



# Innehåll

## Augusti 2023

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Inflationskrafter	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	16
Aktiemarknaden	17
Tema: AI och ekonomin	18
USA	21
Japan	24
Kina	25
Emerging markets	26
Euroområdet	27
Tema: Gröna subventioner	30
Storbritannien	33
Norden	34
Sverige	35
Tema: Kronan och flödena	39
Norge	43
Danmark	45
Finland	47
Baltikum	48
Litauen	49
Lettland	50
Estland	51
Nyckeltal	52
Kontaktuppgifter	57





## Mjuklandning möjlig men tillväxtkraft saknas

Hösten närmar sig och vi kan se tillbaka på en händelserik sommar utan tillstymmelse till nyhetstorka. Rubrikerna har varit många och inte sällan oroande. Två pågående systemkriser - det geopolitiska läget och klimatkrisen - påminner oss om de utmaningar mänskligheten står inför. Rysslands anfallskrig mot Ukraina fortsätter med oförminskad styrka och även om ukrainarna försvarar sig tappert fortgår kriget utan slut i sikte. Relationerna mellan Kina och USA fortsätter att försämrans med allt tydligare militära blockbildningar och allt större inskränkningar i ländernas ekonomiska utbyten. Rekordhöga temperaturer i Nordamerika, Asien och Europa (med de nordiska länderna som blöta och lite kyliga undantag) utgjorde en oroande bakgrund till en lång rad nyheter om torka, värmeböljor och bränder, med mänskligt lidande och stor materiell förödelse som följd.

Det ekonomiska nyhetsflödet har varit mer blandat. På den dystra sidan noterar vi att den kinesiska öppningen efter pandemiedstängningarna ser ut att bli något av en besvikelse. Tillväxten återvänder visserligen till mer normala nivåer, men utan att ge någon större lyftkraft till världsekonomin. Det märks inte minst på Tyskland, vars exportsektor och ekonomi upplever fortsatt motvind. Även svensk ekonomi går trögt och BNP-utfallet för andra kvartalet visade på en snabbare nedgång än de flesta tänkt sig. Många semesterresande svenskar sörjde också den rekordsvaga svenska kronan. Men bilden är inte homogen och den är långt ifrån nattsvart: Flera ekonomier uppvisar fortsatt motståndskraft. I USA har tillväxten överraskat positivt och vi reviderar nu upp prognosen för helåret rejält. I många länder präglas arbetsmarknaderna av hög sysselsättning och låg arbetslöshet. Konsumtionen faller visserligen på sina håll i reala termer men hålls uppe nominellt, särskilt när det gäller tjänster. Oron för det finansiella systemet har tydligt minskat jämfört med vad vi upplevde under vårens amerikanska bankproblem.

Vidare är europeiska gaslager välfyllda inför kommande vinter och kanske allra viktigast: Inflationen faller. Många och snabba räntehöjningar har tillsammans med en normalisering av ekonomins utbudssida givit effekt och prishöjningarna bromsar in. Svagare konjunktur, fortsatt åtstramande räntenivåer, lägre reala inkomster hos hushållen och baseffekter som uppstår när ett år gamla prisökningar faller ur inflationsmåttan, talar för att inflationen fortsätter ner under hösten. Den viktigaste frågan är inte längre hur många räntehöjningar som återstår, utan när de första räntesänkningarna kommer.

Den sammantagna bilden är att det finns förhållandevis goda chanser att undvika en ekonomisk hårdlandning. Det gäller särskilt i USA medan frågetecknen är större på en del andra håll. I Sverige får vi svag tillväxt både i år (negativ) och nästa år (runt nollan) men vi ser också här ut att kunna undvika en djup och långvarig recession med kraftigt stigande arbetslöshet. Samtidigt får vi inte glömma att vi lever i unika ekonomiska tider och vi kan inte utesluta att t ex de senaste 18 månadernas rekordsnabba räntehöjningar kan göra större negativa avtryck i ekonomin än vi hittills sett.

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

- Inflationskrafter, reallöner & vinstandelar
- AI & ekonomin
- Gröna subventioner
- Kronan & flödena

Vi önskar er en intressant läsning!

---

**Jens Magnusson**  
 Chefsekonom

**Daniel Bergvall**  
 Prognoschef

# Global ekonomi

---

## **USA | sid 21**

Motståndskraftig tillväxt och avtagande inflation ger ett mjuklandningsscenario. Vi tror att styrräntan har toppat. Nästa år sänker Fed räntan med 150 punkter. Inflationen faller under målet nästa år och arbetslösheten stiger svagt.

## **Kina | sid 25**

Fastighetssektorn är fast i skulder och överutbud, arbetsmarknaden har brist på kvalificerad arbetskraft och regeringens försök att stimulera ekonomin räcker inte för att öka inhemsk efterfrågan. Vi sänker våra tillväxtprognoser.

## **Euroområdet | sid 27**

Tillverkningsindustrin är svag och tjänstesektorn, som har klarat sig bättre, börjar vackla. Hög inflation och stigande räntor innebär att BNP stagnerar i närtid och att tillväxten för 2023 blir svag, även om en större sättning undviks.

## **Storbritannien | sid 33**

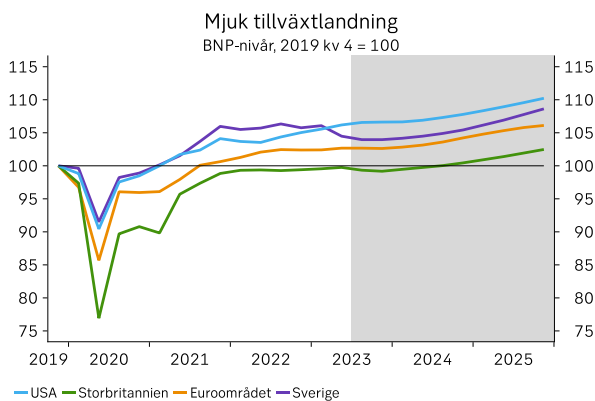
Bristen på arbetskraft leder till hög lönetillväxt, räntorna stiger och den underliggande inflationen är fortsatt hög. Bank of England höjer styrräntan i september och påbörjar sänkningar under andra halvåret 2024.

# Internationell översikt

## Inflation och arbetsmarknad avgörande för mjuklandning

Tillväxten i höst blir svag när hushållen fortsätter att strama åt, men landningen blir trots allt relativt mjuk då bland andra USA undviker recession. Inflationen faller, men en segdragen nedgång i kärninflationen gör att centralbanker avvaktar till 2024 innan räntorna sänks. De globala recessionsriskerna har minskat, men orosmolnen hänger kvar och de ekonomiska utsikterna präglas och tyngs av krig, geopolitisk oro, extremväder, ökade handelshinder och subventionstävling. Därtill har utsikterna för Kina försämrats.

Det allvarliga säkerhetspolitiska läget – främst kriget i Ukraina och USA:s och EU:s alltmer ansträngda relationer med Kina – fortsätter att skapa mänskligt lidande och ekonomisk-politisk oförutsägbarhet. Därtill har rekordhöga luft- och vattentemperaturer, med skyfall, torka och skogsbränder som följd, rest frågor om kort- och långsiktiga effekter med risker för alltifrån hungersnöd till inflation och handelskonflikter. Kommande val i bl a USA och EU har också potential att öka de politiska riskpremierna nästa år.



**Inflation & arbetsmarknad avgörande.** Inflationsutsikterna och utvecklingen på arbetsmarknaden blir avgörande för om vi får en mjuklandning med måttlig eller ingen tillväxt några kvartal, eller om centralbanker och ekonomer underskattat effekterna på ekonomin och det finansiella systemet av drygt 18 månader med aggressiva räntehöjningar. Inflationen har vänt ner, men

hur mycket och hur snabbt den fortsätter minska kommer att ha stor effekt på centralbankspolitik, tillväxtutsikter och finansmarknader. Den andra pusselbiten är arbetsmarknaden, vars styrka är en viktig förklaring till den oväntat starka motståndskraft vi sett hittills. Vår prognos är att det räcker med en viss arbetslöshetsuppgång, ca 0,5 procentenheter i både USA och euroområdet, för att lönetrycket ska lätta tillräckligt mycket för att inflationen ska dämpas och centralbankerna kunna gå mot en mindre stram penningpolitik.

### Den ekonomiska inbromsningen är bekräftad.

Effekterna av hög inflation och räntehöjningar är kännbara och tillväxtinbromsningen är tydlig men varierar; USA är ett undantag. Hushållen har drabbats av rejäl motvind när reallöner fallit trots en stark arbetsmarknad. Vårens regionala finansstress i USA och Schweiz har bedarrat, vilket bekräftar en global finansiell motståndskraft. Kinas ekonomi har inte återhämtat sig som väntat, utan har tappat fart p g a en problemtyngd fastighetsmarknad, svag efterfrågan och geopolitik. Att flera centralbanker förväntas ha nått – eller vara nära – räntetoppen samtidigt som inflationen tydligt vänder nedåt rätar ut en hel del frågetecken även om många består. Att styrräntor stiger i reala termer när inflationen faller blir ytterligare huvudvärk för centralbanker och påverkar penningpolitiken.

### Global BNP-tillväxt

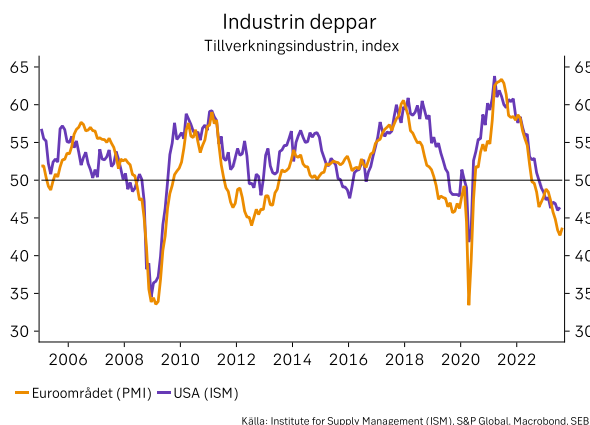
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
USA	2,1	2,0	0,9	2,0
Japan	1,0	1,8	1,2	0,9
Tyskland	1,8	-0,4	0,8	1,9
Kina	3,0	5,2	4,7	4,8
Storbritannien	4,1	0,1	0,5	1,8
Euroområdet	3,4	0,6	0,8	2,0
Norden	2,7	0,1	0,6	2,3
Sverige	2,8	-1,2	0,1	2,5
Baltikum	1,6	-0,4	1,2	1,8
OECD	2,9	1,4	1,2	2,1
Emerging markets	3,6	4,0	4,0	4,1
<b>Världen, PPP</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>

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

**Syrefattig tillväxtmiljö.** Tillväxten bromsar in ytterligare i höst, men det sker i långsam takt. Att USA tillväxtmässigt har överraskat positivt och undviker en recession är bra för världsekonomin och bidrar till ökad riskapit även om motståndskraften också upprätthåller

inflationsrisker. Euroområdet går svagare och den tidigare motorn Tyskland har problem när industrikonjunkturen går trögt efter energiprischocken och global industriefterfrågan är svag. Utsikterna vi målar upp för de kommande kvartalen är i huvudsak en mjuklandning även om milda recessioner i en del fall inte kan undvikas.



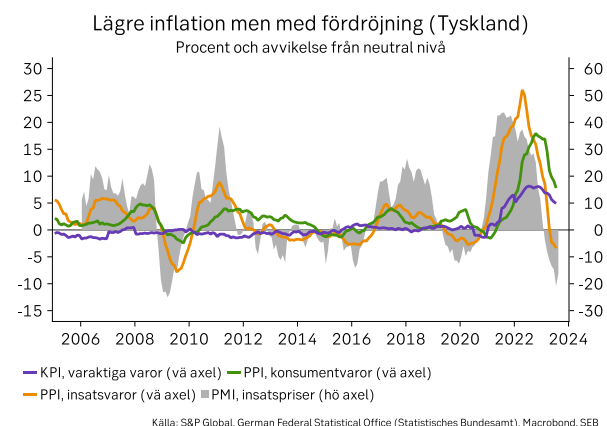
**Splittrade utsikter i flera dimensioner.** Vi ser nu ett mer splittrat prognoslandskap. Hushålls- och industriindikatorer pekar på nedgång, men faktiska utfall är starkare. Tillväxtmässigt har USA visat styrka samtidigt som t ex Tyskland, Sverige och Kina har större problem. Länder som tidigare spenderat mer på stödpolitik, t ex USA, har större buffertar i hushållssektorn. Byggsektorn och fastighetsmarknaden är under press i flera länder, vilket bidrar till osäkerhet och inbromsning. Inflationen faller tydligt men i olika takt, där t ex Storbritannien har större problem med hög löneinflation, vilket är en utmaning för Bank of England. Olika inflations- och tillväxtförutsättningar gör att centralbanker sänker räntan i olika takt 2024–2025. Federal Reserve (Fed) och Europeiska centralbanken (ECB) ligger runt 2,50 procent i slutet av 2025, vilket är nära neutral nivå, samtidigt som Bank of England då har en bit kvar.

### Inflationen faller, men i olika takt

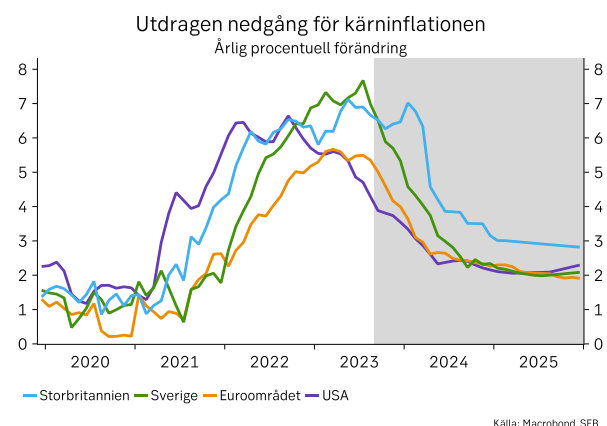
Inflationen faller tydligt, men i olika takt i olika länder. De främsta drivkrafterna för lägre inflation är i nuläget baseffekter från energi och livsmedel. Men vi ser även en bredare nedåtpress på varor. Allt pekar på att den nedåtgående inflationstrenden fortsätter. För olika producentprismått ser vi i vissa fall att priserna inte bara planar ut, utan faktiskt sjunker, och indikatorer, som prisförväntningar i inköpschefsindex, pekar på fortsatt lägre pristryck.

**Först insatspriser, sedan konsumentpriser.** Trots positiva signaler är det för tidigt att säga att inflationsproblematiken är över. Genomslaget från lägre priser i tidiga produktionsled till konsumentpriser är osäkert

(läs mer om detta i *Nordic Outlook* maj 2023, sid 13–15) både vad gäller omfattning och eftersläpning. Varupriser mattas av och kan t o m falla framöver även om fallande konsumentpriser generellt sett är ovanligt. Samtidigt har uppgången de senaste två åren varit exceptionell. För tjänstepriser är bilden mer blandad. Högre löneökningar håller upp prisutvecklingen samtidigt som den hålls tillbaka av att insatsvaror faller i pris. Tjänstesektorn möter dessutom en fortsatt god efterfrågan, vilket gör det möjligt att hålla höga priser. Efterfrågan väntas dock falla. Inflationskrafternas sammansättning gör att kärninflationen ligger över den totala inflationen under stora delar av prognosperioden.



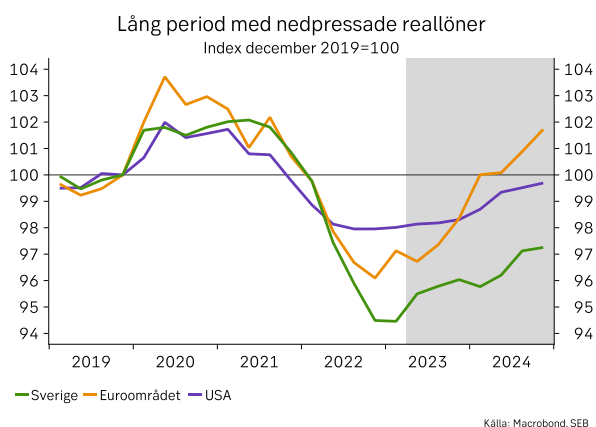
**Kärninflationen tar mer tid på sig.** Under 2021 och 2022 lyfte energi- och livsmedelspriserna den totala inflationen långt över kärninflationen. Nu ser vi det omvända under en betydande del av prognosperioden. Exakt hur mycket varierar mellan olika ekonomier och är framför allt avhängigt hur energipriser påverkar inflationsmåten. Störst skillnader ser vi för euroområdet där energipriser i KPI för en del större länder påtagligt släpar efter marknadspriserna. Energi- och livsmedelspriser kommer även framöver att ligga väsentligt över prisnivåerna för tiden före 2021. Väder, klimat och geopolitik väntas få stor betydelse för inflationsutvecklingen, men under rätt förutsättningar kan total KPI komma ner väsentligt.





## Behövs en lågkonjunktur eller lättar inflationen ändå?

När inflationstakten nu fallit och prognoserna pekar på fortsatt nedgång är en viktig fråga: är vi i mål eller återstår den sista och "jobbigaste milen"? Är en kraftigare lågkonjunktur trots allt nödvändig för att få ner inflationen till inflationsmålen? Vår slutsats är att en relativt mild arbetslöshetsuppgång räcker för att lönetrycket ska växla ner och hamna i linje med inflationsmålen. Prognosen är att centralbankerna lyckas dämpa både inflation och löner utan en hårdlandning. Även om utsikterna för mjuklandning är relativt goda innebär det samtidigt att de flesta ekonomiers BNP-nivå ligger under potentiell merparten av prognoshorisonten, vilket bidrar till ett dämpat pris- och lönetryck. Styrrentor närmar sig nivåer som uppskattningsvis ligger nära neutrala nivåer först under 2025 och bidrar därmed till en fortsatt men minskande åtstramning.

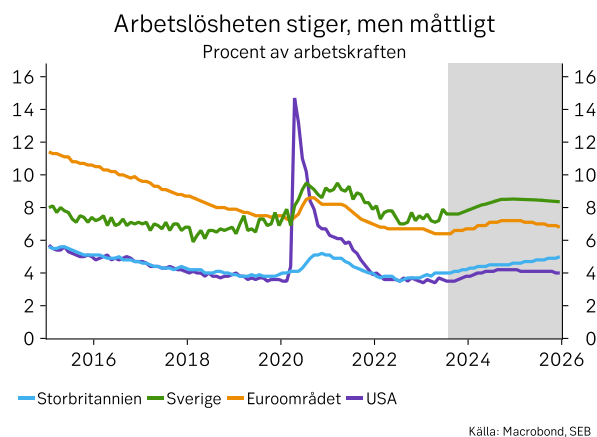


## Tillväxtinbromsning, men i långsam takt

USA och euroområdet går recession medan andra enskilda länder, som Tyskland, krymper svagt. Hushållen är pressade av reallöner som backat 5–10 procent jämfört med trend i flera länder (se Tema Inflationskrafter sid 12). Konsumtionen har trots det fallit måttligt i euroområdet men ligger kring trend i USA. Sparkvoten har i både USA och euroområdet redan fallit till eller under nivåer vi såg före pandemin. När arbetsmarknaden försvagas i höst, om än relativt måttligt, och buffertar tar slut väntas en andra åtstramningsvåg. Hushållen får dra åt svängremmen ytterligare, byggandet faller i många länder och vi får en syrefattig tillväxtmiljö de kommande 2–3 kvartalen. Att USA klarar sig undan recession bidrar till att stötta efterfrågan och är därmed en positiv kraft för världsekonomin som helhet.

**Uppväxling 2025 när inkomster stiger och inflationen ligger nära målen.** När inflationen fallit ytterligare och räntor vänder nedåt återkommer en viss tillväxtkraft. Efter tuffa år för hushållen stiger åter reallönerna och arbetsmarknaden förbättras. Vi ser då ett växande

utrymme för hushållen att ta igen en del förlorad mark. Trots en uppväxling är tillväxttalen för USA och Europa bara något över trend 2025. Det ger en viss nedgång i arbetslösheten men räcker inte för att nå fullt resursutnyttjande under prognosperioden. Att arbetsmarknaden bara försvagas måttligt kommande kvartal begränsar tillväxtpotentialen när samtidigt många länder brottas med en demografisk motvind.



**Den kinesiska ekonomin har problem.** Den väntade kinesiska uppväxlingen efter pandemin har kommit av sig under första halvåret i år. Hushållen håller igen, inflationsoro har vänt till deflationsoro, exporten har backat och bankutlåningen är svag. Den finansiella osäkerheten ökar, driven av en problemfylld fastighetsmarknad, skuldsatta regioner, pressade skuggbanker och en ovilja från regeringen att lansera en bredare stimulanspolitik. Ökade geopolitiska spänningar med främst USA lägger ytterligare sordin på stämningen. Kinas centralbank brottas med att behöva sänka räntan för att stötta bygg- och fastighetsbolag, men samtidigt inte försvaga valutan. Finansiella muskler finns i Peking för att hantera en hel del problem men vi reviderar ändå ned prognosen för Kinas BNP-tillväxt med totalt ca 1 procentenhet för perioden 2023-2024.

## Global osäkerhet och fortsatt dragkamp

Världen möter flera historiska utmaningar. Kriget i Ukraina fortsätter och priset för landet att återerövra ryskockuperad mark är högt. Att västvärlden med USA i spetsen alltmer ser ekonomi och (säkerhets)politik som en enhet gör att investeringar och handel med fokus på Kina blir omgärdade av hinder. Vi ser även en mer aktiv subventionspolitik (se Tema Gröna subventioner sid 30) som visserligen gynnar viktiga områden som miljö-satsningar men som även har tydliga inslag av protektionism. Klimatfrågor blir alltmer akuta med nya rekordtemperaturer i luft och vatten. Att i ekonomiska termer kvantifiera det vi ser inom dessa områden är svårt, men tydligt är att det skapar ökad osäkerhet.

## Balanserad riskbild

Den finansiella osäkerhet som blossade upp i USA i våras tydliggjorde spänningar i spåren av en snabb ränteuppgång och vi såg i majnumret av *Nordic Outlook* större nedåt- än uppåtrisker. När vi nu är vid eller nära räntetoppen och inflationen växlar ner drar vi slutsatsen att centralbankerna har lyckats hantera den ökade finansiella stressen och att effekterna trots allt inte verkar bli värre än en period med syrefattig tillväxt och mjuklandning. Det gör att vi framöver ser en mer balanserad riskbild.

## Nedåtrisk från åtstramningseffekt och en andra våg.

Hushållens, arbetsmarknadens och det finansiella systemets motståndskraft är stora osäkerhetsfaktorer. En viktig fråga för prognosen är om vi luras av långa, gäckande eftersläpningseffekter. I ett sådant scenario är motståndskraften bara tillfällig och riskerar att snabbt förbytas i svaghet. Blir inbromsningen allvarligare, med högre arbetslöshet, kan det snabbt bli värre än vi räknar med i huvudscenariot med spridningseffekter till fastighetsmarknader och andra delar av ekonomin. Det är också för tidigt att avskryva risken för att den finansiella stressen återkommer eller att t ex Kinas inbromsning blir mer allvarlig än vi räknar med.

## Scenarier för OECD-området

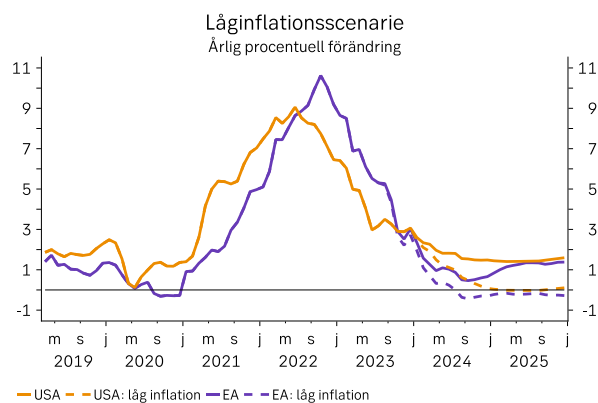
BNP-tillväxt, procent

	2022	2023	2024	2025
Huvudscenario	3,0	1,4	1,3	2,0
Negativt scenario		1,0	-0,9	1,6
Positivt scenario		1,7	2,7	2,2

Källa: SEB

## Tillväxtuppväxling om inflationen faller snabbt.

Inflationstakten har vikt ner men prisnivån är fortsatt hög. Hur mycket råvarupriser kommer att falla och hur snabbt effekten slår igenom i lägre konsumentpriser är högst osäkert. Om vi skulle få inflationsövertäckningar på nedsidan kan det snabbt få flera positiva effekter genom stärkta realinkomster och snabbare räntesänkningar från centralbankerna. Det krävs inte extremt förändrade prisantaganden för att få en lägre inflationsprognos. Om vi t ex antar att en tredjedel av de senaste årens prisuppgång för livsmedel och varor återtas, och för USA:s del hyror, faller total inflation betydligt snabbare och går ner mot noll, vilket skulle förbättra köpkraften och lätta trycket på centralbanker.

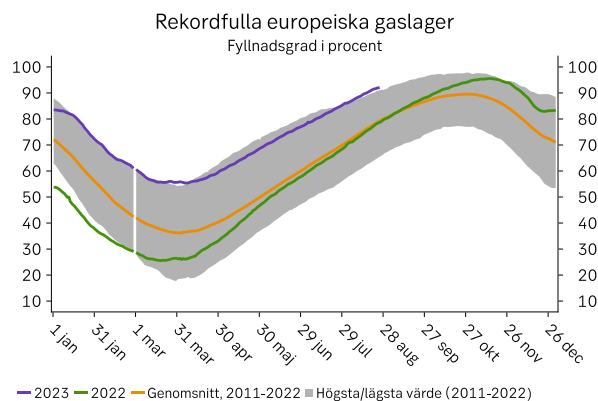


## Energipriser stiger svagt

OPEC+ har med produktionsneddragningar bidragit till en oljeprisuppgång till ca 85 dollar per fat (Brent). Prisstyrningen är en balansgång; producenterna vill ha ett högt pris men stiger det till uppåt 100 dollar per fat ökar missnöjet och pressen från bl a USA som av konjunkturskäl och p g a valet nästa år inte vill ha ett högt bensinpris. Vår prognos är att oljepriset ligger kvar nära nuvarande nivåer vid årets slut och att det därefter, när tillväxten växlar upp under 2024–2025, stiger till 90 dollar per fat.

## Välfyllda europeiska gaslager, men dyrt ändå.

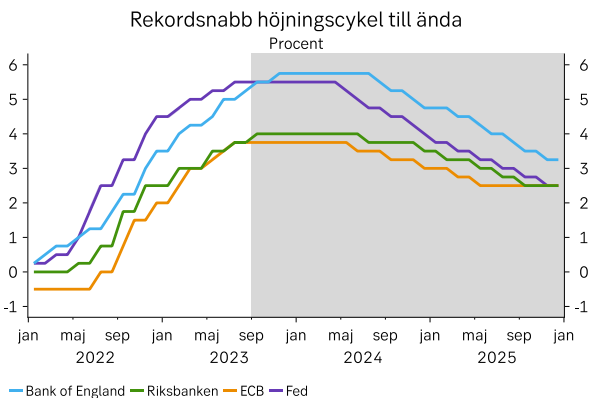
Europas gaslager har nu en fyllnadsgrad på ca 90 procent vilket är 10-årsrekord vid den här tiden på året. Europa försöker lagra så mycket som möjligt inför vintern. Med mer lagring, fortsatta energibesparingsåtgärder och utbyggnad av förnyelsebar energi, är Europa väl förberett inför vintern. Vår prognos är att naturgaspriset stiger under senhösten/vintern men att det nya normala, om vi blickar fram mot 2024–2025 och därefter, är priser runt 40-55 euro/MWH. Det är ungefär det dubbla priset jämfört med det historiska genomsnittet, men väsentlig lägre än vad vi upplevde under 2022.





### Fed först ut – sänker i maj nästa år

Fed har nu rekordsnabbt höjt räntan med 525 punkter på ca 18 månader. Centralbanksfokus svänger nu från hur mycket mer styrräntor ska höjas ytterligare till när första räntesänkningen kommer, även om vissa centralbanker har någon eller några räntehöjningar kvar. Innan det blir dags för sänkningar ska inflationen ner ytterligare, framför allt den mer trögrörliga kärninflationen. Förutom inflation och tillväxtinbromsning har centralbanker fler utmaningar. En är att prognostovärdigheten har fått sig en törn, framför allt vad gäller paradgrenen, inflationsprognoser. Bank of England har beställt en utvärdering på området och vi lär få se fler externa- och interna genomgångar. En annan utmaning är att inflationen bakbinder finanspolitiken som inte vill elda på efterfrågan (och därmed inflation), vilket gör det svårt för politiken att stötta en inbromsande ekonomi. En tredje utmaning är relationen mellan ränta och finansiell stabilitet. Räntan måste nu vara hög p g a inflationen, men den pressar samtidigt hushåll och företag, framför allt i länder med höga skulder.



