



# Innehåll

## Augusti 2022

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Kriget i Ukraina	13
Räntemarknaden	16
Tema: QT-politik och räntor	17
Valutamarknaden	20
Aktiemarknaden	21
USA	22
Japan	25
Euroområdet	26
Storbritannien	29
Kina	30
Norden	31
Tema: Sverige går mot val	32
Sverige	35
Tema: Stora boprisfall	39
Norge	42
Danmark	44
Finland	46
Baltikum	47
Litauen	48
Lettland	49
Estland	50
Nyckeldata	51
Kontaktuppgifter	56





## Tillväxten faller när den ekonomiska motvinden tilltar

**Under sensvåren och sommaren har den ekonomiska bilden förändrats.** En del positiva nyheter har vi fått: Pressen på de globala värdekedjorna ser ut att långsamt lätta, företagen fortsätter att göra bra resultat, vissa råvarupriser har vänt nedåt och arbetsmarknaderna är fortfarande starka. Men ännu fler saker har gått åt fel håll: Bristerna på energimarknaden har accelererat och allt fler oroar sig nu inte bara för skyhöga priser utan för att marknaden ska sluta fungera, med ransonering och nedstängda verksamheter som följd. Inflationen har fortsatt uppåt och i bland annat Euroområdet, Storbritannien och Sverige räknar vi med att inflationen ska upp ytterligare en bit innan den successivt vänder ner under nästa år. Samtidigt har tillväxtutsikterna tydligt försämrats vilket skapar ett policydilemma för centralbankerna som å ena sidan vill höja räntorna för att kva inflationen men å andra sidan inte helt kan ignorera riskerna för recession, fallande tillgångspriser och stigande arbetslöshet.

**Situationen skapar också spänningar** mellan finans- och penningpolitiken. Sämre konjunktur och hårt pressade hushåll motiverar i normalfallet ett ökat finanspolitiskt stöd till hushåll och företag. I dagens läge, med skyhögt inflation, stora bristtal på arbetsmarknaden och åtstramande centralbanker, är läget ett annat. Det vore olyckligt om centralbankernas inflationsbekämpande räntehöjningar motverkas av en alltför stimulerande finanspolitik. Det blir därmed en utmaning för politikerna, särskilt under ett valår, att vara tillräckligt restriktiva och precisa i sina stödåtgärder,

och helst undvika alltför omfattande och breda stimulansåtgärder.

### **Osäkerheten i prognosbilden är större än normalt.**

Ingen vet till exempel hur Ryssland kommer att göra med vinterns gasleveranser till Europa, en fråga som kan få avgörande betydelse för de ekonomiska utsikterna. Vår sammantagna bild är dock att vi får en rejäl inbromsning av ekonomin under 2023 och att en – åtminstone mild – recession blir svår att undvika. Det närmaste året blir utmanande för både hushåll och företag innan läget gradvis ljusnar igen under 2024. Prognosriskerna beror på många svåranalyserade faktorer, som kriget i Ukraina, utvecklingen av energipriserna, samspelet mellan finans- och penningpolitiken, ekonomiernas räntekänslighet och centralbankernas avvägningar mellan inflationsbekämpning och tillväxtstöd. För svensk del tillkommer även en oviss lönerörelse och osäkerhet kring valutfall och regeringsbildning. Vi har därmed en besvärlig men intressant höst framför oss, som vi ser fram emot att fortsätta bevaka, analysera och diskutera med er.

I denna nya *Nordic Outlook* Augusti 2022 erbjuder vi fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Rysslands, Ukraina och krigets ekonomi
- Räntepolitik och kvantitativa åtstramningar
- Sverige går till val
- Bostadsmarknaden tappar fart

Vi önskar er en intressant läsning och en riktigt fin höst!

---

**Jens Magnusson**

Chefsekonom

**Håkan Frisé**

Prognoschef

# Global ekonomi

---

## USA | sid 22

Snabba räntehöjningar och hög inflation hämmar bostadsbyggande, maskininvesteringar och konsumtion. Konjunkturredgången blir dock mild i ett historiskt perspektiv. Räntesänkningar väntas under senare delen av 2023.

## Kina | sid 30

Strikt Covid-politik och problem i fastighetssektorn ger sämre tillväxtutsikter. BNP-tillväxten stannar på 3,5 procent i år. Finanspolitiken blir mer expansiv framöver medan centralbanken förblir mer försiktig.

## Euroområdet | sid 26

Ekonomi har visat motståndskraft hittills i år, men vikande konsumtion, i spåren av energikrisen ger en mild recession i höst. BNP-tillväxten 2023 stannar vid 0,3 procent. ECB höjer snabbt i närtid, men ekonomisk svaghet begränsar utrymmet.

## Storbritannien | sid 29

Ekonomi möter fortsatt motvind efter Brexit, pandemi och energikris. BNP faller 2023, och inflationen når 18 procent i början av 2023. Räntehöjningarna avslutas redan i slutet av 2022 då styrräntan når 2,75 procent.

# Internationell översikt

## Mild recession väntar när energi och räntor tynger

**Förvärrad energikris med skenande gaspriser sätter press på hushåll och företag. Stigande inflation tvingar centralbankerna till fortsatta räntehöjningar trots ökande tillväxtoro. Prognosen för global BNP-tillväxt har justerats ner med 0,8 procentenheter för 2023 och både USA och Västeuropas hamnar i en mild recession med tillväxt nära noll. Stigande arbetslöshet och modesta långsiktiga inflationsförväntningar skapar utrymme för räntesänkningar på lite sikt, vilket ger stöd för en försiktig återhämtning under 2024.**

En allt högre inflation och snabba räntehöjningar har bidragit till att de ekonomiska utsikterna försämrats på bred front. I USA minskade BNP under årets två första kvartal medan kinesiska myndigheter har tvingats acceptera att de ambitiösa tillväxtmålen inte kommer att nås för 2022. Västeuropa har hittills visat en oväntat stor motståndskraft men när nu energikrisen tar sig alltmer dramatiska former och något slut på kriget i Ukraina inte är i sikte, ter sig en konsumtionsdriven nedgång under hösten oundviklig. Sammantaget har vi justerat ned BNP-prognoserna relativt kraftigt, framför allt för 2023. Sett över hela prognosperioden är revideringarna störst för USA men för 2023 är det bilden i Västeuropa som förändrats mest. Nästa år väntas BNP-tillväxten stanna vid 0,9 procent för de utvecklade ekonomierna (OECD-länder), vilket kan jämföras med 2,3 procent i vår majprognos. För tillväxt-ekonomier (Emerging Markets, EM) är förloppet annorlunda eftersom kinesisk återhämtning gör att tillväxten för vårt EM-aggregat växlar upp något 2023. Detta bidrar till att jämna ut tidsprofilen för global BNP som når 2,6 procent som lägst 2023.

