till en mer hållbar ekonomisk politik.

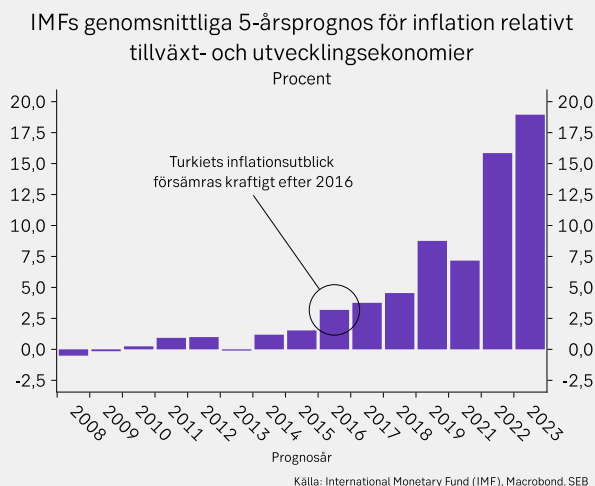
Mörka ekonomiska moln över valet i maj

Den 14 maj kommer Turkiet att hålla president- och parlamentsval. Dessa kommer att ske mot en bakgrund av ökade geopolitiska risker, en miljö med högre globala räntor, samt allvarliga inhemska ekonomisk-politiska utmaningar. Även om toppen ligger bakom oss visar konsensusprognoser att den turkiska inflationen kommer att ligga kring 46 procent i år. Senaste IMF-prognoserna visar dessutom hur inflationsutsikterna har försämrats över tiden. I förra veckans publikation räknade IMF med att genomsnittlig inflation de kommande fem åren förblir nära 19 procentenheter över aggregatet för tillväxt- och utvecklingsländerna. Dessa dystra inflationsutsikter lägger sig som en våt filt över valet.

Oändliga valutakriser

Turkiet genomled en valutakris 2018, och i praktiken ytterligare en till och med i slutet av 2020, där den senare kom efter en period av ineffektiva inofficiella valutainterventioner. Ett kort försök att stabilisera inflationen under centralbankschefen Naci Agbal följdes av hans summariska avsked och påföljande räntesänkningar i slutet av 2021, vilket i än större utsträckning blottade de finansiella sårbarheterna.





Kontentan blev en ännu snabbare depreciering av liran samt skenande inflation. I slutet av 2021 hade Turkiet gått in i vad som kan klassas som ännu en valutakris. Med monetär stimulans i kombination med finanspolitisk expansion blev tillväxtåterhämtningen kraftig, samtidigt som många andra länder kämpade med återhämtningen från covid-pandemin.

Stora bytesbalansprolem. Efter ytterligare räntesänkningar från september och framåt förra året kom liran återigen nära en kris. Trycket på liran lättades av valutainterventioner, ett nytt "FX-skyddat" insättningsinstrument och en rad makrotillsyns- och regleringsåtgärder. Kriget i Ukraina ökade de ekonomiska påfrestningarna, särskilt genom högre priser på energiimporten, men nyare bytesbalansdata visar också en växande import av icke-monetärt guld. Sedan 2020 har denna periodvis högre efterfrågan på guld korrelerat med tecken på ökad ekonomisk stress. Den turkiska ekonomiska tillväxtstrategin, med förlusten av ett inflationsankare och historiskt extrema bytesbalansunderskott, verkar ohållbar.

Ny byggboom? Den förödande jordbävningen i februari kommer att kräva betydande återuppbyggnadsinsatser som uppskattas till allt från 35 till 100 miljarder dollar. Utan ett större inflöde av externa bidrag kommer det utan tvekan att krävas en mer expansiv finanspolitik. Bygginvesteringar drev en stor del av Turkiets BNP-tillväxt fram till och med 2013. Katastrofen kan ge en möjlighet att återuppbygga en stor del av bostadsbeståndet på ett hållbart sätt för att säkerställa att framtida katastrofer inte får samma humanitära konsekvenser. Men den undermåliga transparensen kring upphandlingsprocesser väcker också oro för en ineffektiv allokering av resurser i en sådan satsning.

Tillfälligt lugn, men problemen inte lösta. På ytan tyder vissa data över tillgångspriser på relativ stabilitet för tillfället. Ändå verkar detta till stor del artificiellt, en

biprodukt av statliga ingripanden och regleringar, snarare än ett uttryck för marknadsdriven jämvikt mellan utbud och efterfrågan. Ett växande bytesbalansunderskott har finansierats av ett historiskt onormalt bidrag från odokumenterade finansieringskällor, en bostadsboom och en volatil aktiemarknad, vilket visar hur investerare jagar inflationssäkra tillflyktsorter.

Den politiska färdplanen borde vara enkel...

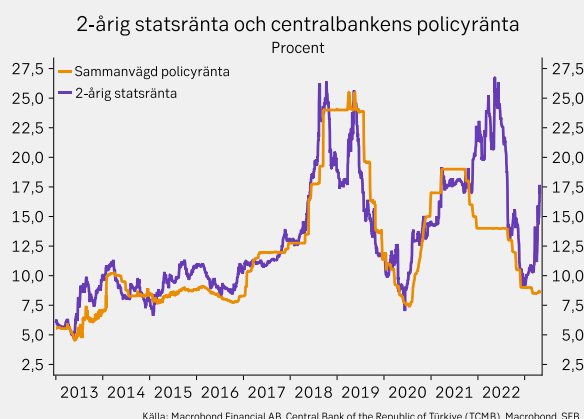
Det som krävs på den ekonomisk-politiska fronten är egentligen inte så komplicerat. De flesta analytiker belyser behovet av kortsiktiga räntehöjningar åtföljda av åtgärder för att stärka centralbankens oberoende, särskilt för att hjälpa till med att få ner inflationen och återuppbygga valutareserverna. En stramare finanspolitik skulle också hjälpa, givet ökade finanspolitiska risker och hög inflation, med utrymme för riktat stöd till särskilt utsatta. Under tiden, i den mån dessa policyförändringar genomförs och inflationen minskar, kan makrotillsyn och reglerande åtgärder såsom valutaskyddad inlåning, också fasas ut försiktigt. Det skulle öppna upp för en återgång till mer marknadsbaserade bestämningsfaktorer för tillgångspriser och för staten att anta en mindre dominerande roll avseende finansiella marknader och kreditgivning.

Inga förbättrade investerarvillkor i sikte. Trots de uppenbara ekonomisk-politiska behoven har den turkiska regeringen förblivit orubblig i ståndpunkten att investerare inte ska förvänta sig någon större policyförändring efter valet. Rapporter om att tidigare (hos investerare) populära beslutsfattare återvänder till AKP-skrået lär sannolikt inte göra mycket för att förbättra investerarsentimentet.

Riskerna kvarstår vid oppositionsseger

Investerare ser oppositionen och dess utsikter i valet som en katalysator för en potentiell återgång till mer ortodox policy och friare marknadsprinciper. Utsikterna är till synes ganska ljusa. Opinionsmätningar visar att oppositionskandidaten Kemal Kilicdaroglu har ett visst försprång. Dessutom signalerar den korta änden av statsobligationskurvan en delvis reversering av penningpolitiken efter valet. En återgång till ekonomisk ortodoxi – en centralbank som åtar sig att få ner inflationen och en regering som är villig att acceptera lägre och mer hållbar ekonomisk tillväxt samtidigt som den minskar regleringar som kväver det fria flödet av kapital – borde ge incitament för ökade investeringsflöden från utlandet. Men detta scenario förutsätter: a) att opinionsundersökningar verkligen

speglar framtida valresultat; och b) att en oppositionsregering kan leverera.



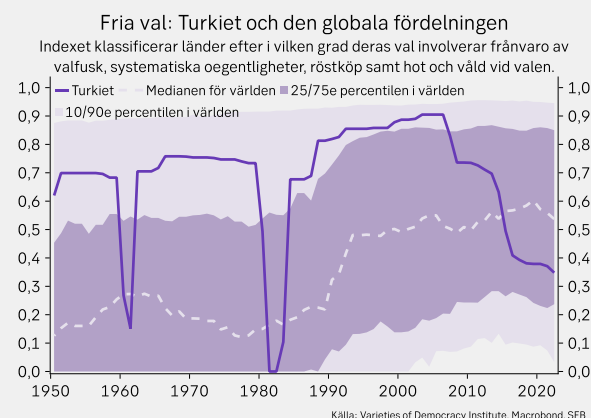
Politiska institutioner hinder för maktövergång. Den första utmaningen för ett maktskifte är Turkiets politiska institutioner. Det politiska landskapet är annorlunda nu jämfört med tidigare situationer med fredliga regeringsskiften. Förtroendet för valprocessen är på rekordlåg nivå (borträknat historiska episoder av extrem instabilitet). Media är kraftigt till fördel för den sittande regeringen och flera oppositionsledare sitter i eller riskerar fängelse. Dessutom borde detta vara Erdogans sista chans att kandidera till presidentposten – den nuvarande konstitutionen anger en gräns på två mandatperioder. Som president skulle hans sista mandatperiod vid makten alltså behövas inte bara för att undvika att förlora makten direkt, utan också för att antingen säkerställa sin efterträdare för en framtida politisk övergång eller arbeta för att upphäva själva mandatbegränsningen.

Oppositionens djupa meningsskiljaktigheter. Den andra utmaningen är en oppositionskoalition med till synes spretande preferenser över Turkiets politiska framtid. En ökad oenighet inför nomineringen av oppositionens presidentkandidat Kemal Kilicdaroglu löstes visserligen snabbt, men kan vara ett tecken på djupare interna meningsskiljaktigheter. Och medan en oppositionsseger sannolikt kommer att kräva röststöd från HDP, ett pro-kurdiskt politiskt parti, ser framtida samarbete mellan det partiet och det mer nationalistiska IYI svårt ut.

Stora risker med ett splittrat parlament efter valet.

Ett splittrat parlament kanske inte hindrar en framtida president från att utse en ny centralbankschef eller leda Turkiet tillbaka på vägen mot en mer ortodox ekonomisk politik, men investerare bör vara medvetna om riskerna för stabiliteten i en framtida oppositionskoalition. När AKP förlorade makten i juni 2015 misslyckades oppositionen att enas kring en ny regering, vilket lämnade Erdogan vid makten, och några månader

senare ställde sig väljarna återigen bakom AKP. Regler som bestämmer under vilka förhållanden och hur parlamentet skulle kunna tvinga igenom nya val är oprövade och som sådan är den politiska livslängden för en framtida president med ett splittrat parlament oklar.



Motståndet mot Erdogan enda limmet. Sammantaget, utöver önskan att se en ny regering på plats – såväl som en önskan att avsluta det verkställande presidentskapet – råder det brist på politiskt lim för att hålla ihop oppositionsalliansen. En övergång till ett starkt parlamentariskt system kommer sannolikt att kräva konstitutionella ändringar, för vilka parlamentets förväntade oenighet kan bli ett hinder.

Hur mycket vill och vågar en ny regering förändra?

Dessutom kan oppositionens mål att avskaffa några av AKP-erans mer auktoritära excesser strida mot egenintresset eller behovet av att hävda sin egen kontroll över statsapparaten, såsom nyckelpositioner inom byråkratin, rättsväsendet och säkerhetsapparaten. Under denna period kan ekonomiska beslutsfattare fortfarande komma att lämnas utanför politiken för att rätta till tidigare ekonomisk-politiska fel, men hur länge är oklart. Och hotet om politisk instabilitet kan hålla riskpremierna höga, vilket potentiellt försvårar centralbankens jobb genom att kräva en ännu högre styrränta. Den efterföljande nedgången i den ekonomiska aktiviteten kan sedan återspeglas i lägre stöd för den nya regeringen som, med ett splittrat parlament, kan testa styrkan hos den styrande partikoalitionen.

Nödvändigt, men inte tillräckligt. Som sådan ser en regeringsövergång i Turkiet ut som ett nödvändigt – men inte nödvändigtvis tillräckligt – villkor för en återgång till en mer hållbar ekonomisk politik.

Euroområdet

Kärninflationen håller kvar ECB i höjarläge

De väntade konsumtionssvagheter som gäckade oss under stora delar av förra året har nu blivit mer tydliga och konsumtionen föll kring årsskiftet. Vi väntar oss ett svagt år men motståndskraften inom framför allt tjänstesektorn bidrar ändå till viss förbättring. Energiosäkerheten har minskat men höga priser utgör fortfarande en hämsko för tillväxten. Trots ökad finansiell oro höjer ECB styrräntorna i ytterligare tre 25-punkterssteg vid kommande möten.