**Fed sänker först, BoE ligger kvar på högre nivå.** Vi tror att marknaden för närvarande är lite för snabb med att prisa in räntesänkningar. Vår bedömning är att centralbanker vill vänta och se att den nedåtgående inflations-trenden håller och att disinflationskrafterna kan bekräftas. Därmed är det rimligt att de gärna avvaktar för att slippa ett bakslag. Det bidrar bl a till att räntan sänks i vanliga 25-punktersteg om inget exceptionellt inträffar. Inflationsnedgångens takt blir styrande och centralbanker kommer därmed att gå i lite olika takt. Fed är först ut i maj nästa år och succesivt minskar ränteskillnaden till ECB. I slutet av 2025 ligger både Fed och ECB på 2,50 procent i styrränta, en nivå som vi bedömer vara nära neutral. En snabb nedgång för USA-inflationen gör att realräntan stiger och blir mer åtstramande än önskat, vilket i sig kan driva på räntesänkningar. Bank of Englands läge är mer ansträngt med ett större inflationsproblem, en överhettad arbets-

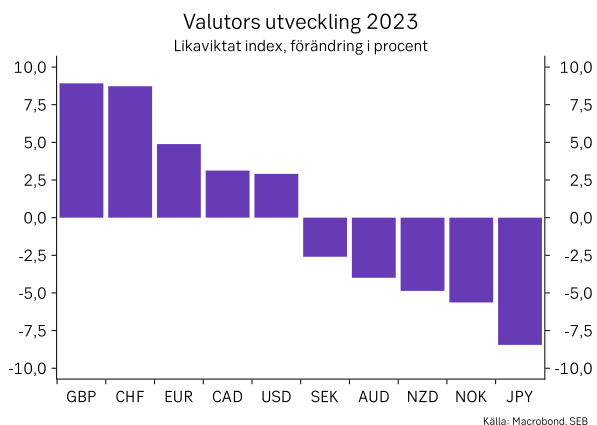
marknad och höga löneökningar. BoE ligger därför kvar lite längre på räntetoppen och även slutpunkten är högre. Bank of Japan höjer under hösten styrräntan till noll och har efter att kärninflationen stigit beslutat att med "flexibilitet" tillåta att 10-årsräntan stiger upp till 1 procent, d v s över taket på toleransintervallet (0 procent  $\pm$ 50 räntepunkter).

### Långräntor styrs av korta änden när toppen är nära.

Långränteuppgången under sommaren drevs av senarelagda förväntningar på styrräntesänkningar och oro för ökat obligationsutbud. Tills marknaden är mer säker på att korta räntor snart toppar, och sedan sänks, finns en viss ytterligare uppåtrisk. Ofta toppar långräntor lite innan korträntan och under prognosperioden bedömer vi att det är styrräntor, faktiska och förväntade, som kommer att styra även långräntan. Nedåtpotentialen 2024-2025 är dock relativt begränsad eftersom långräntor i dagsläget ligger på en relativt låg nivå i förhållande till styrräntorna. Dessutom begränsas rörelsen nedåt i långräntor av hög privat och offentlig skuldsättning och centralbankernas QT-politik. Till det kommer spekulationer om att inflationsmålen ska höjas. Även om vi inte tror på sådana steg, i alla fall inte i närtid, kan det hålla upp inflations- och löptidspremier.

### Kronsvaghet och dollarstyrka i höst

Med ränteskillnader och riskapitet som drivkrafter inleds hösten med ytterligare en tid av dollarstyrka. Senare i år, när marknaden alltmer kommer att fokusera på när styrräntor ska sänkas, bör dollarns styrka avta. Det möjliggör en vändning med en svagare dollar och en återkomst för valutor som varit svaga under 2023.



### Svaga nordiska valutor återtar en del förlorad mark.

Valutor som den svenska kronan har varit rekordsvaga under sommaren. Motvinden har varit extra stor p g a oro kring hur räntehöjningar slår mot hushåll och fastighetsmarknad. Valutaförsvagningen har även drivits av hedgefonder som har sålt både norska och svenska kronor. När vi under nästa år ser tillväxt-

stabilisering, bättre riskaptit och minskade ränteskillnader, ser vi potential för starkare euro samt svensk och norsk krona. Vi bedömer dessutom att de senaste årens cykel med stark dollar är på väg mot sitt slut. Till det kommer långsiktiga faktorer, som diversifiering ut ur dollar som reservvaluta och förbättrade relativpriser för energiimporterande europeiska länder (terms-of-trade), att kunna stärka euron. Givet kronans tydliga koppling till EUR/USD kan en sådan omsvängning även ge stöd åt EUR/SEK. Vår prognos är att EUR/USD går från dagens 1,09 till 1,19 2025 och att SEK, som under hösten kan gå över 12 mot EUR, tar sig under 11 under 2025.

### Börsstöd i tillväxtbilden, men hög värdering

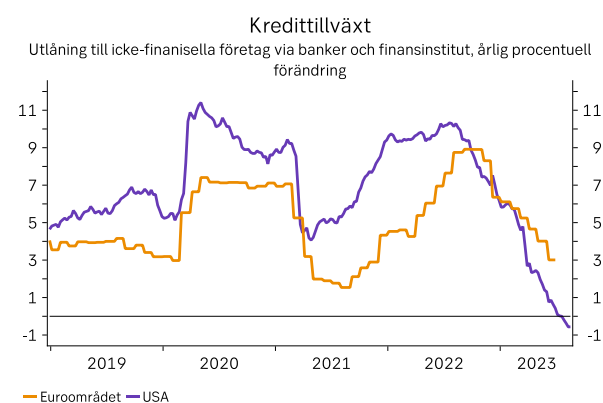
Börserna har levererat överraskande god utveckling hittills i år i en miljö med stigande räntor och fallande vinster. Sannolikheten för en konsolidering den närmaste tiden har ökat. Därefter väntas en ljusare makrobild, med mindre recessionsrisker, vikande inflation och en försiktigt starkare tillväxt när vi kommer förbi årsskiftet. Det ger hopp om en positiv börsutveckling. Värderingen är dock fortsatt hög (vilket ökar risken för korrektion) och vi förväntar oss inte några kraftigare uppgångar i närtid.

### Fallande kredittillväxt utan dramatik

En stramare global penningpolitik har dämpat bankutlåningen i bl a USA och euroområdet. Den minskade utlåningen ser vi inte som en effekt av den finansiella stress som präglade USA och Schweiz i våras och den är därmed inte heller ett uttryck för en oförmåga att kunna låna ut pengar (s k "credit crunch"). Utvecklingen i kreditspreadar ger i nuläget inte heller anledning till oro trots påtagliga utmaningar för kommersiella fastigheter. Både Feds och ECB:s låneundersökningar bekräftar dock att kreditefterfrågan fortsätter att minska framöver. Kreditcykelns utveckling tyder på att antalet konkurser ökar, men från låga nivåer. Motståndskraften i det globala banksystemet för ökade förluster bedöms vara fortsatt hög.

**Finansiella förhållanden** (t ex IMF:s index) i USA och euroområdet har de senaste kvartalen lättat trots penningpolitikens åtstramning. En drivkraft är stigande tillgångspriser på aktier och bostäder. Det kan förklara den reala ekonomins och det globala banksystemets överraskande motståndskraft mot räntehöjningar men reser även frågor om effektiviteteten i penningpolitikens transmissionsmekanism (se tema i *Nordic Outlook* Maj 2023 sid 20-22). I takt med att lån omsätts till högre lånekostnad blir det negativa genomslaget på tillväxten tydligare. När styrräntorna sänks under 2024 förbättras utsikterna för de finansiella förhållandena och kredittillväxten.

**Nu minskar också mängden pengar** i flera ekonomier, bl a USA och Sverige. Flertalet centralbanker, Japan undantaget, för en politik som gör att balansräkningarna krymper. Det sker genom räntepapper som passivt förfaller eller aktivt säljs tillbaka till marknaden och/eller neddragning av likviditetsstödande åtgärder. Men det går relativt långsamt. För de fyra största centralbankerna har balansräkningen hittills minskat med drygt 10 procent (-2 900 miljarder dollar) jämfört med före pandemin. Att penningmängden minskar är dock välkommet och ett tecken på steg mot normalitet. Utvecklingen kan ha en viss hämmande effekt på börser, men realräntans utveckling bedöms spela en större roll för reala och finansiella tillgångars värde.



Källa: Federal Reserve, ECB (European Central Bank), Macrobond, SEB

### Neutral finanspolitik kommande år

Vi kommer från flera år med historiskt stora offentliga politiska ingripanden. Pandemin fick finans- och penningpolitik att gå hand i hand för att stötta tillväxten. Även finanspolitiken har nu svängt om. Pandemistöden har fasats ut, men effekten ligger kvar i en del länder via sparbuffertar hos hushållen. När nu även energiprisstöd i Europa har minskat väntar vi oss en relativt neutral finanspolitik i flertalet länder kommande år. Höga skuldnivåer, och i många fall fortsatt stora underskott, samtidigt som centralbankernas QE (Quantitative easing) förbyts i QT (Quantitative tightening), gör att manöverutrymmet är begränsat, vilket avspeglar sig i den faktiska politiken, även om förutsättningarna skiftar mellan länder. Förutom hushållsstöd ser vi att olika investeringsinriktade program (exempelvis i USA och EA) nu får en positiv effekt. Den höga inflationen gör att finanspolitikens manöverutrymme begränsas trots en svag tillväxt. En mer oroande del av politiken är att det finns en risk för att de senaste årens aktiva finans- och penningpolitik har gjort hushåll och företag alltför vana vid stöd. Om så är fallet finns en risk att hushåll och företag inte är försiktiga nog, vilket kan vara en anledning till att konsumtion och bostadspriser inte fallit mer den senaste tiden.

Tema:

# Inflationskrafter

## Dynamiken mellan inflation, reallöner & vinstandelar

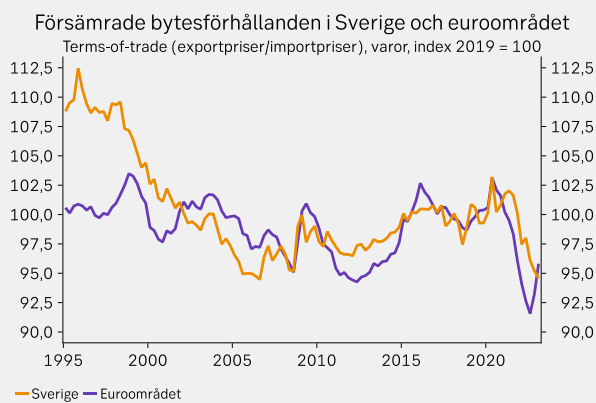
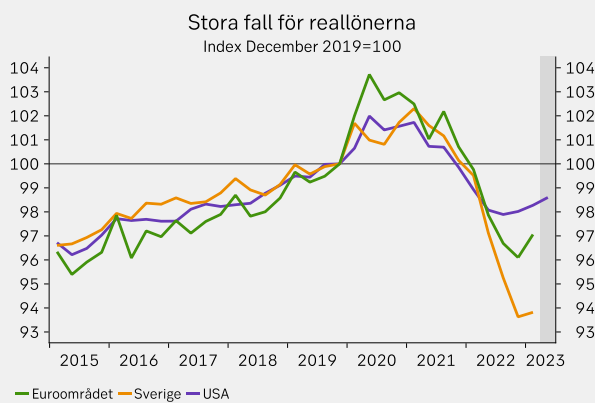
Hög inflation har medfört att reallönerna har fallit. I USA ligger de nu 5-7 procent under historisk trend och för Sverige är avvikelserna ännu större. Fallet kan inte förklaras av pandemirelaterade produktionsstörningar och sjunkande produktivitet. Drivkraften är framför allt högre världsmarknadspriser. Näringslivets vinstandelar har stigit, men uppgången syns främst hos energi- och råvaruproducenter vilka gynnats av de höga världsmarknadspriserna. Reallönerna ser nu ut att ha påbörjat en återhämtning via en kombination av högre nominella löner och lägre inflation. Avvikelsen till den långsiktiga trenden gör att en reversering av de senaste årens prisuppgångar inte är ett osannolikt scenario.

Den höga inflationen under 2022 och 2023 har medfört ett kraftigt fall för reallöner. Man får gå tillbaka ända till början av 1980-talet för att kunna se en motsvarande utveckling. Sedan början av 2019 har reallöner fallit ca 6 procent i Sverige, 4 procent i euroområdet och 2 procent i USA. I USA är reallönefallet mindre p g a högre nominell lönetillväxt; jämfört med den historiska trenden är dock fallet hela 5 procent. Motsvarande avvikelse från trend är för Sverige hela 9 procent och 6-7 procent för euroområdet under första kvartalet 2023.

Inflationen är nu på väg att avta. Samtidigt accelererar nominell lönetillväxt. Det gör att reallönerna stiger igen. Givet våra prognoser för löner och inflation ser normaliseringen ut att ta flera år. För att förstå om en anpassning kan komma snabbare, och hur dynamiken i så fall kan spelas ut, tar denna artikel fasta på vad som bidragit till reallönefallet.

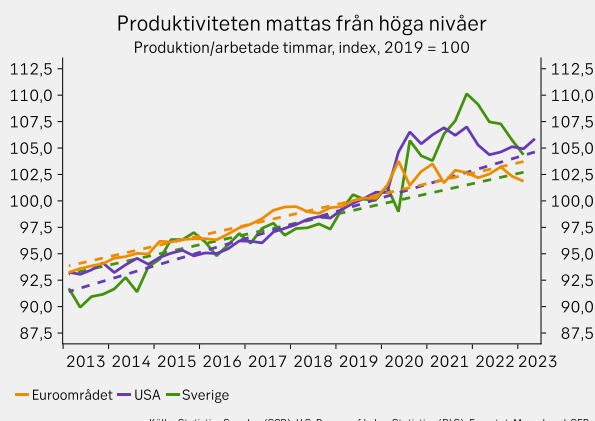






## Stark produktivitet under pandemin

En första observation är att inhemska produktionsstörningar inte varit en drivkraft för högre priser, i alla fall inte totalt under perioden. Svensk produktivitet har snarast varit högre de senaste åren än den historiska trenden. Detta gäller även USA. För euroområdet verkar dock utvecklingen ligga något under trend (se graf).



## Även om svensk produktivitetsuppgång har mattats

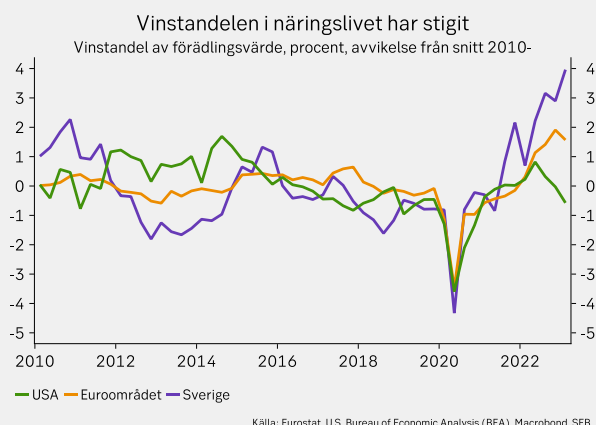
är den fortfarande inte lägre än historiska trenden. Utvecklingen följer ett normalt cykliskt mönster. Även om produktiviteten av konjunkturella skäl faller under trend det närmaste året finns det i nuläget inget som tyder på att den har varit viktig för inflationsutvecklingen och därmed de senaste årens reallönefall.

## Försämrade "terms-of-trade"- energipriser

Att svensk produktivitet uppenbarligen inte försvagats innebär att de lägre reallönerna i stället kan ha drivits av högre företagsvinster och/eller ökade importkostnader. Tecken antyder att båda dessa faktorer har bidragit till högre inflation; t ex har importpriserna i Sverige och euroområdet stigit 5-10 procent mer än exportpriserna, vilket har försämrat bytesförhållandet (terms-of-trade). Såväl Sverige som euroområdet har, p g a beroendet av extern energi, påverkats mer negativt än t ex USA.

## Högre vinster men ojämnt fördelade

Det finns även tecken på att ökade företagsvinster har bidragit till lägre reallöner. Vinstandelen i näringslivet har t ex stigit till de högsta nivåerna på många år. Stora delar av den stigande vinstandelen kan dock kopplas till energi- och råvarusektorerna. Utvecklingen varierar betydligt mellan olika branscher.

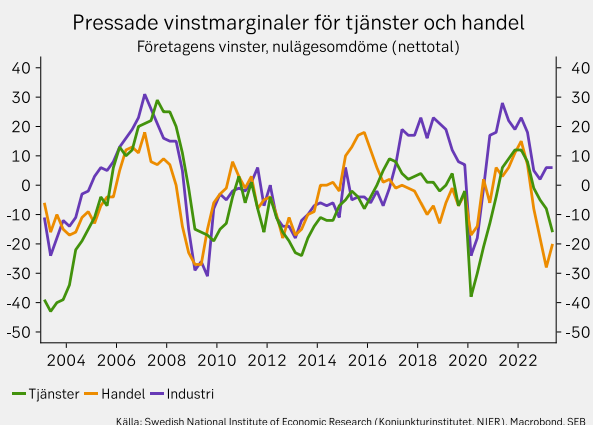


## Att mäta vinster i näringslivet är emellertid svårt

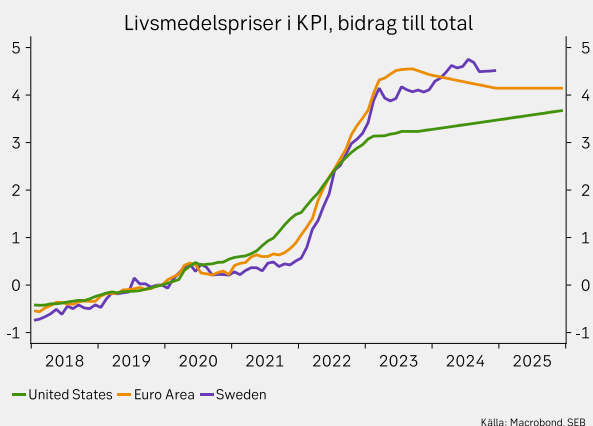
och vinstandelen är ett trubbigt mått som tenderar att skilja sig betydligt från företagens redovisade vinster. Data från bl a Konjunkturinstitutets barometer (KI) antyder t ex pressade vinster inom Sveriges handel och tjänstesektor medan industrins marginaler hållits uppe ganska väl. Industrins relativt höga vinster är sannolikt kopplade till den svaga kronan och återspeglar bara delvis företagens möjligheter att höja priserna på den inhemska marknaden. KI:s barometer stöder även bilden av att de ökade vinstandelarna inte drivs av en bred uppgång i företagens vinster, framför allt inte i de inhemska sektorerna.

## Återhämtning trolig – osäkert hur

En återhämtning för reallönerna är trolig i såväl Sverige, som euroområdet och USA, men det råder osäkerhet om hur snabbt. Det är även osäkert om återhämtningen sker genom stigande nominella löner eller lägre inflation. Utvecklingen ser mest positiv ut i USA.

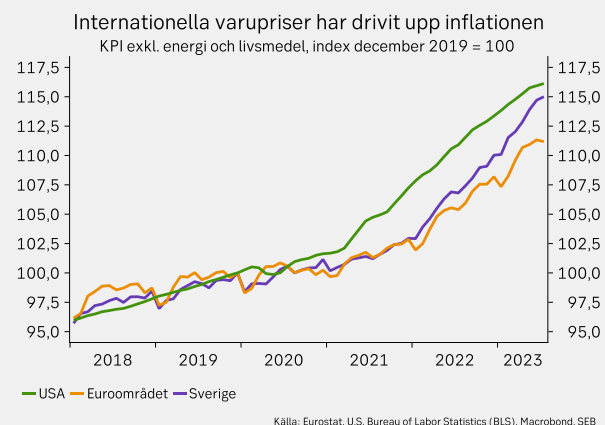


**Till viss del har anpassningen av reallönerna** redan påbörjats. Höga energipriser som har varit en viktig drivkraft bakom de växande driftöverskotten inom vissa branscher, och terms-of-trade-försämringen 2022, har delvis reverserats. De har därmed redan bidragit till att pressa ned inflationen. Relativt stora delar av prisuppgångarna i konsumentledet har reverserats och nedgången väntas fortsätta under det närmaste året. Energipriserna är dock fortfarande betydligt högre än 2019 framför allt i euroområdet. Subventioner, skattesänkningar och prisregleringar mildrade energiprisuppgången i KPI för euroområdet, men bidrar samtidigt till att inflationen faller mindre när priserna nu sjunker.



**Högre livsmedelspriser** kan förklara 3,5–4,5 procentenheter av inflationsuppgången i Sverige och euroområdet; uppgången i USA är marginellt mindre. Prisökningar på livsmedel har stannat upp, men det finns i nuläget inte några tydliga tecken på att prisuppgångarna kan vara på väg att reverseras. Råvarupriser har vänt ned något, men nivåerna är fortfarande mycket höga och sannolikt krävs det större nedgångar för att KPI-priserna också ska vända ned lika tydligt. Höga energipriser har med stor sannolikhet bidragit till höga livsmedelspriser och dessutom har t ex internationella priser på konstgödsel reverserat mer än halva uppgången under 2022.

**Inflationsuppgången har överlag varit bred** och kärninflationen har varit betydligt högre än före krisen. Förutom indirekta effekter från energi och livsmedel, har stora prisuppgångar på internationella varupriser varit viktiga. På samma sätt som för livsmedel går det att argumentera för att en del av prisuppgångarna kan reverseras. T ex har globala fraktpriser återtagit nästan hela uppgången från efterdyningarna av pandemin.



**Högre nominella löner – vissa prisfall**  
Fördelningen mellan löner och företagens vinster, dvs vinstandelen, varierar över tid kring ett mer långsiktigt medelvärde. Att relativt stora delar av de senaste årens reallönefall reverseras är därför troligt. Inledningsvis blir därmed högre nominella löneökningar en viktig drivkraft. Även inflationen har dock saktat in betydligt, än så länge främst på lägre energipriser och stagnerande prisuppgångar på livsmedel.

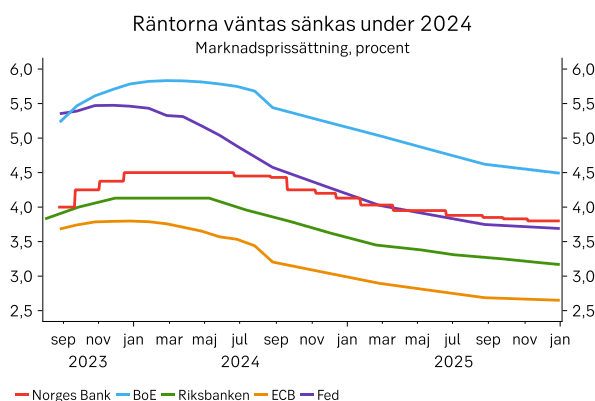
**En bredare inbromsning för inflationen är på väg.** I USA har kärninflationen tydligt börjat falla. Hur stor inflationsnedgången blir är osäkert men mycket tyder på att varuinflationen inom en ganska snar framtid blir lägre än sin historiska trend. Det bidrar till att kärninflationen under en period t o m kan hamna under centralbankernas inflationsmål. Osäkerheten är dock stor och i inflationsprognosen måste potentiellt fallande varupriser vägas mot accelererande löner.

**Att prisuppgångar i KPI reverseras är ovanligt** men en viss tillbakagång av de senaste årens stora prisökningar på varor är en nedåtrisk för våra KPI-prognoser. Det stora fallet för reallönerna återspeglar att den potentiella effekten kan bli betydande och om de stiger i linje med våra prognoser kan en anpassning av reallönerna ske genom en längre period med låg inflation. En sådan utveckling förutsätter dock att energi- och internationella varupriser inte stiger igen, vilket är långt ifrån säkert i den rådande osäkra geopolitiska miljön.

# Räntemarknaden Inväntar tecken på lägre styrräntor

Långa räntor har vänt upp under sommaren, när förväntade räntesänkningar skjutits på framtiden och obligationsutbudet ökat. Denna osäkerhet håller uppe räntorna under hösten men 2024, när styrräntesänkningar närmar sig, sjunker långa räntor och kurvorna brantar. Mindre nedgång i Tyskland än i USA gör att räntespreaden krymper. Kvantitativa åtstramningar sätter uppåtress på svenska räntor och vidgar spreaden mot Tyskland. Norska obligationer får under 2024 stöd av fallande inflation och styrränta.

Globala långräntor har saknat tydlig riktning sedan förra hösten men vände upp i somras och långa räntor i USA och Tyskland är nära toppnoteringarna från oktober 2022. Uppgången har drivits av starkare än väntade data, uppskjutna förväntningar på räntesänkningar, en dramatisk ökning av obligationsutbudet och av att Bank of Japan (BoJ) tillåter inhemska obligationsräntor att stiga. Även om marknaderna i viss utsträckning redan prisat in dessa faktorer, kan obligationsräntor förbli höga tills tidpunkten för framtida räntesänkningar klarnat.



**USA: Följer styrräntan lägre.** Vi tror att Federal Reserve avslutade sin höjningscykel i juli och att räntesänkningar påbörjas under andra kvartalet 2024. Sedan mitten av 1980-talet har amerikanska långräntor toppat samtidigt med den sista räntehöjningen och sedan sjunkit under hela räntesänkingscykeln. Jämfört med tidigare cykler ligger amerikanska långräntor på en låg nivå i förhållande till styrräntan. Det innebär att

utsikterna för en betydande nedgång i långa räntor är mer begränsade än vad som historiskt varit fallet. Den pågående bantningen av Feds balansräkning och ett växande utbud av statsobligationer innebär att 10-årsräntan stiger till en ny topp på 4,50 procent under hösten för att sedan sjunka till 3,90 procent 2024.

**Euroområdet: Måttlig räntenedgång 2024.** Även om vi tror att Europeiska Centralbanken (ECB) avslutade sin räntehöjningscykel i juli finns det risk att räntan höjs ytterligare i höst. ECB:s kommunikation har dock skiftat till att hålla räntan hög under en längre tid och möjligen påskynda pågående bantning av balansräkningen. Vi tror att den tyska 10-åriga statslåneräntan stiger till 2,80 procent i höst för att sedan sjunka till 2,60 procent 2024, drivet av försiktiga räntesänkningar från ECB.

## 10-åriga statslåneräntor

Procent

	Aug 24	Dec 2023	Dec 2024	Dec 2025
USA	4,23	4,50	3,90	3,00
Tyskland	2,52	2,80	2,60	2,50
Sverige	2,75	3,10	2,90	2,80
Norge	3,79	4,10	3,70	3,40

Källa: Nationella centralbanker, SEB

**Sverige: Uppåttryck från QT.** Riksbanken annonserade i juni att den månatliga försäljningen av statsobligationer från och med september höjs med 1,5 till 5 miljarder kronor. Sedan Riksbanken i februari i år annonserade försäljningar av obligationer har 10-årsspreaden mot Tyskland stigit från -25 punkter till nuvarande 10-15 punkter. Vi väntar oss att Riksbanken utökar försäljningsvolymerna senare i år, vilket kan få räntorna att stiga ytterligare visavi Tyskland. Spreaden ökar därmed till 30 punkter vid årsskiftet för att sedan i stort sett stabiliseras under 2024.

**Norge: Disinflation ger stöd 2024.** Norska statsobligationer (NGB:s) har haft en sämre utveckling än motsvarande tyska i år eftersom seglivad inflation tvingat Norges Bank att sikta mot en allt högre styrränta. En sista räntehöjning i september väntas öka spreaden mot ECB:s inlåningsränta till 50 punkter och bidra till en fortsatt hög räntedifferens. Snabbt avtagande inflation och svagare tillväxtutsikter följt av räntesänkningar, väntas stödja norska statsobligationer under 2024. Relativt gynnsamma utsikter för obligationsutbudet kan också bidra till att krympa spreaden mot Tyskland. Vi förväntar oss att den 10-åriga spreaden mot Tyskland krymper från 130 räntepunkter i slutet av 2023 till 110 respektive 90 punkter under 2024 och 2025.

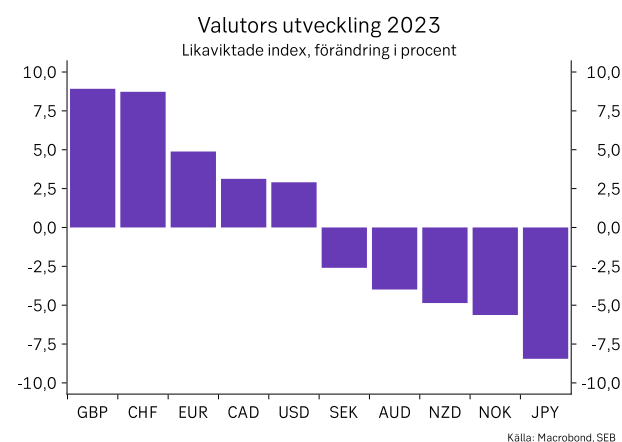


# Valutamarknaden

## Rekordsvag krona, men det kommer en vändning

Kronsvaghet och dollarstyrka inleder en höst präglad av marknadsoro. Under hösten kommer marknaden i ökad grad fokusera på när centralbankernas räntesänkningar ska börja, vilket bör bromsa nuvarande utveckling och möjliggöra en vändning mot slutet av året. De största rörelserna förväntar vi oss dock under 2024 då Fed börjar sänka räntan, vilket öppnar för en mer långsiktig vändning med starkare krona, men där även en räntekänslig valuta som yenen kan börja återta de senaste årens stora tapp.

Den svenska kronan har under sommaren nått rekordsvaga nivåer mot euron. I maj och juni drevs kronan svagare främst av tilltagande oro för den svenska fastighetssektorn, medan försvagningen i augusti främst har med vikande global riskaptit att göra. Vi tror att kronan först fortsätter försvagas i höst, men att en vändning kommer innan årsskiftet. Det beror delvis på kronans starka säsongsmönster i december, men framför allt på att marknaden kommer fokusera mer och mer på kommande räntesänkningar (där Fed är först ut), vilket bör förbättra risksentimentet.



**Variierande drivkrafter.** Vanligtvis går det att peka på 1-2 faktorer som förklarar mycket av alla valutors rörelser. Men 2023 kräver olika valutor olika förklaringar. Svagast av alla i år är den japanska yenen (JPY), som tenderar att handla svagt så länge USA-räntor stiger. Att Bank of Japan (BoJ) dessutom är den enda G10-centralbank som ännu inte har höjt räntan hjälper inte

heller till. Starkast är brittiska pundet (GBP) som har stärkts första halvan av 2023 på minskad riskpremie kopplad till höga elpriser, en hökaktig Bank of England och en hög styrränta, men bör utvecklas svagare andra halvåret i år och fortsätta så på längre sikt givet brittiska strukturella utmaningar. I takt med att amerikanska räntor sjunker bör JPY stärkas. Det finns även fog att fundera över om inte BoJ kan komma att, precis som i höstas, intervensera i valutamarknaden för att stärka JPY.