**Mild recession trots allt.** Våra prognoser är generellt mer pessimistiska än gällande konsensusnoteringar. I både USA och Västeuropa väntas BNP falla under andra halvåret och arbetslösheten är på väg att vända uppåt. Flera faktorer talar dock för att vi står inför en relativt mild recession. Fortfarande finns sparbuffertar efter pandemin som kan användas för ett uppdämt konsumtionsbehov. De underliggande finansiella obalanserna är inte alls lika stora som vid den globala finanskrisen,

vilket gör att en djup och utdragen balansräkningsrecession kan undvikas. Arbetsmarknaden har hittills visat stor motståndskraft och även om en försämring nu är att vänta blir uppgången i arbetslöshet relativt begränsad, vilket minskar riskerna för ett kraftigt konsumtionsfall. En positiv faktor är också att vi nu kan se lättnader när det gäller störningar i globala leveranskedjor.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

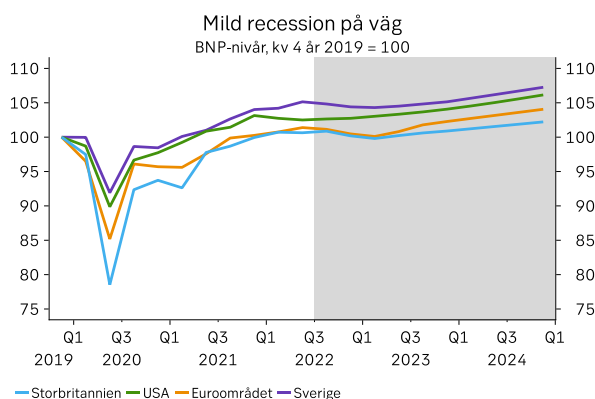
	2021	2022	2023	2024
USA	5,7	1,5	0,5	2,0
Japan	1,7	1,9	1,6	1,1
Tyskland	2,6	1,3	-0,1	2,5
Kina	8,1	3,5	5,3	5,0
Storbritannien	7,4	3,4	-0,2	1,3
Euroområdet	5,3	2,7	0,3	2,1
Norden	4,4	2,5	0,5	1,9
Sverige	5,1	2,6	0,0	1,7
Baltikum	5,6	1,7	0,7	3,6
OECD	5,4	2,4	0,9	2,2
Emerging markets	6,7	3,6	3,9	5,4
<b>Världen,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

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

**Utmaningar för den ekonomiska politiken.** Centralbankerna tvingas nu prioritera inflationsbekämpningen, trots vikande konjunktur, för att undvika att de långsiktiga inflationsförväntningarna driver i väg. Finanspolitiken står också inför ett dilemma, framför allt i Europa. Omfattande åtgärder måste nu sjösättas för att mildra akuta konsekvenser av extrema energipriser men samtidigt får dessa inte i alltför hög grad försvåra centralbankernas inflationsbekämpning. Åtgärderna lär få en del snedvridande konsekvenser som t ex bromsar energiomställningen. Vi ser dock goda utsikter till att denna balansgång generellt lyckas relativt väl.

**Höjningscykeln snart avklarad.** På kort sikt bidrar galopperande energipriser till påtagligt uppreviderade inflationsprognoser i Europa. Vi kommer att få se tvåsiffriga tal i euroområdet och Storbritannien under vintern trots att vissa stödåtgärder utformas på ett sådant sätt att de påtagligt dämpar KPI-inflationen i många euroländer. Olika typer av spridningseffekter, t ex genom lönekompensation, kommer att bidra till förhöjd inflationsnivå på lite längre sikt. Det är ändå sannolikt att centralbankernas höjningscykel snart är avslutad. Vår prognos är att Fed når en topp på 3,50 procent vid årsskiftet och att centralbankerna i

Västeuropa avslutar sina höjningar på nivåer runt 2 till 3 procent i början på 2023. En bit in i nästa år har arbetsmarknaden sannolikt kylts av ganska tydligt och även om inflationsnedgången blir seg är det sannolikt att förtroendet för centralbankernas mål stärks när väl den nedåtgående trenden blivit tydlig. Att uppgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna varit ganska modest tyder också på en begränsad oro för att vi verkligen skulle vara på väg in i en helt ny inflationsmiljö. Vi ser därför utrymme för centralbankssänkningar i slutet av prognosperioden. Ett sådant mönster för penningpolitiken under prognosperioden ger stöd för såväl konjunktur som tillgångspriser på lite sikt, även om utmaningarna är stora det närmaste året.



**Nära långräntetoppen.** Efter en volatil sommar väntas obligationsräntorna åter stiga under hösten men utan att passera högstanivåerna från i juni. USA:s 10-åriga statsränta toppar på 3,30 procent strax innan Fed avslutar sin höjningscykel i slutet av 2022. Den tyska 10-årsräntan fortsätter uppåt och når 1,75 procent i slutet av 2023. Kvantitativa åtstramningar i form av Feds QT-politik, respektive slutet på ECB:s QE-program, bidrar till något högre långräntor. När styrräntesänkningar närmar sig börjar obligationsräntorna falla tillbaka och mot slutet av 2024 ligger de amerikanska och tyska 10-årsräntorna på 2,60 resp. 1,60 procent. Differensen för svenska 10-årsräntor gentemot Tyskland har minskat betydligt under sommaren men väntas stiga något det närmaste året när Riksbanken slutar köpa obligationer och höjer räntan mer än ECB.

**Dollarstyrkan består ett tag till.** Dämpad global tillväxt och inflation långt över centralbankernas mål hämmar riskaptiten under resten av 2022. Det skapar ett gynnsamt klimat för defensiva valutor som USD, som också får stöd av Feds fortsatta åtstramningar. Den fördjupade energikrisen i Europa tynger nu samtidigt euron. EUR/USD väntas därför fortsätta ned till 0,95 mot slutet av 2022 innan euron åter tar tillbaka viss mark. Även kronan får det kämpigt i rådande miljö, trots Riksbankens räntehöjningar. I närtid försvagas kronan

även av Riksbankens köp av utländsk valuta pågår till årsskiftet. Kronan väntas därefter stärkas från 10,55 för EUR/SEK vid årsskiftet till 10,15 i slutet av 2023.