Trots energiproblematik, hög inflation och stigande räntor visar ekonomierna i Europa fortfarande motståndskraft. Ett ökat kostnadstryck pressar alla delar av ekonomin men allra mest hushållen. Utsikterna spretar också rejält mellan olika sektorer. Den väntande inbromsningen för hushållen blev mer och mer tydlig i höstas. Konsumtionen föll rejält sista kvartalet 2022 men steg något i inledningen av 2023 pga. investeringar och positivt handelsnetto. Samtidigt vände förtroendeindikatorer upp i slutet av förra och in på det nya året. Tjänstesektorn visar förhållandevis god tillförsikt vilket är något förvånande givet den mängd utmaningar regionen fortfarande står inför. För tillverkningsindustrin har indikatorerna för den nära framtiden vikt ner den senaste tiden men det beror främst på att globala värdekedjor fungerar mer normalt och att transportpriser har fallit markant.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,3	3,5	0,6	1,6
Arbetslöshet*	7,7	6,7	7,0	7,8
Löner	4,1	4,5	5,2	4,3
KPI	2,6	8,4	5,4	1,5
Offentligt saldo**	-5,1	-3,9	-3,3	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	95,4	92,0	91,0	90,0
Inlåningsränta, %***	-0,50	2,00	3,75	3,00

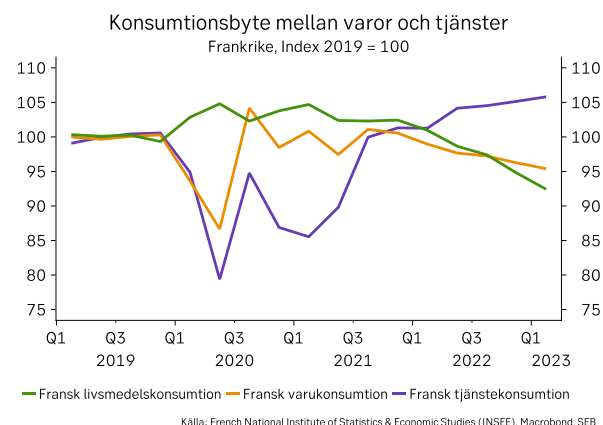
*% av arbetskraft, **% av BNP, ***vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

Mild recession. Trots en oväntat stor motståndskraft är ett milt men lite mer utdraget recessionsscenario troligt. Ett svagt 2023 där tillväxten stannar på 0,6 procent följs av ett mediokert 2024 där tillväxten, trots att det är ett återhämtningsår, bara når 1,6 procent vilket endast är något över trend.

Bättre än väntat men delvis av dålig anledning. Att BNP föll mindre än väntat kring årsskiftet förklaras bl a av svag import och lageruppbyggnad, vilka båda drar upp tillväxten. Att lager byggs upp är i linje med att företag globalt bygger större buffertar som ett svar på de senaste årens leveransproblem. Ökade lager ger tillfälligt högre efterfrågan, vilket vi ser i bl a orderstatistik. Mer förvånande är att importen samtidigt föll. Fallande import, när lager ökar, är ett tydligt svaghets-tecken som drivs av lägre konsumtion och bygginvesteringar samt att företag rustar för sämre tider. Vi tolkar BNP-statistiken som tecken på att ytterligare avmattning ligger framför oss och att konsumtionen faller två procent kommande tre kvartal.

Förbättrat energiläge minskar nedåtrisker. Tillgången och priser på energi blev bättre än befarat, framför allt mot slutet av förra året, vilket är en viktig anledning till den ekonomiska motståndskraften. Samtidigt är många energislag fortfarande tydligt dyrare än för två år sedan och elpriserna har inte gått ner i samma utsträckning som priserna på naturgas. Samtidigt har fortsatt höga livsmedelspriser och penningpolitiska åtstramningar tagit över som tillväxtmotvind.

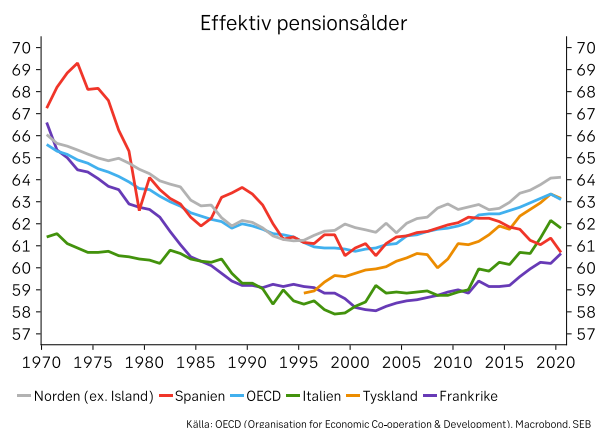
Fortsatt stark tjänstesektor. Den höga inflationen, men även en i utgångsläget hög konsumtionsnivå gör nu att varukonsumtionen faller. Att konsumenterna skulle växla upp tjänstekonsumtion efter pandemin var väntat men uppgången har hållit i länge, och verkar nästan ha varit oberörd av kraftigt stigande priser.



Högt sparande är en ändlig buffert. Det höga pandemi-sparandet används nu som en extra finansieringskälla. Men negativa reallöner, fortsatt hög inflation och

stigande räntor gör att dessa medel förr eller senare tar slut och konsumtionen i sin helhet ska klaras av den nya sämre köpkraften. Tajningen varierar mellan konsumentgrupper och exakt när hushållen totalt sett har använt alla medel är högst osäkert. Sparkvoten har gått ner men låg vid utgången av 2022 fortfarande över nivån innan pandemin. Slutsatsen kvarstår: Hushållen kommer att tvingas konsumera mer återhållsamt än vad de tidigare varit vana vid och det är huvudförklaringen till prognosens svaga BNP-tillväxt.

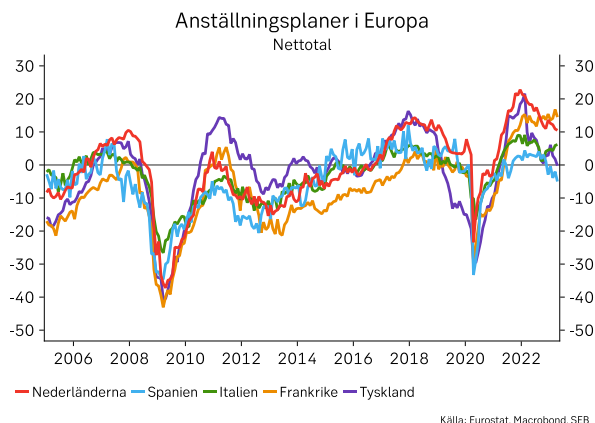
Stökig början på året även politiskt. Stämningsslaget i Europa präglas av spänningar. Energi- och inflations-situationen är bara en och protester av olika karaktär pressar regeringar runt om i Europa. I Tyskland fortsätter avtalsrörelsen med inslag av strejker där löntagare efterfrågar mer eller mindre full inflationskompensation. Tysk lönebildning brukar sluta i att lönerna ökar med hälften av vad facken begär men innehåller ofta svårtolkade engångslösningar. I Frankrike har protesterna varit omfattande men där har fokus som så ofta legat på impopulära strukturfrågor som höjd pensionsålder. Orsaken till ilskan varierar och några är mot höjningen som sådan, medan andra är upprörda över hur president Macron drev igenom förslaget. Samtidigt innebär globala spänningar, t ex Ukrainakriget och relationen mellan USA och Kina, att EU måste hitta sin plats i världen när både framtida handelsmönster och klimatomställningen förändras. EU hamnar mitt emellan stora block och riskerar att ställas inför svåra ställningstaganden samtidigt som en komplicerad inrikespolitisk agenda ska hanteras.



Arbetsmarknaden håller emot trots svagare tillväxt.

Trots BNP-fall kring årsskiftet steg sysselsättningen. Förklaringen är en stark efterfrågan inom tjänstesektorn, vilket ger en sysselsättningsuppgång trots att BNP står och stampar. Troligen bidrar även företagens svårigheter att hitta personal efter pandemin till att företag väljer att hålla kvar sina anställda trots fallande efterfrågan. Just nu är anställningsplanerna fortsatt

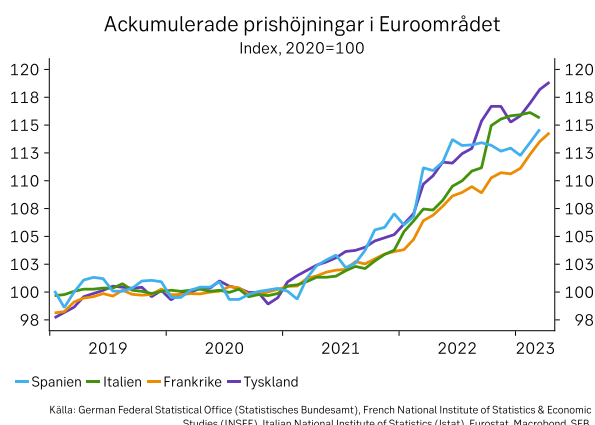
hyfsade, men vi bedömer att sysselsättningen kommer att falla när ekonomin bromsar in ytterligare. Arbetslösheten ökar med drygt en procentenhet från början av 2023 till slutet av 2024, vilket ändå får betecknas som förhållandevis måttligt.



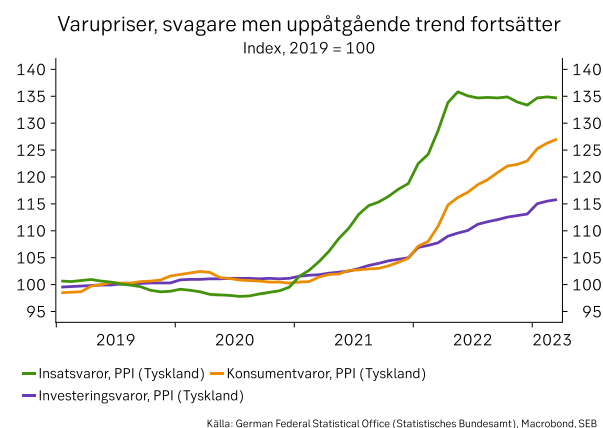
Spridningseffekter avgörande för ECB

Inflationen utgör den största hämskon för tillväxten, direkt och indirekt via centralbankernas räntehöjningar. Om energipriser var i fokus när räntehöjningarna inleddes är osäkerheten nu mer kopplad till hur mycket inflation som finns kvar i systemet samt hur den höga inflationen kommer att påverka t ex löner och hyror. Till en allmän osäkerhet har vi dessutom politiska stödåtgärder som mildrat tidigare prisuppgång, vilket omvänt kommer att minska nedåtpotentialen, beroende på hur och när de avslutas.

Totala inflationen är nu snabbt på väg ner drivet av bl a lägre energipriser och stora baseeffekter från 2022. Det är i sammanhanget viktigt att påminna om att den generella prisnivån fortsätter stiga från en redan hög nivå. Mätt med konsumentprisindex har situationen varit något mindre ansträngd i Frankrike jämfört med de andra tre största ekonomierna. Konsumenter får det fortsatt tufft även om centralbanker ur ett inflationsmålsperspektiv får det något enklare mot slutet av året.



Fokus på den trögörliga kärninflationen. När energipriserna lättat något har fokus flyttats till hur prisökningar sprids till bredare delar av konsumentkorgen som mer påverkar kärninflationen. Det är normalt med en viss fördröjning mellan priser med stor variabilitet (som energi och livsmedel) som ger variationer i KPI, och mer trögörliga priser som hyror och löner. Det kan t ex illustreras genom att se på priser för insatsvaror, producentpriser och konsumentpriser (se diagram nedan). Även om genomslaget mellan olika led i prisbildningen är osäkert så är vår bild att det finns prishöjningar kvar i systemet, som ännu inte nått konsumentledet. Prisförändringar på t ex tjänster påverkas med viss fördröjning och en stark efterfrågan gör också att de priserna enklare kan stiga. Även om de månatliga prisförändringarna för kärninflation inte sticker ut på samma sätt som under delar av 2022 är de fortfarande höga i ett historiskt perspektiv. Det ger en sammantagen bild att nedgången i kärninflationen i euroområdet kommer först efter sommaren i år.

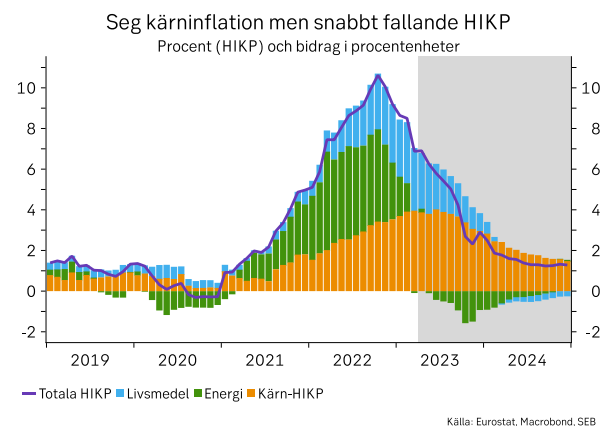


Små tecken på kommande prisnedgångar. Företagens prisförväntningar har enligt inköpschefsindex rört sig nedåt. För tillverkningsindustrin har uppfattningen om insatsvarupriser snabbt fallit och indikerar t o m prisfall. För tjänstesektorerna signalerar indikatorer tvärtom fortsatta uppgångar, om än i långsammare takt än tidigare. Priserna på frakter och på många råvaror har fallit markant de senaste månaderna, vilket kan ge en nedåtpress på priser i olika produktions- och konsumtionsled. Dock är det totala kostnadsläget i senare produktionsled fortsatt högre än tidigare varför en större total prisnedgång inte är att vänta. Högre hyreskostnader, högre räntor och högre arbetskostnader kommer att vara avgörande för inflationsdynamiken.