### Valutakurser

	24 Aug	Dec 23	Dec 24	Dec 25
EUR/USD	1,08	1,09	1,16	1,19
USD/JPY	146	143	130	120
EUR/GBP	0,86	0,88	0,93	0,94
EUR/SEK	11,90	11,90	11,30	11,00
EUR/NOK	11,58	11,55	10,70	10,20

Källa: Bloomberg, SEB

**Räntekänsliga hushåll har varit ett valutasänke.** En populär hedgefondposition har i år varit att sälja valutor vars länder har räntekänsliga hushåll (NOK, SEK, AUD och NZD) och köpa valutor som kan antas vara mer stabila och tack vare mindre räntekänsliga hushåll stödjas av centralbanker som kan höja räntan mer (EUR och GBP). När inflationen avtar och fokus mot slutet av året flyttas till tidpunkten för räntesänkningar bör mängden sådana hedgefundspositioner minska, vilket borde ge en korrigering av valutaeffekt. NOK har utifrån det, och även genom en energiprisåterhämtning under hösten, stora möjligheter att stärkas. Vår modell för Norges Banks (NB) valutaköp visar dessutom på ett minskat behov. Om NB under hösten slutar att sälja NOK får vi ännu en faktor för starkare NOK där även en mer ihållande inflation än i omvärlden bör ge stöd både i år och under 2024.

**En ny valutacykel kan bekräftas 2024.** EUR/USD handlas ofta i cykler om 8 år men efter finanskrisen föll EUR/USD under hela 14 år. En vändning kom september 2022 och med huvudscenariots mjuklandning i USA och försiktiga räntesänkningar från Fed med start andra kvartalet 2024 finns potential för att en längre uppåtcykel har startat. En sådan cykel stöds förutom av den relativa ränteutvecklingen nästa år även av mer långsiktiga strukturella faktorer som diversifiering ut ur USD som reservvaluta och en förbättrad "terms of trade" för Europa. Vår långsiktiga jämviktsmodell pekar mot att EUR/USD borde handla närmare 1,19 än nuvarande 1,08. Givet kronans tydliga koppling till EUR/USD skulle en sådan uppåtcykel även ge stöd åt en långsiktig vändning i EUR/SEK. En förutsättning för en långsiktigt starkare krona ligger troligen också i finanspolitiken, vilket vi utvecklar i temaartikeln "Kronan & flödena" på sidan 39.

# Aktiemarknaden

## Ljusare bild diskonterad efter uppgångar

Trots stigande räntor och vikande vinster har börserna levererat överraskande starka siffror, med tillväxtbolag och USA i spetsen. Starkare argument för mjuklandning och fallande inflation ger placerarna hopp om framtiden. Svagare vinstbild, högre värderingar och lägre riskpremier dämpar dock potentialen och ökar sannolikheten för en konsolidering i närtid. Placerarnas ökande tillförsikt med minskade risker avseende tillväxt och inflation talar sammantaget för en rimlig aktieavkastning på sikt.

Hittills i år har börserna minst sagt överraskat. Den som vid årsskiftet väntade sig 2-3 fler Fed-höjningar än vad marknaden prisade in, stigande långräntor och nedjusterade vinstprognoser trodde troligen inte på att S&P 500 fram till nu skulle kunna stiga med runt 17 procent, och Nasdaq med nästan det dubbla

**Är börserna högt värderade?** Högre börskurser och nedjusterade vinstprognoser har dragit upp värderingarna. Tillsammans med stigande räntor har samtidigt riskpremier pressats ner till låga nivåer. Stigande realräntor sätter press på både börser och centralbanker. Värderingarna överlag är dock ännu inte på besvärande höga nivåer. Globalt P/E-tal ligger runt 17 räknat på 12-månaders vinstprognoser med USA i topp på knappa 20 medan Europa och Emerging markets handlas runt 12-13. Sektorsammansättning motiverar en högre värdering i USA, men skillnaden har ökat under året. Det förklaras av att uppgången till stor del drivits av det som kommit att kallas superkvalitetsbolag med stark och stabil vinstutveckling. Bolag som Microsoft och Nvidia är vanliga exempel men även lyxkonglomeratet LVMH och läkemedelsjättarna Eli Lilly och Novo Nordisk ingår här.

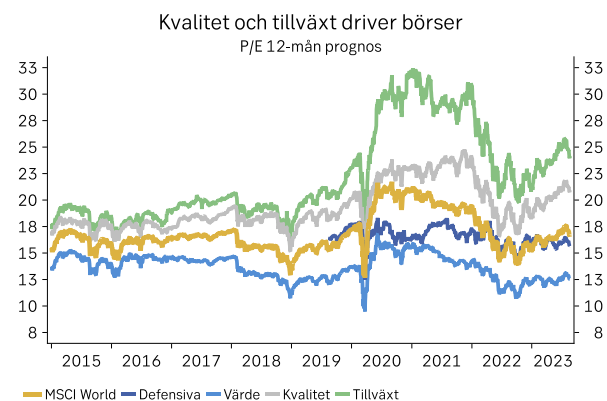
**Inte bara tillväxtbolag som drivit uppgången.** Även om uppgången leds av tillväxtbolagen har även övriga marknadssegment värderats upp från botten i fjol. Det gör vinstutvecklingen till en nyckel för framtida börsutveckling. De senaste kvartalen har vinsterna fortsatt att överträffa prognoserna, men prognoserna har gradvis skruvats ned. I absoluta tal är nuläget inte helt övertygande. I USA faller vinsterna nu med drygt 5

procent på årsbasis. Skillnaden är förvisso stor mellan sektorer, med energi- och råvarubolag i botten, men oförändrade volymer och vikande vinster skvallrar om viss marginalpress överlag. Det sker från höga nivåer och är naturligt i en inbromsning, men om prognoserna om vinstökningar på runt 10 procent nästa år ska hålla behöver den trenden sannolikt brytas även om sjunkande kostnader för insatsvaror håller emot. Även den överraskande svaga utvecklingen i Kina oroar.

**Styrketecken ger börsstöd.** Orosmoln saknas inte, men vi ser även ljus på börshimlen och årets utveckling vad gäller fundamentala faktorer ger hopp. En mjuklandning i ekonomin tillsammans den tydliga inflationsnedgången ingjuter mod när centralbanksbilden flyttas från avslutande höjningar till kommande sänkningar.

**Utrymme för att öka risktagandet.** När det kommer till placerares agerande visar sommaren på en intressant förskjutning. Årets inledande börsuppgång drevs i allt väsentligt av momentumdrivna placerare och privatpersoner. Den senaste tiden talar enkätundersökningar för att så kallade "long only"-placerare som pensionsförvaltare och aktiefonder har ökat sin aktieandel. Rörelsen sker från rekordlåga nivåer och många är fortfarande i det försiktiga lägret totalt sett. En möjlig positiv tolkning är att placerare vågar öka sitt risktagande då mjuklandning och fortsatt fallande inflation nu kan läggas i prognoserna. Samtidigt finns utrymme för ytterligare riskökning. En negativ tolkning är att stödet från extremt försiktig positionering försvunnit i kulisserna, då investerarna börjat öka sitt risktagande.

**Risken ökar för närtida korrigeringar.** Efter rejäla börsuppgångar ökar risken för en korrigering. Vi lutar åt att det sistnämnda kan prägla börsutvecklingen i närtid. Fortsatt fokus på fallande inflation, kommande räntesänkningar och tillväxt som vänder upp rimligt snart kommer förr eller senare öppna upp för en bredbaserad uppgång på börserna. Värdering och låg tillväxt talar dock emot kraftiga uppgångar.



Tema: Artificiell Intelligens

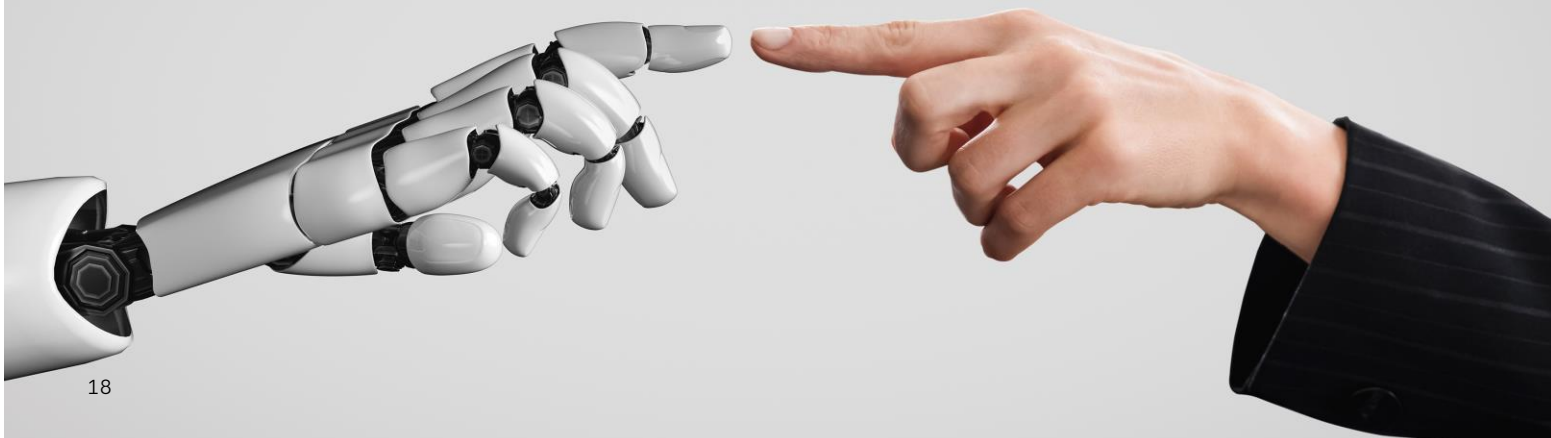
# AI och ekonomin

Potentiellt stora effekter – teknikutvecklingen avgör

De nya AI-tjänster som rönt stor uppmärksamhet det senaste året har potential att förändra många branscher och på sikt hela ekonomin. Hur stora förändringar vi står inför avgörs främst av hur snabbt tekniken utvecklas, vilket omgärdas av stor osäkerhet. AI kan ge betydande globala produktivitetsvinster och borga för låg inflation, men på sikt utgör tekniken också en nedsidesrisk för arbetsmarknaderna.

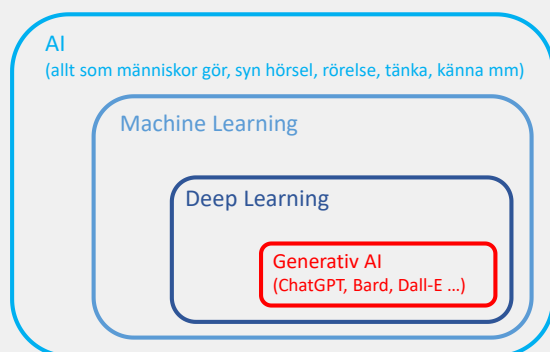
Det senaste årets stora hype är utan tvivel den pågående AI-revolutionen där generativa AI-tjänster som ChatGPT, Bard med flera har blivit tillgängliga för användning av människor och företag över hela världen. Hittills har debatten mest handlat om allt den nya tekniken kan användas till, huruvida utvecklingen går för fort och att AI kan bli ett hot mot hela mänskligheten. Även om det senare är en helt avgörande fråga, begränsar sig den här temaartikeln till frågor kring hur AI-tekniken kan komma att påverka ekonomin framöver. Tillväxt, produktivitet, arbetsmarknad och inflation är några centrala områden där AI potentiellt kan ha stora effekter. Makroekonomiska prognoser är alltid svåra att göra eftersom det de facto handlar om att försöka förutspå framtiden. Men i det här fallet blir alla förutsägelser än mer osäkra eftersom AI-tekniken i sig är föremål för stor osäkerhet vad gäller hur fort den utvecklas och vad den därmed kan användas till. Det gör att alla siffror måste tas med en extra stor nypa salt

**Flera nivåer av AI.** Begreppet *artificiell intelligens* är inget nytt utan myntades redan på 1950-talet och kan brett beskrivas som datorers och robotars förmåga att kunna göra allt som vi människor kan. AI används redan idag och många avser då ett område av AI som kallas maskininlärning (ML).





ML kan definieras som att en dator tränas att utföra en uppgift utan att vara direkt programmerad för alla steg som uppgiften kräver. Ett exempel kan vara en robot som kör runt material i en fabrik och själv hittar dit den ska samtidigt som den undviker eventuella hinder på vägen. Inom ML finns undergruppen Deep Learning (DL) som bygger på användningen av så kallade neurala nätverk för att kunna hitta mer komplexa samband än vad som är möjligt med traditionell ML. Exempel kan vara en AI som baserat på vilka tv-serier du tidigare tittat på föreslår nya serier som du antagligen också kommer att gilla. Borrar man sig ännu djupare ner inom DL hittar vi det som kallas Generativ AI.



**Generativ AI är det senaste steget.** Generativ AI definieras av att AI:n själv kan skapa ny unik output baserat på vad den är tränad för och vad man säger åt den att göra. Exempel på generativ AI är tjänster som ChatGPT, Bard, DALL-E, Stable Diffusion med flera, som fått sina stora publika genombrott det senaste året. Generativ AI markerar också gränsen för hur långt AI-tekniken har kommit idag. Nästa riktigt stora steg på utvecklingsstegen är att lyckas skapa en Artificial General Intelligence (AGI). Det är kort och gott en AI som har förmågor jämförbara med våra mänskliga och som därmed också skulle kunna utföra alla de intellektuella uppgifter som vi människor gör idag.

**Snabb teknikutveckling gör prognoser svåra.** Idag råder delade meningar bland världens AI-forskare om hur mycket bättre dagens stora språkmodeller, som ligger till grund för ChatGPT och Bard med flera, kan bli. Många ledande experter och stora AI-företag menar att språkmodellerna kommer fortsätta att skalas upp och bli allt bättre tills de en dag blir lika bra eller bättre än människor på i stort sett allt. Allt fler menar därför att en AGI bara behöver ligga några få år bort. Samtidigt som det är svårt att bortse från den typen av förutsägelser från de som kan allra mest om den nya AI-tekniken, är det naturligtvis ingen garanti för att de kommer att slå in. Jämför t ex alla vidlyftiga förutsägelser som gjordes under IT-bubblans dagar av IT-expert och den tidens hypade företag som Framfab och Icon Medialab. Även om många av förutsägelsena

till slut blev sanna, tog det mycket längre tid än många då trodde. Det finns också ett annat läger av experter och forskare som i stället hävdar att tekniken med stora språkmodeller snart kommer att nå ett tak för hur mycket bättre de kan bli. Visar det sig stämna, kan en AGI i stället ligga många decennier bort och dagens AI-tjänster kommer inte att bli så kraftfulla som många tror. Oavsett hur det blir gör den stora osäkerheten om teknikutvecklingen att det blir mycket svårt att uppskatta hur stora effekter AI kommer att ha på ekonomin under de kommande åren.

## Hur kan AI påverka ekonomin?

Även om storleken på AI:s ekonomiska effekter är svårt att uppskatta, går det att få en bild av hur påverkan kommer att se ut. Eftersom AI handlar om att maskiner successivt kan göra allt fler saker som bara människor klarar idag, har tekniken potential att påverka nästan alla delar av ekonomin. Men om vi begränsar oss till att titta på fyra centrala begrepp; produktivitet, tillväxt, arbetsmarknad och inflation, kan det se ut så här:

**Produktivitet:** AI:s tydligaste kanal för att påverka ekonomin är att den kan höja produktiviteten.

Produktivitet definieras enklast som mängden producerad BNP/antal arbetade timmar. Påverkan från AI kommer antagligen att ske gradvis så att tekniken till en början används som ett verktyg för människor och gör dem mer effektiva på sina jobb. Men om tekniken blir så bra att AI helt kan ersätta människor i många yrken kan också produktivitetsoökningarna bli enorma.

**Tillväxt & arbetsmarknad:** När produktiviteten ökar kommer även tillväxten i ekonomin att öka eftersom det är rimligt att tro att en del av produktivetsvinsterna kommer de anställda till godo och att de därmed kan öka sin efterfrågan. På sikt finns dock risken att stora yrkesgrupper kan bli utkonkurrerade av AI-tjänster. Om dessa människor inte lyckas hitta nya jobb i samma takt som gamla jobb försvinner blir resultatet högre arbetslöshet och allt annat lika en lägre efterfrågan och tillväxt i ekonomin. I ett sådant scenario kommer det krävas nya politiska initiativ för att omfördela vinster från produktion till konsumenter så att efterfrågan kan hållas uppe. En framtida lösning som diskuteras i den här typen av scenarion är införandet av en skattefinansierad medborgarlön. Frågan kring effekter på arbetsmarknaden har i alla tider präglats av tekniskiften; en viktig fråga är om det är annorlunda denna gång eller om ekonomin återigen lyckas styra om sysselsättningen när en del jobb försvinner. En anledning till att eventuellt vara lite mer orolig i denna aspekt är dels om förändringen går väldigt snabbt så att

arbetskraften inte hinner anpassa sig, dels och om AI på sikt kan bli bättre än människor på allt.

**Inflation:** Teknikrevolutioner brukar alltid resultera i en nedåtpress på priser och det lär också blir effekten av AI-revolutionen. Men AI har potential att påverka inflationen mer än vi tidigare sett. Den över tid viktigaste drivkraften för inflation är att löner stiger kontinuerligt. Här kan en allt starkare konkurrens från AI på arbetsmarknaden i stället leda till en permanent press nedåt på löner, som blir det enda sättet för människor inom många yrken att kunna fortsätta vara konkurrenskraftiga. Det kommer i så fall att leda till ett mycket lågt inflationstryck i ekonomin.

**Få och mycket osäkra prognoser.** Eftersom AI i olika former redan använts länge av företag har det genom åren också gjorts många studier om teknikens effekter på ekonomin. Dessvärre har nästan alla studier av förklarliga skäl gjorts innan det senaste årets genombrott för generativ AI och de har därför inte kunnat ta hänsyn till allt som den tekniken kan komma att användas till. En del studier börjar dock komma. Konsultföretaget McKinsey har i en analys från juni i år uppskattat hur mycket generativ AI skulle kunna bidra med sett över 63 olika användningsområden och kommit fram till att tekniken kan skapa värden på mellan 2 600 och 4 400 miljarder dollar (ca 3 procent av global BNP). I deras basscenario kommer mellan en fjärdedel och en tredjedel av alla jobb att påverkas av AI under det kommande decenniet och sammantaget kan arbetsuppgifter som idag upptar 60-70 procent av arbetstiden komma att helt automatiseras. McKinsey-studien spår att AI kan ge årliga produktivitetslyft på 0,1-0,6 procent fram till 2040 och att AI till skillnad från tidigare teknikrevolutioner kommer att ha större påverkan på högavlönade tjänstejobb än på enklare, mer fysiska jobb. Affärsbanken Goldman Sachs spådde i en uppmärksamman analys från april i år ännu större effekter och att användandet av stora språkmodeller skulle kunna addera nära 7 000 miljarder dollar till den globala ekonomin genom att lyfta produktiviteten med 1-1,5 procent per år under en 10-årsperiod (räknat från att tekniken börjar implementeras bredare). På den globala arbetsmarknaden skulle motsvarande 300 miljoner arbeten kunna automatiseras. För USA räknar man med att två tredjedelar av alla yrken skulle påverkas av AI och att en fjärdedel av alla arbetsuppgifter skulle kunna automatiseras.

**Tolka prognoserna försiktigt.** Man kan idag antagligen komma fram till nästan vilka "rimliga prognoser" som helst eftersom osäkerheten om teknikutveckling ger mycket stora frihetsgrader kring vilka antaganden man

gör. Det är det viktigaste skälet till att alla siffersatta prognoser över hur stor påverkan AI kommer att få de kommande åren är mycket osäkra. Men det finns fler skäl till försiktighet.

**Hur snabbt tar företagen till sig AI?** Förutom takten i teknikutvecklingen kommer även hastigheten för hur snabbt de nya AI-tjänsterna implementeras av företagen att bli avgörande för hur stora effekterna blir på ekonomin. Det finns ett starkt argument för att implementeringen kommer gå relativt fort när väl tekniken är mogen och det är att AI-tjänster lär ge stora kostnadsbesparingar relativt mänskliga anställda. En AI arbetar dygnet runt, kräver ingen lön eller semester, är aldrig sjuk och behöver inget kontor att jobba från. Redan nu är det tydligt att mängden tjänster baserade på generativ AI växer snabbt och givet att kvaliteten fortsätter att förbättras är det svårt att se att den trenden skulle brytas. På sikt kan det leda till dramatiska förändringar för många yrkesgrupper, från taxichaufförer till jurister och ekonomer och många andra. Något som ändå skulle kunna göra att implementeringen tar längre tid är att många företag har mycket kvar att göra för att organisera sin egen data på ett sätt som gör det möjligt för en AI att träna sig på den.

**Politiker – garantin för att det inte ska gå för fort.** Att AI skulle kunna få en starkt disruptiv påverkan på samhällsekonomin och arbetsmarknaden har också fått politiker runt om i världen allt mer intresserade av utvecklingen. Även om få konkreta beslut eller åtgärder har genomförts ska man inte underskatta den politiska beslutskraften om det skulle bli tydligt att AI-utvecklingen går för fort. Politikens främsta uppgift är att se till att deras väljare har arbete och en möjlighet att försörja sig. Det här är också antagligen den bästa garantin för att vi inte, ens om tekniken skulle göra det möjligt, kommer att få en utveckling där AI på några få år skulle orsaka massarbetslöshet. En utveckling i den riktningen skulle med stor sannolikhet leda till politiska motreaktioner. Alltifrån att införa regleringar som begränsar användningen av AI till att börja beskatta AI-tjänster för att på så sätt göra dem mindre konkurrenskraftiga, är verktyg som den politiska makten skulle kunna använda för att förhindra att den nuvarande samhällsmodellen förändras på ett okontrollerat sätt.

**Trots stor osäkerhet lär AI bli allt viktigare.** Allt annat lika kan AI ses som en uppåtrisk för produktivitet-utvecklingen medan den i stället ger vissa nedsidesrisker för arbetsmarknads- och inflationsprognoser på några års sikt.

## USA

# Ökat hopp om mjuklandning när inflationen vänder ned

Motståndskraftig tillväxt tillsammans med avtagande inflationstryck innebär att ett mjuklandningsscenario där USA undviker en recession åter ser ut att ligga inom räckhåll. Vi tror att styrräntan har toppat och att Fed nästa år, med början i kvartal två, sänker räntan med 150 punkter. Inflationen väntas falla under målet nästa år och arbetslösheten stiger svagt; effekterna på arbetsmarknaden blir små i jämförelse med tidigare räntehöjningscykler.

**USA ser ut att undvika en recession.** Tillväxten har varit överraskande stark första halvåret i år och vi skriver upp vår prognos för 2023 rejält, från 0,7 procent i *Nordic Outlook* maj, till 2,0 procent. Vi räknar liksom tidigare med en dämpning i ekonomin i spåren av Federal Reserves (Feds) kraftiga åtstramning. Men inbromsningen väntas komma senare, dvs i slutet av året, och bli mild och kortvarig. För 2024 håller vi fast vid prognosen om en tillväxt på 0,9 procent. 2025 väntas ekonomin växa med 2,0 procent, ungefär i linje med den långsiktiga trenden.

### Nyckeltal

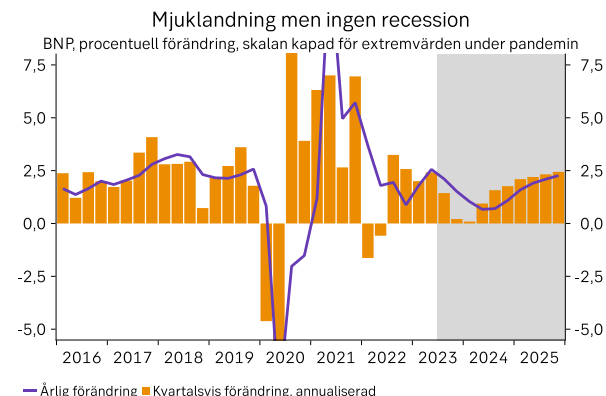
Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,1	2,0	0,9	2,0
Arbetslöshet*	3,6	3,6	4,1	4,1
Löner	5,3	4,4	3,5	3,0
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	5,0	4,0	2,0	1,9
Offentligt saldo**	-3,7	-6,7	-7,0	-7,3
Offentlig bruttoskuld**	121	122	127	131
Fed funds rate, % ***	4,50	5,50	4,00	2,50

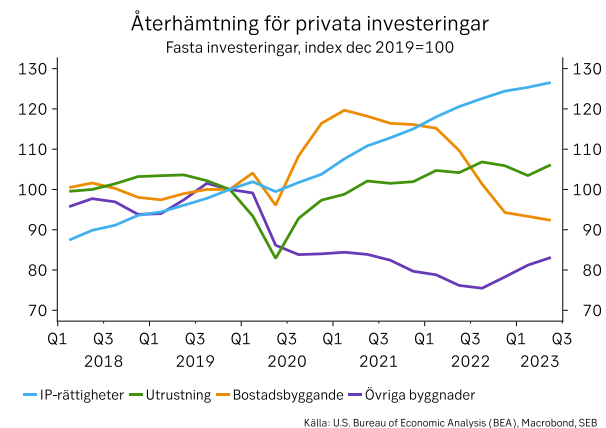
\*% av arbetskraften, \*\*% av BNP, \*\*\*övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB

**Stark tillväxt även kvartal två.** Tillväxten accelererade ytterligare något under kvartal två, men detta speglade stora svängningar i lagercykeln. Exkluderas lager har tillväxten saktat av något men ändå förblivit stark. Privata investeringar i utrustning och byggnader steg överraskande under kvartal två och kompenserade

delvis för en avmattning i konsumtionen medan bostadsbyggandet förblev svagt. Offentlig sektor fortsatte att stötta ekonomin, framför allt på delstats- och lokal nivå.



**Stabilisering i banksektorn.** Prognosen i maj präglades av turbulens i banksektorn och risken för att skärpta kreditvillkor skulle sätta ytterligare press nedåt på både privat konsumtion och investeringarna. De dystra utsikterna för investeringarna understöddes även av svaga investeringsplaner i näringslivet. Myndighetsåtgärder, i form av övertagandet av ett antal regionala banker och nya lånefaciliteter från centralbanken Federal Reserve ser dock ut att ha återställt förtroendet. Bl a har insättningar och kreditgivning inom små banker stabiliserats. Feds låneundersökning visar att bankerna fortsatt att strama åt kreditvillkoren under våren, men relativt lite jämfört med tidigare under Feds räntehöjningscykel. Villkoren för marknadsfinansiering har därtill lättat som följd av minskade kreditspreadar, stigande börser och något svagare dollar. Risken för nya bankproblem kvarstår men är inte längre huvudscenariot.

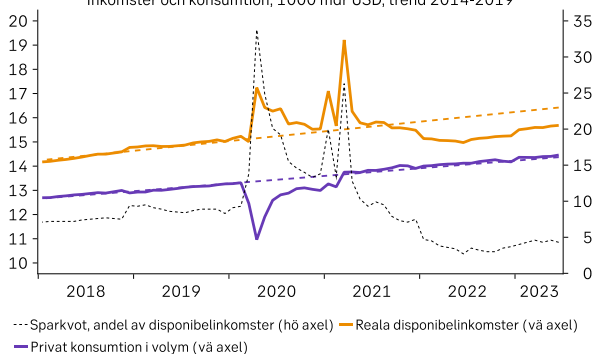


**Ljusare utsikter för investeringar.** Vi tror nu att de privata investeringarna fortsätter att stiga. Att investeringsplanerna vänt upp igen, inte minst bland mindre företag, har minskat gapet mellan faktiska och planerade investeringar. Denna förändring har samman-

fallit med tecken på en stabilisering i förtroendemätningar i näringslivet. Sentimentet i industrin är fortfarande svagt, men har slutat att falla medan tjänstesektorn förblivit motståndskraftig. Bostadsinvesteringarna tynger totala investeringar i år men ser ut att vara nära en botten. Under 2024 och 2025 stiger investeringarna på bred front.

**Bidenomics sätter avtryck.** Biden-administrationens reformer inom infrastruktur, halvledare och grön omställning ser ut att ha bidragit till att lyfta investeringarna de senaste kvartalen. Enligt Vita Huset har nya satsningar inom elektronik & halvledare, batterier & elbilar samt bioindustri på totalt nära 500 miljarder USD (ca 2 procent av BNP) presenterats sedan 2021. Särskilt halvledarindustrin, som står för nästan hälften av de nya satsningarna, har tryckt på betydelsen av fjolårets CHIPS and Science Act. Industristöden kan inte mäta sig med de enorma och ofinansierade pandemistimulanserna till hushållen, men i takt med att de kommer ut i ekonomin ger de en välkommen tillväxtskjuts när andra delar har motvind.

Konsumtionens drivkrafter skiftar från sparande till inkomster  
Inkomster och konsumtion, 1000 mdr USD, trend 2014-2019



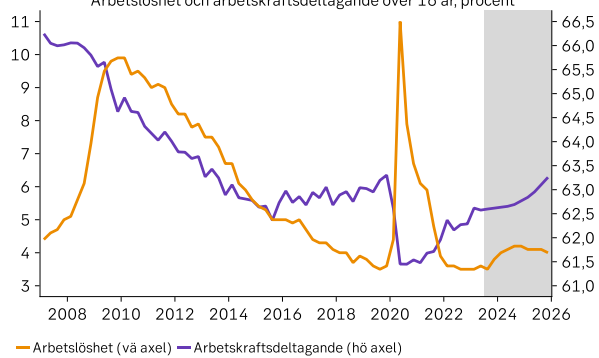
Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

**Försiktigare hushåll när sparade stimulanspengar tar slut.** Hushållen står som vanligt i fokus för prognosen givet att denna sektor svarar för ca 70 procent av total BNP. Sparöverskott på som mest över 2 100 miljarder USD (nära 10 procent av BNP) har inneburit att hushållen kunnat motstå både hög inflation och stigande räntor. Men reserverna börjar nu bli uttömda. Enligt vissa Fed-bedömningar har överskottet redan förbrukats, enligt andra tar de slut under tredje kvartalet. I stället har stigande reallöner, sedan mitten av förra året, kommit tillbaka som drivkraft, med stöd av höga löneökningar och en stark arbetsmarknad samt lägre inflation. Men med undantag för ett kraftigt lyft i januari (pga en stor engångsutbetalning i socialförsäkringarna) har ökningstakten i realinkomsterna varit beskedlig och under trenden innan pandemin. Det talar för att konsumtionen fortsätter att bromsa in framöver i takt med att

arbetsmarknaden försvagas. Privat konsumtion väntas stiga med drygt 2 procent i år men endast 0,8 procent 2024. 2025 tar konsumtionen ny fart med stöd av stigande sysselsättning och lägre prisökningar och växer i en mer normalt takt på runt 2 procent.