### Energikrisen allt allvarligare

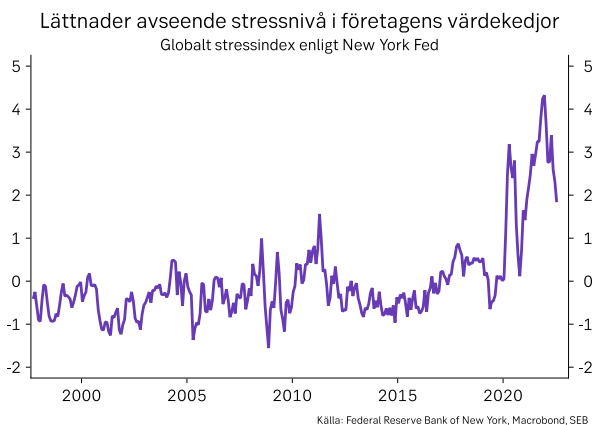
Den alltmer kaotiska situationen på europeiska energimarknader skapar stora utmaningar i prognosen. Terminalspriserna indikerar i nuläget närmast en marknadskollaps. För den närmaste månaden ligger t ex terminalspriserna för naturgas 15 gånger högre än det historiska normalvärdet. Även om lagren närmar sig normala nivåer verkar marknadens dom i nuläget vara att Europa inte klarar energiförsörjningen för kommande vinter. Industriföretag har oftast säkrat sina priser över en tid så den stora kostnadsökningen för Europas företag ligger därför en bit in i 2023.

**Anpassningsmekanismer mildrar krisen över tid.** Man ska dock vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser. Den stora volatiliteten och osäkerheten gör det svårt att tolka vad marknaden egentligen prisar in. Likviditeten har minskat drastiskt när många finansiella aktörer inte längre vågar investera i dessa finansiella instrument. Även om priserna kommer att förbli höga en längre tid är det inte rimligt att fullt ut utgå från terminalspriserna i prognosen. För naturgasen väntar vi oss att priset landar på 141 resp. 80 EUR per MWh som årsgenomsnitt för 2023-2024, vilket kan jämföras med drygt 300 EUR per MWh för kontrakt under resten av 2022. Ökad import av flytande gas (LNG), ökad fossilbränning, stigande förnyelsebar energiproduktion samt energieffektiviseringsåtgärder är faktorer som bidrar till att dämpa gaspriserna en del. Därtill kommer också minskad energiefterfrågan. På lite längre sikt kommer vidtagna åtgärder att minska beroendet av rysk energi göra att situationen blir klart mindre kritisk nästa vinter. När det gäller oljepriset räknar vi med ett genomsnittligt pris på 115 och 95 USD per fat för 2023 och 2024, att jämföra med dagens 100 USD per fat. Att oljepriset vänder upp något 2023 beror dels på att efterfrågan kommer att stiga när oljan är så mycket billigare än andra energislag. Saudiarabien har nu också deklarerat att man bedömer prisnivån som konstlat låg och därför är beredda att skära ner produktionen.

**Statliga stöd mildrar men snedvrider.** Energifrågan står just nu högst på den politiska dagordningen i Europa. Stödåtgärder i form av sänkta skatter, lägre avgifter, subventioner, pristak mm bidrar till att lindra konsekvenserna för hushåll och företag. Att åtgärderna förstör prissignalen och bromsar omställningen innebär dock ett dilemma. I nuläget bedöms EU-länderna igenomsnitt lägga 1-1,5 procent av BNP på att stötta hushåll och företag men riskerna ligger på uppsidan.

## Kina fortsätter med strikt Covid-strategi

Smittspridningen fortsätter runt om i världen med nya virusvarianter. Men även om antalet smittade, enligt WHO:s statistik, ligger på en relativt hög nivå, har antalet som avlider i Covid minskat rejält. Vaccin, behandlande mediciner, erfarenhet inom sjukvården samt mildare virusvarianter bidrar till detta. Att ekonomierna under våren öppnades upp efter två år med mer eller mindre strikta restriktioner syns tydligt i bl a stigande konsumtion av tjänster. Trots framgångar i kampen mot viruset ser vi dock kvardröjande problem som hämmar ekonomierna runt om i världen. Kina håller fast vid sin hårda Covid-politik, vilket leder till återkommande nedstängningar på regional och lokal nivå när smittspridningen tar fart. Den politiska prestige som står på spel gör att vi ser små utsikter för en ändrad strategi i närtid; ledningen i Peking verkar vara beredd att betala ett pris i form av lägre tillväxt.



## Långsiktiga konsekvenser på bredare front.

Även på andra håll har pandemin satt spår som påverkar ekonomierna under lång tid, främst via lägre arbetsutbud. I USA ser vi tydliga beteendeförändringar, t ex tycks äldre personer avstå från att återvända till arbetslivet. Detta bidrar till att förvärra rekryteringsproblem i många sektorer. Att nya vågor av smittspridningen bryter ut påverkar sjukfrånvaron och rapporter från t ex Storbritannien tyder på att långtids-symptom till följd av Covid är så omfattande att det påverkar arbetsutbudet.

## Energikrisen dominerar nedåtriskerna

Vårt huvudscenario innebär mycket höga priser under en ganska lång tid som kraftigt hämmar den ekonomiska aktiviteten. Ett ännu värre scenario, där de ryska gas- och kranarna helt stängs, kan dock inte uteslutas. Särskilt mot bakgrund av dagens prissättning på terminsmarknaden. Det skulle tvinga fram mer omfattande ransonering under vintern och orsaka en betydligt djupare recession än den som ligger i vårt huvudscenario. Vi kan se att regeringar och centralbanker i

Europa nu börjar laborera med sådana riskscenarier. Vårt negativa scenario tar denna gång entydigt sin utgångspunkt i en fördjupad energikris i Europa. BNP-fallet i de länder som är mest beroende av rysk energi, t ex Tyskland och Italien, beräknas bli 4-5 procent som årsgenomsnitt för 2023. I de nordiska länderna antas BNP-fallet stanna runt 2 procent.

## Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2022	2023	2024
Huvudscenario	2,4	0,9	2,2
Negativt scenario	1,5	-1,0	1,2
Positivt scenario	2,7	2,2	3,2

Källa: SEB.

## Begränsad potential på uppsidan.

I rådande läge är det också naturligt att koppla utsikterna för ett mer gynnsamt scenario till utvecklingen på energimarknaderna. Ett snabbare slut på kriget i Ukraina eller en oväntat stor omställningsförmåga i Västeuropa kan bidra. Det är också möjligt att vi underskattar kraften i inflationsnedgången i ett lite längre tidsperspektiv. Sammantaget fortsätter nedåtriskerna att dominera för tillväxten men efter de kraftiga nedrevideringar vi redan gjort i vårt huvudscenario, ser vi riskbilden som något mer symmetrisk än tidigare. Vi sätter denna gång en sannolikhet på 20 procent för det negativa scenariot och 15 procent för det positiva. I maj var motsvarande sannolikheter 30 resp. 10 procent.

## Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP

	2021	2022	2023	2024
USA	-11,0	-4,5	-5,0	-6,0
Euroområdet	-4,3	-3,9	-3,0	-2,5
Storbritannien	-8,0	-5,0	-3,0	-1,5
Sverige	-0,3	0,4	0,2	0,0
OECD	-8,1	-4,7	-4,0	-4,1

Källa: SCB, SEB

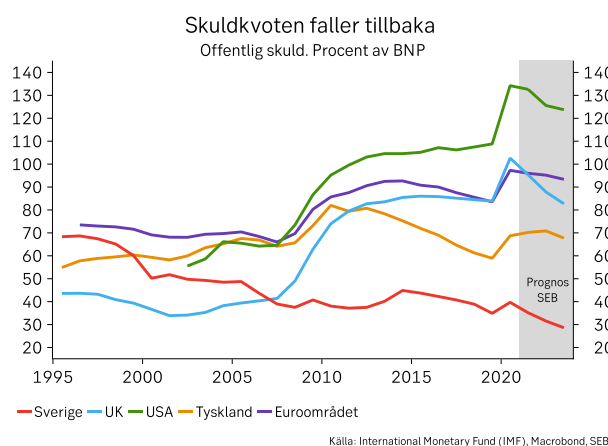
## Hög inflation ger finanspolitiskt dilemma

Under pandemin hade finanspolitiken huvudansvaret för stödpolitiken. Med en relativt tom verktygslåda fick centralbankerna acceptera en biroll men i en stabil låginflationsmiljö kunde man bidra med permanent låga räntor. Detta tycktes minska riskerna med snabbt ökande offentlig skuldsättning. När kraftigt stigande inflation nu tvingar fram räntehöjningar skapas ett dilemma för finanspolitiken. Å ena sidan finns en risk för att stimulanser förvärrar inflationsproblemen men



samtidigt finns behov av att lindra konsekvenserna av de skyhöga energipriserna.

**Underskott minskar och skulder faller.** Med de relativt försiktiga stimulanser vi ser som mest sannolika, väntas den aktiva finanspolitiken bli svagt expansiv under 2023 och 2024; något mer i EU än i USA och Storbritannien. Hög inflation och extrema elpriser driver dock upp skatteintäkterna (och vinster i statliga energibolag) när skattebaser i löpande priser växer snabbt. I länder där löneökningarna växlat upp, t ex Storbritannien och USA, får vi en liknande effekt på lönesumman. Sammantaget gör det att de offentliga underskotten faktiskt fortsätter att falla under 2023. I en miljö med hög inflation växer också BNP i löpande pris relativt snabbt, trots real stagnation, vilket bidrar till att pressa ned skuldkvoterna.



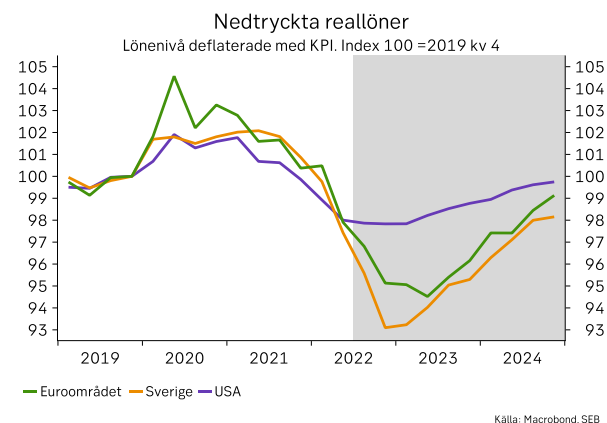
### Inflationsfrågor i flera tidsperspektiv

Att inflationsfrågorna dominerat så kraftigt den senaste tiden beror i hög grad på att den kortsiktiga utvecklingen hotar att få såväl medelfristiga som långsiktiga konsekvenser i linje med stagflationseran för snart 50 år sedan. Den finns därför skäl att diskutera inflationsutsikterna i några olika tidsperspektiv.

**Energipriser avgörande på kort sikt.** Utvecklingen på energimarknaden fortsätter att dominera inflationsutsikterna på kort sikt. Terminspriser på naturgas och el i Europa tyder på extremt höga priser det närmaste året. I Storbritannien väntas inflationen toppa nära 18 procent i höst. I euroområdet ser marknadsläget än mer dramatiskt ut men utformningen av stödåtgärder gör att HIKP-inflationen toppar runt 11 procent. En känslighetsanalys (se sid 27) visar att inflationen skulle nå nästan upp till 17 procent om marknadspriser skulle tillåtas slå igenom fullt ut i linje med utvecklingen i t ex Nederländerna. Samtidigt finns också krafter som modererar inflationsutsikterna. Vikande efterfrågan har bidragit till en dämpning av oljepriset, som därtill fått extra stort genomslag på bensinpriserna. Vi ser indikationer på

avtagande pristryck också på andra varor på världsmarknaden, i spåren av sämre konjunkturutsikter och lättnader i de globala leveransproblemen. Vi har också sett en viss nedgång i priserna på jordbruksråvaror som delvis beror på att exportleveranser från Ukraina nu kommit igång. Sammantaget överväger lättnadstendenserna i USA medan energikrisen i Europa överskuggar allt annat.