Osäkerheten om löner håller ECB på tårna. Kärninflationen i euroområdet börjar falla under andra halvan av i år men landar trots det på 2,8 procent för helåret 2024, fortsatt en bit över inflationsmålet. För

att nå dit krävs fortsatt förbättrade leveranskedjor och att insatsvaror kommer ner i pris. Det helt avgörande för var inflationen till slut hamnar är löneökningstakten. Lönebildningen ser olika ut i olika länder, där en del (t ex Belgien) har avtal som automatiskt räknas upp med KPI. I Tyskland pågår avtalsrörelsen men den är utdragen och utfallet är osäkert. Lönerna är en av huvudorsakerna till varför ECB tvingas vara på tårna för att mota alla former av spridningsrisker som kan hota inflationsmålet på sikt. Höga löneavtal ger en större risk att inflationsnedgången blir mer segdragen. Vi bedömer i likhet med ECB att lönetillväxt i år och nästa år ligger nära fem procent i euroområdet. Det är en lönetillväxt som i normalfallet är i högsta laget utifrån ett inflationsperspektiv då produktivitetstillväxten även på några år sikt väntas vara måttlig. Vi bedömer att det ändå är hanterbart men att kärninflationen inte når 2 procent förrän efter 2024.

75 punkter till från datafokuserat ECB. Det som avgör ECB:s räntepolitik i närtid är inkommande statistik. Både PPI- och KPI-statistiken kommande månader blir därmed av största betydelse, nästan oaktat vad som händer i realekonomin. Vi bedömer att ECB inte kommer att få särskilt många, om ens några, tecken på att inflationstrycket mattas innan sommaren. Det gör att ECB höjer styrräntorna med ytterligare 75 räntepunkter under sommaren i år och att inlåningsräntan toppar på 3,75 procent. En uppskruvad finansiell osäkerhet kan helt rita om räntekartan och centralbankspolitiken. Det senaste årets höjda räntor har skapat spänningar i systemet vilket inte är förvånande och kommer att vara kvar som ett orosmoln ytterligare en tid. En effekt av bankoran i mars är att marknaden själv stramar åt kreditgivningen vilket gör att ECB inte behöver gå fullt så högt som annars varit fallet. När väl tecknen på en mer tydlig disinflationistisk trend börjar synas, tillsammans med att ekonomin tydligare mattas av, börjar ECB sänka räntan. Vi bedömer att räntan totalt sänks med 75 räntepunkter under 2024.



Storbritannien

Lång uppförsbacke mot högre tillväxt

En stark arbetsmarknad och lägre energipriser har gett den brittiska ekonomin lite oväntat ljus i tunneln. Flera pågående globala systemkriser blottar utmaningar och risker som inte fanns vid tidpunkten för Brexit-beslutet. Tecknen på 'greedflation' är dock få vilket möjliggör fallande inflation. Bank of England höjer styrräntan till 4,50 procent i år, men sänker under 2024 till 3,75 procent.

Brittiska ekonomin har överraskat positivt i början av 2023. Arbetsmarknaden är fortsatt stark med hög lönetillväxt på runt 7,5 procent. BNP-tillväxten är likväl påtagligt syrefattig. Upprepade strejker i olika sektorer inverkar negativt på tillväxten men bara marginellt. Samtidigt finns flera långsiktiga utmaningar i form av svag produktivitet, investeringar som stagnerat och sjunkande deltagandegrad på arbetsmarknaden. Ekonomin är fortsatt märkt av efterdyningarna från pandemin och Brexit och påverkas nu av en omvärld styrd av krig och inflation. Tillväxten blir -0,4 procent i år jämfört med 4,1 procent 2022. Omvärlden och förbättrad real köpkraft lyfter tillväxten till 0,7 procent 2024. Jämfört med dagsläget väntas arbetslösheten stiga med knappt 1 procentenhet under prognosperioden.

Nyckeldata

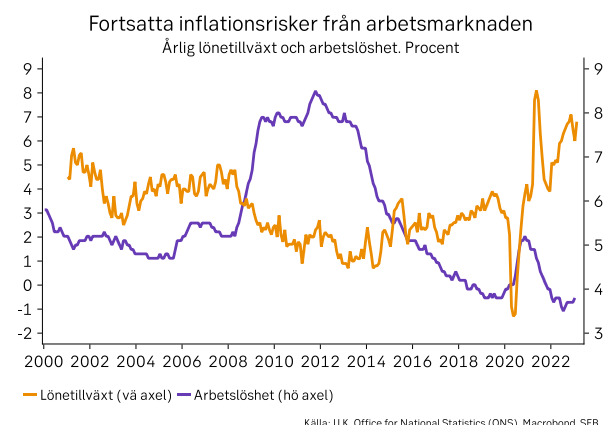
Procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	7,6	4,1	-0,4	0,7
Arbetslöshet*	4,5	4,1	4,3	4,8
Löner	5,9	6,0	4,2	2,4
KPI	2,6	9,1	7,0	2,4
Offentligt saldo**	-8,3	-6,3	-5,5	-4,5
Offentlig bruttoskuld**	108,1	102,6	105,0	107,0
Styrränta, %***	0,25	3,50	4,50	3,75

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

Hushållens reala disponibla inkomst faller med 6 procent under 2022-2023. Även hushållens historiskt höga sparkvot – idag runt 9 procent – faller något vilket lindrar konsumtionsnedgången i år. Regeringens budget med bl a förlängt energiprisstöd till hushåll och företag bedöms ge en marginellt mer positiv BNP-tillväxt framöver. I vårbudgeten ingick även åtgärder för att öka deltagandegraden på arbetsmarknaden och ökade satsningar på försvaret. Däremot saknas fortfarande – i en omvärld präglad av geopolitiska spänningar – en trovärdig och uthållig investerings- och handelsstrategi för att lösa en del av landets strukturella problem. Budgetunderskottet väntas i år bli 5,5 procent av BNP och 4,5 procent 2024; offentlig skuld som andel av BNP landar på 107 procent i slutet av 2024.

Bostadspriser har pressats av inflationen och högre bolåneräntor. Priserna har nu fallit med 6 procent sedan toppen i augusti förra året. Bolåneräntor på ca 4 procent är de högsta sedan 2008. Ett ytterligare begränsat prisfall ligger i korten, men fallet bedöms stanna på 10 procent från toppen. När Bank of England (BoE) sänker räntan nästa år, och bostadsräntorna går ned, kan också bostadspriserna börja vända upp igen.



Inflationen är besvärande hög. På kort sikt dämpas inflationen av regeringens annonserade förlängda energistöd. Det finns inga tydliga bekräftelser på 'greedflation' – att företagen passar på och höjer priserna – eller att lönerna är inflationsdrivande. BoE har hittills höjt räntan med 415 räntepunkter till 4,25 procent, ca 2 procentenheter över neutral ränta (runt 2 procent). Det gör att penningpolitiken är åtstramande. Därtill bantas den penningpolitiska portföljen med 80 miljarder pund i årstakt (varav 45 miljarder i försäljningar, resten genom förfall), vilket motsvarar en uppgång i längre statsräntor med grovt räknat 20 räntepunkter. Styrräntan höjs en sista gång till 4,50 procent i maj och sänks vid tre tillfällen under 2024 till 3,75 procent. Det brittiska pundet stärks mot dollarn; i slutet av 2023 och 2024 handlas GBP/USD till 1,26 vid båda årssluten.

Norden

Sverige | sid 37

Svensk tillväxt blir bland de svagaste i EU i år. Inflationen steg betydligt mer än väntat under början av 2023 och vi tror att Riksbanken höjer styrräntan en sista gång till 3,75 procent i juni och att första sänkningen därefter blir i april 2024.

Danmark | sid 43

Den danska ekonomin ser anmärkningsvärt robust ut. Driven av export och investeringar växte BNP med 3,8 procent i fjol, nästan en procentenhet mer än förväntat. Trots det ligger en mild recession i korten för 2023.

Norge | sid 41

BNP-tillväxten för fastlandet har fortsatt att trotsa förväntningarna om en lågkonjunktur, men vi förutspår fortfarande en svagare tillväxt framöver. Inflationstrycket hindrar Norges Bank att snabbt återgå till en mer normal räntenivå.

Finland | sid 45

BNP har fallit sedan ifjol, men återhämtar sig under andra halvåret och förväntas falla med 0,4 procent i år. Den nya regeringen kommer att fokusera på att hålla nere budgetunderskotten och ökad finanspolitisk disciplin.

Sverige

Motståndskraft men nedåtriskerna kvarstår

BNP-tillväxten överraskade åter positivt första kvartalet i år men hårt pressade hushåll, minskat bostadsbyggande och en relativt stram finanspolitik talar för att svensk tillväxt i år blir bland de svagaste bland EU-länderna. Efter att inflationen varit betydligt högre än väntat under början av året ökar nu hoppet om en lite tydligare nedgång efter sommaren. Vi tror att Riksbanken höjer räntan en sista gång till 3,75 procent i juni och att första räntesänkningen därefter blir i april nästa år.

Efter ett svagt sista kvartal 2022 återhämtade sig BNP under det första kvartalet i år och steg enligt det preliminära snabbestimatet med 0,2 procent, vilket var starkare än väntat. Sentimentsindikatorer har stabiliserats men ligger på låga eller mycket låga nivåer och vi räknar med att BNP faller under resten av året. Prognosen för 2023 har efter denna starka inledning justerats upp till -1,0 procent från -1,2 procent i förra *Nordic Outlook*. BNP för 2024 har däremot justerats ned med tre tiondelar och tillväxten stannar vid 0,6 procent; klart under trend. Signalerna om dämpat pristryck har blivit tydligare och kärninflationen faller tillbaka efter sommaren men de närmaste månaderna ligger ändå inflationsriskerna på uppsidan. Riksbanken höjer räntan en sista gång till 3,75 procent i juni varefter vi väntar oss tre räntesänkningar under 2024 till nivån 3,0 procent mot slutet av året.

Nyckeltal

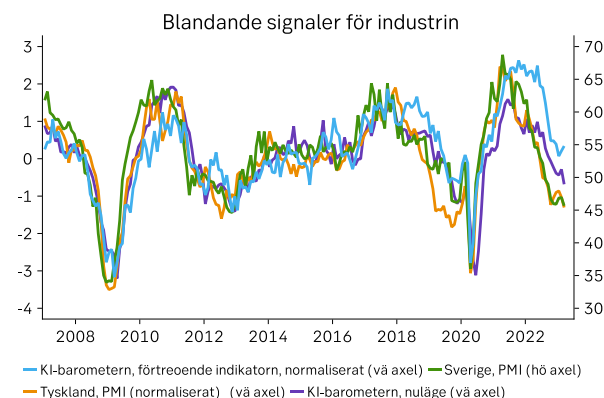
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,4	2,6	-1,0	0,6
Arbetslöshet*	8,8	7,5	7,8	8,6
Löner	2,6	2,7	4,1	3,9
KPI	2,2	8,4	8,7	3,4
Offentligt saldo**	0,0	0,7	0,5	-1,0
Offentlig bruttoskuld**	36,6	33,1	31,1	32,1
Styrränta, %***	0,00	2,50	3,75	3,00

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

Blandade signaler från industrin

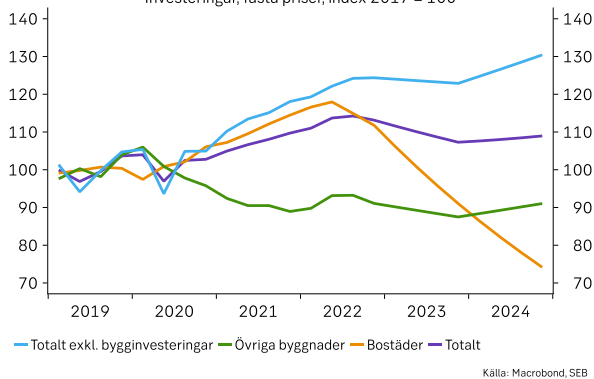
Indikatorerna för industrin har försvagats tydligt sedan början av 2022, men de senaste månaderna har en viss stabilisering kunnat skönjas. PMI ligger på relativt låga nivåer medan Konjunkturinstitutets förtroendeindikator är nära det historiska snittet. En viktig förklaring till skillnaderna är att företagen fortfarande är relativt nöjda med sina orderböcker, vilket är logiskt med tanke på att varuexport och industriproduktion än så länge stiger.



Orderinflödet är dock svagt och mycket tyder på att vi nu står inför en nedgång och vi räknar med gradvis fallande produktion och export i år. Med den relativt milda recessionen vi väntar oss internationellt är risken liten för att vi ska få lika abrupta fall som under finanskrisen och i pandemins inledning. Tjänsteexporten har återhämtat sig mycket starkt under 2021 och 2022 och ligger nu klart över sin historiska trend. Utvecklingen drivs av företags-, transport- och teletjänster. Vi räknar dock nu med en avmattning och att tjänsteexporten närmar sig sin trend. Den totala exporten faller med drygt 1 procent i år följt av en uppgång med ca 4 procent under 2024.

Bygandet står inför en tydlig nedgång. Antalet påbörjade bostäder väntas halveras från 67 000 under 2021 till 30-35 000 i år. Bostadsinvesteringarna faller med totalt 30 procent under 2023-2024, vilket drar ner BNP-tillväxten med ca 0,7 procentenheter per år och totala investeringarna med mer än 3 procentenheter per år. Osäkerheten är betydande. Anekdotisk information indikerar nedåtrisker med signaler om tvärstopp för nya projekt. Det är troligt att någon form av byggstöd för bostäder sjösätts om nedgången blir än mer dramatisk. Lägre efterfrågan även på kommersiella lokaler bidrar också till fallande bygginvesteringar. Totalt faller investeringarna med 3,1 procent i år och med ytterligare 3,0 procent under 2024.