**Måttlig uppgång i arbetslösheten när konjunkturen försvagas.** Vi gör nu en något mer optimistisk prognos även för arbetsmarknaden. Sysselsättningen väntas bromsa in i slutet av detta år och början av nästa. Uppgången i arbetslösheten blir ändå måttlig med en topp på strax över 4 procent. Att ekonomin går från det överhettat läge med mycket uppdriven efterfrågan på arbetskraft är ett osäkerhetsmoment.

Måttlig uppgång i arbetslösheten, högre deltagandegrad  
Arbetslöshet och arbetskraftsdeltagande över 16 år, procent



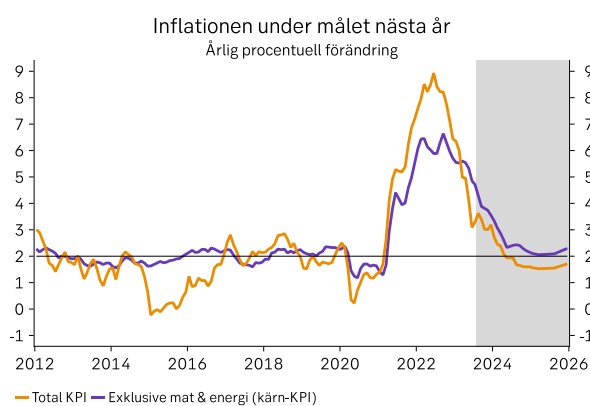
Källa: US Bureau of Labor Statistics, Macrobond, SEB

**Hopp om mjuklandning för jobben.** Historiskt har Feds inflationsbekämpning orsakat kraftiga uppgångar i arbetslösheten. Utvecklingen efter pandemin avviker från det historiska mönstret. Trots att Fed under det senaste året höjt räntan i den snabbaste takten sedan början av 1980-talet har arbetslösheten legat kvar på historiskt låga nivåer kring 3,5 procent. Inflationen har samtidigt fallit från nära 9 procent i fjol till drygt 3 procent i juli i år, medan löneökningarna toppade för ungefär ett år sedan. Vi fortsätter att se lönerna som drivna av de extrema obalanserna på arbetsmarknaden under pandemin, snarare än av en bestående förändring i sambandet mellan löner och arbetslöshet. I så fall kan det räcka med att övrefterfrågan på arbetskraft avtar medan arbetslösheten inte behöver stiga så mycket.

**På väg mot bättre balans men utmaningar kvarstår.** Indikatorer som lediga platser och bristtal bland småföretag faller nu men har en bit kvar till normala nivåer. Dämpad sysselsättningstillväxt de senaste månaderna, inklusive inom besöksnäring, den bransch som tidigare visat de högsta vakansgraderna, stödjer bilden av att de värsta obalanserna är på väg att lösas. Men den strama arbetsmarknaden sätter ändå en gräns för hur snabbt ekonomin kan väntas växa framöver. Vi räknar i vår prognos med att deltagandegraden är tillbaka på förpandeminivåer i slutet av prognosperioden samtidigt



som inflödet av utländsk arbetskraft har tagit tillbaka tappet under Trumps presidentskap och pandemin. Även med sådana relativt optimistiska antaganden ligger dock sysselsättningen kvar under trenden innan pandemin, när arbetslösheten föll från nära 7 procent i slutet av 2013 till 3,5 procent i februari 2020. Feds bedömning är att sysselsättningen kan växa med ca 100 000 jobb per månad för att vara förenlig med en arbetsmarknad i balans; genomsnittet innan pandemin låg på ca 180 000. Att produktiviteten sköt i höjden i början av pandemin har stöttat tillväxten och speglar sannolikt både investeringar i arbetsbesparande teknologi och sammansättningseffekter (färre lågproduktiva tjänstejobb). Produktiviteten har dock åter börjat falla tillbaka mot den tidigare trenden.



**Inflation under målet i slutet av 2024.** Baseeffekter från höga energipriser i fjol har fått inflationen att falla snabbt under det senaste året. Kärninflationen, d v s exklusive mat och energi, drevs under pandemins inledning av en kraftig uppgång i varuinflationen, inte minst bilar. Bättre fungerande produktionskedjor, och ett skift i efterfrågan från varor till tjänster, har därefter pressat tillbaka varuinflationen. Även exklusive begagnade bilar (där priserna nu faller snabbt) sjönk varupriserna i juli i den snabbaste takten sedan starten av pandemin (-0,2 procent). Kärninflationen drivs nu i stället helt av stigande hyror. En tydlig dämpning av hyror på nya kontrakt väntas dock med fördröjning reflekteras i en normalisering av hyror även i KPI. Lönerna utgör den största uppåtriskan för inflationen. Även här gör vi en positiv bedömning och räknar med att företagen låter sina marginaler krympa snarare än att skicka vidare lönekostnadsökningar till konsument. Prognosen innebär att kärninflationen är tillbaka på 2-procentsmålet i början av 2025. Som helårsgenomsnitt faller kärninflationen från nära 5 procent i år till 2,5 procent 2024 och drygt 2 procent 2025.

**Fed-fokus skiftar till framtida sänkningar.** Fed-ledamöternas prognoser i juni indikerade ännu en ränte-

höjning i år efter höjningen i juli. Tecken på att inflationstrycket nu lättar på bredare front minskar dock pressen på Fed att fortsätta att strama åt och vi tror att juli-höjningen blev den sista i denna cykel. Snabbt fallande inflation bör därefter bana väg för räntesänkningar under 2024, så länge som tillväxten tillfälligt kyls ner och arbetsmarknad och löner återgår till mer normala nivåer. Feds ordförande Powell har varit tydlig med att räntesänkningar kan påbörjas innan inflationen når målet eftersom fallande inflation annars skulle innebära att politiken stramas åt via högre realränta. Fed-ledamöternas prognoser indikerade totalt 100 punkters lägre ränta under 2024. Vi tror att det kan gå lite snabbare än så och att räntan i slutet av 2024 ligger på 4,00 procent (övre gräns i Feds styrränteintervall), 150 punkter under dagens nivå. I slutet av 2025 ligger räntan på 2,50 procent, i linje med Feds bedömning av en långsiktigt neutral ränta. Fed har signalerat att bantningen av balansräkningen, QT, kan fortsätta även efter att räntan börjar sänkas. Vi tror dock fortfarande att QT avslutas under nästa år.

**Reala neutrala räntan på väg upp?** Den överraskande motståndskraften i ekonomin väcker frågor kring nivån på den neutrala reala räntan,  $r^*$ , och om denna fortfarande är så låg som 0,5 procent. Kortsiktigt ser sparöverskott och långa räntebindingstider på bolån ut att minskat hushållens räntekänslighet. Det talar för att  $r^*$  just nu är högre och räntepolitiken därmed mindre stram än vad gamla tumregler ger vid handen. Om långsiktig  $r^*$  har stigit är mer osäkert. Olika Fed-modeller ger just nu mycket skilda bedömningar av  $r^*$  och vi tror därför att det är för tidigt för Fed att dra några slutsatser för räntan på längre sikt.

**Ohållbara underskott.** En sista-minuten-uppgörelse mellan Vita Huset och republikanerna kring skuldtaket i maj gjorde att USA åter med knapp marginal undvek en hotande betalningsinställelse. Uppgörelsen innebär en viss dämpning av de offentliga utgifterna jämfört med Vita Husets ursprungsbudget, men ändrar inte i grunden förutsättningarna för USA:s statsfinanser eller tillväxten. USA:s budget väntas fortsätta att gå med i längden ohållbara och delvis utlandsfinansierade underskott, vilket möjliggörs av dollarns attraktivitet som reservvaluta. Ratinginstitutet Fitch har efter den senaste skuldtakskrisen sänkt USA:s kreditbetyg på samma sätt som S&P gjorde 2011. Nedgraderingen speglar behovet av reformer, både vad gäller åtaganden i socialförsäkringssystemen och i budgetprocessen. Vi väntar oss dock inga förändringar i närtid eller så länge som pressen från omvärlden uteblir.

# Japan

## Långsam penningpolitisk kursomläggning

Ökad inhemsk efterfrågan och en svag yen – som lyfter turismen – uppväger syrefattig global efterfrågan. Inflationen stabiliseras med hjälp av högre nominell lönetillväxt, högre tjänstepriser samt importerad inflation. Bank of Japans penningpolitiska kursändring går långsamt och yenen förblir därför undervärderad; minusräntan överges senare i höst. En svagare omvärld och strukturella krafter hämmar utsikterna. Japan växer likväl nära trendtillväxten 0,5-1,0 procent.

### Tillväxten får fortsatt stöd av flera drivkrafter.

Normalisering av tjänstekonsumtionen (inklusive ökad turism) och inhemska investeringar p g a dels hemflytt av verksamhet för att minska sårbarheten i globala värdekedjor, dels ökad automatisering för att adressera problemen med den stora arbetskraftsbristen. Det säkerhetspolitiska läget kräver också rejält utökad försvarsbudget de närmaste åren, vilket adderar tillväxtkraft till ekonomin. Samtidigt ger penning- och finanspolitiken fortsatt stöd. Regeringens extrabudget 2022 tillförde 5,5 procent av BNP i utgifter, sträcker sig över flera år och förbättrar tillväxten utan att driva på inflationen. Japan väntas visa en relativt stabil utveckling i år och 2024 och en något högre tillväxt 2025, men nedåtriskerna dominerar. BNP-tillväxten blir 1,8 procent i år och 1,2 2024. För 2025 väntas tillväxten bli 0,9 procent, dvs nära trendtillväxt som bedöms ligga på 0,5-1,0 procent.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

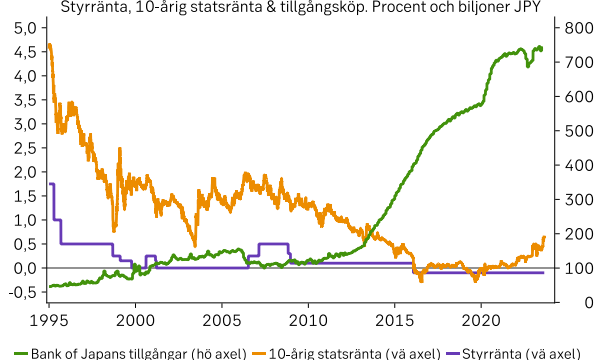
	2022	2023	2024	2025
BNP	1,0	1,8	1,2	0,9
Arbetslöshet*	2,6	2,5	2,4	2,4
KPI	2,5	3,2	2,0	1,3
Offentligt saldo**	-7,8	-6,4	-4,0	-2,9
Offentlig bruttoskuld**	261	258	256	258
Styrränta, %***	-0,10	0,00	0,00	0,00

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

**Företagsvinsterna har kunnat upprätthållas** trots motvind från högre råvarupriser. Valutans kraftiga försvagning under 2022 och hittills i år med nästan 15 procent (mot en valutakorg) har gynnat exporten och stimulerat ökade investeringar. Företagens satsningar på digitalisering väntas lyfta produktiviteten.

**Arbetsmarknaden väntas förbli stram** bl a beroende på ökad efterfrågan från tjänstesektorn. Samtidigt minskar arbetskraftsutbudet p g a åldrande befolkning. Lönetillväxten har växlat upp och ligger på ca 2,5 procent. Risken för lägre lönetillväxt kvarstår dock. Hushållens sparkvot normaliseras från 9 procent under pandemin till runt 2 procent i slutet av prognosperioden, något som stöttar privatkonsumtionen fram till 2025.

Bank of Japan fortsätter med minusränta & sedelpresspolitik  
Styrränta, 10-årig statsränta & tillgångsköp. Procent och biljoner JPY



Källa: Bank of Japan (BoJ), Macrobond, SEB

**Med en kärninflation över 3 procent** och stigande styrräntor i omvärlden valde Bank of Japan (BoJ) att i slutet av juli justera sin ultralätta penningpolitik. Toleransintervallet för 10-åriga statsräntan ligger visserligen kvar på 0 procent  $\pm$  50 räntepunkter, men nu med en "flexibilitet" att räntan tillåts gå upp till 1,0 procent. BoJ väntas fortsätta med relativt omfattande tillgångsköp (QE-politik) för att värna såväl inhemsk som global finansiell stabilitet; Japans finansiella institutioner och omvärlden har under många år dragit stora fördelar av denna QE-politik. Under hösten väntas BoJ överge sin negativa ränta (idag -0,10 procent). Vår prognos är att räntan höjs bara en gång till 0,00 procent i år. Nedåtriskerna för inflationen kvarstår. Det innebär därmed att QE-politiken också fhas ut mycket långsamt. I slutet av året ligger USD/JPY på 143, i december 2024 och 2025 väntas USD/JPY ligga på till 130 respektive 120.

## Kina Svagare tillväxt & missriktad ekonomisk politik

Kinesiska myndigheters försök att stimulera ekonomin genom traditionella utbudsåtgärder kommer att ge ett visst uppsving framöver. Men i avsaknad av mer direkt stöd till hushållen väntas strukturella utmaningar att begränsa den inhemska efterfrågan, i synnerhet hushållens konsumtion. Vi sänker därför våra BNP-prognoser för 2023 och 2024 till 5,2 respektive 4,7 procent.

BNP-tillväxten var något av en besvikelse under första halvåret 2023. Även om myndigheterna har tagit steg för att stimulera tillväxten är det osannolikt att detta kommer att öka inhemska efterfrågan tillräckligt för att motivera vår tidigare prognos på 5,9 procent. Globala efterfrågan på kinesiska varor ter sig också mer blygsam inte bara i år utan också långt in på nästa år. Den senaste tidens ekonomiska data har även tenderat att vara svagare än vi förväntade oss i maj. Vi sänker vår BNP-prognos till 5,2 procent 2023 och 4,7 procent 2024; tillväxten ligger kvar på knappt 5 procent 2025.

### Nyckeltal

Procentuell förändring, årstakt

	2022	2023	2024	2025
BNP	8,1	5,2	4,7	4,8
KPI	2,0	0,7	1,8	2,0
Offentligt saldo*	-4,7	-5,5	-4,7	-3,7
Bankers kassakrav,%**	11	10,5	10,5	10,5
1-year låneränta,%**	3,80	3,45	3,45	3,45
7d omvänd reporänta,%**	1,8	1,7	1,7	1,7
USD/CNY**	6,36	7,1	6,7	6,5

\*% av BNP \*\*Vid årsslutet. Källa: IMF, SEB

### Kinas hushåll är fortfarande ovilliga att spendera

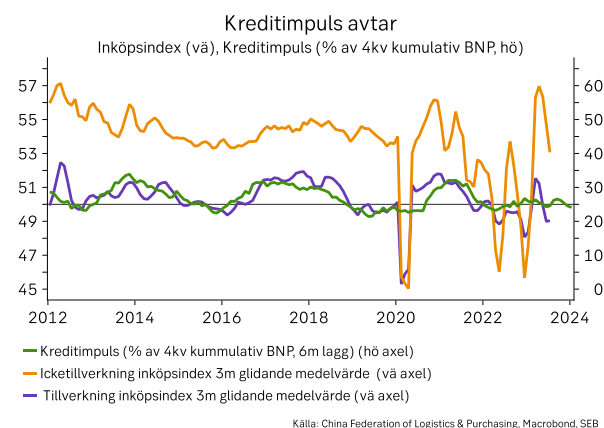
tillräckligt mycket för att tillväxten ska växla upp. Även om detaljhandelsförsäljningen ökade relativt kraftigt på årsbasis tidigare i år är svagheten i hushållens konsumtion uppenbar i t ex konsumentpriserna. Den årliga KPI-inflationen sjönk under nollan i juli och kärninflationen har hållit sig under 1 procent sedan början av 2023. Samtidigt har ungdomsarbetslösheten nått rekord-

nivåer, drivet av en obalans mellan ökad efterfrågan och utbud av kvalificerad arbetskraft. Hushållens bankinsättningar har ökat påtagligt sedan pandemin började. Myndigheterna har dock hittills varit ovilliga att tillhandahålla direkta stödöverföringar till hushåll likt de som har skett i bl a EU och USA.

**Kreditimpulsen har avtagit.** Vad som först såg ut som en större kreditexpansion tidigare i år har nu mattats av. Penningmängden ökar snabbare än lånetillväxten. Kreditdata från juli visar att efterfrågan är fortsatt svag trots gynnsamma finansiella förutsättningar; penningpolitiken är mindre effektiv för att öka efterfrågan än tidigare. Infrastrukturinvesteringar har förblivit svaga, vilket speglar den osäkra situation som lokala myndigheter står inför. Utmaningarna är stora för regeringen att orkestrera ett lyft i sektorn då lokala myndigheter är i behov av skuldsanering. Medan denna sanering pågår ser ett större tillväxtlyft tämligen osannolikt ut.

### Fastighetssektorn möter fortfarande tydlig motvind.

Även om det har funnits vissa tecken på stabilisering i fastighetssektorn är den fortfarande fast i höga skulder och ett stort utbud. Bostadsköpare anser t ex att privata bostadsutvecklare är för riskabla jämfört med statliga. En förväntad konsolidering i bostadssektorn har ännu inte inletts. Oron över tillståndet för bostadsutvecklaren Country Garden understryker de stora utmaningarna i Kinas fastighetssektor.



### Myndigheternas preferenser för riktade stimulanser visar att tillväxten har lägre prioritet.

Politiska utspel indikerar frånvaro av en stor finanspolitisk eller monetär stimulans. Pekings har starkare preferenser för stegvisa utbudsrelaterade åtgärder. Trots vår sänkning av BNP-prognosen ser Kina ut att nå sitt officiella BNP-mål på "runt 5 procent" i år. People's Bank of China har oväntat sänkt några av sina styrräntor mitt i en förnyad stress i fastighetssektorn. Trots den senaste tidens valutasvaghet förväntar vi oss att yuanen kommer att appreciera till 7,1 mot dollarn vid kommande årsskifte.

## Tillväxtmarknader

# Penningpolitiken lättas, geopolitiska risker

**Tillväxtmarknaderna (EM) ser ut att bromsa in ytterligare i år, på grund av svagare global efterfrågan och stramare finansiella villkor. Indiens återhämtning har dämpats, men den långsiktiga tillväxten ser stark ut. Brasiliens uppgång har stärkts men inhemsk efterfrågan står inför utmaningar på medellång sikt. Geopolitiska risker kommer att förfölja EM-länder under vår prognoshorisont när rivaliteten mellan Kina och USA sprids.**

**Fortsatt avmattning.** Stora tillväxtmarknadsekonomier exklusive Kina kommer att fortsätta att bromsa in i år på grund av svagare global efterfrågan och stramare finansiella villkor, fortsatt höga och stigande räntor samt en stark US-dollar. Vi förväntar oss dock att dollarn tappar i värde framöver och att räntorna faller. Därmed kommer det att finnas mindre risk för akut skuldstress i de EM-ekonomier som är exponerade för stora dollarlån. Fallande energi- och råvarupriser har nyligen jämnat ut villkoren något mellan råvaruexportörer och andra EM-länder. Ett mer långsamt växande Kina sänker den totala tillväxten i EM, som kommer att nå 4,0 procent 2023 och 2024. EM-ekonomierna låg före de utvecklade ekonomierna med att höja styrräntorna under pandemin och ser ut att leda räntesänkningsscykeln också.

### BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
Emerging markets	3,6	4,0	4,0	4,1
Indien (räkenskapsår)	6,7	6,3	6,4	6,2
Brasilien	2,9	2,1	1,6	2,0

Källa: IMF, SEB

**Strukturella krafter stöttar Indien.** I Indien förväntas strukturella faktorer stärka BNP-tillväxten, även om en avtagande global efterfrågan och högre räntor verkar försvaga den nuvarande återhämtningen något. Men på längre sikt innebär en positiv demografisk utveckling, en växande tillverkningssektor, subventioner samt landets gynnsamma ställning geopolitiskt, att global BNP i allt högre grad kommer att drivas av landet. Indiens

centralbank kommer sannolikt att ligga still med en styrränta på 6,5 procent fram till december, innan en lättnadscykel påbörjas under första kvartalet 2024. Inflationen har nyligen överraskat på uppsidan. Stigande kapitalflöden kommer troligtvis fungera som en motvikt till en mindre ränteskillnad i förhållande till den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

**BNP-tillväxten i Brasilien började starkare än väntat i år.** Trots starka än väntad tillväxt finns det tecken på att inhemsk efterfrågan tappar fart. Tillväxten kan gynnas av kommande penningpolitiska lättnader – men på grund av eftersläpande räntesänkningseffekter kommer det mesta av effekten först 2024. Vi förväntar oss en BNP-tillväxt på 2,1 procent i år och 1,6 procent 2024. Centralbanken började till slut lätta på penningpolitiken i augusti, och även om beslutet inte var enhälligt indikerade det medföljande uttalandet en duvaktigt lutning framåt. Vi förväntar oss sänkningar med 50 räntepunkter vid vart och ett av de tre återstående policymötena i år.

**Geopolitiska risker hänger över EM-länderna under vår prognosperiod.** Förutom Indien, som lär gynnas avsevärt av den geopolitiska konflikten mellan Kina och USA och följderna av Rysslands invasion av Ukraina, riskerar flera andra EM-länder att påverkas negativt när de två stormakternas retorik och utrikespolitik hårdnar. Export- och investeringskontroller som antagits av USA försätter många östasiatiska högteknologiska exportörer i en svår situation. Länder som Brasilien och Sydafrika har kommit under press från USA p g a deras relationer med både Kina och Ryssland, och offentliga uttalanden från amerikanska regeringen tidigare i år fick sydafrikanska finansiella tillgångar att rasa.

**Växande oro för sanktioner.** Oron över sekundära sanktioner riktade mot förbindelserna med Ryssland har ökat, och inte bara i Kina. Sanktioneringen av den tidigare libanesiske centralbankschefen för påstådd korruption var också en påminnelse om att USA behåller möjligheten att rikta in sig på individer runt om i världen som undergräver demokratiska processer eller bidrar till rättsstatens sammanbrott. Ett BRICS-toppmöte (Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika) i Sydafrika i slutet av augusti innehöll diskussioner om att utöka blocket med sex nya medlemmar, geopolitik, handel och utveckling av infrastruktur. Förväntningarna på konkreta politiska resultat är låga, men BRICS-länderna delar intresset av att diversifiera sig bort från dollarn och behålla utrikespolitisk autonomi från USA och EU.



# Euroområdet

## Måttlig återhämtning de kommande åren

Det blir allt tydligare att hög inflation och stigande räntor till sist sänker den ekonomiska aktiviteten i euroområdet. Vi räknar med att BNP i princip stagnerar under resten av året och att tillväxten för 2023 därmed blir svag även om en större sättning undviks. Nedgången i inflationstakt blir alltmer markant även om kärninflationen faller betydligt mer långsamt. Vi bedömer att Europeiska Centralbanken, ECB, har höjt färdigt och att räntesänkningar inleds vid halvårsskiftet 2024.

Förra året visade ekonomierna i euroområdet god motståndskraft mot energiproblematik, hög inflation och stigande räntor. Vid årsskiftet blev det dock tydligare att hushåll och företag (särskilt energiintensiva) i allt större utsträckning påverkats negativt. Tillväxten har hållits uppe av en relativt stark tjänstesektor, men den senaste tiden pekar indikatorer på en svagare utveckling även där. Trots bättre flyt i globala värdekedjor och lägre transportpriser är läget i tillverkningsindustrin dystert, framför allt i Tyskland, där indikatorer för den nära förestående framtiden är på nivåer i linje med nivåerna under pandemin och den globala finanskrisen. Samtliga mått som mäter ekonomisk aktivitet indikerar fallande BNP i närtid.

### Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	3,4	0,6	0,8	2,0
Arbetslöshet*	6,7	6,5	7,0	7,0
Löner	4,3	5,3	4,3	3,3
KPI	8,4	5,5	1,0	1,2
Offentligt saldo**	-3,6	-3,5	-2,7	-2,4
Offentlig bruttoskuld**	91,5	89,4	88,2	87,1
Inlåningsränta, %***	2,00	3,75	3,00	2,50

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

### Svag tillväxt i år, ingen stark återhämtning i sikte.

Under vinterhalvåret blev det allt tydligare att tillväxten i euroområdet bromsade in, men att den varierar länder emellan. I exempelvis industriberoende Tyskland har

BNP fallit, medan Spanien till följd av en stark tjänstesektor uppvisat relativt höga tillväxttal. Andra kvartalets överraskande starka tillväxt tror vi är tillfällig och prognosen är att euroområdets ekonomi i princip stagnerar under resten av året. Tillväxten för 2023 stannar därför på 0,6 procent. Fallande inflationstakt, att ECB avslutar räntehöjningscykeln, ökade investeringar relaterade till den gröna omställningen och digitaliseringen och stigande omvärldsefterfrågan innebär att tillväxten ändå börjar ta fart igen första halvåret nästa år men i måttlig takt. BNP stiger med blygsamma 0,8 respektive 2,0 procent 2024 och 2025 och BNP-nivån når inte trenden under prognosperioden.

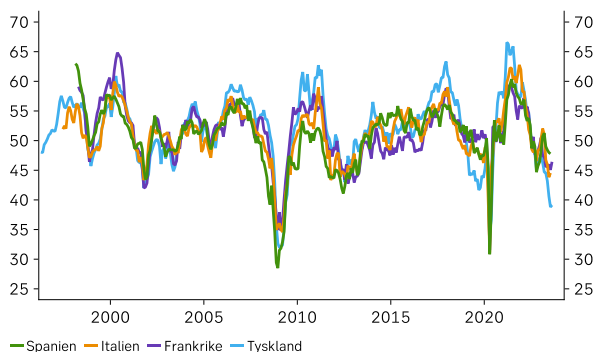
**Konsumenterna tar smällen.** Hög inflation och stigande räntor har påverkat konsumtionen negativt. Att konsumtionen inte har fallit än mer beror delvis på att arbetsmarknaden är stark. Under pandemin ökade också hushållens sparande till höga nivåer. Sparkvoten börjar närma sig ett historiskt genomsnitt och vi bedömer att sparandet fortfarande är på nivåer som i viss utsträckning stöttar konsumtionen. Finanspolitiska åtgärder för att mildra effekterna av de höga elpriserna stöttade också hushåll och företag, men dessa kommer att skalas ner för att inte spä på efterfrågan ytterligare och för att uppfylla kriterierna för offentliga underskott och skuld i EU:s stabilitets- och tillväxtpakt. Finanspolitiken väntas stramas åt måttligt de kommande åren. Sammantaget tror vi att hushållen kommer att vara fortsatt pressade. Även om konsumtionen börjar öka mot slutet av året är återhämtningen långsam och nivån ligger strax över pandemin i slutet av 2025, vilket är en av huvudförklaringarna till den svaga BNP-tillväxten. Löneökningstakten, som är hög ur ett historiskt perspektiv, bedöms inte vara tillräcklig för att lyfta konsumtionen nämnvärt.

### Tillverkningsindustrin kämpar i motvind, även tjänstesektorn börjar mattas av.

Aktiviteten i tillverkningsindustrin är svag och indikatorer som PMI visar på fallande produktion. Värst är läget i Tyskland, där tillverkningsindustrin missgynnas av lägre global efterfrågan och strukturella utmaningar, exempelvis inom den viktiga bilindustrin. Energiintensiva sektorer har till det drabbats hårt av de höga elpriserna. Industrins andel av BNP är större i Tyskland (nästan 27 procent 2022) jämfört med motsvarande andel i exempelvis Frankrike (17 procent) och Spanien (21 procent), varför Tyskland drabbas extra hårt av den försämrade industrikonjunkturen. Byggsektorn har drabbats hårt av det högre ränteläget. Desto bättre har utvecklingen varit inom tjänstesektorn, särskilt i sektorer som var särskilt utsatta under pandemin, exempelvis hotell och restaurang. Efterfrågan på

arbetskraft i dessa sektorer har varit hög och utgjort ett hinder för tillväxt. Den senaste tiden pekar dock indikatorer på en avmattning även inom tjänstesektorn. Det blir allt tydligare att höga priser och räntor slår brett i ekonomin.

PMI för tillverkningsindustrin nära krisnivåer  
Index



Källa: SSP Global Manufacturing PMI, Macrobond, SEB

**Arbetslösheten stiger framöver.** Arbetsmarknaden har varit stark och stått emot den alltmer dämpade ekonomiska utvecklingen väl. Det beror främst på att aktiviteten i tjänstesektorn har varit hög. På kort sikt indikerar nu t ex PMI:s sysselsättningsindex på en försämrad arbetsmarknad. Företag har i stor utsträckning behållit arbetskraft för att inte riskera att få problem med att hitta rätt kompetens när ekonomin så småningom växlar upp, vilket var fallet när verksamheter öppnade upp efter pandemin. Att företag väljer att behålla arbetskraft trots svag tillväxt är en av förklaringarna till varför arbetslösheten inte går upp mer under prognosperioden. I länder som exempelvis Tyskland är det vanligare att medelarbetstiden påverkas negativt i konjunkturavmattningar då anställda i drabbade sektorer i stället för att bli arbetslösa kan hamna i korttidsprogram.