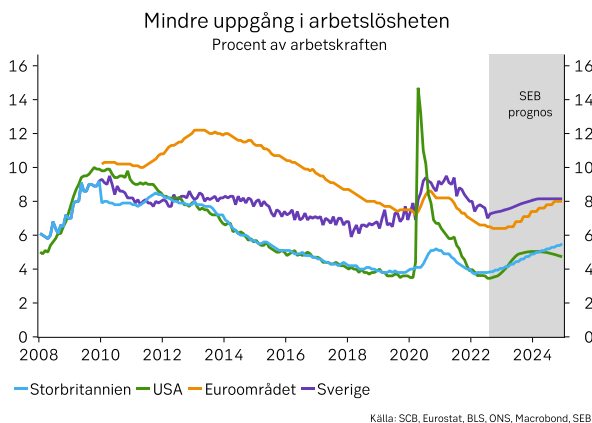
**Spridningsmönster avgör den medellånga sikten.** De senaste decennierna har kostnadsimpulser normalt tryckts tillbaka t ex genom tillfällig marginalpress och produktivetsförbättringar. Denna gång är impulsen så kraftig att vi får ett mer utdraget spridningsförlopp som bidrar till att hålla uppe inflationen det närmaste året. Många företag kommer att vara tvungna att ta chansen till prishöjningar när tillfälle ges för att överleva. Graden av övervältring till kunderna bestäms av vilka möjligheter ("pricing power") olika företag har. Vi ser också nya former av politiska försök att påverka utvecklingen. I USA har en diskussion om "girighetsdriven" inflation ("greedflation") pågått en tid och i Sverige har regeringen gett Konjunkturinstitutet i uppdrag att utreda graden av "otillbörliga" prishöjningar. I monopol- eller oligopolliknande miljöer kan sådan granskning vara motiverad; det finns dock risk för mer generella försök att påverka prisbildningen på ett lite naivt sätt.



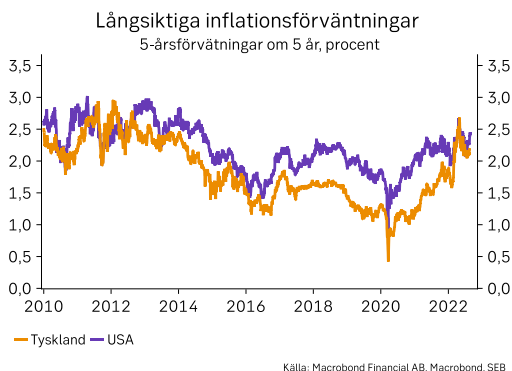
**Fallande reallöner skapar spänningar.** Hyreshöjningar är annan komponent som kommer med viss eftersläpning i spåren av kostnadsökningar. Graden av lönekompensation är dock den viktigaste frågan för inflationsutsikterna på medellång sikt. Hittills har real-lönenivån pressats ner mer i euroområdet och Norden än i USA och Storbritannien, där en het arbetsmarknad bidragit till relativt snabba löneökningar. Trots detta har konfliktnivån på arbetsmarknaden varit högst i Storbritannien med en rad strejker och höga lönekrav. I Tyskland och Norden kommer centrala avtal att styra reallönernas återhämtning. Företagens utrymme att tåla lönekompensation kommer att bli en stor tviste-



fråga i förhandlingarna. Trots att företagen i många sektorer pressas av stigande kostnader har lönsamheten hittills hållits uppe relativt väl generellt sett. Vår prognos (se graf) innebär att reallönerna återhämtar sig under senare delen av 2023 och under 2024, främst beroende på fallande inflation. Nivån i slutet av prognosperioden ligger dock fortfarande under den som gällde vid pandemins början. Om reallönerna följt trenden de senaste decennierna hade de istället ökat med 7-8 procent under denna femårsperiod.

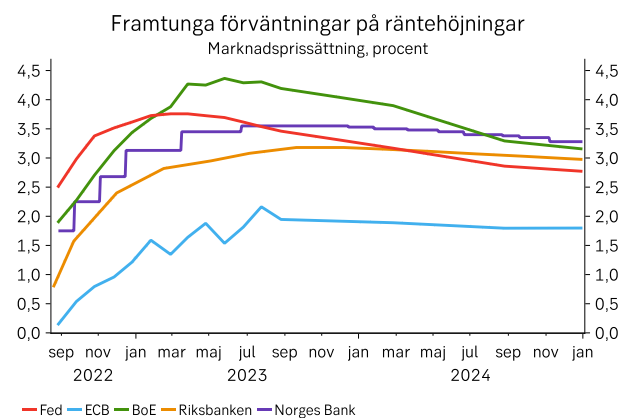


**Ljusare utsikter på lång sikt.** Om bekymren dominerar på kort och medellång sikt ser lite ljusare på den långa sikten. När väl spridningseffekterna värt igenom systemet kommer baseffekter i kombination med en viss normalisering av uppdrivna prisnivåer att pressa ned inflationen. Historiskt har vi också ofta sett sådana "spegelbilder" på nedsidan efter kraftiga inflationsuppgångar, vilket talar för att riskerna snarast ligger på i underkant av inflationsmålen i slutet av prognosperioden. Inflationförväntningarna på lång sikt tyder inte heller på någon större oro för att vi skulle vara på väg in i en helt ny inflationsmiljö. Recessionsoro kan ha bidragit till nedgången den allra senaste tiden (se graf) men det finns också institutionella faktorer som bidrar till en betydligt stabilare inflationsmiljö idag jämfört med situationen i början på 1970-talet.



## Omvänt penningpolitiskt experiment

Under pandemin kulminerade det penningpolitiska experiment som på bredare front inleddes efter den globala finanskrisen med minusräntor och enorma tillgångsköp. Nu står vi inför en omvänd situation med synkroniserade räntehöjningar samtidigt som tillgångsköp svänger om till bantning av balansräkningar (QE-politiken ersätts av QT). Centralbankerna har således på relativt kort tid gått från att signalera att inflationsimpulsen är relativt tillfällig, till att se den som ett farligt hot. Det råder en påfallande stor enighet om att inflationen måste pressas ned med de medel som står till buds, trots allt svagare konjunktur. Att inflationen nu innebär stora påfrestningar på hushåll och företag ökar acceptansen för en sådan politik. På kort sikt bidrar också en stark arbetsmarknad till att centralbanker inte kan vila på hanen. Att arbetsmarknaden egentligen är en eftersläpande indikator tillmäts i nuvarande miljö inte så stor betydelse.