Stora fall för bostadsinvesteringarna
Investeringar, fasta priser, index 2017 = 100



Pressade hushåll minskar konsumtionen

Även hushållens pressade ekonomiska situation bidrar i hög grad till den svaga BNP-tillväxten. Prognosen att reallönerna faller med mer än 10 procent under en tvåårsperiod ligger fast. Även om fortsatt stigande sysselsättning och stöd från finanspolitiken gör att disponibelinkomsten inte faller lika mycket är situationen svår för många hushåll. Förutom den höga inflationen pressas hushållen av stigande boräntor.

Hushållens inkomster och sparande

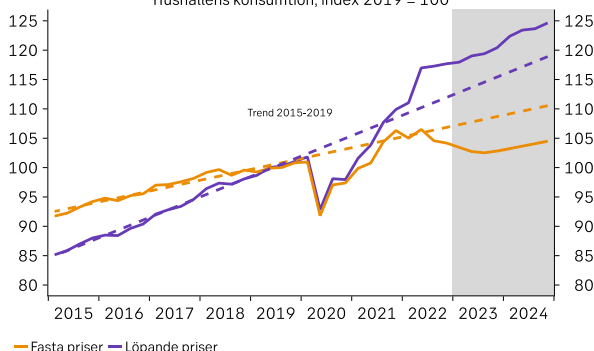
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Real disponibel inkomst	4,2	-0,1	-3,9	1,8
Privat konsumtion	6,3	2,1	-2,3	1,4
Sparkvot, nivå	15,9	13,3	12,6	12,7

Källa: SCB, SEB

Sparandet faller, men hur länge? Än så länge har hushållen fortsatt att öka sin konsumtion i löpande priser genom att minska sparandet men det är tveksamt om den trenden kan fortsätta. Hushållens sparande var i utgångsläget högt men detta beror delvis på det obligatoriska pensionssparandet; det egna finansiella sparandet har redan fallit under nollstrecket. Hushållen har också börjat dra ner på konsumtionslånen och bostadsutlåningen har stagnerat.

Låg real- men hög nominell konsumtion
Hushållens konsumtion, index 2019 = 100



Konsumtionen faller med 4 procent. I årsgenomsnitt steg konsumtionsvolymen under förra året, men förklaringen är en stark avslutning 2021 och under 2022 föll konsumtionen med 2,0 procent. Under 2023 räknar vi med ytterligare 2 procents fall. Ett konsumtionsfall med totalt 4 procent är närmast unik. Under krisen i början av 1990-talet föll konsumtionen med totalt 5 procent, men utspritt över flera år. Under finanskrisen stannade nedgången på 2,5 procent. Osäkerheten om hur hushållen kommer att hantera de minskade reala inkomsterna är stor. Prognosen innebär att den nominella konsumtionen fortsätter vara hög i ett historiskt perspektiv och att sparkvoten ligger kvar på den lägre nivån som etablerades under 2022.

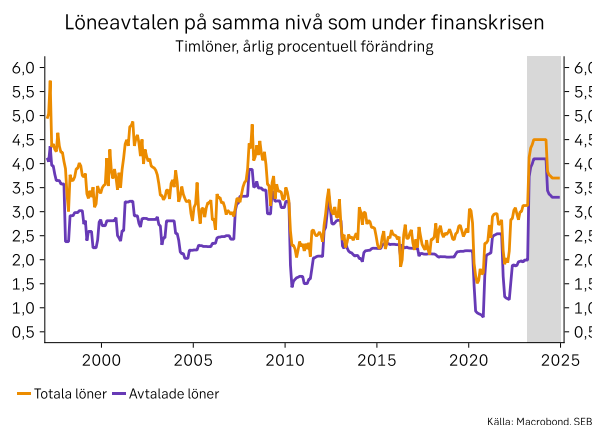
Nedgången i bostadspriser fortsätter. Sammanvägda hus- och lägenhetspriser från Mäklarstatistik tyder på att priserna fallit med 12 procent sedan toppen i början av 2022. Priserna har stabiliserats under de första tre månaderna i år och SEB:s Boprisindikator indikerar att pessimismen om bostadspriserna har minskat. Fortsatta räntehöjningar talar dock för att nedgången fortsätter och vi håller fast vid vår prognos på ett fall på totalt 20 procent från topp till botten. Fortsatt stark befolkningstillväxt i kombination med minskat byggande talar för att efterfrågan kan bli en faktor som förhindrar ett större prisfall.

Arbetsmarknaden viktig för bostadspriser och konsumtion. Om konjunkturedgången blir långvarig riskerar arbetsmarknaden att försvagas på ett sätt som kan skapa en negativ spiral med ytterligare fall för konsumtion och bostadspriser. Avmattningen på arbetsmarknaden har dock hittills varit mildare än befarat och sysselsättningen har fortsatt öka. Arbetslösheten har stigit svagt under början av året men indikatorer som varsel och anställningsplaner är fortfarande på nivåer som tyder på stigande sysselsättning. Även här är dock prognosen mer osäker än vanligt. Det finns flera historiska exempel på att antalet varsel kan stiga snabbt och driva fram en kraftig uppgång i arbetslöshet.

Högre och längre löneavtal

Precis innan tidigare avtal gick ut under våren slöt parterna inom industrin avtal som ger löneökningar på 4,1 procent från april 2023 och ytterligare 3,3 procent från april 2024. Ett stort antal fackförbund har snabbt slutit avtal på samma nivåer och risken för att någon frångår "märket" är liten. Avtalen landade lite högre än vi räknade med när arbetsgivarsidan var beredd att betala lite extra för att få till ett tvåårigt avtal. Sammantaget räknar vi nu med att lönerna ökar med 4,1 procent i år och med 3,9 procent 2024, vilket sammantaget är 0,4 procent högre än vår tidigare bedömning. Prognosen

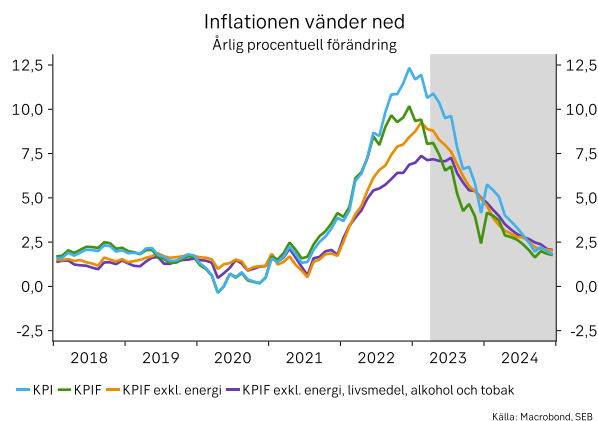
innebär att totala löner ökar 0,4 procentenheter per år mer än avtalen. Det skulle innebära att löneglidningen växlar ner jämfört med 2022, vilket är i linje med det historiska mönstret att löneökningar utöver avtal blir mindre när avtalen är högre. Att arbetsmarknaden är på väg att kylas av talar också för måttlig löneglidning. Andelen företag som anger att arbetskraftsbrist har sjunkit betydligt från rekordnivåerna sedan mitten av förra året.



Fler tecken på vändning för inflationen

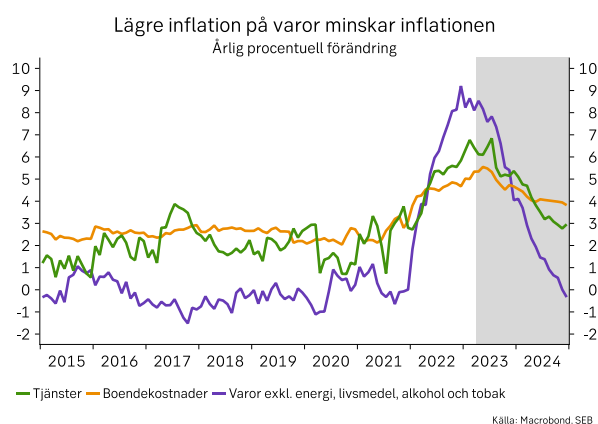
Efter att inflationen överraskat tydligt på uppsidan i början av 2023 noterades en viss lättning i mars siffran då KPIF exklusive energi föll till 8,9 procent från 9,3 procent i februari. Nedgången ökar hoppet om att en vändning är på väg, men kortsiktiga indikatorer såsom producentpriser (PPI) och prisplaner i olika barometrar ligger kvar på höga nivåer. Det gör att vi fortfarande ser övervägande uppåtrisker för kärninflation de närmaste månaderna. Ett alternativt mått på kärninflation som är i linje med det som används euroområdet föll till 7,1 procent i mars från 7,4 procent. Detta är knappt 1,5 procent enheter högre än i euroområdet och enligt våra modeller kan den svaga kronan förklara knappt hälften av den skillnaden. Inflationen i Sverige drivs främst av samma krafter som i euroområdet och utvecklingen kommer till stora delar avgöras i omvärlden.

Prisdämpning på gång. Internationella råvaru- och insatsvarupriser planade ut eller började falla redan i mitten av förra året och under de senaste månaderna finns tecken på lättningar även för mer bearbetade varor. Till exempel har andelen företag som planerar att höja priserna inom konsumtionsvaruindustrin närmast sig nivåerna från före pandemin enligt barometerundersökningar. Nedgången är särskilt tydlig för livsmedel. Om planerna bekräftas av producentpriserna under våren ökar sannolikheten för en tydligare inflationsinbromsning under andra halvåret i år.



Livsmedelspriser stiger fortsatt snabbt. Livsmedelspriserna i KPI fortsatte stiga snabbt i mars även om den årliga förändringstakten föll till 19,6 procent från 20,9 procent i februari. Flera stora livsmedelsgrossister har annonserat prissänkningar på delar av varukorgen från och med april och maj. Vår bedömning är att detta bidrar till att priserna planar ut under våren och sommaren. Även om osäkerheten är betydande kan annonserade prissänkningar bidra till att livsmedelsinflationen lättar lite tidigare i Sverige än i euroområdet.

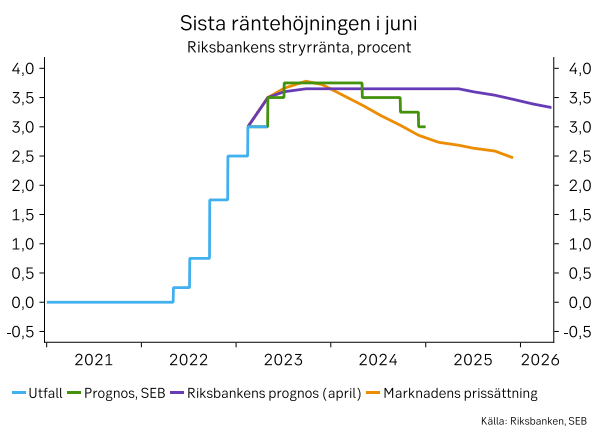
Högre löner ger mer tjänsteinflation. Även tjänstepriserna accelererade i början av 2023, vilket återspeglar kraftigt ökade kostnader för tjänsteföretagen. Fallande energi- och insatsvarukostnader ökar sannolikheten för lägre inflation även på tjänster. Att lönerna ökar lite snabbare under en period kommer att ge ett visst tryck uppåt under 2024, men löneökningarna i Sverige väntas ligga lägre än genomsnittet i Västeuropa.



KPIF faller snabbare och tidigare än kärnmåttet. KPIF-inflationen har vänt ned lite tydligare än kärninflationen framför allt beroende på lägre elpriser. Dessa väntas fortsätta att falla svagt under våren och sommaren och KPIF väntas ligga lägre än kärninflationen under hela prognosperioden. Skillnaden blir störst i år men en eventuell sänkning av reduktionsplikten på drivmedel skulle kunna öka skillnaden under 2024.

Räntetoppen är nära

Som väntat höjde Riksbanken styrräntan med 50 punkter vid det penningpolitiska mötet i april och räntebanan signalerade en 60-procentig (15 punkter) sannolikhet för ytterligare en räntehöjning i juni. Vi tror att räntan höjs med 25 punkter till 3,75 procent i juni och att det blir den sista höjningen i denna cykel. Riskerna för kärninflationen under de närmaste månaderna är visserligen större på uppsidan, men vår prognos tyder på ett lite större steg nedåt i augusti. Riksbanken får ny inflationsstatistik (för augusti) en vecka före räntebeslutet i september. Om vår prognos slår in bör det utfallet minska trycket för fortsatta höjningar.