**Riskerna inför nästa vinter kvarstår.** Ett mildt klimat och välfyllda gaslager var ett av skälen till att euroområdet inte drabbades lika hårt som befarat av energiproblematiken förra hösten och vintern. Även om gaslager nu är välfyllda för årstiden kan en kall vinter fortfarande bli problematisk och lager snabbt tömmas. Trots att energipriserna har gått ner är de fortfarande på höga nivåer och små störningar i leveranser kan snabbt få marknaden att bli nervös med högre priser som följd. En uppgång i energipriserna till hösten och vintern riskerar att leda till att inflationen inte faller tillbaka som förväntat och att problemen i energi-intensiva sektorer förvärras.

**BNP-prognoser**

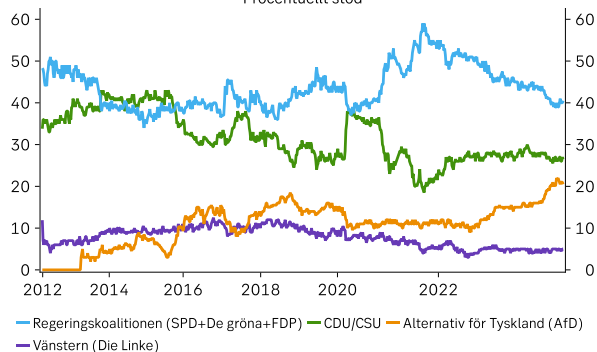
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
Tyskland	1,8	-0,4	0,8	1,9
Frankrike	2,5	0,7	0,8	1,8
Italien	3,8	0,8	0,7	1,6
Spanien	5,5	2,1	1,4	2,0
Euroområdet	3,4	0,6	0,8	2,0

Källor: Eurostat, SEB

**Risk för ökad inrikespolitisk turbulens.** Det har varit ett utmanande år politiskt för flera stora ekonomier i euroområdet. Det folkliga missnöjet mot höga priser, otillräckliga löneökningar och obeslutsamhet när det gäller olika energilösningar har vuxit. Löneökningarna har visserligen varit höga, men inte tillräckliga för att kompensera fullt ut för inflationen. Strejker har varit vanliga under året, både i Tyskland och Frankrike. Situationen i Tyskland har dessutom präglats av stor oenighet inom regeringen mellan trafikljuskoalitionen ("Die Ampel-Koalition"), bestående av Socialdemokraterna (SPD), Miljöpartiet (Die Grünen) och Liberalerna (FDP). Oenigheten har främst bestått i olika lagförslag gällande uppvärmning, men även inriktningen på den ekonomiska politiken. Den stora oenigheten och oförmågan att rösta igenom viktiga lagförslag har ökat det politiska missnöjet och gett medvind för det främlingsfientliga partiet AfD (Alternative für Deutschland) i olika opinionsundersökningar.

Opinionsläge inför valet 2025  
Procentuell stöd



Källa: Wahlrecht.de, Macrobond, SEB

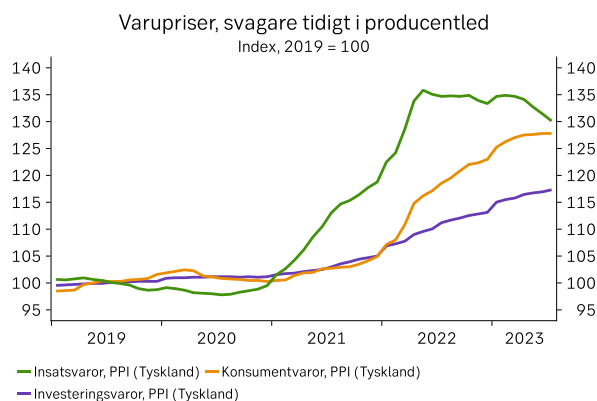
Svårigheter att enas om olika lagförslag riskerar att skjuta upp företagets investeringar och hushållens konsumtion. Behovet av investeringar i Tyskland är samtidigt stort, särskilt inom grön energi, AI och digitalisering, dels för att möta den nödvändiga energiomställningen, dels för att hantera bristen på arbetskraft som kommer med en åldrande befolkning. I Spanien pågår just nu försök att bilda regering efter nyvalet i juli, samtidigt som landet är ordförande i EU:s ministerråd och ansvarar därmed för att planera och

leda arbetet med viktiga frågor som den gröna omställningen och främjandet av social och ekonomisk rättvisa.

### Kärninflationen avgörande för ECB

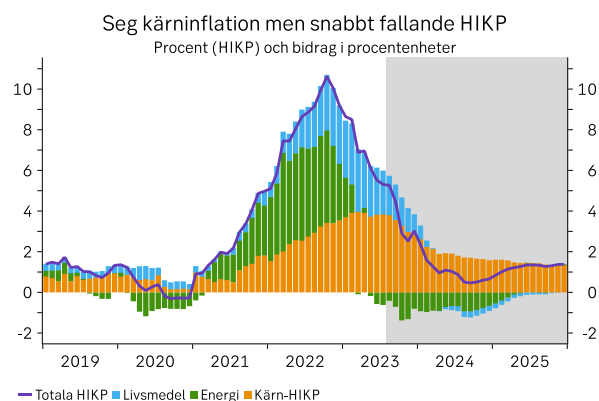
Inflationen är nu tydligt på väg ner, drivet av lägre energipriser och stora baseeffekter från förra året. Flera stödåtgärder under energikrisen skalas ner, vilket också underlättar inflationstaktens återgång mot målet. Priserna fortsätter dock att stiga från en hög nivå, om än något långsammare, vilket slår hårt mot konsumenterna. Kärninflationen, inflationen exklusive energi och livsmedel, har visat sig betydligt mer trög- rörlig än inflationen enligt huvudmättet, bland annat till följd av ett högt lönetryck som håller upp ökningstakten för olika tjänstepriser.

**Nedgången i kärninflationen är långsam.** Energi- prisernas alltmer negativa inflationsbidrag innebär att centralbankernas fokus i stället skiftat till prisökningar som sprids till bredare delar av konsumentkorgen och som i större utsträckning påverkar kärninflationen. Priser som rör sig upp och ner kraftigt (exempelvis energi och livsmedel) slår fort igenom i KPI, medan exempelvis hyror och löner är betydligt mer trög- rörliga. I euroområdet steg priser i början av producentledet, exempelvis priser på insatsvaror, betydligt tidigare och snabbare än priser senare i producentledet. Producent- priserna för insatsvaror tycks ha toppat, och uppvisar till och med negativa utvecklingstal. Denna bild stämmer även med prisförväntningarna enligt inköps- chefsindex som signalerar fortsatta prisfall för insats- varor. Samma utveckling syns ännu inte för konsument- varor i producentledet, vilket tyder på att det finns prisökningar kvar i systemet, och en det kommer ta ytterligare tid innan det hamnar i det slutliga konsumentledet. Nedgången i kärninflationen sker därför med en viss eftersläpning och kommer först efter sommaren i år.



Källa: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), Macrobond, SEB

**Löner och tjänstepriser centrala för ECB.** Osäkerheten kring inflationsnedgången är stor, vilket till övervägande del beror på den höga löneökningstakten och stigande tjänstepriser, vilka kommer att vara avgörande för inflationsdynamiken på sikt. Löneökningstakten tvingar ECB att vara på tårna för att mota alla former av spridningsrisker som kan hota inflationsmålet på sikt. Vi bedömer att lönerna i euroområdet ökar med 5,3 procent i år, 4,3 procent 2024 och 3,3 procent 2025. Ur ett historiskt perspektiv är löneökningstakten mycket hög, särskilt eftersom produktivitetstillväxten även på några års sikt väntas vara måttlig. Nedgången i kärninflationen tar därför tid och hamnar runt inflationsmålet första halvåret 2025.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

### ECB håller dörren öppen för en septemberhöjning.

Inkommande statistik blir avgörande för ECB:s räntepolitik, särskilt KPI-statistiken men även indikatorer som PMI och tyska Ifo. Om den senaste tidens svaga PMI-utfall fortsätter uppvisa (ytterligare) svaghetstecken inför mötet i september, i kombination med fortsatt fallande inflation, kan det innebära en mer försiktig ansats från ECB i höst. En mer trög- rörlig kärninflation och ett relativt högt lönetryck kvarstår dock som huvud- argument för ytterligare höjningar. Vår bedömning är att höjningen i juli ändå var den sista för den här ränte- cykeln, men håller ändå dörren öppen för ytterligare en i september. ECB-rådet påpekade också i samband med julimötet att en eventuell paus i september mycket väl kan följas av en senare räntehöjning om så bedöms nödvändigt. När väl tecknen på en mer tydlig disinfla- tionistisk trend börjar synas, tillsammans med att ekonomin fortsätter mattas av, börjar ECB sänka räntan. Vi bedömer att räntan totalt sänks med 75 räntepunkter under 2024 för att under 2025 hamna en bit över vad som kan anses vara neutral nivå.

Tema:

# Gröna subventioner

Steg i rätt riktning, men hinder på vägen

Både USA och EU har presenterat åtgärds paket för att möta uppsatta klimatmål. USA bedöms ha kommit något längre med subventioner och skattekrediter till hushåll och företag och inom EU fruktar man nu en flykt av företag till USA. Samtidigt måste kritiska led i försörjningskedjor säkras. Även om förslagen till viss del skiljer sig åt står både USA och EU inför samma utmaning – skala upp tillverkningen av grön produktion och säkra tillgången på strategiska råvaror för att minska beroendet av Kina.

**Flygande start för IRA.** Ett år har gått sedan Biden-administrationen presenterade sitt klimatpaket IRA (en förkortning av det missvisande namnet Inflation Reduction Act) och Vita huset såväl som externa aktörer har börjat utvärdera effekterna av satsningen. Att sätta ett pris på utsläppen av växthusgaser via skatter eller avgifter hade sannolikt varit mest effektivt, men är politiskt svårsmält i USA; landet har enligt OECD de lägsta miljöskatterna inom G7 och hälften av OECD-genomsnittet på 1,4 procent av BNP. Tanken bakom IRA har varit att i stället via subventioner och skatte-krediter till företag och hushåll mobilisera privat kapital till den gröna omställningen och lägga grunden för en grön industri i USA. Strategin ser inledningsvis ut att fungera. Enligt Vita huset har nära 200 nya projekt på totalt 110 miljarder USD (knappt 0,5 procent av BNP) presenterats sedan lanseringen av IRA, varav drygt 70 miljarder USD inom elbilstillverkning och drygt 10 miljarder i solenergi. Även fjolårets infrastrukturpaket (Infrastructure Investment and Jobs Act, IJJA) har klimatrelaterade inslag.





**Avgörande för USA:s klimatmål.** Vita husets bedömning är att IRA kommer att bidra till att sänka koldioxidutsläppen med 40 procent till 2030 (från nivåerna 2005), vilket är ungefär i linje med externa bedömningar. Ytterligare åtgärder krävs dock för att nå målet om en halvering av utsläppen. IRA är framför allt unikt genom sin omfattning. Skattekrediter för investeringar i förnybar energi har lanserats i omgångar redan innan IRA, och bl a minskad användning av kol i energiproduktionen och energieffektiviseringar har gjort att utsläppen av växthusgaser har stigit långsammare än BNP under det senaste decenniet.

**Men även utmaningar.** Utbyggnaden av storskalig grön energiproduktion, t ex vindkraftsparker, bromsas av långsam tillståndsgivning och att infrastrukturen för elöverföring är otillräcklig. Både demokrater och republikaner vill snabba på federal tillståndsgivning, men frågan är kontroversiell, bl a eftersom en reform även skulle snabba på tillståndsgivning för fossil energi.

**Delvis motstridiga mål.** Biden-administrationens krav på stor andel inhemska insatsvaror skapar problem i produktionskedjorna inom grön industri. Bakgrunden är både säkerhetspolitisk – att minska beroendet av Kina – och protektionistisk – att stödja USA:s industri. Det kan på kort sikt bli svårt att hitta ersättare vad gäller t ex kritiska mineraler, som är centrala i batteritillverkning, där Kina dominerar utbudet. Regler kring löner och etablering i eftersatta områden komplicerar också.

**Kostnaderna kan dra i väg.** Planen är att IRA ska vara nära fullfinansierad och bara i begränsad grad belasta budgeten. Men enligt externa bedömningar kan kostnaderna bli avsevärt högre än planerat. En analys av Fed-ekonomen Mehrotra mfl hamnar i ett intervall kring 900 miljarder USD över reformens 10 år; mer än en fördubbling mot Vita Husets bedömning på nära 400 miljarder USD. University of Pennsylvanias Wharton Budget Model har reviderat upp sin prognos till drygt 1 000 mdr USD och Goldman Sachs uppskattar prislappen till hela 1 200 miljarder USD. Ett huvudskäl är att subventionerna, för t ex elbilar, nya gröna teknologier som koldioxidinfångning och grön kraftproduktion, är efterfrågestyrda då det inte finns något tak för skatte- rabatterna.

**Små makroeffekter.** Trots högre kostnader bedöms IRA få endast begränsade effekter på de totala investeringarna, och på ekonomin som helhet, vilket speglar energisektorns låga andel av ekonomin. Mehrotra-studien drar en parallell till utbyggnaden av skifferolja på 2010-talet och den efterföljande nedgången 2015, som i båda fallen satte endast små avtryck. Mehrotras studie landar också i att samhälls-

vinsterna av reducerade koldioxidutsläpp överväger kostnaderna för reformen. Att IRA sammanfaller i tid med Bidens paket för infrastruktur och halvledare innebär att reformerna, inklusive följd effekter på övriga industrin, sammantaget ändå bör få en viss positiv effekt på ekonomin.

**Inte IRA:s förtjänst att inflationen sjunkit.** Paketet innehåller reformer för lägre läkemedelspriser och väntas sätta press ned på elpriser, men har samtidigt ytterligare stimulerat investeringar och anställningar. IRA har därför knappast levt upp till sitt namn.

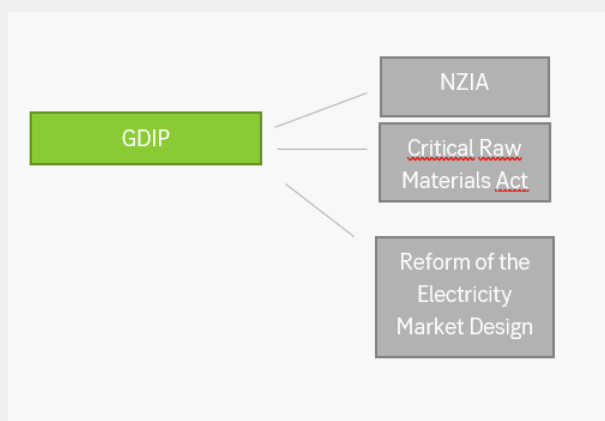
**Kan IRA överleva valet 2024?** Republikanerna har hållit fast vid sitt hårda motstånd mot IRA, trots att en stor andel av projekten hamnat i "röda" stater. Att IRA bygger på morötter och privata initiativ gör det både juridiskt och opinionsmässigt svårare att backa reformerna. Ett maktskifte i Vita huset och/eller USA-kongressen i valet 2024 kan bromsa nya satsningar och finansiering via myndigheter, men sannolikt inte stoppa redan gjorda eller påbörjade investeringar.

**Europa – på väg mot ett viktigt lagförslag.** Den gröna givens industriplan (Green Deal Industrial Plan, GDIP) är en uppdaterad version av European Green Deal som presenterades 1 februari 2023 av EU-kommissionen, som en direkt respons på USA:s IR. Den ses också som ett led i EU:s strategi att uppnå målet med noll nettoutsläpp 2050, med delmålet att reducera utsläppen av växthusgaser med 55 procent till 2030 (jämfört med nivåerna 1990). GDIP syftar till att lätta de europeiska konkurrensreglerna för att utöka subventioner till företag inom miljöteknik men också till att strategiskt skapa ett oberoende energimässigt. Rysslands invasion av Ukraina har förstärkt en av lärdomarna från pandemin: EU kan inte förlita sig på en enskild leverantör för väsentliga material. Här är Kina en central aktör, eftersom landet bearbetar nästan 90 procent av de sällsynta jordartsmetaller som är avgörande för den gröna omställningen och framställer 60 procent av litium som är nyckelingrediens för batterier. Förutsättningarna att utvinna sällsynta jordartsmetaller inom EU finns, ett exempel på det är LKAB:s fynd i Kirunaområdet.

**GDIP bygger på tidigare initiativ** och kompletterar redan pågående insatser under European Green Deal och REPowerEU. Förslaget grundar sig på fyra pelare: ett förutsägbart och förenklat regelverk, snabbare tillgång till finansiering (genom en ny överstatlig EU-fond och omfördelning av befintliga EU-medel), säkerställa och öka grön kompetens och öppen handel för motståndskraftiga leveranskedjor. I mars lade EU-kommissionen fram fler konkreta förslag för att stötta

planen: förordningen om netto-nollindustrin (Net-Zero Industry Act, NZIA) och lagen om kritiska råvaror (Critical Raw Materials Act, CRMA) samt reformer av elmarknaden. NZIA ska stärka tillgången på netto-nollteknologier och skala upp tillverkningskapaciteten i EU. Satsningar ska främst göras på teknologier som minskar koldioxidutsläppen och omfattar exempelvis sol- och vindproducerande energi, batterier, energilagring och värmepumpar. I förslaget fastställs också målsättningen att minst 40 procent av EU:s behov av miljöteknik ska tillgodoses av europeisk industri 2030. CRMA ska säkerställa tillgång till sällsynta jordartsmetaller, som är avgörande för omställningen. Bland annat ska inte mer än 65 procent av EU:s årliga import av en strategisk råvara komma från ett enskilt land. Reformen av elmarknaden behövs för att konsumenterna ska dra nytta av de lägre kostnaderna för förnybar energi.

**Inga beslut från EU än.** NZIA är tänkt att röstas igenom innan årsskiftet, men både Europaparlamentet och Ministerrådet måste vara överens om underlaget innan det blir lag.



**Lika men ändå olika.** Både IRA och GDIP innehåller stora satsningar på grön energiomställning, vilket är positivt för att bekämpa klimatförändringar. Både GDIP och IRA innehåller exempelvis liknande subventioner för elbilar, clean-tech-tillverkning och för förnybar energi (där EU:s summa är betydligt större än USA:s). Båda initiativen syftar till att diversifiera strategiska leveranskedjor av viktiga råvaror och i slutändan bli helt självförsörjande på energi. En skillnad är att industripolitiken i EU huvudsakligen är tänkt att finansieras via medel från fonder medan IRA belastar budgeten direkt.

**Satsningar i rätt riktning men tydliga brister.** GDIP och NZIA innebär satsningar på grön teknik som skapar innovation och nya arbetstillfällen och som innebär ökade vinster för företag inom grön teknologi. Trots motvindar från hög inflation och ett högt ränteläge väntas investeringarna få en skjuts av satsningarna på grön energi, även om det är svårt att siffersätta. Även

om förslagen är steg i rätt riktning finns det dock tydliga brister. Kritiker mot GDIP och NZIA hävdar att det saknas väl utformade mål och lämpliga resurser för att skala upp tillverkningen av ren teknologi i Europa, något som är tydligare i IRA. Vidare innehåller NZIA enbart teknologier som relaterar till energiförsörjning och kritiker vill se en breddning av förslaget till att omfatta företag i hela värdekedjan mot den gröna omställningen. Bristen på ny gemensam offentlig finansiering har också framförts. Den tidigare planen på en ny överstatlig fond för att finansiera den gröna omställningen har fortfarande inte lagts fram, utan medel kommer att tas från redan existerande fonder (t ex REPowerEU på 250 miljarder euro, 225 miljarder euro från återhämtningsfonden Recovery and Resilience Plan och Tysklands Climate and Transformation Fond på 210 miljarder euro).

**Olika länder – olika förutsättningar.** Satsningar som belastar enskilda länders budgetar kommer också få stort utrymme, vilket innebär olika spelregler för länderna inom EU. Exempelvis har Tyskland råd med fler och större subventioner jämfört med länder med mer begränsat finanspolitiskt utrymme. Den tyska statens löfte om 5 miljarder euro i subventioner till en av världens ledande tillverkare av avancerade halvledare, taiwanesiska TSMC, för att bygga en fabrik i Dresden värd 10 miljarder euro, är ett aktuellt exempel från i somras. Även om satsningen är motiverad för att säkra ett viktigt led i försörjningskedjan illustrerar det hur EU:s industripolitik i stället riskerar att bli nationell industripolitik, vilket kan öka spänningarna inom EU. Slutligen, gemensamt för både USA och EU är att programmen riskerar att elda på den redan höga inflationen och därmed även räntorna.

**Inget handelskrig mellan EU och USA.** Både IRA och GDIP är ett steg att stötta omställningen och möjligheten att uppnå satta klimatmål. Den nya industripolitiken har dock gett upphov till en diskussion om ökade protektionistiska inslag. Särskilt IRA:s inslag om "Made in America" vid tillverkningen av batterikomponenter har kritiserats hårt. Även om EU har svarat på IRA, är USA och EU stora samarbetspartners och även om spänningarna har ökat är ett handelskrig osannolikt. Det skulle få alldeles för stora ekonomiska konsekvenser. I stället är det troligt att USA och EU fortsätter diskussionerna om betydelsen av goda relationer och samarbeten och ökad handel inom grön teknologi på lite sikt. För både USA och EU kommer vikten att säkra rätt kompetens vara avgörande för den gröna omställningen, något som också borde ligga högt på såväl politikernas som företags agenda över prioriteringar.

# Storbritannien

## Fortsatt motvind

Efter en ljusare inledning av året står den brittiska ekonomin fortfarande inför stora utmaningar. Hushållen drabbas av hög inflation och stigande räntor samtidigt som kostnaderna för statsupplåningen stiger. En fortsatt ansträngd arbetsmarknad driver upp lönerna som håller uppe den underliggande inflationen. Bank of England höjer styrräntan till 5,75 procent och påbörjar sänkningar under andra halvåret 2024.

Året inleddes oväntat positivt, med stöd av en stark arbetsmarknad och lägre energipriser. Bristen på arbetskraft har dock medfört hög lönetillväxt och inflation. Samtidigt finns flera långsiktiga utmaningar i form av svag produktivitet, investeringar som stagnerat och sjunkande deltagandegrad på arbetsmarknaden. Den höga inflationen och stigande räntor pressar hushållens realinkomster och tillväxten väntas vara låg såväl i år som under 2024. BNP stiger med 0,1 procent 2023 jämfört med en uppgång med 4,1 procent 2022. Efterfrågan från omvärlden och förbättrad real köpkraft lyfter tillväxten till 0,5 procent 2024. Under 2025 har inflation och räntenivå mattats något, vilket bidrar till att BNP stiger med 1,8 procent. Jämfört med dagsläget väntas arbetslösheten stiga med knappt 1 procentenhet under prognosperioden.

### Nyckeltal

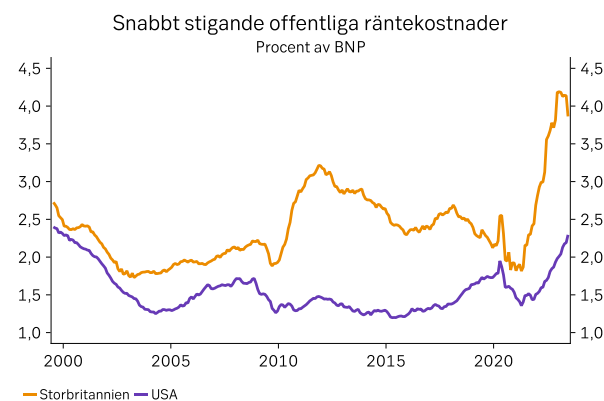
Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	4,1	0,1	0,5	1,8
Arbetslöshet*	4,1	4,0	4,5	4,8
Löner	5,9	6,0	3,5	3,5
KPI	9,1	7,6	3,5	2,2
Offentligt saldo**	-6,3	-5,8	-4,4	-4,2
Offentlig bruttoskuld**	103	106	110	113
Styrränta, %***	3,50	5,75	4,75	3,25

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

**Ansträngt läge på arbetsmarknaden.** Samtidigt som arbetskraftsutbudet krymper väntas strejker med krav på högre lönekompensation fortsätta. Läget på arbetsmarknaden förblir därmed ansträngt i kölvattnet av Brexit och pandemin. Arbetskraftsbristen, en snabbt åldrande befolkning och bristen på strukturella statliga och privata investeringar dämpar tillväxten generellt.

**Hög kostnad för statsupplåningen** begränsar utrymmet för finanspolitisk stimulans. Storbritannien har höga ränteutgifter och en stor del av sin skuld knuten till inflationen genom inflationsindexerade obligationer. För att stävja den höga inflationen har Bank of England (BoE) höjt räntan och påbörjat en minskning av sitt obligationsinnehav. Åtgärderna har lett till stora förluster för centralbanken, kostnader som ersätts av staten och som behöver finansieras genom ökad upplåning. Kombinationen av stigande räntor och hög inflation minskar därmed utrymmet för välbehövlig stimulans från finanspolitiskt håll på flera sätt. Budgetunderskottet väntas bli 5,8 procent av BNP i år och 4,4 procent 2024; offentlig skuld som andel av BNP landar på 113 procent i slutet av 2025.



**Envist hög inflation.** Lägre energipriser bidrar till att inflationen väntas sjunka i närtid, samtidigt som konjunktoren viker och ett lättare tryck på globala värdekedjor leder till att varuinflationen minskar. Trots att inflationen väntas falla markant under kommande månader hålls den underliggande inflationen uppe av den strama arbetsmarknaden. Under 2024 faller inflationen tillbaka ordentligt men den ligger kvar på 2,6 procent i slutet av 2024. Som årsgenomsnitt för 2023 väntas inflationen uppgå till 7,6 procent.

**Stigande löner och alltför hög inflation** pressar BoE och vår prognos är att styrräntan höjs med 25 punkter i både september och november till 5,75 procent. Sänkningar påbörjas under andra halvåret 2024 och räntan sänks successivt till 5,25 i slutet av 2024 och ytterligare till 3,25 vid utgången av 2025.



# Norden

---

## Sverige | sid 35

Riksbanken pressas av svag krona, men fallande inflation gör att räntehöjningen i september troligen blir den sista. Försiktig finanspolitik 2024 följs av mer expansion och därmed starkare återhämtning 2025 tack vare starka statsfinanser.

## Danmark | sid 45

Hushållens konsumtion återhämtar sig och stöttas av stark sysselsättning och förbättrade utlåningsvillkor. Tecken på stabilisering på bostadsmarknaden uppmuntrar också. Slutsatsen blir en utdragen mjuklandning för konjunkturen.

## Norge | sid 43

Högre räntor, svaga realinkomster och gradvis stigande arbetslöshet väntas tynga privatkonsumtionen och bostadspriserna. Höga oljeinvesteringar kommer att förhindra en direkt recession, men tillväxten kommer vara svag under 2024.

## Finland | sid 47

Tillverkningsindustrin har klarat sig bra, och exporten är den mest motståndskraftiga delen av ekonomin och bidrar positivt till tillväxten. Låg generell efterfrågan gör dock att BNP faller med 0,3 procent i år.



## Sverige

# Fortsatt nedgång men minskade risker

Nedåtriskerna har minskat, men svaga hushåll och ett djupt fall i bostadsbyggandet gör att vi får ett tydligt BNP-fall och stigande arbetslöshet i år. Riksbanken pressas av svag växelkurs men fallande inflation talar för att räntehöjningen i september blir den sista.

Regeringen fortsätter att vara försiktig med finanspolitiken nästa år, men starka statsfinanser öppnar för mer expansion och därmed en starkare återhämtning 2025.

Konjunkturbilden fortsätter att spreta men efter ett svagt andra kvartal och förnyad nedgång i företagsföretroendet ser prognosen från *Nordic Outlook* i maj ganska rimlig ut. Vi räknar med att BNP faller med 1,2 procent i år och växer med 0,1 procent 2024, några tiondelar per år lägre än bedömningen i maj. Under 2025 växlar tillväxten upp till 2,5 procent, en bit över den historiska trenden. Fallande konsumtion och bostadsinvesteringar gör att Sverige några kvartal till fortsätter att se svagare ut än många andra länder. Starkare omvärld och fallande inflation skapar förutsättningar för en gradvis återhämtning under 2024. Regeringen fortsätter med den försiktiga finanspolitiken och vi räknar med reformer motsvarande drygt 0,6 procent av BNP i budgetpropositionen för 2024. Fallande inflation öppnar för en betydande finanspolitisk stimulans 2025. Riksbanken höjer en sista gång i september och börjar gradvis sänka räntan från mitten av nästa år. I slutet av 2025 ligger styrräntan på 2,5 procent.

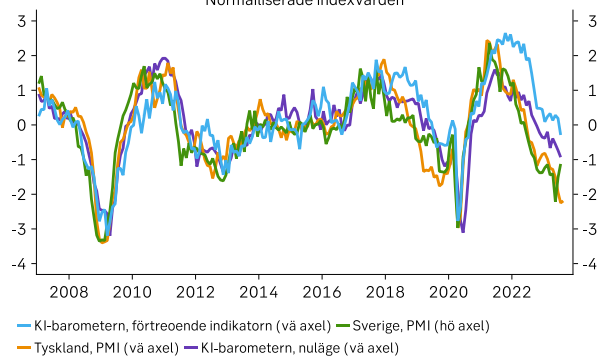
### Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,6	-1,2	0,1	2,5
Arbetslöshet*	7,5	7,5	8,3	8,4
Löner	2,7	4,1	3,9	3,5
KPIF	7,7	5,9	2,5	1,8
Offentligt saldo**	0,8	0,0	-2,2	-0,5
Offentlig bruttoskuld**	32,8	31,6	33,7	33,7
Styrränta, %***	2,50	4,00	3,50	2,50

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

Fallande sentimentsindikatorer för industrin  
Normaliserade indexvärden

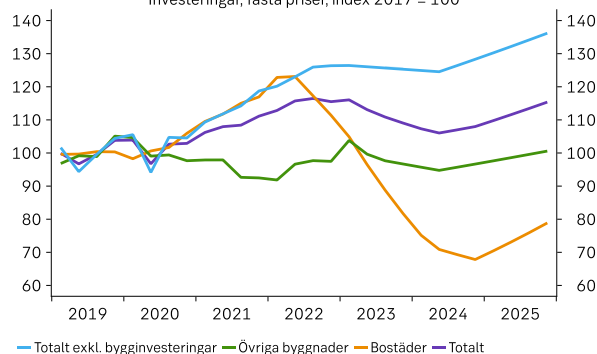


Källa: Macrobond, SEB

### Tilltagande motvind för industrin trots svag krona.

Indikatorerna för industrin är blandade och konjunkturinstitutets barometer (KI) för industrin är trots ganska stora nedgångar fortfarande på nivåer som tyder på viss tillväxt. Inköpschefsindex (PMI) har dock sedan slutet av 2022 varit på nivåer som tyder på fallande produktion. Efter att ha haft en svagt stigande trend under våren vände export och industriproduktion tydligt ned i juni. Utfallen för enskilda månader bör inte övertolkas, men sentiment, både enligt KI:s barometer och PMI, talar för att nedgången fortsätter. En oroande faktor är att PMI för industrin i Tyskland fallit till ungefär 40. Tyskland är den största mottagaren av svensk varuexport och en djupare tysk nedgång skulle få stora effekter på Sverige. Den svaga kronan ger ett visst stöd, men det kommer inte vara tillräckligt för att undvika en nedgång om konjunkturen viker i omvärlden, speciellt i viktiga svenska exportländer.