**Höjningscykeln snart avslutad.** Att centralbankerna nu höjt tempot i räntehöjningarna gör att slutet av höjningscykeln inte ligger långt borta. Fed, som var tidigt ute med höjningar, når nivån 3,50 procent i december. Också centralbankerna i Storbritannien och Norge väntas avsluta räntehöjningarna före årsskiftet då man når nivåerna 2,75 resp. 3,00 procent. Riksbanken, som var sent ur startblocken, har nu fått upp farten och väntas leverera 75 punkter i september följt av 50 punkter i november. Efter en sista mindre höjning i februari 2023 nås slutnivån 2,25 procent. Marknadsförväntningarna på Riksbanken ligger fortfarande över vår prognos. ECB som brottas med problem kopplade till såväl de generella ekonomiska utsikterna som olika ekonomiers känslighet för räntehöjningar, var sist ut med styrräntehöjningar. Vi tror att inlåningsräntan toppar på 1,75 procent och refinäntan på 2,25 procent i mitten av 2023. Parallellt med detta har ECB tagit fram andra verktyg (framför allt TPI, Transmission Protection Instrument) för att skydda de svagare ekonomierna och

mildra tendenser till ökande räntedifferenser mellan länder.

**Räntesänkningar mot slutet av prognosperioden.** Vår bedömning är att centralbankerna kommer att få ett visst utrymme för räntesänkningar mot senare delen av prognosperioden, när inflationen mer tydligt växlat ned. Även om tillväxten då också vänder upp kommer gapet till den trend som gällde före pandemin att vara relativt stort i de flesta ekonomier. För USA:s del ser däremot resursläget ut att vara ansträngt också på längre sikt, särskilt med tanke på indikationer på stigande jämviktsarbetslöshet som vi sett kommit den senaste tiden. Fed-sänkningar tillbaka till neutral nivå mot slutet av prognosperioden är ändå det scenario som i nuläget förefaller mest sannolikt.

#### Centralbankers styrräntor

Procent, december	25 aug	2022	2023	2024
Federal Reserve	2,50	3,50	3,25	2,50
ECB (inlåningsränta)	0,00	1,50	1,75	1,50
Bank of England	1,75	2,75	2,75	2,25
Riksbanken	0,75	2,00	2,25	1,75
Norges Bank	1,75	3,00	3,00	2,25

Källa: Centralbanker, SEB.

**Mindre effekt från QT än från räntehöjningar.** Vi räknar med att centralbankernas neddragningar av balansräkningarna fortskrider enligt presenterade planer, vilket ger ytterligare räntetryck uppåt på längre löptider (se temaartikel, sid 17). Neddragningen sker både genom att centralbanker låter instrument gå till förfall och genom direkt försäljning. Erfarenheterna är begränsade men uppskattningar tyder på att ränteeffekten är klart mindre än den vi nu ser på styrräntesidan. En Fed-studie landar i slutsatsen att en minskning av Feds innehav motsvarande 2 200 miljarder dollar under 3 år, motsvarar 30 räntepunkter. Vår prognos om en neddragning på knappt 3500 miljarder dollar skulle därmed motsvara ca 50 räntepunkter i ett normalt marknadsläge; ungefär i linje med de bedömningar som Fed gjort i olika uttalanden. Sammantaget är vår syn alltså att QT-politiken är av mindre betydelse än styrräntorna. Denna slutsats kan dock delvis förändras i miljöer med mer påtaglig riskaversion. De flöden som QT-åtgärderna genererar kan då förstärka stresstendenser på t ex på kreditmarknaden. Studien ovan drar slutsatsen att en given bantning av Feds innehav i dagens situation får mer än dubbelt så stor ränteeffekt den hade haft i ett mer normalt marknadsläge.

**Dilemma med fördröjd effekt.** Att penningpolitiken verkar med ganska stor fördröjning skapar i nuläget ett

extra dilemma. Förändringar av styrräntan har normalt störst effekt på inflationen på ett till två års sikt. I nuläget har inte centralbankerna tid att vänta in dessa effekter utan får förlita sig på att deras vilja att bekämpa inflationen får effekter på de långsiktiga inflationsförväntningarna. Att bedömningar av den neutrala räntenivån (dvs den nivå på styrräntan som varken har stimulerade eller åtstramande inverkan på ekonomin) har fått ökad betydelse när takten i höjningarna växlat upp, kan nog också kopplas till detta dilemma. I utvecklade ekonomier ligger den neutrala nivån sannolikt runt 2-2,5 procent men varierar en del beroende på skillnader i underliggande inflations- och tillväxttrender. Även om estimaten är osäkra har de fyllt en funktion som riktmärke när centralbankernas försökt guida marknaden vart man är på väg i ett kortare perspektiv.

**Likheter och skillnader gentemot 1970-talet.** Frågan om hur väl förankrade de långsiktiga inflationsförväntningarna är har i denna miljö fått allt större betydelse. Stora internationella organisationer som IMF, OECD och BIS har den senaste tiden fokuserat på jämförelsen. Det finns onekligen intressanta likheter. Också 1973-74 steg livsmedelspriserna i spåren av de kraftigt stigande oljepriserna som OPEC lyckades skapa. Arbetsmarknaden var också relativt stram när krisen bröt ut. Den är vidare värt att notera att den inledande recessionen var relativt mild. Arbetslösheten i G7-ekonomierna var bara någon procentenhet högre perioden 1974-76 jämfört med "förkrisperioden" 1971-73, även om uppgången i USA var nära 2 procentenheter. Att epoken ses som ett så stort misslyckande beror således inte på att nedgången blev speciellt djup utan på att misslyckandet att koordinera en ändamålsenlig policyrespons gjorde att det tog så lång tid att komma tillbaka till ett fungerande stabiliseringspolitiskt ramverk. I det avseendet står mycket på spel och skulle förväntningar om något liknande få fäste nu skulle estimat på t ex neutrala räntor snabbt glida uppåt, med stora konsekvenser för tillgångspriser.