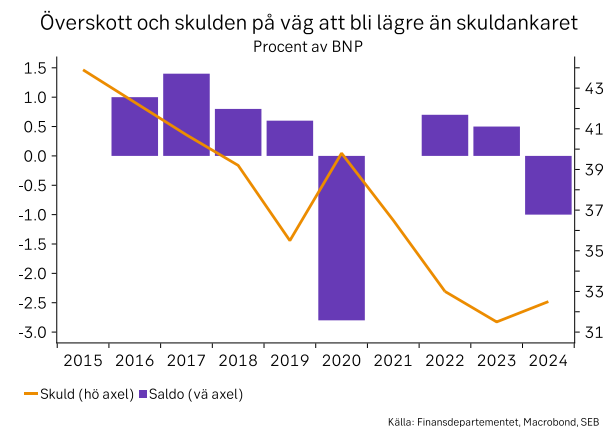


Svår balansgång för Riksbanken. Att inflationsnedgången återigen fördröjts ställer Riksbanken inför svåra avväganden i en situation då konjunktur och arbetsmarknad hittills visat motståndskraft. Samtidigt ökar kritiken mot Riksbankens strategi och allt fler ifrågasätter lämpligheten att höja räntan i en lågkonjunktur, särskilt när inflationen till mycket stor del drivs av internationella trender. Fallande reala hushållsinkomster ökar risken för att räntehöjningar leder till att hushåll och företag inte klarar att betala sina lån. De måttliga löneavtalen har påtagligt minskat riskerna för en skadlig pris-lönespiral och sannolikt kommer löneökningstakten att växla ner 2025. Finansmarknaderna verkar i nuläget ha lämnat bankkrisen i mars bakom sig, men konkurserna är ändå en påminnelse om att de historiskt snabba räntehöjningarna kan hota den finansiella stabiliteten.

Kronhuvudvärk. Den svaga kronan är besvärande för Riksbanken. Flera direktionsmedlemmar har lyft fram att statsobligationsförsäljningar skulle kunna bidra till att stärka kronan genom att pressa upp långgräntor och därmed attrahera utländska investerare. Vi tror att Riksbanken kommer utöka obligationsförsäljningarna vid räntemötet i juni.

Ingen hjälp från finanspolitiken

Regeringen har aviserat expansiva åtgärder för 2023 på totalt 50-55 miljarder, varav cirka 25 miljarder riktas till hushållen i form av sänkta skatter och höjda bidrag till kommuner och hushåll. Totalt bedöms finanspolitiken i år vara neutral eller till och med svagt åtstramande. Finansministern fortsätter att betona vikten av att politiken inte ska spä på den höga inflationen och vår budgeten i april innehöll bara reformer på tre miljarder. Detta är extremt försiktigt med tanke på de svaga ekonomiska utsikterna och en alltför passiv finanspolitik har också påtagliga nackdelar. Intrycket är dock att regeringen är redo för mer stöd när inflationstrycket lättar eller om tillväxten tvärnitar. Mycket talar för en ganska stark finanspolitisk expansion senare under mandatperioden även om tidpunkten är lite osäker. Vi räknar med skattesänkningar och utgiftsökningar på 50-60 miljarder 2024, vilket motsvarar ca 1 procent av BNP.



Statsfinanserna visar styrka. Statens finanser har fortsatt att visa överraskande styrka och den höga inflationen har i alla fall inledningsvis ökat skatteinkomsterna mer än utgifterna. Statens budgetöverskott under de senaste månaderna har varit 50 miljarder bättre än Riksgäldskontorets prognos och det är troligt att både offentliga sektorns finansiella sparande och budgetsaldot fortsätter visa överskott i år. Allt eftersom inflationen faller och tillväxten saktar in är det troligt att de offentliga finanserna försvagas och vi väntar oss fortsatta underskott 2024. Vi räknar också med att staten under nästa år tvingas låna för att återställa Riksbankens egna kapital efter stora förluster på innehaven av statsobligationer.

Norge

Kärninflationen biter sig fast

BNP-tillväxten för fastlandet har fortsatt att trotsa förväntningarna om en lågkonjunktur. Ekonomiska indikatorer pekar fortfarande mot en avmattning, men med betydande skillnader mellan sektorer. Vi väntar oss alltså en svagare tillväxt, högre arbetslöshet och fallande bostadspriser. Inflationstrycket är högt och utbrett. Hög importerad inflation bidrar till att KPI-JAE ligger kvar långt över målet och förhindrar en snabb återgång till en mer normal ränta för Norges Bank.

Fastlandsekonomin växte med 3,8 procent 2022, drivet av stabil inhemsk efterfrågan. Underliggande tillväxt visar tecken på att försvagas, men aktiviteten har utan tvekan hållit upp bättre än befarat och arbetsmarknaden har varit fortsatt stark. Sentimentsindikatorer har förbättrats, även om de fortfarande signalerar en nedgång i aktiviteten framöver. Det är stor skillnad mellan olika sektorer; hög kostnadsinflation och höga räntor tynger detaljhandeln och byggsektorn, samtidigt som en cyklisk uppgång i petroleuminvesteringarna stödjer delar av tillverkningsindustrin. Ohållbart hög konsumtionstillväxt och successivt högre arbetslöshet kommer att dämpa den ekonomiska aktiviteten från och med i sommar. Vi höjer ändå vår prognos för fastlands-BNP i år till 0,8 procent, i linje med förbättrade globala tillväxtutsikter. En ihållande hög kärninflation kommer att hålla räntorna höga under hela 2024, vilket resulterar i en mindre justering av tillväxten nästa år då fastlands-BNP väntas stiga med 1,3 procent. Total BNP kommer att stödjas av petroleuminvesteringar och ökar med 1,1 respektive 1,5 procent 2023 och 2024.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	3,9	3,3	1,1	1,5
Fastland-BNP	4,2	3,8	0,8	1,3
AKU-arbetslöshet*	4,4	3,3	3,5	3,7
Löner	3,5	4,4	5,4	4,2
KPI-JAE-inflation	1,7	3,9	6,0	4,0
Styrränta, %	0,50	2,75	3,50	3,00

*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

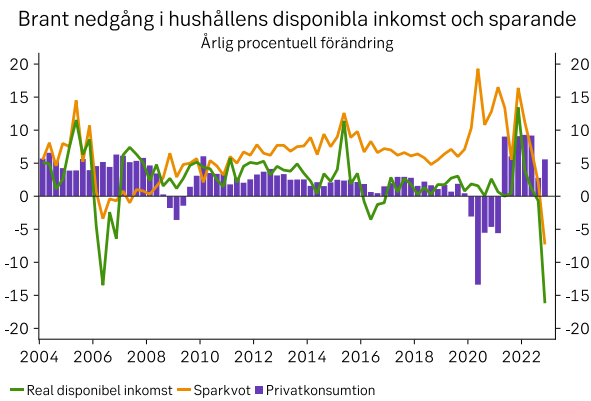
Splittrad bild för tillverkningsindustrin. Efter tre år i rad med fallande petroleuminvesteringar skymtas nu en cyklisk uppgång. Uppgången drivs av utbyggnad av nya fält, med stöd av skattelättnader och global efterfrågan på norsk olja och gas. I löpande priser steg operatörernas investeringsplaner avsevärt i Statistiska centralbyråns undersökning för första kvartalet, där större delen inträffar under 2024 och framåt. Vi förutspår att investeringarna i petroleumsektorn ackumulerat ökar med 11 procent under 2023-2024. Även om sådana investeringar har ett högt import-innehåll, kommer de att stödja produktion och investeringar i petroleumrelaterad tillverkningsindustri, vilket speglas i stigande optimism i olika barometrar. Samtidigt tyngs utsikterna för tillverkare av insats- och konsumentvaror av svag utländsk efterfrågan, hög kostnadsinflation och höga räntor. Efter att ha ökat kraftigt i fjol kommer näringslivets investeringar att bromsa in märkbart de kommande åren. Lägre bostadsinvesteringar innebär ytterligare press på fastlandsinvesteringar. Orderstockarna sjunker och aktivitetsfallet kommer att accelerera. Bostadsinvesteringarna minskar med 3,5 procent i år, men förbättrad köpkraft hos hushållen och minskad kostnadsinflation kommer att stödja en återhämtning med 0,8 procent 2024.

Bostadsmarknadens motståndskraft förvånar.

Priserna på befintliga bostäder har hållit emot förvånansvärt bra med tanke på den chock i levnadsomkostnader som hushållen står inför. Nya regleringar gav stöd åt priserna under första halvåret 2022 på grund av utbudsflaskhalsar. En priskorrigerings nedåt startade under förra hösten, när antalet befintliga bostäder till salu steg kraftigt. En återhämtning i efterfrågan på befintliga bostäder har dock stabiliserat priserna de senaste månaderna. Viss regellättnad för bolån (trädde i kraft 1 januari) har gett stöd, men styrkan på bostadsmarknaden förbryllar ändå, särskilt med tanke på hushållens sjunkande reala disponibla inkomster och kraftigt stigande bolåneräntor. Gradvis högre arbetslöshet och ytterligare styrräntehöjningar kommer att pressa ner priserna på befintliga bostäder från och med i sommar. Vi spår ett fall på 1,6 procent för 2023, följt av 0,3 procents återhämtning 2024.

Kraftigt lägre hushållsinkomster. Privat konsumtion steg med 6,8 procent 2022, drivet av en fortsatt normalisering för tjänster. Hushållen har bibehållit sin konsumtion trots att konsumentförtroendet har varit nedtryckt men vi står fast vid att den nuvarande ökningstakten inte är hållbar. Konsumtionen har hållits uppe av en rekordsnabb nedgång i sparandet, då hushållens reala disponibla inkomster sjönk med 16,2 procent 2022. Sparkvoten sjönk till -7,7 procent under

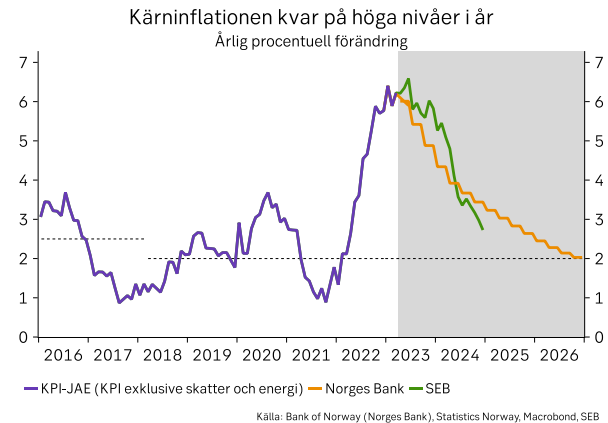
fjärde kvartalet från 2,8 procent föregående kvartal och 16,4 procent under fjärde kvartalet 2021. Enligt Statistiska centralbyrån återspeglar en del av nedgången ökade köp av bilar, men även exklusive detta var sparkvoten fortfarande -3,3 procent, vilket är den lägsta nivån sedan 1999. Även om lönetillväxten gradvis stiger de kommande åren, kommer hushållen sannolikt åter bygga upp sina sparbuffertar. Vi förutspår en privat konsumtionstillväxt på 0,5 respektive 1,1 procent 2023 och 2024.



Stram arbetsmarknad stödjande för löner. Arbetsmarknaden har visat styrka och sysselsättningen ökade med 3,9 procent förra året. Antal lediga jobb nådde rekordnivå i slutet av 2022 med nästan två lediga jobb per registrerad arbetslös. Den registrerade arbetslösheten har därmed trotsat förväntningarna om en gradvis ökning och stannat på 1,7 procent åtta månader i rad. Det finns dock vissa tidiga tecken på en avkyllning i främst räntekänsliga sektorer där man planerar att minska personalstyrkan. En svagare efterfrågan mildrar trycket på arbetsmarknaden, vilket succesivt leder till en högre arbetslöshet. Vi räknar med en ökning av den registrerade arbetslösheten till 2,4 procent i slutet av 2024. Den strama arbetsmarknaden och ersättningskraven från förra året satte fackföreningarna i en stark position i årets löneförhandlingar. Kravet är en positiv reallöneutveckling för alla medlemmar, vilket innebär nominella löneökningar på över 5 procent. Svagare tillväxtutsikter och fallande totalinflation bör dämpa lönetillväxten till 4,2 procent 2024.

Svag krona bidrar till ihållande hög inflation. Efter att ha accelererat 2022 har KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) stabiliserats kring 6 procent de senaste 5-6 månaderna. Betydligt mer begränsade livsmedelsprishöjningar innebär att KPI-JAE stiger långsammare än motsvarande mått i Sverige och euroområdet. Exklusive mat, alkohol och tobak ligger den norska inflationen strax över 6 procent, vilket är något högre än i euroområdet. Baseffekter från kraftiga prisökningar i början

av förra året kommer att förhindra att inflationen stiger ytterligare även om både producent- och importpriser talar för att KPI-JAE kommer fortsätta stiga snabbt. Den kraftiga försvagningen av kronan bidrar också till att hålla inflationen hög under de kommande 6-9 månaderna. Enligt våra bedömningar kommer bidraget från växelkursen att toppa kring en procentenhet kring årsskiftet för att sedan successivt minska under 2024.



Tjänsteinflationen förblir hög. bland annat på grund av lönerna. Hyrorna stiger mer än i många andra länder, drivet av ökade kostnader och högre räntor. I Norge står hyrorna för 22 procent i KPI-JAE; mer än dubbelt så mycket som i till exempel det svenska KPI. Vi bedömer att KPI-JAE-inflationen ligger kvar kring 6 procent i år för att sedan sakta sjunka 2024. Vår inflationsprognos innebär en uppåtrisk för Norges Banks inflationsprognos för nästa år. Stora elprissubventioner till hushållen kommer att begränsa påverkan på KPI från stora chocker i marknadspriserna. Fallande elpriser kommer alltså endast marginellt att sänka KPI i år, som väntas bli i genomsnitt 5,5 procent.