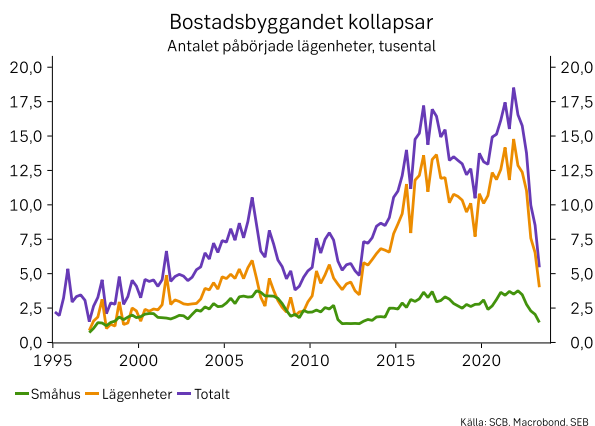
Stora fall för bostadsinvesteringarna  
Investeringar, fasta priser, index 2017 = 100



Källa: Macrobond, SEB

**Tvärnit för bostadsbyggandet.** Investeringarna inom industrin har hållits relativt väl uppe och t ex var maskininvesteringarna under första kvartalet 5-10 procent högre än ett år tidigare. Ökad osäkerhet och svagare konjunktur leder dock till att industrins investeringar vänder nedåt i år. Totala investeringar domineras av ett kraftigt fall för bostadsinvesteringar. Efter ett nytt stort fall för påbörjade lägenheter under andra kvartalet ser nedgången ut att bli ännu större än

vi räknade med i maj. Vi räknar med att bostadsinvesteringarna minskar med nästan 50 procent fram till fjärde kvartalet nästa år. Först under 2025 påbörjas en gradvis återhämtning. Byggstöd i form av t ex sänkt moms, utökade rotavdrag eller till och med direkta subventioner kan inte uteslutas, även om det politiskt sitter långt inne, och detta skulle kunna bidra till att mildra nedgången. Totalt minskar investeringarna med ungefär 3 procent i år och 4 procent 2024. Under 2025 ökar investeringarna med 4 procent.



**Stort fall för konsumtionen trots motståndskraftiga hushåll.** Avgörande för hur djup konjunkturnedgången blir är hur hushållen reagerar på kraftigt stigande kostnader och högre räntor. Fram till första kvartalet 2023 har den reala konsumtionen fallit med drygt 3 procent och mycket talar för att nedgången har fortsatt. Vi räknar med att konsumtionen faller med totalt drygt 4 procent, vilket är en stor nedgång och historiskt i linje med fallen under de djupa recessionerna i början av 1980- och 1990-talet. Vid dessa nedgångar tenderade dock hushållens nominella konsumtion att falla eller sakta in betydligt, även om hög inflation var en viktig komponent även då. Under den pågående inbromsningen har hushållen dock fortsatt att öka en redan hög nominell konsumtion genom att dra ned på sitt sparande.

**Hushållens inkomster och sparande**

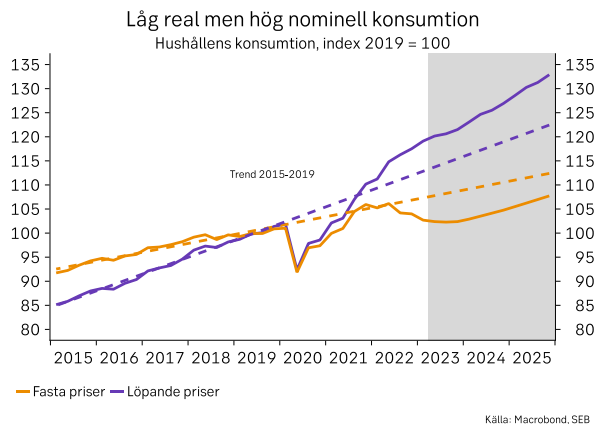
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
Real disponibel inkomst	0,7	-2,8	1,9	2,3
Privat konsumtion	2,1	-2,6	1,4	2,7
Sparkvot, nivå	13,9	12,9	14,8	14,6

Källa: SCB, SEB

**Kan hushållens utgifter öka ännu mer?** Osäkerheten om hushållen kommer att fortsätta att öka sina utgifter är stor. Konsumentförtroendet har återhämtat sig sedan början av året men är fortfarande betydligt lägre än

någon gång sedan början av 1990-talet. Inbromsande inflation och att vi snart når Riksbankens räntetopp talar för att riskerna för ett djupare konsumtionsfall har minskat och fallande inflation gör att reallönerna antagligen kommer att öka något under andra halvan av 2023.

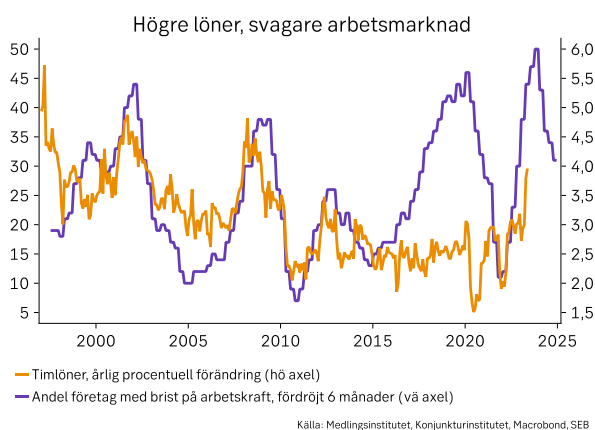


**Nytt men mildare boprisfall att vänta.** Att bostadspriserna stabiliserats ger ytterligare stöd till hushållens motståndskraft. Enligt SEB:s sammanvägning av hus och lägenhetspriser från Mäklarstatistik har bostadspriserna stigit med knappt 1 procent sedan årsskiftet och priserna är bara drygt 10 procent lägre än toppen från början av 2022. Vi tror att priserna vänder ned igen under hösten och räknar med ett totalt prisfall på 15-20 procent. Vår boprisindikator tyder på fortsatt stabila priser i närtid, även om den trots en uppgång ligger under det historiska genomsnittet, vilket är en uppåt risk för denna bedömning.

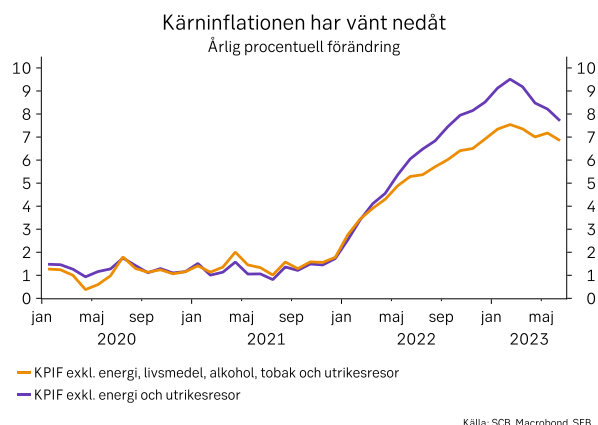
**Arbetsmarknaden fortsätter att försvagas från hög nivå.** Arbetsmarknaden är en avgörande faktor för om hushållen kommer att fortsätta att konsumera. Än så länge tyder både indikatorer och sysselsättnings-trenden på en måttlig inbromsning. Efter en period med stabilisering har dock vissa indikatorer, till exempel anställningsplanerna i KI-barometern, vänt nedåt igen. Vi tror att nedgången fortsätter och räknar med svagt fallande sysselsättning under 2024. Arbetslösheten steg till nästan 8 procent i juni, delvis drivet av högre arbetsutbud. Ett starkt säsongsmönster gör att arbetslösheten kan vara volatil under sommaren och vår bedömning är att juniutfallet överdriver den underliggande trenden. Arbetslösheten stiger dock och vår prognos från maj med en uppgång till drygt 8,5 procent under 2024 verkar fortfarande rimlig. Mot slutet av prognosperioden vänder arbetslösheten nedåt igen.

**Något högre löner, reallönetapp ger ökad osäkerhet.** Löneavtalen som slöts under våren har nu börjat synas i statistiken och de totala timlönerna utvecklas än så länge i linje med Riksbankens och våra egna

bedömningar. Lönestastiken för de senaste månaderna är dock preliminära och det kommer ta ytterligare en tid innan bilden klarnar. En trög inflationsnedgång gör att riskerna för ökade lönekrav innan de nuvarande avtalen löper ut våren 2025 inte kan uteslutas. Att avtal rivs upp är dock osannolikt och regelverket gör det svårt för facken att strejka innan avtalen löper ut. Högre ökningar utöver avtal kan heller inte uteslutas, men KI-barometern visar att bristen på arbetskraft fortsätter att minska, även om nivån fortfarande är över genomsnittet. Mycket talar för att lönerna ökar med i genomsnitt ungefär 4 procent per år de närmaste två åren. Det är tidigt att spekulera i hur nästa avtalsrörelse under 2025 kommer att se ut, men det är viktigt att reallönerna återhämtar delar av de stora fallen under 2022 och 2023.

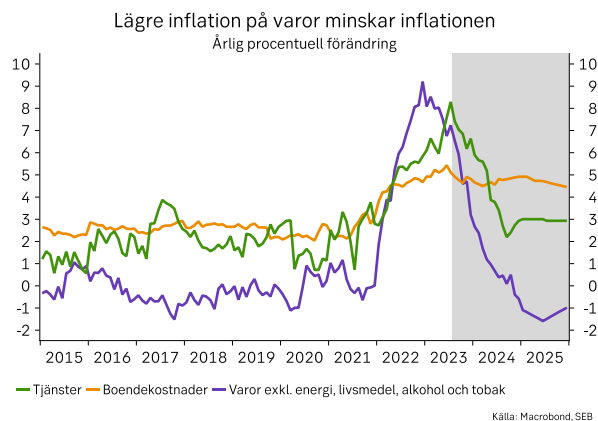


**Kärninflationen faller snabbare under hösten och vintern.** Fallande energipriser gör att KPIF snabbt fallit från över 10 procent i slutet av 2022 till 6,4 procent i juli i år. Lägre elpriser och baseffekter gör att KPIF ser ut att hamna nära 2 procent redan i december, om än tillfälligt. Energipriserna bedöms fortsätta bidra till att dämpa inflationen även 2024 och 2025 genom svagt fallande elpriser och sänkt reduktionsplikt för diesel och bensin. Osäkerheten om både marknadspriserna på energi och reduktionsplikt är dock betydande. KPIF exklusive energi föll till 8,0 procent vilket är knappt 1,5 procentenheter lägre än toppnivån i februari. Nedgången har än så länge varit trög, delvis på grund av tillfälligt tryck uppåt från utrikesresor under sommaren. Mycket talar för att den underliggande inflationen börjar falla betydligt snabbare redan från och med augusti, drivet av baseffekter från livsmedel och andra varor.



**Lägre internationella priser, indikatorer pekar tydligt nedåt.** Hur stor nedgången blir och hur snabbt det går är osäkert och priserna på framför allt tjänster har fortsatt vara överraskande starka under sommaren.

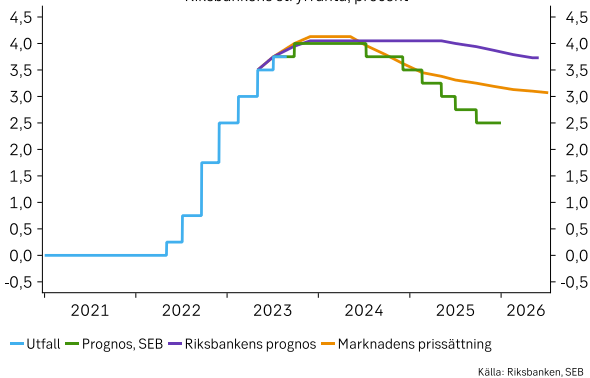
Stagnerande internationella priser och lägre energipriser kommer medföra kraftigt avtagande kostnadstryck för företagen. Lönerna accelererar visserligen men uppgången är måttlig och följer på ett antal år med låga löneökningar och hög produktivitet. Svag krona fördröjer inflationsnedgången men givet att de historiska sambanden håller så blir effekten på kärninflationen bara drygt 0,5 procent. Mest avgörande för hur långt inflationen faller blir den internationella prisutvecklingen och en viss reversering av de stora prisuppgångarna på livsmedel och andra varor är en nedåtrisk för prognosen. Utsikterna för tjänstepriserna är mer osäkra och fortsatt stora ökningstal för hyror och bostadsrättsavgifter kommer sätta upptryck på inflationen 2024 och i viss mån även 2025. Vår bedömning är att nedgången i kärninflation under det närmaste året sker i ungefär samma takt som vi antog i *Nordic Outlook* i maj. Mot slutet av 2024 bedöms KPIF exklusive energi falla under Riksbankens mål under en period till följd av en viss reversering av livsmedels- och andra varupriser.



**En sista höjning från Riksbanken i september.**

Riksbankens räntebana från juni signalerade en hög sannolikhet (20 baspunkter) för ytterligare en räntehöjning i september och i pressmeddelandet sägs att styrräntan höjs minst en gång till i år. Ränteprognosen indikerade totalt 30 punkter högre ränta i september och november. Kärninflationen (KPIF exklusive energi) har sedan dess varit högre än Riksbankens prognos men avvikelserna har varit endast 0,1-0,2 procentenheter. Sannolikheten för att räntan höjs i september är hög, men vår prognos är att höjningen blir den sista i denna cykel. Vi tror att kärninflationen kommer fortsätta följa Riksbankens prognos och vända nedåt mer tydligt från och med augusti. Att Fed och ECB enligt våra prognoser höjt klart gör det lättare för Riksbanken att ligga still. Den just nu mycket svaga växelkursen är en uppåtrisk för styrräntan och flera i direktionen har sagt att ytterligare kronförsvagning skulle kunna leda till fler räntehöjningar. Den penningpolitiska rapporten hade ett riskscenario som antog att räntan höjs till 4,6 procent i mitten av nästa år. När kärninflationen närmar sig målet i mitten av nästa år sänker Riksbanken räntan. I slutet av 2025 ligger styrräntan på 2,5 procent

Sista räntehöjningen i september  
Riksbankens styrränta, procent

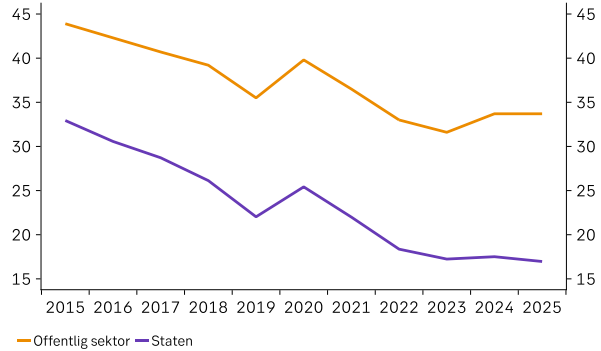


**Obligationsförsäljningarna kan öka än mer.** Vi tror att direktionen, snarare än att höja räntan, föredrar att öka obligationsförsäljningarna. I juni beslutade Riksbanken att från september utöka de månatliga obligationsförsäljningarna från 3,5 till 5 miljarder per månad. Riksbankens balansräkning kommer visserligen redan nu att minska väldigt snabbt men svenska obligationsräntor är fortfarande låga i ett internationellt perspektiv och efterfrågan i Riksbankens auktioner har varit hög.

**Finanspolitisk stimulans med fördröjning.** Svenska statsfinanser har fortsatt att vara starka även om lägre tillväxt och ökade kostnader gör att det offentliga sparande i år ser ut att hamna nära noll. En låg statskuld på drygt 15% av BNP gör att det finns gott om utrymme för expansiv finanspolitik. Signalerna från regeringen är dock att politiken fortsätter att vara restriktiv för att inte fördröja nedgången av den höga

inflationen. Samtidigt kommer trycket på regeringen att stödja pressade hushåll vara högt och vi räknar med expansiva åtgärder på ungefär 40 miljarder (drygt 0,6% av BNP) under 2024 och att större delen presenteras i budgetpropositionen den 20:e september.

Offentlig skuld planar ut på låga nivåer  
Procent av BNP



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

**Inflationen en ursäkt att avvakta till närmre valet?**

Stråvan att hålla ner inflationen är förståelig men strategin är inte problemfri då regeringen riskerar att förvärra en redan svag konjunktur. Samtidigt ser regeringen antagligen budgetarna för 2025 och 2026 som viktigare inför valet hösten 2026. Mer pengar till kommuner och regioner tillsammans med skattesänkningar och ökade bidrag för hushållen på totalt 15-20 miljarder är troliga inslag i budgeten för 2024. För 2025 har vi antagit att den finanspolitiska stimulansen uppgår till ca 80 miljarder motsvarande knappt 1,5 procent av BNP.

**Oproblematiske underskott 2024-2025.** Svagare konjunktur och finanspolitisk stimulans bidrar till att den offentliga sektorn visar underskott på drygt 2 procent av BNP 2024 och 0,5 procent 2025. Sparandet under 2024 påverkas av ett förväntat kapitaltillskott till Riksbanken på 60 miljarder för att kompensera för förlusterna från stora obligationsköp. Riksbanken kommer efter att årsredovisningen för 2023, som presenteras i februari 2024, att göra en framställan till Riksdagen om medel för att återställa det egna kapitalet. Storleken på både förlusten och storleken på kapitaltillskottet är osäkra och påverkar lånebehovet men inte bedömt allmänt reformutrymme.



Tema:

# Kronan & flödena

Förklaringar till svenska valutans ihållande utförsbacke

Kronans svaghet är ovälkommen och utgör en huvudvärk för både svensk ekonomi och Riksbanken. Våra beräkningar visar att kronan långsiktigt är 10-15 procent undervärderad. På sikt bör därför kronan stärkas. Utifrån vår analysram för kapitalflöden identifierar vi sex förklaringar till kronans svaghet de senaste tio åren. Flera av flödena är av strukturell karaktär. Ränthöjningar är ett trubbigt verktyg för att stärka kronan och har oönskade sidoeffekter. Vi ser i stället att kronan kan stärkas av bl a politiska beslut som gör det mer attraktivt för t ex pensionskapital att investeras i Sverige i stället för i utlandet.

Under sommaren satte kronan nytt svaghetsrekord mot euron: 11,95 kronor. Nivån innebar att kronan, enligt våra modeller, då var ca 20 procent undervärderad mot euron. Problemet är dock inte en svag krona i sig, utan att kronan det senaste decenniet trendmässigt försvagats mot både euron och dollarn trots att svensk ekonomi relativt sett utvecklats starkare än omvärlden. Riksbankens växelkursindex, KIX, har tidigare varit på motsvarande svaga nivåer, men då i anslutning till två globala kriser: "Dotcom" 2001 och finanskrisen 2008.

Riksbanken hänvisar till främst två förklaringar till varför kronan har tappat i värde på senare tid; kronans litenhet i en orolig omvärld, och ofördelaktig korträntedifferens. Men dessa mer kort-siktiga faktorer räcker inte för att kunna förklara kronans långsiktiga försvagning. Då behövs en analys av dels eventuella förändringar i kronans reala växelkurs, dels en för kapitalflöden. En starkare krona ökar förutsättningarna för att företagens kostnader kan reduceras och därmed för inflationen att sjunka.

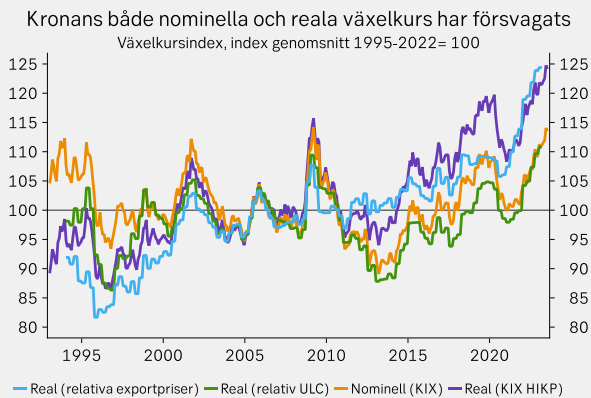


### Real växelkurs – jämvikt på lång sikt?

Ett av de vanligaste sätten att uppskatta en växelkurs långsiktiga jämviktsnivå är att studera den reala växelkursen. Tanken är att utrikeshandeln på sikt bidrar till att den reala växelkursen rör sig mot sin jämvikt.

### Reala växelkurser kan beräknas på många sätt.

Vanligast är att använda konsumentprisindex, men även enhetsarbetskostnad och export- och importpriser, vilka återspeglar kostnads- och konkurrensläge för ett land, är vanliga. Mått på real växelkurs skiljer sig ofta betydligt åt. Enligt diagrammet nedan – baserat på tre olika skattningar – är den reala växelkursen för närvarande 15-25 procent svagare än genomsnittet för de senaste 30 åren. Flera av måtten på den reala växelkursen uppvisar en trendmässig försvagning det senaste decenniet, vilket kan tyda på att en jämförelse med det historiska snittet överdriver avvikelser från jämvikt, i alla fall på medellång sikt.

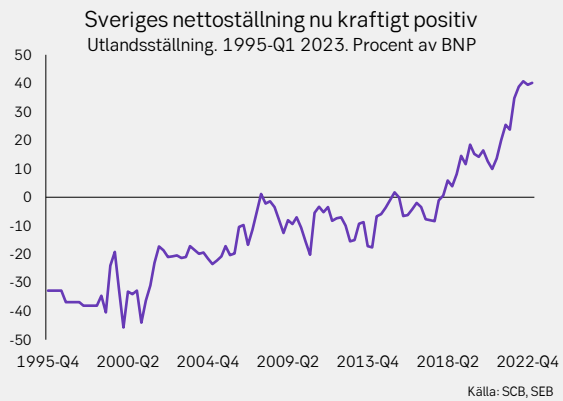


**Vår slutsats är därför att den reala växelkursen i nuläget är 10-15 procent svagare än sin långsiktiga jämvikt.** Flera faktorer pekar i den riktningen. Sveriges stora bytesbalansöverskott indikerar att kronan är undervärderad. Svenska priser har under lång tid stigit långsammare än omvärldens, vilket allt annat lika tenderar att leda till en långsiktigt ännu svagare real växelkurs (givet att nominella kursen inte stärks). Under de senaste åren har även svenska löner ökat långsammare än i omvärlden, vilket förstärker denna bild. Eftersom priser och löner rör sig långsamt är det troligare att en eventuell anpassning av den reala växelkursen kommer att ske genom en starkare nominell växelkurs. Reala växelkurser är viktiga i SEB:s modellskattningar av långsiktiga bilaterala växelkurser. Enligt modellerna är den långsiktiga växelkursen 9,50 mot euron och 8,00 mot dollarn. Det är 20 respektive 27 procent starkare än dagens kurser.

### Stora överskott i handels- & bytesbalansen

Skattningar av reala växelkurser är osäkra och skillnader i hur priser och löner mäts kan antagligen förklara

delar av trenden i den svenska reala växelkursen. Stora och långvariga överskott i handels- och bytesbalans stöder dock tesen att kronan är svagare än sin långsiktiga jämvikt. Under de senaste 30 åren har bytesbalansöverskottet i genomsnitt uppgått till 5,5 procent av BNP, ett överskott som bara överträffas av ett fåtal länder i världen. Sveriges utlandsställning – d v s samlade tillgångar minus utlandets fordran på Sverige – uppgår idag till drygt 40 procent av BNP (70 procent av BNP om direktinvesteringarna marknadsvärderas). Att stora delar av Sveriges höga sparande kanaliseras till utlandet är en viktig förklaring till att den reala växelkursen under långa tider varit svag. En allt större del av valuta-transaktionerna drivs av investeringar och sparande snarare än handel med varor och tjänster, vilket sannolikt är en viktig förklaring till att reala växelkursers avvikelse från trend blivit större.



### Analysram för kapitalflödesanalys

Växelkursanalys av kapitalflöden i betalningsbalansen underlättas om flödena delas in i autonoma respektive ackommoderande flöden. Tanken bakom denna indelning är att autonoma flöden sker oberoende av andra flöden i betalningsbalansen. De uppstår t ex som följd av ändrade förväntningar eller olika strukturella faktorer. Ackommoderande flöden uppstår däremot enbart för att autonoma flöden måste balanseras.

**En vanlig indelning av betalningsbalansen** innebär att bytesbalansen betraktas som autonomt flöde och finansiella balansen som ackommoderande. Länder med bytesbalansöverskott, som t ex Sverige, förväntas som tidigare nämnts uppvisa en apprecierande valuta gentemot underskottsländer. Priset på utländsk valuta i förhållande till kronan behöver falla – och kronan stärkas – för att stimulera ökade köp av utländska tillgångar vilket är en faktor som komplicerar flödesanalysen.

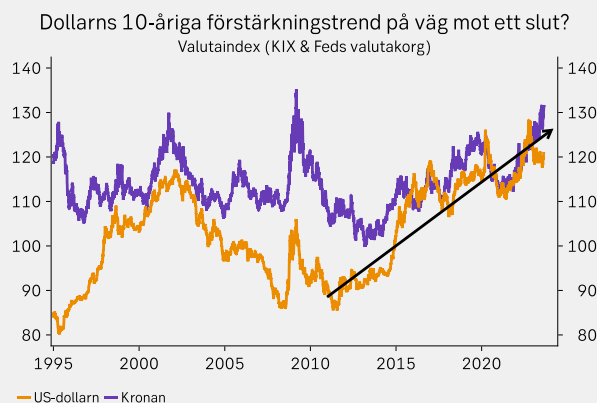
**Ett annat sätt att analysera sambanden** mellan betalningsbalansflöden och växelkursrörelser är att beakta förändringar i olika sektors valutaexponering. Valutaexponering uppstår då en sektor har en tillgång

eller skuld i utländsk valuta. Betalningsbalansstatistiken kan dessvärre inte ge svaret på förändringar i valutarisk och ger därför inte en helt korrekt bild av vad som faktiskt har påverkat kronan. En överföring av exponering kan resultera i en förändring i kronkursen. Graden av prispåverkan bestäms av intresset hos aktörer att vid olika förutsättningar ändra exponeringen i svenska kronan. Om t ex 7:e AP-fonden beslutar att valutasäkra delar av sina utländska tillgångar skulle det, allt annat lika, leda till ett inflöde på 300–400 miljarder kronor och därmed en starkare krona.

## Identifiering av sex flödesförklaringar

Vi observerar sex olika kapitalflöden som kan förklara varför kronan är 10-15 procent svagare än normalt. Förklaringarna varierar i styrka över tid men kan kopplas till dessa faktorer (utan prioritetsordning):

**1. USA-dollarns tioåriga förstärkningstrend.** Dollarn rör sig normalt i långa cykler. USA:s stora ränte- och aktiemarknader gör att såväl privat som offentligt kapital har sökt sig till dollarn. Europeiska skuldkrisen 2010-12 innebar också ett allvarligt ifrågasättande av euron som reservvaluta i förhållande till dollarn.



Källa: Macrobond, SEB

**2. Trendföljande utländska modellfonder.** Dessa fonder kan förstärka och förlänga valutarörelser som inledningsvis drivs av andra faktorer. Vi noterar på olika sätt närvaron av dessa fonder i svenska kronmarknaden och att deras betydelse har ökat de senaste åren.

### 3. Demografi och statsfinanser ger sparöverskott.

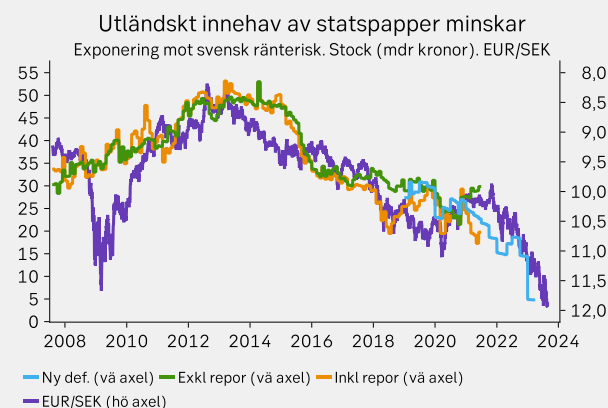
Åldrande befolkning är ett globalt fenomen. Sveriges strukturella finansiella sparöverskott är ett uttryck för dels högt privat institutionellt pensionssparande, dels högt offentligt sparande. Svensk pensionsindustri uttalar oro för brist på investeringsmöjligheter i t ex inhemsk fysisk och digital infrastruktur och gröna investeringar. Det gör att delar av svenskt pensionskapital i stället går till utlandet. Dock: Påverkan på kronan avgörs i slutändan av om det även innebär förändrad valutarisk i pensionskapitalet.

### 4. Multinationella företag återinvesterar i utlandet.

Det är ganska logiskt att svenska företag låter en betydande del av vinster som genereras i utlandet återinvesteras i utlandet. Dagens nya globala handelslandskap innebär att internationella värdekedjor behöver byggas med ökad motståndskraft. Det betyder att ytterligare investeringar görs i utlandet. Först när dessa investeringar avyttras uppstår en positiv kron-effekt, men det kan ta många år innan detta sker.