**Skillnader dominerar trots allt.** Lyckligtvis är nog ändå skillnaderna större än likheterna. Då bidrog svag internationell konkurrens, hög konfliktnivå på arbetsmarknaden och ett system med indexering av olika priser och löner till en miljö med hög och volatil inflation. Kontrasten mot dagens läge är stor. 30 års låginflationsmiljö har skapat stor trovärdighet för inflationsmål, vilket inte minst präglar lönebildningen i länder där centrala avtal spelar stor roll. Graden av formell pris- och löneindexering i näringslivets avtalskonstruktioner har haft en fallande trend i 40 år och är nu nästan helt borta. Även om man kan befara att det globala

konkurrenstrycket försvagats något på senare år är skillnader gentemot 1970-talet ännu relativt stor.

### Tillväxten i EM-ekonomierna bromsar in

De flesta EM-ekonomier är nu på väg att bromsa in i linje med den globala utvecklingen. Avmattningen har tydliga drag av recession även om någon tydlig definition saknas. Den underliggande trenden i EM-ländernas produktivitet är för stark för att kriteriet med negativ tillväxt två kvartal i rad ska vara relevant. Hög inflation urholkar hushållens köpkraft, vilket ihop med vikande tillväxt bland OECD-länderna håller tillbaka produktion och sysselsättning. Med stigande globala och lokala räntor kommer flertalet regeringar, framför allt i Latinamerika och Afrika, att få minskat budgetutrymme för stimulanser. Det gäller även Indien där ekonomin dämpas tydligt 2023. BNP för vårt EM-aggregat väntas växa med 3,6 procent i år och 3,9 procent 2023. Ökningen beror helt på en återhämtning i Kina nästa år. Exklusive Kina faller BNP-tillväxten för vårt EM-aggregat från 3,8 procent 2022 till 3,1 procent 2023.

### BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Kina	8,1	3,5	5,3	5,0
Indien	8,3	7,4	5,8	6,5
Brasilien	4,8	1,6	0,8	2,0
Ryssland	4,7	-4,0	-3,0	2,5
EM-ekonomier, totalt	6,7	3,6	3,9	5,4

Källa: IMF, SEB

**Upprevideringar för Brasilien och Ryssland.** Brasiliens ekonomi har fått extra skjuts av stigande råvarupriser i spåren av pandemins efterdyningar och Ukrainakriget. En avmattning i global efterfrågan lär dock leda till gradvis lägre råvarupriser framöver vilket i kombination med åtstramning av finanspolitiken efter valet i oktober ger tydlig inbromsning 2023. Övriga stora motståndskraft mot sanktioner har gjort att prognosen för Rysslands ekonomi har justerats upp markant och fallet väntas nu stanna på 4 procent i år. Världen är alltför beroende av rysk energiproduktion för att landet ska kunna avskämmas från global ekonomi. Men sanktioner, EU:s embargo och en kraftig neddragning av västerländska företags aktiviteter i Ryssland gör att BNP-fallet fortsätter även 2023. Avsaknaden av västerländsk teknologi och insatsvaror lär också leda till stagnation på längre sikt (se temaartikel, sid 13).

**Komplex relation mellan Peking och Moskva.** EU:s beslut att minska beroendet av rysk energi har lett till

en omfördelning av exporten av olja och gas till andra marknader. Rabatten på rysk olja ligger runt 20 USD per fat jämfört med Brent-oljan. Det är främst Kina, Indien och Turkiet som har dragit nytta av de lägre priserna och ökat sin import. Liksom Brasilien och Sydafrika har dessa länder avstått från att följa USA:s och EU:s sanktioner mot Ryssland. Kinas export av industriprodukter, som t ex halvledare, har ökat kraftigt i svallvågorna av kriget. Kina blir nu den i särklass viktigaste handelspartnern för Kreml och kommer inte att säga upp sitt "vänskap utan gränser"-avtal med Ryssland. Men de stora kinesiska företagen kommer ändå att vara återhållsamma för att inte drabbas av USA-ledda sanktioner. För Peking är en vänskaplig relation till Kreml användbar i ett potentiellt mer spänt läge med USA. Men i grunden är relationen till Ryssland inte i sig speciellt viktig för Kina jämfört med Taiwan-frågan eller relationerna med USA och EU. Dessa har mycket större betydelse för Kinas ekonomiska välstånd och därmed för den inhemska politiska stabiliteten.

**Betalningskriser för mindre länder.** Oro för global recession, fallande råvarupriser och stigande räntor har lett till stora kapitalutflöden från tillväxtekonomierna de senaste månaderna. Större och rikare EM-ekonomier i Asien, med statsskulder under 50 procent och utlandsskulder under 70 procent av BNP, kommer att klara sig relativt väl tack vare flexibilitet i både finans- och penningpolitik. Ett antal ekonomier med låg BNP per capita som Sri Lanka, Zambia och Ukraina har däremot redan ställt in betalningar på sina skulder. Ytterligare runt 40 länder, däribland Pakistan och Egypten, riskerar också att behöva omstrukturera sina lån. Eftersom lånen är relativt små är det dock osannolikt att problemen ska leda till global kris. Stigande räntor och en avmattning i tillväxten kommer dock att ha en dämpande effekt på aktie-, obligations- och valuta-marknaderna i tillväxtekonomierna de kommande 6-12 månaderna.



Tema:

# Kriget i Ukraina

De ekonomiska effekterna av ett långvarigt krig

Den stora förloraren på kriget i Ukraina blir på lång sikt Ryssland och rysk ekonomi som kommer att stagnera under västerländska sanktioner. På kort sikt kommer dock den största kostnaden att bäras av Ukraina, både i människoliv och ekonomiskt, samt till en mindre del av EU som står inför en energikris och hotande recession. USAs, EUs och omvärldens stöd till Ukraina kommer att sättas på prov av de höga kostnaderna. Stödet lär dock ändå vara tillräckligt för att Ukraina, potentiellt under flera år, ska kunna försvara sig och förhindra en rysk-dikterad fred.