Norges Banks jobb är inte klart ännu

En högre inflationsbana och förvånansvärt stark inhemsk efterfrågan motiverade Norges Bank att öka takten i åtstramningen i mars. Räntebanan innebär en styrräntehöjning i både maj och juni med möjlighet till ytterligare åtstramning efter sommaren. Norges Bank håller sig dock till 25-punktershöjningar eftersom man vill undvika att strama åt för mycket, vilket skulle förstärka den ekonomiska nedgången och öka riskerna för finansiell instabilitet. Vi spår att styrräntan når en topp på 3,50 procent i sommar. Riskerna är på uppsidan på grund av den svaga kronan och högre löneutveckling än väntat. I händelse av en långsammare tillväxt tror vi dock att hög och ihållande kärninflation till övervägande del kommer att skjuta fram tidpunkten för räntesänkningar snarare än att toppen höjs. Vi prognostiserar styrräntan till 3,0 procent till slutet av 2024.

Danmark

Anmärkningsvärt robust

BNP ökade med 3,8 procent 2022, nästan 1,0 procent mer än väntat. Vi förutser fortfarande en mild recession 2023. Hushållen är den tillväxtdämpande kraften, men ekonomin ser anmärkningsvärt robust ut. Bostadspriser förblir låga och byggandet mattas av. Den ovanligt höga bytesbalansen går ner men ligger kvar en bra bit över 10 procent.

Starka BNP-tal för fjärde kvartalet. BNP-tillväxten var mycket starkare än väntat under fjärde kvartalet och steg med 0,6 procent jämfört med kvartalet innan efter en ökning med 0,1 procent under tredje kvartalet. Vi har höjt vår prognos för 2023 från 0 procent till 0,5 procent men i gengäld sänkt prognosen för 2024 från 2,5 procent till 2,0 procent. De främsta drivkrafterna för tillväxt, både under fjärde kvartalet och för hela 2022, var export och investeringar. Både hushållens och offentlig konsumtion visade under fjärde kvartalet betydande minskningar jämfört med föregående år.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

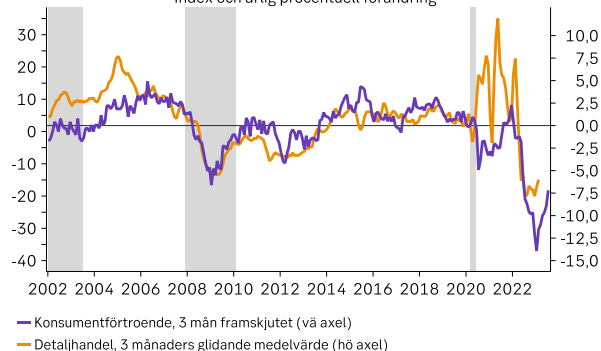
	2021	2022	2023	2024
BNP	4,9	3,8	0,5	2,0
KPI	1,9	7,7	4,8	1,8
Löner	2,3	2,5	2,9	3,4
Offentlig sektors saldo*	2,6	1,5	1,5	2,0
Offentlig sektors skuld*	40,0	35,0	34,0	32,0
Bytesbalans*	8,3	14,8	12,0	10,0
Styrränta (CD rate), %	-0,60	1,75	3,25	2,60

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

Konsumtionen är fortfarande svag. Hushållens konsumtion minskade med 5 procent under fjärde kvartalet jämfört med för ett år sedan, men den var bara 0,1 procent lägre än föregående kvartal. Nedgången i energipriser under sista delen av kvartalet kan ha haft en stabiliserande effekt. Konsumentförtroendet bottnade i oktober på lägsta nivån på decennier men har

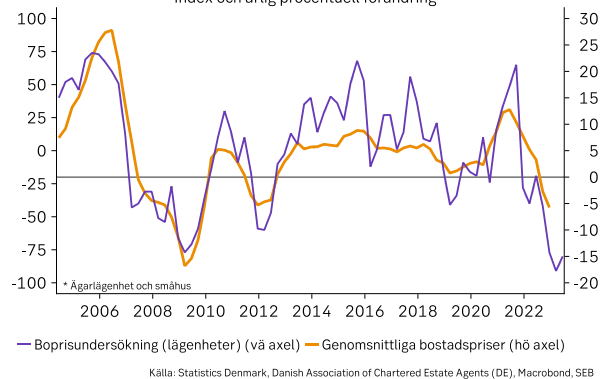
därefter återhämtat sig något. Dock ligger det kvar på historiskt låga nivåer. Arbetslösheten stiger, men total sysselsättning nådde ändå nya rekordnivåer i början av 2023. Vi räknar med att arbetslösheten når en topp på 5,4 procent i slutet av 2023. Lönetrycket har varit dämpat i förhållande till styrkan på arbetsmarknaden, och uppgången vi har sett sedan början av 2022 kommer sannolikt att pausa 2023. De främsta utmaningarna för konsumtionen under de kommande kvartalen är en fortsatt nedgång i reallöner och tecken på en kraftig åtstramning av kreditvillkoren, något som kommer att fortsätta bidra till lägre huspriser och hålla tillbaka konsumtionen.

Återhämtning i konsumentförtroendet stabiliserar handeln
Index och årlig procentuell förändring



Bostadsmarknaden fortfarande svag. Bostadsmarknaden utgör fortfarande en svag punkt i ekonomin, med priser som sannolikt kommer att falla med minst 20 procent från topp till botten – den största nedgången någonsin förutom krisen 2008-09. 30-åriga fasta bolåneräntor har fallit, men kostnaderna för korta lån med rörlig ränta ökar fortfarande, vilket sätter press på både bostadspriserna och bostadsbyggandet. Icke desto mindre ökade bostadsinvesteringarna med 7,8 procent 2022. Bostadspriserna kommer sannolikt att förbli dämpade och byggaktiviteten blir därför utmanande under de kommande månaderna.

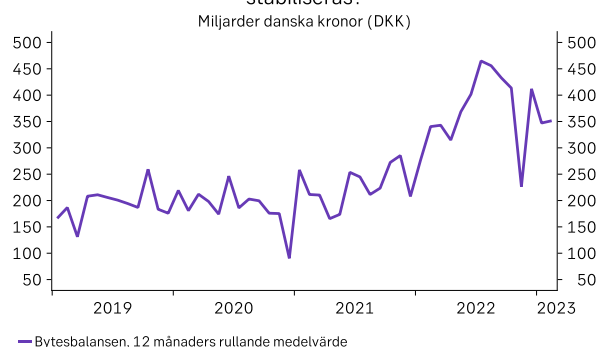
Fallande bostadspriser sedan sommaren
Index och årlig procentuell förändring



Uppblåst bytesbalansöverskott. Exporten visade en tillväxt på 8,6 procent 2022. Intressant nog har

drivkraften förändrats under året. I början av 2022 var den främsta drivkraften tjänsteexport, vilket återspeglar Mærskts vinst för containerfrakt. I takt med att priserna på containerfrakt normaliserades sjönk bidraget, men en ny drivkraft har dykt upp i form av Novo Nordisks framgångsrika nya fetmaprodukter. Varuexporten verkade dock ha ett bredare stöd än bara Novo Nordisk och överskottet i bytesbalansen steg till nära 14,8 procent av BNP i slutet av 2022. De första månaderna av 2023 har det varit mindre rörelser, men vi väntar oss ändå att i synnerhet den medicinska sektorn kommer att hålla kvar bytesbalansöverskottet på över 10 procent av BNP.

Bytesbalansen påverkat först av frakt, sedan medicin för att stabiliseras?



Källa: Macrobond, SEB

Styrränteskillnaden sätter ett tak för DKK. I ljuset av det aldrig tidigare skådade bytesbalansöverskottet är det kanske förståeligt att Danmarks Nationalbank (DNB) har tvingats avvärja ett visst apprecieringstryck på valutamarknaderna. Styrräntespreaden till ECB breddades med 15 räntepunkter vid två tillfällen under fjärde kvartalet och det verkar ha fört växelkursen mot euron till neutralt territorium vid cirka 7,45 och tagit bort behovet av valutaintervention. Men om bytesbalansöverskottet förblir högt kan det bli ett mer kroniskt tryck uppåt på den danska kronen längre fram.

Finland

Långsamt framåt

Den finska ekonomin gick in i en lågkonjunktur i slutet av förra året, när BNP sjönk med 0,4 procent på årsbasis. Nedgången lär fortsätta under första halvåret 2023, men en återhämtning under andra halvåret gör att nolltillväxt blir resultatet för helåret. Tillväxtåterhämtningen ser dock ut att gå rätt långsamt och 2024 växer ekonomin med måttliga 1,2 procent.

En liten förbättring av sentimentet. Efter att ha fallit 2022 har det ekonomiska sentimentet förbättrats något i år. Uppgången är kopplad till ett stigande konsumentförtroende, vilket också verkar ha gynnat förväntningarna inom tjänste- och detaljhandeln. Så här långt har detaljhandelsförsäljningen fortsatt att minska stadigt med cirka 3 procent, men en stark arbetsmarknad och högre konsumentförtroende kan förbättra detta. En betydande ökning av lånekostnader har också hämmat konsumtionen. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst ligger på ungefär 140 procent vilket är högt, men ändå lägre än i andra nordiska länder. Vi förväntar oss att den privata konsumtionen kommer att minska marginellt med 0,2 procent i år, för att komma tillbaka till 1,3 procent 2024.

Mindre optimism i byggandet. En nedgång i fastighetspriserna började i slutet av 2022 och i februari i år hade priserna sjunkit med 5 procent i årstakt. Samtidigt har andelen hushåll som planerar att köpa bostad fallit till den lägsta nivån sedan 2016 medan nya bostadslån ser ut att ha bottnat på en nivå som inte setts sedan 2003.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	3,0	2,1	-0,1	1,2
Hushållens konsumtion	3,6	2,1	-0,2	1,3
Export	6,0	1,7	1,0	2,5
Arbetslöshet*	7,6	6,8	7,1	6,9
Löner	2,3	2,4	4,2	3,5
Inflation	2,1	7,2	5,0	2,0
Offentligt saldo**	-2,7	-0,8	-2,2	-1,5

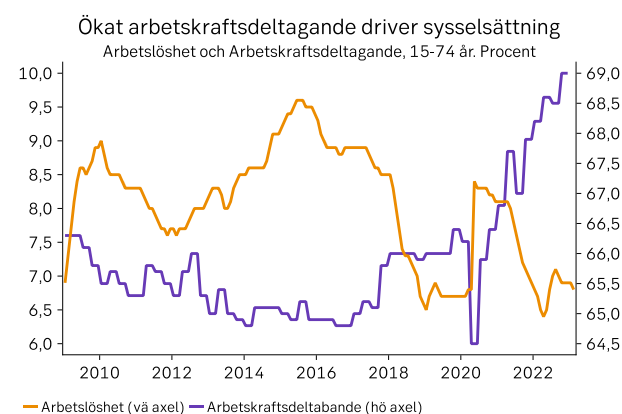
*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Antalet byggstartar och bygglov har minskat med en tredjedel och lär förbli låga under överskådlig tid. Samtidigt gör den starka arbetsmarknaden att utrymmet för fallande bostadspriser är rätt begränsat.

Exporten håller i sig. Den exportberoende industrin har historiskt varit långsam med att reagera på förändringar i den globala efterfrågan. Det har, i alla fall i nuläget, gynnat såväl handeln som produktionen som kunnat hållas uppe förvånansvärt väl. En gradvis förbättring av efterfrågan framöver gör det möjligt att upprätthålla produktionen och vi tror att exporten kan växa med 1 procent i år.

Inflationen ska sjunka. Efter en topp i november har den totala inflationen haft en nedåtgående trend. Kärninflationen har dock fortsatt att stiga till 5,1 procent i mars. Lägre energipriser och tilltagande baseffekter kommer att dämpa inflationen ytterligare och i snitt ökar HIKP med 5 procent 2023. Under 2024 räknar vi med att konsumentpriserna ökar med 2 procent.

Stark arbetsmarknad. Som i många länder har arbetsmarknaden överträffat förväntningarna och antalet sysselsatta översteg nivån före pandemin med 120 000 personer under fjärde kvartalet 2022. Samtidigt har arbetslösheten varit nästan oförändrad, så alla nya jobb har möjliggjorts av en stor ökning av arbetskraftsdeltagandet. Hög inflation och en konkurrensutsatt marknad har gjort att arbetsgivarna dragit längsta strået i löneförhandlingarna trots att löneökningarna hamnar på de högsta nivåerna på många år. Nolltillväxt i år kommer ändå att leda till att arbetslösheten stiger marginellt.



Källa: Eurostat, Statistics Finland, Macrobond, SEB

Sparsamhet i offentliga finanser. På båda sidor av finska viken har nya regeringar ett tydligt fokus på att hålla nere budgetunderskotten. Finlands behov av ökad budgetdisciplin stod på agendan redan innan valet och det finns folkligt stöd för offentlig sparsamhet. Den nya regeringen är ledd av en center-/högerkoalition. Trots ett ökat sparfokus kommer årets budgetunderskott fortfarande överstiga 2 procent av BNP.

Baltikum

Litauen | sid 47

Svagare varuexport håller tillbaka tillväxten och ekonomin stagnerar i år. Arbetsmarknaden och löneutvecklingen har båda överraskat på uppsidan. Finanspolitiken ger en positiv impuls i år och bopriserna har hittills hållit emot.

Estland | sid 49

Återhämtningen efter fjolårets recession hålls tillbaka av svag export och BNP fortsätter att falla. Trots lägre energipriser är inflationen envist hög och först 2024 återkommer tillväxten med bred återhämtning och BNP ökar med 2,5 procent.