**5. Extra riskpremier.** Kronan är en cyklisk valuta som stärks i miljöer med global tillväxt och god riskaptit. Att Sverige under lång tid byggt upp hög skuldsättning i hushållssektorn, och nu har utmaningar i fastighetssektorn, talar för att kronan bör ha en riskpremie.

**6. Okonventionell penningpolitik.** Riksbankens politik från 2015 och framåt, med minsränta och upprepade hot om valutainterventioner (sälja kronor för att minska deflationsrisken), har minskat omvärldens aptit på svenska statspapper. Vår slutsats är att centralbanker minskat sina statspappersinnehav när möjligheten till en starkare krona uteblivit. Att utländska investerare i stället köpt bostadspapper bedöms ha haft begränsad effekt på kronan då globala privata portföljförvaltare normalt valutasäkrar sina innehav i räntepapper.



Källa: Macrobond, SEB

### Statspappersförsäljningar kan ge kronstöd

Riksbankens senaste kommunikation ger intryck av att man ser begränsade möjligheter att genom penningpolitiken hjälpa kronan att stärkas varaktigt från dagens nivåer. Att höja räntan ännu mer enbart för att stärka kronan är ett trubbigt vapen, i synnerhet med tanke på de investerare som redan i dagsläget oroar sig för särskilt räntekänsliga delar av svensk ekonomi. Det kan också minska tydligheten i inflationspolitiken.

**I juni meddelade Riksbanken** att man ska trappa upp försäljningarna av statspapper till 5 miljarder kronor i månaden. Tanken är att räntorna på dessa ska stiga mer än den förväntade styrräntan och i förlängningen att kronan stärks. Svenska statsräntor förhåller sig fort-

farande låga i relation till den förväntade styrräntan. Utländska investerare har kontinuerligt minskat sina innehav av svenska statsobligationer till följd av låga räntor och en dåligt fungerande marknad. Vi tror att detta bidragit till att kronan försvagats.

**Att Riksbanken nu säljer statspapper** bidrar till att minska ränteskillnaden mellan statspapper och swapräntor. Räntemarknaden kan börja fungera bättre igen efter år med låg likviditet och mycket begränsat utbud. Detta bidrar till att göra svensk statspappersmarknad mer attraktiv för utländska investerare och utrymme för den svenska kronan att stärkas. Den positiva flödes-effekten bedöms dock bli ganska begränsad.

### Riksbanken överväger valutasäkring

När det penningpolitiska beskedet publicerades i juni meddelade Riksbanken att man överväger att valutasäkra delar av valutareserven. Beslutet ska föregås av en utredning som väntas bli klar "tidig höst". Åtgärden, om den vidtas, syftar till att minska Riksbankens finansiella risk och ska enligt direktionen inte ses som en penningpolitiskt motiverad åtgärd.

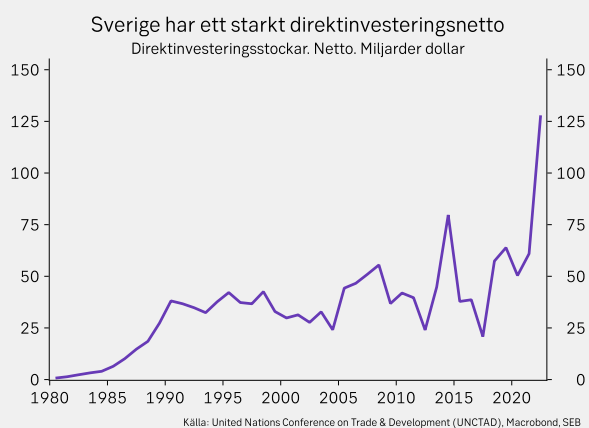
**Riksbanken har redan gjort stora förluster** på sitt värdepappersinnehav på ca 80 miljarder kronor och behöver högst sannolikt ansöka om kapitaltillskott från riksdagen efter årsskiftet. Om kronan stärks till samma nivå som vid inledningen av 2022 beräknas valutaförlusten uppgå till nära 60 miljarder kronor. Valutasäkring handlar troligtvis främst om att Riksbanken ogärna gör ytterligare förluster, men tajmingen på offentliggörandet antyder att Riksbanken ändå hoppas på att åtgärden ska framkalla en kronförstärkning. Vi tror dock inte att beloppet som föreslagits, ungefär 100 miljarder kronor, är tillräckligt stort för en varaktig kronförstärkning. Den positiva effekten på kronan uteblev; förstärkningen som ägde rum i juli kopplas i stället till USA:s positiva inflationsdata.

**Kronans svaghet gör att värdet ökar** på utländska tillgångar i kronor men vi riskerar även att rea ut svenska tillgångar. Idag uppgår värdet på utlandstillgångarna till uppemot 22 000 miljarder kronor. Pensionsbolagen valutasäkras t ex aktier/räntepapper. Grovt räknat; om vi utgår från AP-fondernas riktmärke på maximalt 40 procent valutarisk och antar att övriga tillgångar är osäkrade, skulle en kronförsvagning med 10 procent ge en positiv förmögenhetseffekt på drygt 1 700 miljarder kronor. Från utlandets horisont blir det å andra sidan billigare att köpa svenska företag och fastigheter vilket i rådande läge med utmaningar för fastighetsmarknaden i Sverige kan vara en stabiliserande faktor.

### Investeringsmöjligheter kan stärka kronan

Så finns det något som kan hjälpa den svenska kronan tillbaka till starkare nivåer? Kanske finns svaret delvis hos finanspolitiken snarare än penningpolitiken.

Svenska direktinvesteringar i utlandet har exempelvis i stigande grad varit större än motsvarande utländska i Sverige. Avsaknad av investeringsalternativ för det svenska pensionskapitalet i Sverige förklarar valet att istället investera i utlandet. Detta kan skapa ett strukturellt utflöde av kronor, även om den faktiska effekten på kronans växelkurs är avhängig hur valutaexponeringen hanteras av investerarna.



**Den svenska statsskulden har minskat stadigt** sedan 1990-talets början samtidigt som många andra länder har ökat sina. Det är givetvis en svår balansgång, men när inflationsutvecklingen tillåter det skulle kronan kunna gynnas av satsningar för att skapa investeringsmöjligheter inom exempelvis digital och fysisk infrastruktur. Det handlar helt enkelt om att göra det attraktivare att investera i Sverige än i utlandet.



# Norge

## Svaghet under vintern

**Tillväxttakten avtar, om än långsammare än väntat. Högre räntor, svaga realinkomster och gradvis stigande arbetslöshet väntas allttjämt tynga hushållens konsumtion kommande vinter. Positiva efterfrågeimpulser från hög petroleumaktivitet minskar risken för att fastlandsekonomin går in i en recession, men tillväxten kommer att ligga under trend 2023-2024. Kärninfationen lättar nästa år, vilket gör att Norges Bank kan börja sänka räntan under andra halvåret 2024.**

Den ekonomiska aktiviteten var positiv under första halvåret 2023, men tillväxttakten avtog tydligt. Hushållen har fått stöd av hög jobbsäkerhet och sparbuffertar och har varit långsamma med att anpassa köpmönstren. Högre räntor, svaga realinkomster och gradvis stigande arbetslöshet väntas allttjämt tynga både privat konsumtion och bostadspriser mot slutet av året. Även om positiva efterfrågeimpulser från höga oljeinvesteringar kommer att förhindra en recession, kommer tillväxtmomentum att vara svagt in i 2024. Vi spår en avmattning i fastlands-BNP till 0,8 procent 2023 och 0,5 procent 2024, och att den därefter återhämtar sig till trendliknande 1,2 procent 2025. Total BNP överträffar fastlandets utveckling och stiger med 1,4 och 0,6 procent 2023 respektive 2024.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

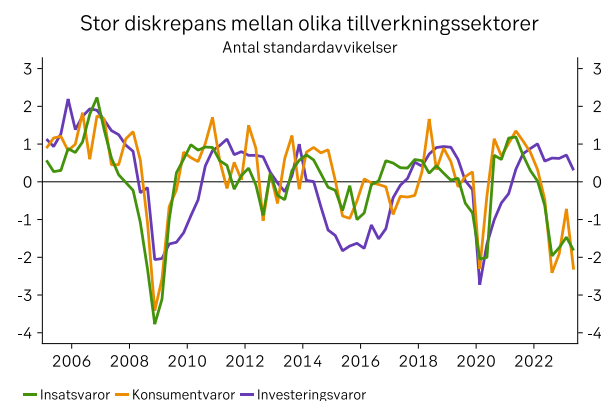
	2022	2023	2024	2025
BNP	3.3	1.4	0.6	1.8
Fastland-BNP	3.8	0.8	0.5	1.2
AKU-arbetslöshet*	3.3	3.5	3.9	3.7
Löner	4.3	5.5	4.5	3.3
KPI-JAE inflation	3.9	6.5	4.1	2.5
Styrränta, %	3.50	4.25	3.75	3.25

\*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

### En cyklisk uppgång i petroleum

Det skattesubventionsprogram som initierades under pandemin gav många nya investeringsprojekt som genomförs under de kommande åren. *Statistics Norway's* oljeinvesteringssenkät bekräftar den cykliska

uppgången i oljeinvesteringar och tyder på att vissa projekt har påskyndats. Vi har därför höjt prognosen till en ackumulerad uppgång i olje- och gasinvesteringarna på 12,5 procent 2023-2024. Investeringsstillväxten avtar 2025, men förblir positiv. Oljeleverantörer ser en återhämtning i efterfrågan och rapporterar stark ordergång och höjda produktionsförväntningar samt sysselsättningstillväxt. I andra tillverkningssektorer är pessimismen utbredd och höga finansieringskostnader begränsar investeringarna. Företagens investeringar kommer trots det öka måttligt i år - med stöd av oljetjänster, kraftförsörjning och några större projekt relaterade till klimat- och energiomställning.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Bostadsinvesteringarna faller markant i år till följd av svag försäljning av nya bostäder, lägre lönsamhet och kraftigt fallande orderstockar. Efter en nedgång på 13,5 procent under 2023-2024 återhämtar sig bostadsinvesteringarna och ökar 2,8 procent 2025. Totala fastlandsinvesteringar ger negativa tillväxtbidrag i år men blir neutrala 2024 och lyfter fastlands-BNP 2025.

### Bostadspriserna faller i höst

Priser på befintliga bostäder har varit förvånansvärt motståndskraftiga och steg 4,9 procent 2022 och 5,2 procent hittills i år. Månadsförändringarna visar en mer osäker trend; en prisuppgång under första halvåret 2022 följdes av nedgång under hösten och en återhämtning vid årsskiftet 2023. Denna volatilitet återspeglar till stor del regulatoriska förändringar i början av 2022 och 2023, vilket försenat utbudet och därefter ökat efterfrågan. Den strama arbetsmarknaden har bidragit till att hålla priserna uppe, men underliggande prisutveckling har dämpats och det finns en utbredd förväntan om en korrigerig under andra halvåret 2023. Vår bedömning är att både utlåningsräntor och antalet osålda bostäder stiger ytterligare. Prisnedgången blir kortvarig eftersom hushållens förbättrade köpkraft och svaga bostadsinvesteringar håller uppe priserna. Efter i stort sett oförändrad prisökningstakt i år stiger priserna med 0,4 respektive 3,9 procent under 2024 och 2025.

## Fördröjt bakslag för konsumtionen

Hushållens konsumtion har hållit emot förvånansvärt väl med tanke på stigande bolåneräntor och höga kostnader för nödvändighetsvaror. Stora sparbuffertar har sannolikt skapat en fördröjning mellan penningpolitisk åtstramning och förändrade konsumtionsbeteenden. Dessutom har hushållens vilja och förmåga att utnyttja besparingar, med stöd av hög jobbsäkerhet, underskattats. Sparkvoten exklusive utdelningar sjönk kraftigt förra året till rekordlåga -7,8 procent, men återhämtade sig till 0,0 procent under första kvartalet i år. Samtidigt ökar hushållens inlåning fortfarande, även om 2,4 procent är långt ifrån toppen på 10,1 procent i januari 2021. Månadsdata för privat konsumtion har snedvridits av ovanlig volatilitet i varukonsumtionen. Utgifterna för tjänster har samtidigt varit blygsamma, vilket tyder på en svag underliggande konsumtionstrend. Högre räntor och svag utveckling för realinkomster väntas fortfarande tynga konsumtionen i vinter med en nedgång i privat konsumtion med 1,1 procent 2023. Trots att de reala inkomsterna gradvis accelererar begränsas konsumtionstillväxten delvis av en återuppbyggnad av hushållens sparbuffertar. Vi spår en tillväxt för konsumtionen på 0,3 och 2,5 procent 2024 respektive 2025.

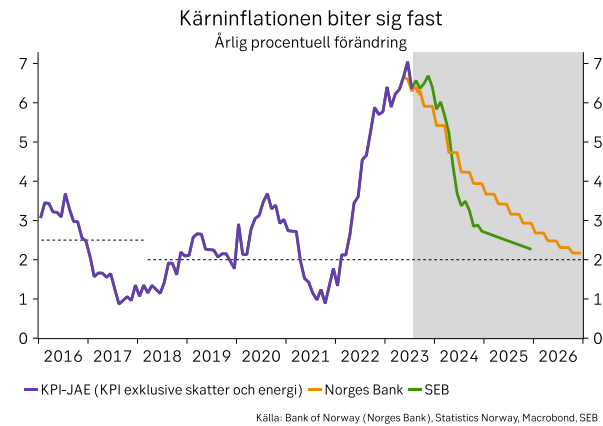
## Arbetsmarknaden är fortsatt stram

Trots tidiga tecken på avkylning har arbetsmarknaden varit fortsatt het. Sysselsättningen har ökat med 0,5 procent på kvartalsbasis sedan hösten 2022, med den privata tjänstesektorn i spetsen. Antalet lediga jobb ökade ytterligare i början av 2023, även om nya vakanser enligt den norska Arbeids- og Velfärdsförvaltningen (NAV) visar en avtagande trend. Sysselsättningsindikatorerna pekar, även om de skiljer sig åt mellan olika sektorer, på en generell avmattning framöver. Registrerad arbetslöshet har legat på 1,7-1,8 procent under det senaste året, men väntas öka från och med i höst. Uppgången sker gradvis och når nivåerna före pandemin under 2024.

**Löneökningar på het arbetsmarknad.** Normen i årets avtalsförhandlingar fastställdes till 5,2 procent och i den offentliga sektorn till 5,4 procent. Vi spår löneökningar på 5,5 procent 2023. Även om svagare tillväxtutsikter och fallande total inflation bör dämpa löneökningarna under de kommande två åren, utgör hög aktivitet i oljesektorn en upptrisk för våra prognoser för 2024 och 2025 på 4,5 respektive 3,3 procent.

**Ihållande inflation i år.** Efter att ha accelererat under första halvåret sjönk KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) till 6,4 procent i juli. Nedgången förklaras av stora livsmedelsrelaterade baseffekter där priserna

steg 3,2 procent, långt under takten på 7,5 procent 2022. En ny prissättningsstrategi hos vissa livsmedels-handlare – med gradvisa höjningar under året snarare än vid prissättningsfönstren i februari och juli – ökar osäkerheten i utsikterna. Vi förutspår att livsmedelspriserna faller mindre än normalt under andra halvåret, vilket resulterar i att KPI-JAE ligger kvar över 6 procent på årsbasis. Exklusive livsmedel, alkohol och tobak var KPI-JAE 5,6 procent i juli.



En del av nedgången i juli kommer att reverseras, men vi tror ändå att KPI-JAE toppade på 7,0 procent i juni. Baseffekter från kraftiga prisökningar under 2022 gör det svårare för inflationstakten att stiga ytterligare. Relativt höga löneökningar och accelererande hyror innebär att nedgången i tjänstepriserna blir måttlig. Dessutom blir nedgången i priserna på varor (exkl mat och energi) mindre än i andra länder på grund av den svaga norska kronan. Bidraget från växelkursen väntas nå en topp på omkring en procentenhet vid årets slut. Vår bedömning innebär en viss upptrisk för Norges Banks prognos för de kommande sex månaderna. År 2024 kommer KPI-JAE att falla snabbt, och närma sig målet i slutet av 2025.

## Norges Bank är nära styrräntetoppen

Norges Bank har successivt lyft toppen för styrräntan i takt med att det underliggande inflationstrycket visat sig mer ihållande och kronan försvagats. Banken balanserar alltjämt mellan risken för att inflationen biter sig fast och risken att förstärka en konjunkturedgång genom att strama åt alltför aggressivt. Räntebanan innebär en sista höjning vid nästa möte i september till 4,25 procent. Vi delar denna uppfattning, men tror att Norges Bank kommer att hålla öppet för en eventuell ytterligare höjning senare i höst givet den tröga kärninflationen. En mer övertygande dämpning av kärninflationen, i kombination med ett negativt produktionsgap, möjliggör räntesänkningar från och med andra halvåret nästa år. Vi spår en styrränta på 3,75 och 3,25 procent i slutet av 2024 respektive slutet av 2025.

# Danmark

## En modell för motståndskraft

Efter stora revideringar 2021-2022 ligger nu Danmarks BNP på en högre nivå, men med en plattare bana. Statistik och indikatorer för 2023 visar på fortsatt tillväxt, inte minst med stöd av läkemedelssektorn, och vi väntar oss nu bara en inbromsning till 1,2 procent BNP-tillväxt i år, följt av en långsam återhämtning 2024 och 2025.

**Reviderad BNP-profil.** Sedan förra numret av *Nordic Outlook* har Danmarks Statistik gjort stora revideringar av historisk BNP-statistik. Sammantaget innebär det att BNP-nivån för 2022 är 0,4 procent högre än tidigare, men årstillväxten reviderades ner från 3,8 procent till 2,8 procent (men från en högre nivå 2021). Framöver ser den milda lågkonjunkturen 2023 som tidigare väntats nu mer sannolikt ut att bli en utdragen mjuklandning. Vi har därför höjt prognosen för i år från 0,5 procent till 1,2 procent men i sänkt tillväxten 2024 från 2,0 procent till 1,5 procent. En starkare återhämtning för 2025 lyfter BNP med 3,0 procent.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

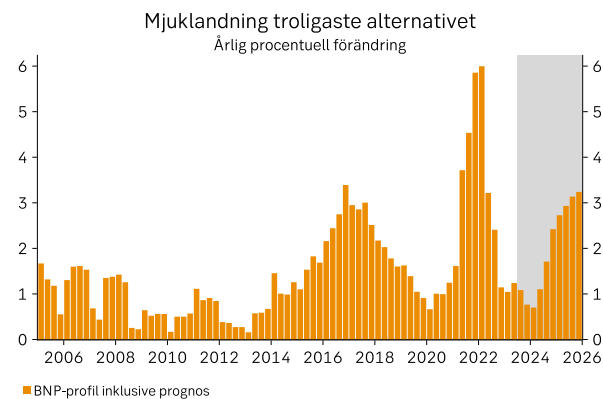
	2022	2023	2024	2025
BNP	2,8	1,2	1,5	3,0
KPI	7,7	3,7	2,2	1,6
Löner	2,6	3,2	3,6	4,0
Offentlig sektors saldo*	3,4	3,0	3,5	4,0
Offentlig sektors skuld*	30,1	30,0	28,0	26,0
Bytesbalans*	13,3	12,5	10,0	8,0
Styrränta (CD rate), %	1,75	3,35	2,60	2,10

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

### BNP-indikator för andra kvartalet bättre än väntat.

Den preliminära BNP-indikatorn för andra kvartalet visade en starkare kvartalstillväxt än väntat på 0,2 procent efter en uppgång på 0,6 procent under första kvartalet. Detaljer har ännu inte släppts, men statistik-

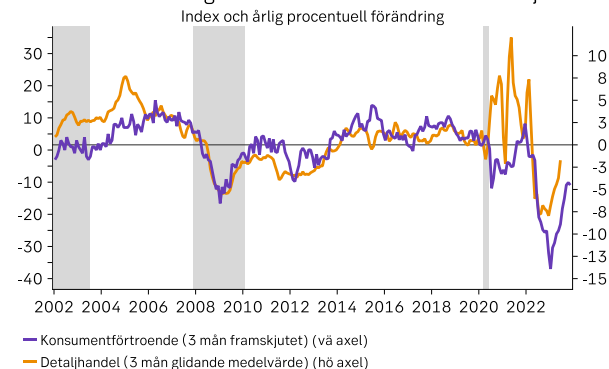
byrån säger att ökningen främst drevs av läkemedelsindustrin och den offentliga sektorn, medan utrikeshandeln var gick i motsatt riktning. BNP-ökningen på 0,8 procent under första halvåret tyder på att den milda lågkonjunkturen vi hade väntat oss nu ersättas av ett mer utdraget mjuklandningsscenario.



Källa: Macrobond, SEB

**Konsumtionsutsikterna förbättras.** Hushållens konsumtion återhämtar sig från det djupa bakslaget 2022 och utvecklingen har fortsatt in på sommaren i takt med lägre inflationstakt börjat återställa köpkraft och sysselsättningen fortsatt är stark. Försäljning i detaljhandeln och konsumentförtroende är nu mer än halvvägs tillbaka till nivån före förra årets kostnadschock, vilket indikerar att årets tillväxt kan återgå till positivt territorium – om än bara marginellt – innan den stiger till 2,4 procent 2024.

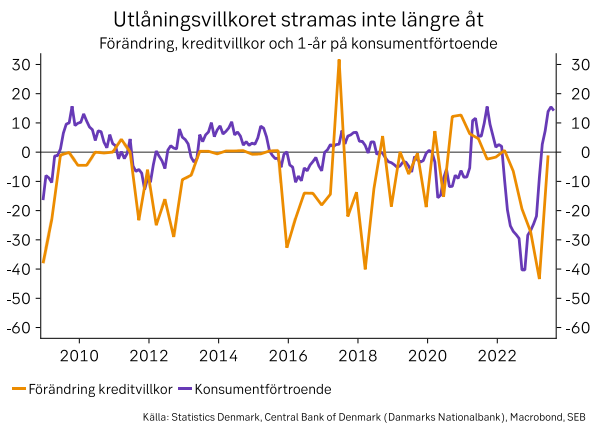
Snabb återhämtning i konsumentförtroendet och detaljhandel



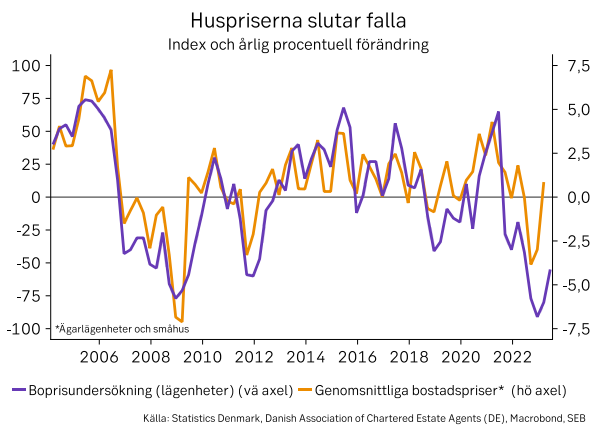
Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

**Utlåningsvillkoren lättas.** En annan stödjande faktor för konsumentefterfrågan är förbättringen av bankernas utlåningsvillkor. Danmarks Nationalbanks (DNB) utlåningsundersökning visar att bankerna slutade skärpa utlåningsvillkoren för både hushålls- och företagslån under andra kvartalet. Det står i kontrast till den fortsatta åtstramningen som rapporterats i liknande undersökningar för både euroområdet och USA. Det finns ingen uppenbar orsak för den avvikelser, men danska banker har sett en avsevärd ökning av deras ränteskillnader mellan inlåning och utlåning under

räntehöjningscykeln. Tecken på stabilisering på bostadsmarknaden kan också vara uppmuntrande.

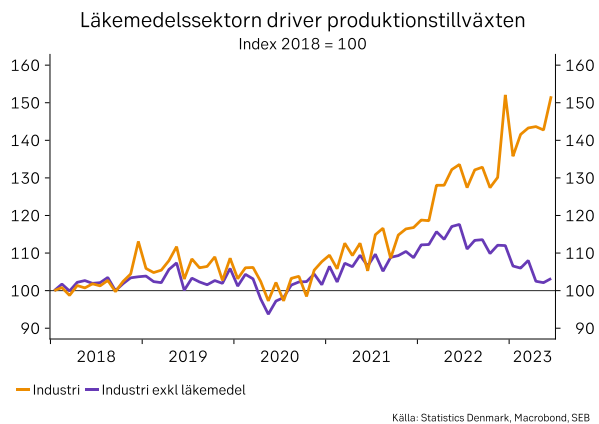


**Bostadspriserna har bottnat.** Bostadsmarknaden är en annan ljuspunkt, då det nu finns tecken på att priserna stiger igen efter en förhållandevis blygsam nedgång. Detta trots efter en mycket kraftig ökning av den 30-åriga bolåneräntor med cirka 5 procentenheter från 2022 års låga nivåer. Medierapporter tyder på att försäljningstiderna har kortats och rabatterbjudande har minskat. Bostadsprisenkäten från fastighetsmäklarförbundet förebådar också vidare prisuppgångar. Återhämtningens hastighet påskyndas sannolikt också av en förändring av fastighets skatten som erbjuder en lägre skatt för fastigheter köpta före den 1 januari 2024. Om bolåneräntorna förblir på nuvarande nivå begränsas sannolikt uppåtpotentialen för bopriserna.

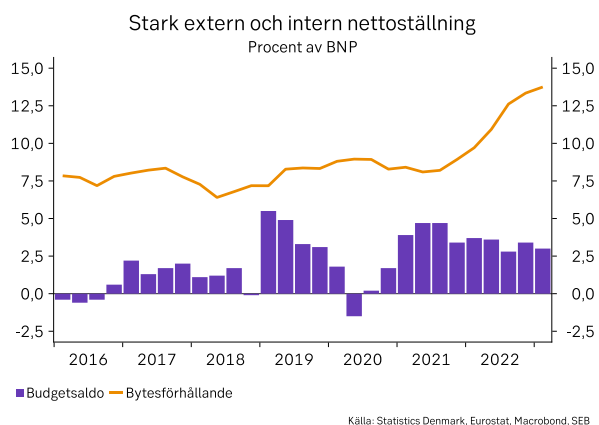


**Läkemedel viktig makroroll.** Exporten har varit en drivkraft för tillväxt de senaste åren. Till en början berodde det på en återöppningsdriven ökning av från containersjöfarten, som nu har normaliserats. Läkemedel har dock tagit över, inte minst tack vare efterfrågan på Novo Nordisks nya diabetes- och fetmaläkemedel. Faktum är att sektorn har börjat dominera även på makronivå, vilket delvis döljer svagheter i andra sektorer och bidrar därmed till att förklara motståndskraften. Industriproduktionen steg med 18 procent under de 12 månaderna fram till juni

2023. Om vi tar bort läkemedel minskade produktionen med 14 procent. Även om läkemedelsframgång sannolikt kommer att vara hållbar, belyser det den potentiella uppsidan i andra delar av ekonomin.



**För starka finansiella saldon?** Ur ett politiskt perspektiv är den stora frågan för Danmark om det finns något sådant som att vara för rik. Exporten har lyft bytesbalansöverskottet till 14 procent av BNP på årsbasis, vilket stärker en redan stark position som internationella nettoutlånare. Det kan också tyda på ett strukturellt problem med underinvesteringar som delvis skulle kunna åtgärdas med offentliga investeringar. Budgetsaldot fortsätter att överträffa förväntningar och de senaste revideringarna visar ett uthålligt överskott på mer än 3,0 procent av BNP. Det finns därför utrymme för stora initiativ inom bl.a. infrastruktur för ren energi, men regeringen verkar fortfarande vara bunden av mer konventionellt politiskt tänkande.



**Ränteskillnaden begränsar DKK.** En stark koppling till euron gör ett växande och kroniska överskott i bytesbalansen göra det svårare för DNB att försvara peggen mot euron mot ett uppåttryck på DKK över tiden. De senaste månaderna tycks trycket dock ha avtagit i spåren av större skillnad mot styrräntan i euroområdet, och DKK handlas precis där DNB vill ha den. Vi väntar oss att både ränteskillnaden och DKK kommer att förbli stabila under resten av 2023.



# Finland

## Hantera lägre efterfrågan

**Ekonomi har varit mer motståndskraftig än förväntat, men låg bredbaserad efterfrågan i många delar av ekonomin kommer att resultera i ett fall i BNP på 0,3 procent i år. Återhämtningen kommer att vara långsam och tillväxten blir endast 0,7 procent 2024. År 2025 räknar vi med att ekonomin växer med 1,8 procent.**

**Industrin står stadigt.** Den viktiga tillverkningsindustrin har klarat sig bra, trots låg efterfrågan på flera exportmarknader. Men medan den största delsektorn, verkstadsindustrin, har fortsatt att öka sin produktion så har fallet i den näst största, papper och massa, varit tvåsiffrigt. Vi väntar oss trots det att exporten kommer att vara den mest motståndskraftiga delen av ekonomin och att den bidrar positivt till tillväxten. Exporten ökar med 1 procent 2023 och 1,5 procent 2024.