Lettland | sid 48

Trots avtagande inflation och stabilisering på energimarknaden dominerar svag tillväxt 2023. En stabil arbetsmarknad skyddar dock ekonomin från en djupare nedgång. BNP växer med 0,4 procent i år och 2,7 procent 2024.

Litauen

Svag varuexport tynger BNP-tillväxten

Svagare varuexport håller tillbaka tillväxten. Hushållskonsumtion stagnerar vilket är lite överraskande eftersom arbetsmarknaden är fortsatt motståndskraftig och reallönerna förbättras. Lägre energipriser än befarat har lugnat företag och konsumenter. Total inflation väntas bli ensiffrig redan i sommar. Trots kraftigt högre räntor har bostadspriserna hittills hållit emot. Den finanspolitiska impulsen kommer att vara positiv 2023.

Ett svagare 2023 väntas. Svagare varuexport under första kvartalet 2023 var huvudskälet bakom ytterligare ett kvartals fall i BNP. Extern efterfrågan på varor kommer gradvis återhämta sig under de närmaste kvartalen. Vi bedömer att om inflationen bromsar in ytterligare kommer hushållens konsumtion att börja bidra positivt till efterfrågan och tillväxten under andra halvåret 2023. EU-stöd kommer också att ha en markant inverkan på ekonomin i år. Vi väntar oss ett fall för BNP på -0,2 procent 2023 och har sänkt prognosen för 2024 från 3,5 till 2,7 procent.

Arbetsmarknaden visar motståndskraft. Jobbtillväxten avtog i början av 2023 medan antalet uppsägningar var nästan oförändrat. Undersökningar bekräftar att andelen företag som har svårigheter att hitta anställda minskade. Vi håller fast vid prognosen att arbetslösheten kommer att stiga från 5,9 till 6,9 procent 2023.

Nyckeldata

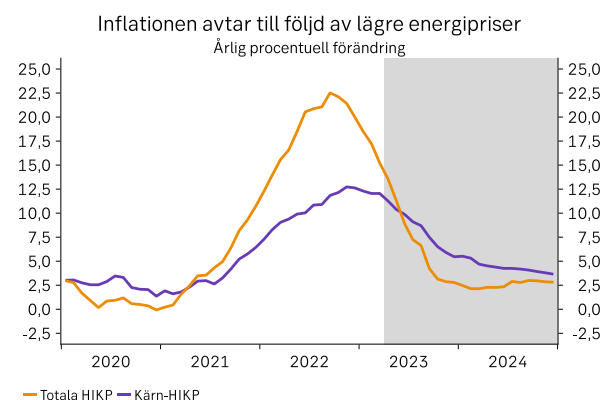
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	6,0	1,9	-0,2	2,7
Hushållens konsumtion	8,1	0,5	0,0	3,0
Export	17,0	11,9	-0,3	4,3
Arbetslöshet*	7,1	5,9	6,9	6,8
Löner	10,5	13,4	10,7	8,2
HIKP	4,6	18,9	9,0	2,6
Offentligt saldo**	-1,2	-0,6	-2,4	-1,6

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

Löneutvecklingen överraskar. Lönetillväxten var långt över våra förväntningar under de första månaderna 2023. Anställda verkar ha lyckats få betydande löneökningar trots arbetsgivarnas mer återhållsamma syn på de ekonomiska förutsättningarna i närtid. Den 15-procentiga höjningen av minimilöner hade också en positiv inverkan på de genomsnittliga löneökningarna. En sådan snabb ökning av arbetskraftskostnaderna är dock inte hållbar och kommer att minska konkurrenskraften på längre sikt. Vi har höjt vår genomsnittliga lönetillväxtprognos från 9 till 10,7 procent 2023.

Konsumenternas förtroende återhämtar sig. Hushållens konsumtion var bättre än befarat det första kvartalet på grund av lägre energipriser, en stabil arbetsmarknad, stark tillväxt i nominella löner och minskad oro över kriget i Ukraina. Högre räntor har hittills haft begränsad inverkan på konsumtionen. Även om de flesta lån till hushåll har rörlig ränta är hushållens totala skuldsättning mycket låg jämfört med andra länder. Efter en nedgång i konsumtionen i år räknar vi med att den återhämtar sig under 2024 i takt med avtagande inflation. Inflationsprognosen är dock något högre för 2024 på grund av högre kärninflation då arbetskostnaderna väntas växa snabbare.



Källa: Macrobond, SEB

Bostadspriserna fortsatt stabila. Även om aktiviteten på bostadsmarknaden var 20 procent lägre i början av 2023 var priserna nästan oförändrade. Det verkar som att stark tillväxt i disponibel inkomst kompenserar för de negativa effekterna av högre räntor. Vi håller dock fast vid vår prognos att bostadspriserna kommer att sjunka med cirka 5 procent 2023.

Lätt att föreslå, svårt att godkänna. Regeringen har lanserat en sedan länge väntad skattereform. Höjda skatter för egenföretagare och bredare fastighetsbeskattning är två centrala förslag. Regeringskoalitionen har dock svagt stöd i parlamentet, och det blir en utmaning att hitta de röster som behövs för att godkänna reformen.

Lettland

Ekonomin går sidledes

Trots avtagande inflation och stabilisering på energimarknaden kommer svag tillväxt att dominera 2023. En kort recession ligger sannolikt fortfarande i korten. Lägre energipriser kommer att driva ned inflationen och köpkraften börjar återhämta sig under andra halvåret. En stabil arbetsmarknad skyddar ekonomin från en djupare nedgång. Vi håller fast vid våra tidigare prognoser om att BNP kommer att växa med 0,4 procent 2023 och 2,7 procent 2024.

Med hjälp av statligt stöd, andra offentliga satsningar och lite tur undveks alltför stora nedgångar och BNP växte med 2 procent för helåret 2022, även om avslutningen var svag. Trots mindre dystra utsikter står ekonomin i stort sett och stampar 2023 innan en återhämtning sker 2024. En stark arbetsmarknad, starkare investeringar och bättre köpkraft uppväger negativa effekter.

Bred återhämtning de senaste sex månaderna.

Barometrar förbättrades i mars och för första gången sedan november 2020 var de högre än EU-snittet. Framtidstron inom detaljhandeln nådde den högsta nivån sedan juli 2021. För tjänster var det positivt för femte månaden i rad medan industri och bygg var fortsatt negativt men ändå bättre än tidigare. Delvis på grund av pandemieffekter fortsatte konsumtionen att öka i början av 2023. Detaljhandeln steg i februari med 2,4 procent men riskerar nu ändå att tillfälligt falla.

Nyckeldata

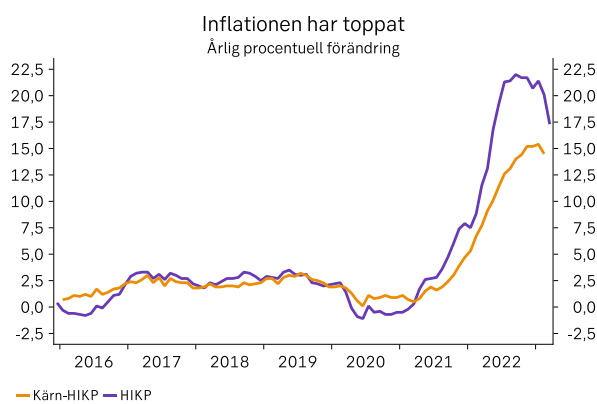
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	4.1	2.0	0.4	2.7
Hushållens konsumtion	8.5	8.1	1.0	3.6
Export	5.9	9.1	0.5	3.7
Arbetslöshet*	7.6	6.9	7.1	6.6
Löner	11.8	7.5	8.5	8.1
HIKP	3.3	17.3	9.0	2.9
Offentligt saldo**	-7.0	-5.2	-3.2	-2.2

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

Negativa effekterna av sanktioner intensifieras.

Sanktioner mot Ryssland visade sig få en relativt liten effekt förra året. T ex minskade exporten till Ryssland med bara 0,4 procent. På grund av en svagare internationell miljö och fallande priser dämpas varuexporten. I februari sjönk exporttillväxten till 3 procent. Samtidigt fortsätter tjänsteexporten att stiga, vilket till stor del kompenserar för en svagare varuexport. Industriproduktionen minskade med 4,5 procent under årets två första månader, då produktionen i två av de tre största sektorerna – trä och metallprodukter – minskade något vilket avspeglar en svagare efterfrågan från byggsektorn. Vi väntar oss en marginell återhämtning i byggsektorn under andra halvan av 2023 tack vare större inflöden från EU-fonder.



Kortvarigt högre arbetslöshet.

Arbetslösheten steg med 0,1 procentenhet till 7 procent i februari och vi väntar oss ytterligare en marginell ökning, innan den vänder nedåt igen och når strax över 6,5 procent 2024. En stram arbetsmarknad håller löneutvecklingen över 8 procent de kommande två åren, till stor del på grund av höjda minimilöner.

Ensiffrig inflation snart tillbaka.

Inflationstakten sjönk till 17,3 procent i mars och når ensiffriga tal i juni. De lägre energipriserna kommer att lägga grunden för en snabbare minskning av inflationen, men utvecklingen framöver är fortfarande osäker. Höga matpriser är det största problemet för hushållen en tid framöver. Vi räknar med att inflationen når 9 procent i år och 2,9 procent 2024.

Förbättrat läge för bostäder.

I mars steg aktiviteten i bostadssegmentet, särskilt i Riga och den angränsande Pierigaregionen. Potentiella köpare har varit mer flexibla medan säljare fortfarande är tveksamma till att sänka sina priser, vilket förlänger tiden det tar att sälja fastigheter. Priserna på befintliga bostäder kan stå inför ytterligare korrigeringar nedåt men vi väntar oss inga kraftiga upp- eller nedgångar i år.

Estland

En osynlig recession

En snabb urholkning av köpkraften på grund av hög inflation pressade ekonomin in i recession och BNP föll med 1,3 procent 2022. I år ser en svag utveckling för exporten ut att hålla tillbaka återhämtningen och BNP kommer att krympa med ytterligare 0,4 procent. Först nästa år återgår ekonomin till att växa, då en bred återhämtning ökar tillväxten till 2,5 procent.

En osynlig lågkonjunktur. De officiella nationalräkenskapssiffrorna har fortsatt att överraska negativt, vilket tyder på att ekonomin gick in i en recession redan under andra kvartalet 2022. Under fjärde kvartalet sjönk real BNP med över 4 procent i årstakt. Det speglar dock mer de snabba prisökningarna än en allvarlig försämring av affärsklimatet och den nominella BNP-tillväxten var hela 12 procent under fjärde kvartalet. Dessutom brukar det i Estlands preliminära BNP-siffror ofta ligga en underskattning av tillväxten och siffrorna kan komma att revideras upp längre fram.

Inflationen kommer att bli hög. Ett stort gap mellan nominella och reala BNP-siffror illustrerar effekterna av fortsatt hög inflation. Trots att energipriserna kommit ned har inflationen förblivit envist hög eftersom det har varit lätt att skicka kostnadsökningar vidare till köparna. Men tack vare starka baseeffekter börjar inflationen nu ändå avta. Vi räknar med att inflationen i år blir i snitt 9 procent. Under nästa år kommer planerade skattehöjningar att driva upp inflationen mer än vad vi tidigare trott och vi räknar med att HIKP ökar med 4 procent 2024.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

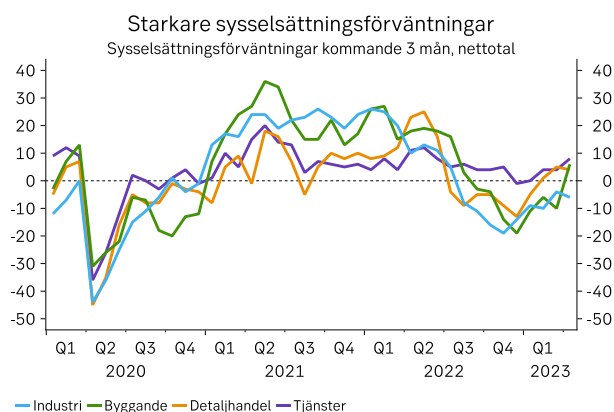
	2021	2022	2023	2024
BNP	8,0	-1,3	-0,4	2,5
Hushållens konsumtion	6,3	2,2	-0,1	1,5
Export	19,9	5,0	-2,8	2,5
Arbetslöshet*	6,2	5,5	6,9	6,5
Löner	6,9	8,8	9,5	6,5
Inflation	4,5	19,4	9,0	4,0
Offentligt saldo**	-2,3	-1,0	-3,2	-3,0

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

Fokus på att förbättra offentliga finanser. Det parlamentsval som hölls i början av mars resulterade i en överväldigande seger för de liberala partierna. Trepartikoalitionen som nu styr är inställd på att förbättra de offentliga finanserna genom att höja moms, bolags- och inkomstskatter med 2 procentenheter. Dessutom vill regeringen för första gången införa en fordonsskatt. De här förändringarna kommer att hämma återhämtningen i hushållens konsumtion, men samtidigt bidra till att minska gapet mellan utgifter och skatteintäkter.

Fortsatta utmaningar för industrin. Inte mycket har förändrats i tillverkningssektorn som har drabbats hårt av den svaga svenska fastighetsmarknaden. Stora buffertar från tidigare år har hjälpt företagen att klara den just nu låga efterfrågan, men en del permitteringar verkar ändå oundvikliga. Vi tror att en efterfrågeåterhämtning kommer att dröja, vilket resulterar i en minskning med 2,8 procent av exporten i år, följt av en svag uppgång på 2,5 procent 2024.

Hushållen konsumerar mindre. Hög inflation och lågt konsumentförtroende har till slut fått effekt på detaljhandeln. De negativa drivkrafterna bakom nedgången har dock försvagats på senare tid eftersom konsumentförtroendet förbättrats under ett par månader samtidigt som inflationen avtar. Vi räknar med att hushållens konsumtion minskar med 0,1 procent 2023 och växer med 2,5 procent 2024.



Källa: Estonian Institute of Economic Research (EKI), Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden fortsätter att överraska positivt.

Sysselsättningen nådde en rekordnivå under fjärde kvartalet 2022 och statistik pekar på att sysselsättningsstillväxten har fortsatt även i år. Företagens sysselsättningsförväntningar har förbättrats i alla sektorer. I tillverkningsindustrin verkar dock en del permitteringar fortfarande ligga i korten. Eftersom ukrainska flyktingar nu också kommer att inkluderas i urvalet för arbetskraftsundersökningen kommer arbetslösheten att öka till 6,9 procent 2023.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP OECD	5,7	3,0	0,9	1,4
BNP världen (PPP)	6,3	3,3	2,5	2,9
KPI OECD	4,0	9,6	6,4	2,6
Oljepris, Brent (USD/fat)	71	99	99	100

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr USD	2021	2022	2023	2024
BNP	25 463	5,9	2,1	0,7	0,9
Privat konsumtion	17 357	8,3	2,7	1,2	0,8
Offentlig konsumtion	3 591	1,3	-0,3	1,7	0,3
Bruttoinvesteringar	5 331	5,6	0,4	-1,7	1,2
Lagerbidrag i % av BNP	158,9	0,2	0,7	-0,7	0,0
Export	2 976	6,1	7,1	2,8	2,3
Import	3 951	14,1	8,1	-2,4	1,5
Arbetslöshet (%)		5,4	3,6	3,8	4,6
KPI		4,7	8,0	3,9	2,3
Kärn-KPI		3,6	6,2	4,8	2,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-11,6	-5,5	-6,0	-5,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		126	122	124	126

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	12 318	5,3	3,5	0,6	1,6
Privat konsumtion	6 284	3,7	4,3	-0,1	1,2
Offentlig konsumtion	2 718	4,3	1,1	1,2	1,7
Bruttoinvesteringar	2 711	3,8	3,8	0,4	1,8
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,3	0,2	0,3
Export	6 073	10,6	7,2	3,5	4,0
Import	5 595	8,4	8,0	3,4	3,7
Arbetslöshet (%)		7,7	6,7	7,0	7,8
KPI		2,6	8,4	5,4	1,5
Kärn-KPI		1,5	3,9	5,3	2,8
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,1	-3,9	-3,3	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		95,4	92,0	91,0	90,0

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP				
Storbritannien	7,6	4,1	-0,3	0,7
Japan	2,1	1,1	1,5	1,2
Tyskland	2,6	1,8	0,2	1,7
Frankrike	6,8	2,6	0,6	1,5
Kina	8,1	3,0	5,9	4,9
Indien	8,9	6,7	5,3	6,5
Brasilien	4,8	2,9	1,1	1,6
Ryssland	4,7	-2,1	-2,0	1,7
Polen	5,7	1,0	3,0	3,4

Inflation				
Storbritannien	2,6	9,1	7,0	2,4
Japan	-0,2	2,5	3,3	2,2
Tyskland	3,2	8,7	5,8	2,0
Frankrike	2,1	5,9	5,4	1,4
Kina	0,9	2,0	2,8	2,4
Indien	5,1	6,7	5,3	4,5
Brasilien	8,3	9,3	5,5	4,3
Ryssland	6,7	13,8	5,0	4,1
Polen	5,1	14,3	6,4	3,7

Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,5	3,7	4,3	4,8
Japan	2,8	2,6	2,5	2,4
Tyskland	3,6	3,1	3,2	3,9
Frankrike	7,9	7,3	7,3	7,9

Finansiella prognoser

Officiella räntor	27-Apr	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
USA	5,00	5,25	4,75	3,75	3,00
Japan	-0,10	-0,10	0,30	0,30	0,30
Euroområdet, inlåningsränta	3,00	3,50	3,75	3,50	3,00
Storbritannien	4,25	4,50	4,50	4,00	3,75

Obligationsräntor, 10 år					
USA	3,53	3,50	3,30	3,10	2,90
Japan	0,46	0,25	0,25	0,25	0,25
Tyskland	2,45	2,45	2,35	2,20	2,00
Storbritannien	3,78	3,75	3,55	3,30	3,10

Växelkurser					
USD/JPY	134	131	124	122	120
EUR/USD	1,10	1,11	1,12	1,15	1,17
EUR/JPY	148	145	139	140	140
EUR/GBP	0,88	0,87	0,89	0,92	0,93
GBP/USD	1,25	1,28	1,26	1,25	1,26

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr SEK	2021	2022	2023	2024
BNP	5 926	5,4	2,6	-1,0	0,6
BNP, dagkorrigerat		5,3	2,7	-0,8	0,6
Privat konsumtion	2 629	6,3	2,1	-2,3	1,4
Offentlig konsumtion	1 486	2,8	0,0	0,4	-0,2
Bruttoinvesteringar	1 590	6,0	5,2	-3,1	-3,0
Lagerbidrag i % av BNP	78	0,4	1,0	-0,6	0,0
Export	3 116	10,0	6,6	-0,9	3,5
Import	2 973	9,6	6,9	-4,3	2,6
Arbetslöshet (%)		8,8	7,5	7,8	8,6
Sysselsättning		0,9	2,8	0,9	-0,6
KPI		2,2	8,4	8,7	3,4
KPIF		2,4	7,7	6,3	2,6
Timlöneökningar		2,6	2,7	4,1	3,9
Hushållens sparkvot (%)		15,9	13,3	12,6	12,7
Real disponibel inkomst		4,2	-0,1	-3,9	1,8
Bytesbalans, % av BNP		6,5	4,3	6,0	6,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-78	-164	-15	80
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,0	0,7	0,5	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		36,6	33,1	31,1	32,1

Finansiella prognoser	27-Apr	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Styrränta	3,50	3,75	3,75	3,50	3,00
3-månaders ränta, STIBOR	3,55	3,70	3,70	3,35	2,85
10-års ränta	2,37	2,50	2,60	2,50	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	-0,08	0,05	0,25	0,30	0,30
USD/SEK	10,31	10,09	9,69	9,30	8,97
EUR/SEK	11,36	11,20	10,85	10,70	10,50
KIX	125,6	124,1	120,2	117,9	115,6

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	252	3,0	2,1	-0,1	1,2
Privat konsumtion	128	3,6	2,1	-0,2	1,3
Offentlig konsumtion	62	3,9	2,9	0,8	1,0
Bruttoinvesteringar	60	0,9	5,0	-1,0	1,8
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,5	2,6	0,4	0,1
Exports	99	6,0	1,7	1,0	2,5
Imports	99	6,0	7,5	-2,5	2,0
Arbetslöshet (%)		7,6	6,8	7,1	6,9
KPI, harmoniserat		2,1	7,2	5,0	2,0
Timlöneökningar		2,3	2,4	4,2	3,5
Bytesbalans, % av BNP		0,7	-3,7	0,5	-0,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-0,8	-2,2	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		72,4	73,0	72,0	72,5

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr NOK	2021	2022	2023	2024
BNP	3 597	3,9	3,3	1,1	1,5
BNP (Fastlandet)	3 195	4,2	3,8	0,8	1,3
Privat konsumtion	1 571	4,4	6,8	0,5	1,1
Offentlig konsumtion	950	5,0	0,1	1,3	1,9
Bruttoinvesteringar	942	-0,8	4,4	1,5	1,7
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	0,1	0,0	0,0
Export	1 180	5,8	5,9	4,4	2,8
Import	1 167	1,7	9,3	3,2	2,4
Arbetslöshet (%)		4,4	3,3	3,5	3,7
KPI		3,5	5,8	5,5	3,4
KPI-ATE		1,7	3,9	6,0	4,0
Årslöneökningar		3,5	4,4	5,4	4,2

Finansiella prognoser	27-Apr	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Folioränta	3,00	3,50	3,50	3,50	3,00
10-års ränta	3,17	3,15	2,95	2,80	2,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	72	70	60	60	60
USD/NOK	10,65	10,45	10,09	9,48	8,97
EUR/NOK	11,73	11,60	11,30	10,90	10,50

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr DKK	2021	2022	2023	2024
BNP	2 504	4,9	3,8	0,5	2,0
Privat konsumtion	1 106	4,3	-2,3	-0,3	2,6
Offentlig konsumtion	608	4,2	-3,4	-0,9	0,8
Bruttoinvesteringar	566	6,5	8,6	4,9	6,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,9	0,0	0,0
Export	1 494	8,1	8,6	0,8	2,3
Import	1 315	8,2	4,3	1,6	3,8
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		4,6	4,8	5,4	4,8
KPI, harmoniserat		1,9	7,7	4,8	1,8
Timlöneökningar		2,3	2,5	2,9	3,4
Bytesbalans, % av BNP		8,3	14,8	12,0	10,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		2,6	1,5	1,5	2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,0	35,0	34,0	32,0

Finansiella prognoser	27-Apr	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Inlåningsränta	2,60	3,10	3,35	3,10	2,60
10-års ränta	2,74	2,70	2,60	2,45	2,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	29	25	25	25	25
USD/DKK	6,77	6,71	6,65	6,48	6,37
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	56	6,0	1,9	-0,2	2,7
Privat konsumtion	33	8,1	0,5	0,0	3,0
Offentlig konsumtion	10	0,9	0,5	0,5	0,0
Bruttoinvesteringar	12	7,8	2,6	3,5	5,0
Export	45	17,0	11,9	-0,3	4,3
Import	43	19,9	12,3	1,4	4,9
Arbetslöshet (%)		7,1	5,9	6,9	6,8
Löner		10,5	13,4	10,7	8,2
KPI		4,6	18,9	9,0	2,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,2	-0,6	-2,4	-1,6
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,7	38,4	38,4	38,0

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	32,9	4,1	2,8	0,4	2,7
Privat konsumtion	18,0	8,5	8,1	1,0	3,6
Offentlig konsumtion	6,6	4,4	2,8	0,9	2,2
Bruttoinvesteringar	7,8	2,9	0,7	1,3	3,9
Export	21,0	5,9	9,1	0,5	3,7
Import	21,7	13,5	11,6	-3,5	4,0
Arbetslöshet (%)		7,6	6,9	7,1	6,6
Löner		11,8	7,5	8,5	8,1
KPI		3,3	17,3	9,0	2,9
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,0	-4,4	-3,2	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,6	40,8	40,0	39,6

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	31	8,0	-1,3	-0,4	2,5
Privat konsumtion	15	6,3	2,2	-0,1	1,5
Offentlig konsumtion	6	4,0	-0,3	3,0	1,5
Bruttoinvesteringar	9	2,8	-10,9	-1,5	3,0
Export	25	19,9	5,0	-2,8	2,5
Import	25	21,0	5,8	-4,0	2,0
Arbetslöshet (%)		6,2	5,5	6,9	6,5
Löner		6,9	8,8	9,5	6,5
KPI		4,5	19,4	9,0	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,3	-1,0	-3,2	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		17,6	18,4	19,5	22,0

Jens Magnusson Chefsekonom + 46 70 210 22 67	Daniel Bergvall Prognoschef +46 73 523 52 87	Carl Hammer Chefsstrateg +46 70 445 14 04
Robert Bergqvist Tema: Penningpolitik i fokus Storbritannien +46 70 445 14 04	Eric Meyersson Tema: Turkiska valet +46 70 739 16 83	Erica Dalstø SEB Oslo Norge +47 2282 7277
Eugenia Fabon Victorino SEB Singapore Kina +65 6505 0583	Dainis Gaspuitis SEB Riga Lettland +371 67779994	Johan Hagbarth Aktiemarknaden +46 8 763 69 58
Jussi Hiljanen Räntemarknaden +46 8 506 231 67	Olle Holmgren Tema: Inflationsdynamiken Sverige +46 70 763 80 79	Cecilia Kohonen Kommunikatör + 46 70 763 79 95
Elisabet Kopelman USA + 46 70 655 30 17	Elizabeth Mathiesen SEB Köpenhamn Danmark +45 285 517 47	Mihkel Nestor SEB Tallinn Finland, Estland +372 6655172
Tadas Povilauskas SEB Vilnius Litauen +370 6864 6476	Ole Rodahl Hvalbye SEB Oslo Tema: Energikrisen avblåst +47 9136 3689	Bjarne Schieldrop SEB Oslo Tema: Energikrisen avblåst +47 9248 9230
Thomas Thygesen SEB Köpenhamn Danmark +45 2147 9656	Marcus Widén Tema: Inflationsdynamiken Euroområdet +46 70 639 10 57	

Denna rapport publicerades den 3 maj 2023.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 27 april 2023.

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 31 mars 2023 uppgick koncernens balansomslutning till 3 802 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 221 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Strategy & Economic Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt. En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgroup.com/nordicoutlook