**Finländare konsumerar mindre.** Nedgången för detaljhandeln har fortsatt, men inte förvärrats. I juni låg försäljningen 3 procent under fjolårets nivå och kommer att fortsätta vara relativt stabil tack vare stark sysselsättning och lönetillväxt. Tjänstesektorn har fortsatt att expandera, dock i en mycket långsammare takt än tidigare. Hushållens konsumtion ligger kvar ungefär på fjolårets nivå 2023, och väntas växa måttligt med 1,3 procent nästa år.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

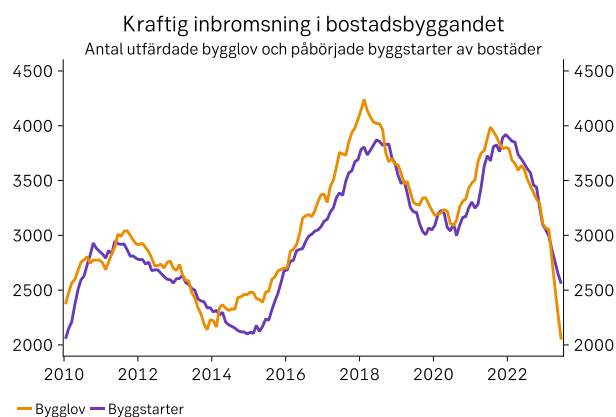
	2022	2023	2024	2025
BNP	1,6	-0,3	0,7	1,8
Hushållens konsumtion	1,7	-0,1	1,3	1,5
Export	3,5	1,0	1,5	3,0
Arbetslöshet*	6,8	7,0	7,2	6,9
Löner	2,4	4,5	3,0	2,5
Inflation	7,2	5,0	2,5	2,0
Offentligt saldo**	-0,9	-2,2	-2,5	-2,0

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

**Arbetsmarknaden.** På grund av lägre efterfrågan har det skett en liten uppgång i arbetslösheten de senaste månaderna. En dramatisk vändning på arbetsmarknaden är dock osannolik och sysselsättningen kommer att vara kvar på historiskt höga nivåer. Arbetslösheten blir i genomsnitt 7,0 procent 2023 och ökar marginellt till 7,2 procent 2024. Svagare ekonomisk aktivitet kommer att försvaga fackförningarnas ställning under löneförhandlingarna, men samtidigt kommer konkurrensen om arbetskraft gynna löntagarna. Lönerna ökar med 4,5 procent i år och 3,0 procent nästa år.

**Inflationen minskar.** Även om inflationen enligt huvudmättet har minskat till strax över 4 procent är pristrycket högt i många delar av ekonomin. Kärninflationen ligger på höga nivåer, främst på grund av höga löneökningar och höga tjänstepriser. HIKP kommer att öka med 5 procent 2023 men faller tillbaka till 2,5 procent 2024.

**Kraftig inbromsning i bostadsbyggandet.** Situationen på bostadsmarknaden har förvärrats ytterligare. Antalet utfärdade bygglov har sjunkit till endast en tredjedel av fjolårets volym och nybyggnationerna ligger ca 30 procent under fjolårets volym. Bostadspriserna har fallit med 7 procent på årsbasis, men det finns vissa tecken på att de stabiliseras. Utsikterna för näringslivets investeringar ser något bättre ut. Nyutlåningen till icke-finansiella företag ökade med 1 procent andra kvartalet efter att ha fallit med 12 procent kvartalet innan.



Källa: Statistics Finland, Macrobond, SEB

### Den nya regeringen fokuserar på att minska utgifterna.

Finlands nya högerregering, ledd av Samlingspartiet, tillträdde i juni. Trots låg tillväxt är expansiv finanspolitik utesluten eftersom den offentliga skulden förväntas hamna på höga 75 procent av BNP. Den långsamma återhämtningen försvårar dock möjligheten att få ner skulden under prognosperioden.

# Baltikum

---

## Litauen | sid 49

Exporten minskar, arbetslösheten ökar något, men hushållens konsumtion återhämtar sig, och inflationen faller snabbt. Svagare utveckling i euroområdet gör att tillväxten faller något i år och förblir trög, men positiv, 2024.

## Estland | sid 51

Svaga utsikter för export och konsumtion tynger tillväxten. Hoppet om en snar vändning minskar när låg efterfrågan försämrar arbetsmarknaden, som hittills varit motståndskraftig. Vår prognos är att BNP faller 1,8 procent i år.

## Lettland | sid 50

Svag internationell efterfrågan påverkar tillverkningsindustrin och håller tillbaka den ekonomiska aktiviteten. Reallöner förbättras när energi- och livsmedelspriser normaliseras, vilket bidrar till ökad konsumtion. BNP växer 0,4 procent i år.



## Litauen

# Stark återhämtning i konsumtionen 2024

I år kommer den litauiska ekonomin att krympa något, främst på grund av minskad export. Hushållens konsumtion börjar återhämta sig, men den totala BNP-tillväxten kommer att förbli trög 2024.

Arbetsmarknadens stramhet har avtagit och arbetslösheten ökar något nästa år. Inflationen faller snabbt och kommer att ligga under 3 procent 2024 och 2025. Bostadsmarknaden har hittills undvikit en priskorrigerig. Parlamentsvalet i oktober 2024 innebär sannolikt inte minskat budgetunderskott.

**Första halvåret krympte Litauens BNP med 0,9 procent på årsbasis.** Som väntat bidrog tillverkningsindustrins nedgång mest till BNP-fallet. Hushållens konsumtionsutgifter var också svaga, men botten är antagligen förbi. Inflationsnedgången gör att hushållens realinkomster åter ökar. Bidraget från byggsektorn var däremot starkare på grund av investeringar i energi och transportinfrastruktur. Vi lämnar BNP-prognosen för 2023 oförändrad, men sänker den för 2024 till 1,8 procent, på grund av något svagare utveckling i euroområdet.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	1,9	-0,2	1,8	3,0
Hushållens konsumtion	0,5	0,2	2,8	3,5
Export	11,9	-3,4	2,3	4,6
Arbetslöshet*	5,9	7,0	7,1	6,7
Löner	13,3	11,5	8,2	7,0
Inflation	18,9	9,0	2,8	2,6
Offentlig sektors saldo**	-0,6	-1,9	-2,1	-1,0

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

**Svaga exportorder fördröjer industriåterhämtningen till tidigast 2024.** Svårast situation har fortfarande producenter av möbler och trävaror, där man redan minskat personalen med cirka 20 procent eftersom produktionen har minskat med lika mycket och ingen återhämtning förväntas i år. Det går däremot ganska bra för producenter av maskiner, fordon och elektrisk

utrustning. Lägre el- och naturgaspriser påverkar lönsamheten positivt i år.

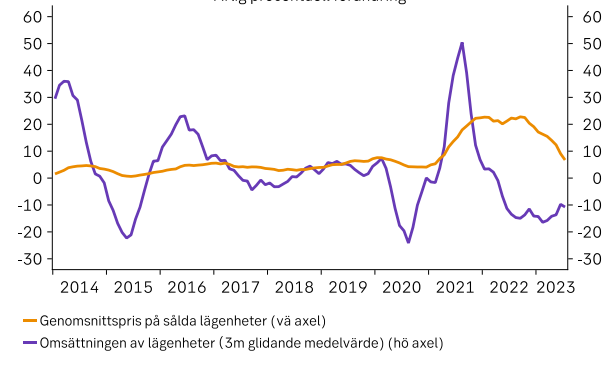
**Lägre energipriser förbättrar bytesbalansen.** 2022 steg bytesbalansunderskottet till 5,1 procent av BNP. I år får lägre priser på energi och andra råvaror motsatt effekt. Bytesbalansen kommer sannolikt att ligga på plus igen, vilket leder till en svagare kreditväxt i ekonomin, då företag kan välja att investera med egna medel.

**Arbetslösheten ökar marginellt 2024.** Den senaste tidens arbetsmarknadsdata är svåranalyserad på grund av högre invandring från Ukraina och Belarus. Antalet både sysselsatta och arbetslösa har ökat under det senaste året. Företag har den senaste tiden blivit lite mer försiktiga med att anställa nya medarbetare, särskilt inom tillverkningsindustrin.

**Löneutvecklingen fortsätter att överraska.** Real-lönerna ökar 2023 efter ett kraftigt fall 2022. Nästa år kommer löneutvecklingen att avta. Dessutom har man redan kommit överens om att lägsta lönen höjs med 10 procent 2024, jämfört med 15 procent i år. Därtill kommer en 20-procentig ökning av den beskattningsfria inkomsten avsevärt att hjälpa låginkomsttagare.

**Aktiviteten på bostadsmarknaden sjunker, men priserna har varit stabila sedan i höstas.** I motsats till tidigare prognoser verkar det som att bostadspriserna kan undvika en korrigerig i år och avsluta 2023 nära sidledes. Vi tror inte på en betydande återhämtning av marknadsaktiviteten under 2024, och bostadspriserna kommer att falla svagt.

Svag aktivitet men priserna är fortfarande högre än förra året



**Kontroversiell skattereform.** Det negativa BNP-gapet och det kommande parlamentsvalet leder sannolikt till en något expansiv finanspolitik 2024. I höst kommer parlamentet behandla en skattereform som redan hade många invändningar innan den fick regeringens godkännande.

# Lettland

## Återhämtning i reallöner stabiliserar konsumtionen

**Syrefattig internationell efterfrågan och svaga utsikter för tillverkningsindustrin håller tillbaka den ekonomiska aktiviteten. Reallöner förbättras i takt med viss normalisering av energi- och livsmedelspriser. Det bidrar till ökad konsumtion samtidigt som arbetsmarknaden förblir motståndskraftig. Med vissa förseningar stöttar nu EU-medel investeringar.**

**Blandade signaler.** BNP föll med 0,9 procent under andra kvartalet, totalt blev nedgången under första halvåret 2023 med 0,1 procent. Svaga utsikter för export- och tillverkningsindustrin uppvägs framöver av marginella förbättringar i inhemsk efterfrågan. Inflationen faller, löneutvecklingen är stark och arbetsmarknaden förblir relativt stabil. Vi väntar oss fortfarande att ekonomin kommer att mjuklanda, med 0,4 procent tillväxt i år, för att sedan stiga till 2,5 procent 2024 och 2025.

**Svagt sentiment en tid.** Även om barometrar, som ligger på svaga nivåer i flera sektorer är på väg att böttna, väntas en begränsad uppgång under resten av året. I juli försämrades företagssentimentet inom tillverkning och byggverksamhet samt inom tjänste- och detaljhandeln. Detaljhandeln var den enda sektorn där konfidensindikatorn fortfarande var positiv.

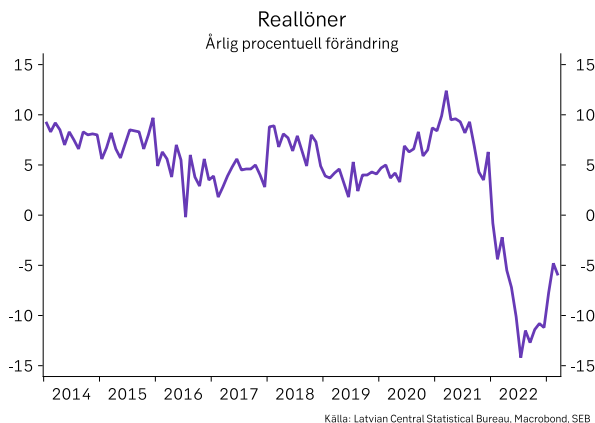
### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,8	0,4	2,5	2,5
Hushållens konsumtion	8,3	0,7	1,8	2,1
Export	9,1	-1,5	2,6	3,2
Arbetslöshet*	6,9	6,6	6,5	6,4
Löner	7,5	9,5	7,7	6,7
Inflation	17,2	9,4	2,4	2,0
Offentlig sektors saldo**	-4,4	-3,2	-2,9	-2,5

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

**Arbetsmarknaden fortsatt motståndskraftig.** Under första kvartalet 2023 sjönk arbetslösheten till 6,4 procent. Det finns fortfarande indikationer på att det finns möjligheter att få jobb även om valmöjligheterna minskar då arbetsgivarna har blivit mer försiktiga med att anställa. Enkäter visar att efterfrågan på arbetskraft har minskat men den är fortfarande relativt stark. På grund av permitteringar inom sektorer som industri och transithandel ser vi fortfarande svagt stigande arbetslöshet vid årets slut innan stigande efterfrågan i ekonomin vänder utvecklingen i positiv riktning.



**Nedgång i industrin.** I juni minskade produktionsvolymen i trävaror och metallvaror, två av de tre största sektorerna. Tillförsikten är också den lägsta på tre år. Industrier som producerar träprodukter återhämtar sig när bygg och export växlar upp. Vissa branscher kommer även fortsättningsvis att påverkas negativt av svag export och ytterligare inskränkning av handeln med Ryssland. Varuexporten minskade under första halvåret 2023 men stabiliseras gradvis i slutet av året. Efterlängtade medel från EU-fonder stärker byggsektorn och investeringar blir en viktig drivkraft kommande åren.

**Inflationstakten fortsätter att falla.** I juli sjönk inflationstakten till 6,4 procent. De största bidragen var fortfarande mat och bostäder, men de motverkades av ett bränsleprisfall. Om nästa vinter inte blir överdrivet kall borde det inte bli några större problem med bränsleräkningarna, även om de flesta subventionerna har dragits in. Matpriserna är dock fortfarande ett problem. 2021 låg matpriserna i Lettland på 94,9 procent av genomsnittet i EU27, men 2022 nådde de 102,8 procent. Inom tre månader faller inflationen till cirka 3 procent, även om det kommer att ta längre tid att påverka den upplevda inflationen. Reallöneutvecklingen blir åter positiv, men köpkraften återhämtar sig ojämnt. Effekten av hög inflation kommer fortfarande att synas i statistiken under en längre tid.



# Estland

## Verkligheten kommer i kapp

På grund av den höga inflationen har det djupa fallet i real BNP i stort sett gått obemärkt förbi. I år tynger de svaga utsikterna för export och konsumtion tillväxten. Hoppet om en snar vändning har minskat, och låg efterfrågan kommer försämra arbetsmarknaden. Vi räknar med att ekonomin krymper med 1,8 procent i år, och återhämtningen kommer ta tid och tillväxten blir låg även kommande år.

### Hög nominell tillväxt har hållit uppe efterfrågan.

Snabb tillväxt i nominella inkomster för både hushåll och företag har motverkat nedgången i BNP sedan andra kvartalet 2022. Men i takt med att prisnivåerna stabiliseras och lönetillväxten avtar börjar lägre efterfrågan påverka ekonomin.

**Tuftt läge för exporten.** Ekonomin tyngs främst av tillverkningsindustrin. Varuexporten stod för 55,5 procent av BNP 2022, men har påverkats negativt av fallande efterfrågan från viktiga handelspartners. En kraftig nedgång i produktionen började redan tidigt 2022 och produktionen är nu tillbaka på 2018 års nivå. Tillverkningsindustrin påverkas i stor utsträckning av den nordiska bygg- och fastighetsmarknaden, som inte förväntas återhämta sig snabbt. Vi räknar med att exporten faller med 3,7 procent 2023. En omdirigering av exporten till andra länder inte är lätt och exporten förblir dämpad under prognosperioden.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	-0,5	-1,8	1,5	3,0
Hushållens konsumtion	2,0	-0,6	1,7	3,5
Export	3,0	-3,7	2,0	5,0
Arbetslöshet*	5,5	6,5	6,9	6,2
Löner	11,6	10,5	6,5	6,0
Inflation	19,4	9,5	4,5	2,5
Offentligt saldo**	-0,9	-1,5	-2,5	-1,5

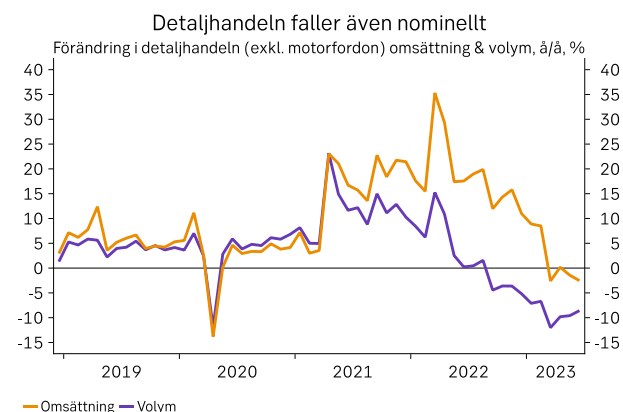
\*% av arbetskraften \*\*% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

### Från fall i försäljningsvolym till fall i omsättningen.

Hög inflation och lågt konsumentförtroende har pressat detaljhandeln sedan hösten 2022. Försäljningsvolymen har minskat med nästan 10 procent och de senaste månaderna har även omsättningen minskat.

Tjänstesektorn har hittills klarat sig bättre, men under hösten kommer sannolikt även den att krympa.

Hushållens konsumtion faller med 0,6 procent i år, men växer med 1,7 procent 2024 och 3,5 procent 2025.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

### Arbetsmarknadens motståndskraft varar inte för evigt.

Lågkonjunkturen har ännu inte påverkat arbetsmarknaden och både sysselsättning och lönetillväxt ligger på en hög nivå. Efter en kortvarig återhämtning i framåtblickande indikatorer har utsikterna försämrats de senaste månaderna. En viss minskning i antalet anställda i tillverkningsindustrin verkar oundvikligt, givet det stora efterfrågefallet. På grund av ihållande problem med att rekrytera ny personal försöker företag i allmänhet behålla anställda så länge som möjligt, vilket är anledningen till att arbetslösheten inte stiger till mer än 6,9 procent 2024.

**Fastighetsmarknaden har varit stabil.** Bostadsmarknaden har lyckats undvika den tydligt nedåtgående trenden i Norden. Försäljningen ligger på ungefär samma nivåer som 2021 och genomsnittspriser har fortsatt att öka. Om situationen på arbetsmarknaden inte försämrats påtagligt, kommer läget sannolikt inte förändras så mycket.

### Politiska förhandlingar fortsätter.

Den nya mittenregeringen, som tillträdde i april, har lyckats driva igenom ett antal förändringar i skattelagstiftningen. Exempel på dessa är en höjning av mervärdesskatten och förändringar i systemet för personlig inkomstskatt. På tur står även fordonsskatten. Oppositionen är emot lagförslaget och vill stoppa det. Samtidigt är statsbudgeten ett problem och underskottet väntas bli 2,5 procent 2024 för att sedan sjunka till 1,5 procent 2025.

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP OECD	2,9	1,4	1,2	2,1
BNP världen (PPP)	3,3	2,8	2,7	3,2
KPI OECD	9,5	6,3	2,3	2,0
Oljepris, Brent (USD/fat)	99	81	85	88

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr USD	2022	2023	2024	2025
BNP	25 463	2,1	2,0	0,9	2,0
Hushållens konsumtion	17 357	2,7	2,2	0,8	1,8
Offentlig konsumtion	3 591	-0,3	2,5	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	5 331	0,4	1,4	2,5	3,8
Lagerbidrag i % av BNP	159	0,7	-0,6	0,0	0,0
Export	2 976	7,1	2,1	2,3	3,5
Import	3 951	8,1	-2,2	2,9	3,7
Arbetslöshet (%)		3,6	3,6	4,1	4,1
KPI		8,0	4,1	2,0	1,6
Kärn-KPI		6,2	4,7	2,5	2,1
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,7	-6,7	-7,0	-7,3
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		121	122	127	131

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	13 355	3,4	0,6	0,8	2,0
Hushållens konsumtion	7 017	4,5	-0,3	1,0	2,1
Offentlig konsumtion	2 871	1,4	-0,7	0,7	1,0
Bruttoinvesteringar	3 001	2,9	1,4	1,0	1,8
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,2	0,2	0,0
Export	7 344	7,1	1,6	2,2	3,2
Import	7 103	8,1	0,9	2,8	2,9
Arbetslöshet (%)		6,7	6,5	7,0	7,0
KPI		8,4	5,5	1,0	1,2
Kärn-KPI		3,9	5,2	2,7	2,1
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,6	-3,5	-2,7	-2,4
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		91,5	89,4	88,2	87,1

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
<b>BNP</b>				
Storbritannien	4,1	0,1	0,5	1,8
Japan	1,0	1,8	1,2	0,9
Tyskland	1,8	-0,4	0,8	1,9
Frankrike	2,5	0,7	0,8	1,8
Kina	3,0	5,2	4,7	4,8
Indien	6,7	6,3	6,4	6,2
Brasilien	2,9	2,1	1,9	2,0
Ryssland	-2,1	0,6	1,1	1,0
Polen	5,1	0,9	2,7	3,3

### Inflation

Storbritannien	9,1	7,6	3,5	2,2
Japan	2,5	3,2	2,0	1,3
Tyskland	8,7	6,2	1,7	0,9
Frankrike	5,9	5,7	1,0	0,9
Kina	2,0	0,7	1,8	2,0
Indien	5,1	6,7	5,2	4,8
Brasilien	9,3	4,8	4,0	3,7
Ryssland	13,8	5,5	5,0	4,3
Polen	14,3	12,5	6,5	4,5

### Arbetslöshet (%)

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

## Finansiella prognoser

Officiella räntor	24-Aug	Dec-23	Jun-24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
USA	5,50	5,50	5,00	4,00	3,25	2,50
Japan	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euroområdet, inlåningsränta	3,75	3,75	3,50	3,00	2,50	2,50
Storbritannien	5,25	5,75	5,75	4,75	4,00	3,25

### Obligatorräntor, 10 år

USA	4,23	4,50	4,20	3,90	3,40	3,00
Japan	0,64	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Tyskland	2,52	2,80	2,65	2,60	2,55	2,50
Storbritannien	4,42	4,90	4,80	4,65	4,40	4,20

### Växelkurser

USD/JPY	146	143	135	130	125	120
EUR/USD	1,08	1,09	1,14	1,16	1,18	1,19
EUR/JPY	158	156	154	151	148	143
EUR/GBP	0,86	0,88	0,91	0,93	0,93	0,94
GBP/USD	1,26	1,24	1,25	1,25	1,27	1,27

## Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr SEK	2022	2023	2024	2025
BNP	5 926	2,6	-1,2	0,1	2,5
BNP, dagkorrigerat		2,7	-1,0	0,1	2,6
Hushållens konsumtion	2 629	2,1	-2,6	1,4	2,7
Offentlig konsumtion	1 486	0,0	0,4	0,4	0,8
Bruttoinvesteringar	1 590	5,2	-3,3	-4,4	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	78	1,0	-0,6	0,0	0,1
Export	3 116	6,6	-0,9	3,1	5,0
Import	2 973	8,7	-3,9	2,3	5,5
Arbetslöshet (%)		7,5	7,5	8,3	8,4
Sysselsättning		2,8	1,6	-0,4	0,2
KPI		8,4	8,6	3,7	1,7
KPIF		7,7	5,9	2,5	1,8
Timlöneökningar		2,7	4,1	3,9	3,5
Hushållens sparkvot (%)		13,9	12,9	14,8	14,6
Real disponibel inkomst		0,7	-2,8	1,9	2,3
Bytesbalans, % av BNP		4,7	6,0	6,5	5,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-164	-15	120	40
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,8	0,0	-2,2	-0,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		32,8	31,6	33,7	33,7

Finansiella prognoser	24-Aug	Dec-23	Jun-24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
Styrränta	3,75	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50
3-månaders ränta, STIBOR	4,02	4,05	3,75	3,45	2,95	2,55
10-års ränta	2,75	3,10	2,95	2,90	2,85	2,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	0,23	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
USD/SEK	10,99	10,92	10,09	9,74	9,41	9,24
EUR/SEK	11,90	11,90	11,50	11,30	11,10	11,00
KIX	131,1	130,7	125,5	123,1	121,1	120,0

## Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	269	1,6	-0,3	0,7	1,8
Hushållens konsumtion	138	1,7	-0,1	1,3	1,5
Offentlig konsumtion	65	0,8	0,8	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	71	3,2	-2,0	0,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP				0,4	0,1
Exports	121	3,5	1,0	1,5	3,0
Imports	128	8,3	-2,5	1,0	2,0
Arbetslöshet (%)		6,8	7,0	7,2	6,9
KPI, harmoniserat		7,2	5,0	2,5	2,0
Timlöneökningar		2,4	4,5	3,0	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-3,6	-0,8	-0,5	0,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-2,2	-2,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		73,0	73,0	74,5	74,5



## Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr NOK	2022	2023	2024	2025
BNP	3 714	3,3	1,4	0,6	1,8
BNP (Fastlandet)	3 317	4,2	0,8	0,5	1,2
Hushållens konsumtion	1 679	6,9	-1,1	0,3	2,5
Offentlig konsumtion	951	0,1	3,0	1,6	1,5
Bruttoinvesteringar	983	4,3	0,2	0,9	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		0,2	-0,1	0,0	0,0
Export	1 249	5,9	4,7	2,7	3,1
Import	1 275	9,2	1,4	3,3	4,0
Arbetslöshet (%)		3,3	3,5	3,9	3,7
KPI		5,8	5,9	4,0	2,6
KPI-ATE		3,9	6,5	4,1	2,5
Årslöneökningar		4,3	5,5	4,5	3,3

Finansiella prognoser	24-Aug	Dec-23	Jun-24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
Folioränta	4,00	4,25	4,25	3,75	3,50	3,25
10-års ränta	3,79	4,10	3,90	3,70	3,60	3,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	127	130	125	110	105	90
USD/NOK	10,69	10,60	9,69	9,22	8,73	8,57
EUR/NOK	11,58	11,55	11,05	10,70	10,30	10,20

## Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr DKK	2022	2023	2024	2025
BNP	2 832	2,8	1,2	1,5	3,0
Hushållens konsumtion	1 214	-1,5	0,2	2,6	3,4
Offentlig konsumtion	617	-2,8	-1,3	0,9	0,8
Bruttoinvesteringar	616	3,3	0,4	7,8	6,1
Lagerbidrag i % av BNP		0,4	0,0	0,0	0,0
Export	1 983	10,9	4,5	2,5	4,1
Import	1 642	6,5	2,1	5,4	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		4,8	5,1	4,7	3,9
KPI, harmoniserat		7,7	3,7	2,2	1,6
Timplöneökningar		2,6	3,2	3,6	4,0
Bytesbalans, % av BNP		13,3	12,5	10,0	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,0	3,5	4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		30,1	30,0	28,0	26,0

Finansiella prognoser	24-Aug	Dec-23	Jun-24	Dec-24	Jun-25	Dec-25
Inlåningsränta	3,35	3,35	3,10	2,60	2,10	2,10
10-års ränta	2,80	3,05	2,90	2,85	2,80	2,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	28	25	25	25	25	25
USD/DKK	6,88	6,83	6,54	6,42	6,31	6,26
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	67	1,9	-0,2	1,8	3,0
Hushållens konsumtion	39	0,5	0,2	2,8	3,5
Offentlig konsumtion	11	0,5	0,5	0,2	0,0
Bruttoinvesteringar	18	2,6	7,0	4,5	3,0
Export	58	11,9	-3,4	2,3	4,6
Import	60	12,3	-1,0	3,5	4,7
Arbetslöshet (%)		5,9	7,0	7,1	6,7
Löner		13,3	11,5	8,2	7,0
KPI		18,9	9,0	2,8	2,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-1,9	-2,1	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,4	39,0	39,4	40,0

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	39,1	2,8	0,4	2,5	2,5
Hushållens konsumtion	23,7	8,3	0,7	1,8	2,1
Offentlig konsumtion	7,6	2,8	4,5	3,5	2,7
Bruttoinvesteringar	10,1	0,7	5,7	3,9	3,5
Export	27,5	9,1	-1,5	2,6	3,2
Import	29,8	11,7	-1,9	1,5	2,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,6	6,5	6,4
Löner		7,5	9,5	7,7	6,7
KPI		17,2	9,4	2,4	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,4	-3,2	-2,9	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,8	39,7	38,3	37,8

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	36	-0,5	-1,8	1,5	3,0
Hushållens konsumtion	19	2,0	-0,6	1,7	3,5
Offentlig konsumtion	7	0,1	1,5	1,0	2,0
Bruttoinvesteringar	11	-3,7	-8,0	2,0	4,5
Export	31	3,0	-3,7	2,0	5,0
Import	31	3,2	-4,2	1,5	4,5
Arbetslöshet (%)		5,5	6,5	6,9	6,2
Löner		11,6	10,5	6,5	6,0
KPI		19,4	9,5	4,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-1,5	-2,5	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		18,4	19,0	21,5	23,0

<p><b>Jens Magnusson</b>            Chefsekonom            + 46 70 210 22 67</p>	<p><b>Daniel Bergvall</b>            Prognoschef            +46 73 523 52 87</p>	<p><b>Carl Hammer</b>            Chefsstrateg            +46 70 445 14 04</p>
<p><b>Robert Bergqvist</b>            Tema: Kronan &amp; flödena            Storbritannien            +46 70 445 14 04</p>	<p><b>Erik Meyersson</b>            Kina, Emerging markets            +46 70 739 16 83</p>	<p><b>Erica Dalstø</b>            SEB Oslo            Norge            +47 2282 7277</p>
<p><b>Pia Fromlet</b>            Tema: Gröna subventioner            Euroområdet            +46 70 739 32 66</p>	<p><b>Dainis Gaspuitis</b>            SEB Riga            Lettland            +371 67779994</p>	<p><b>Johan Hagbarth</b>            Aktiemarknaden            +46 8 763 69 58</p>
<p><b>Jussi Hiljanen</b>            Räntemarknaden            +46 8 506 231 67</p>	<p><b>Olle Holmgren</b>            Tema: Inflationskrafter            Sverige            +46 70 763 80 79</p>	<p><b>Johan Javeus</b>            Tema: AI och ekonomin            + 46 70 325 51 45</p>
<p><b>Cecilia Kohonen</b>            Kommunikatör            + 46 70 763 79 95</p>	<p><b>Elisabet Kopelman</b>            Tema: Gröna subventioner            USA            + 46 70 655 30 17</p>	<p><b>Elizabeth Mathiesen</b>            SEB Köpenhamn            Danmark            +45 285 517 47</p>
<p><b>Mihkel Nestor</b>            SEB Tallinn            Finland, Estland            +372 6655172</p>	<p><b>Tadas Povilauskas</b>            SEB Vilnius            Litauen            +370 6864 6476</p>	<p><b>Karl Steiner</b>            Valutamarknaden            +46 70 332 31 04</p>
<p><b>Amanda Sundström</b>            Storbritannien            +46 70 462 20 17</p>	<p><b>Thomas Thygesen</b>            SEB Köpenhamn            Danmark            +45 2147 9656</p>	<p><b>Marcus Widén</b>            Makroprognoser            +46 70 639 10 57</p>

Denna rapport publicerades den 29 augusti 2023.  
 Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 24 augusti 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.