Rysslands invasion av Ukraina har utvecklats till ett utnöttningskrig där ingendera av sidorna ser ut att ha förmågan att avgöra kriget till sin fördel inom överskådlig tid. En mer exakt bedömning av utvecklingen är svår att göra då det råder stor osäkerhet kring tillförlitligheten i informationen från kriget. Vårt huvudscenario innebär att kriget fortsätter åtminstone året ut och förmodligen även första halvåret nästa år. Risken är dock stor att det fortgår i flera år. Intensiteten i striderna lär variera, men fortsätter sannolikt ungefär enligt nuvarande mönster. Ryssland, som har ett övertag i mängd vapen, ammunition och trupper, lär göra små och långsamma framryckningar i östra Ukraina och orsaka stor förödelse. Ukraina har inlett en motoffensiv i söder men ser inte ut att ha tillräckligt kraftfulla vapen eller nog med soldater för att göra stora landvinningar. Att i snabb takt förse Ukraina med alla de vapen de behöver för att driva ut de ryska trupperna är förenat med framför allt två risker: Om Ukraina skulle vända kriget på kort tid ökar risken för att Ryssland i desperation eskalerar konflikten, potentiellt genom att hota med ett kärnvapenkrig. Om Ukraina å andra sidan skulle misslyckas med att vända kriget trots ökat stöd, skulle den inhemska och internationella politiska kostnaden för de givande regeringarna bli hög.

**Utnötning ska bryta ner motståndet.** Vi bedömer att omvärldens militära stöd kommer att öka gradvis, vilket tvingar Ukraina att utföra ett utnötningsskrig utan en omfattande motoffensiv men med ständiga attacker i syfte att bryta ner den ryska stridsviljan och förmågan.

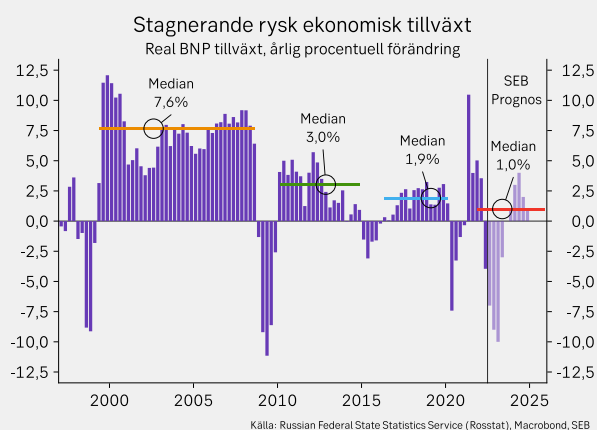
Ett alternativ till utnötningsscenarioet är att kriget eskalerar kraftigt. Kreml har visat ovilja att införa en allmän mobilisering (som sannolikt skulle vara politiskt mycket impopulär) men Putin håller av allt att döma alternativet öppet. Tal eller underförstådda hot om kärnvapen eller kemiska vapen har dämpats den senaste tiden men skulle kunna bli verklighet om Kreml uppfattade att de snabbt höll på att förlora kriget. En eskalering skulle också kunna dra in ett eller flera andra länder i konflikten. Ryssland kan komma att attackera Polen eller något av de baltiska staterna (vilka varit mest kritiska mot Ryssland och bidragit med vapen och annan hjälp till Ukraina) om stödet från eller via dessa länder skulle bli avgörande för kriget. Det skulle i sin tur tvinga NATO att agera. En rysk eskalering skulle dock innebära en ökad risk för Putin-regimens överlevnad, vilket gör det scenarioet mindre sannolikt.

**Ett tredje möjligt scenario är att både Ryssland och Ukraina når en utmattningsspunkt** och söker en förhandlingslösning. Sannolikheten för att det ska ske i närtid är dock nästan försvinnande liten, trots överenskommelsen som möjliggjorde export av ukrainska jordbruksprodukter genom Svarta havet. Först och främst finns det inget att förhandla om. Medvedev har sagt att fred kommer bli på Rysslands villkor, vilket innebär att Ryssland endast skulle acceptera en ovillkorlig kapitulation. Att Kreml vill ha geografiska delar av Ukraina står utom tvivel, men vilka delar är okänt. För övrigt skulle det för närvarande vara helt otänkbart för Kiev att ge upp de områden som ockuperats sedan invasionen den 24 februari. Ryssland har fortfarande ett militärt övertag, men Ukraina kan ha tiden på sin sida tack vare stöd från västvärlden med alltmer sofistikerade vapen och ett förväntat gradvis förfall av rysk ekonomi till följd av sanktionerna.

### Effekterna av kriget är globalt kännbara.

Ukrainas ekonomi har drabbats hårt. BNP ser ut att krympa med en tredjedel i år på grund av territoriella förluster i kriget samt förstörd produktionskapacitet och infrastruktur. Så länge Ukraina lyckas stoppa ytterligare ryska landvinningar bör ekonomin växa nästa år i takt med att en del produktion flyttas från de ockuperade områdena och en återuppbyggnad påbörjas. Överenskommelsen från den 22 juli där Ukraina tillåts exportera jordbruksprodukter genom Svarta havet erbjuder en glimt av hopp och skulle kunna generera

upp mot en miljard dollar per månad i exportintäkter för Ukraina. Vi räknar med att överenskommelsen håller, men att Ryssland stör leveranserna (i syfte att minska intäkterna) under förevändning att de t ex används för militära ändamål. Statsfinanserna är ohållbara. Kiev tvingades ställa in alla betalningar på sina Eurobonds i juli och även devalvera hryvnian med 25 procent. För att klara budgetunderskottet på runt 5 miljarder USD i månaden behöver regeringen ökad internationell hjälp. Kriget har dock stärkt den politiska viljan i EU att välkomna landet, vilket måste innebära ökat teknologiskt och monetärt stöd framöver.

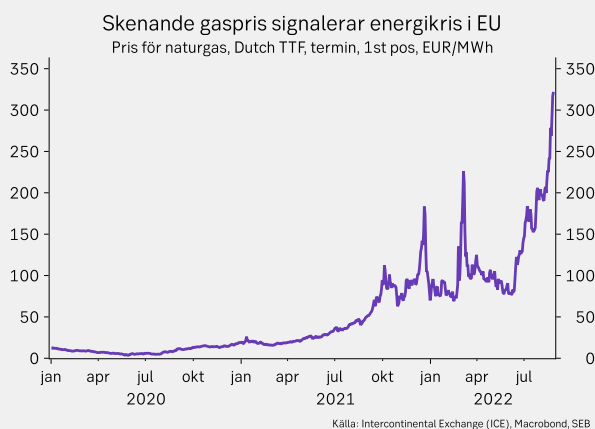


**Sanktionerna mot Ryssland** kan delas in i tre breda grupper: 1) individrestriktioner; 2) ekonomiska sanktioner, inklusive förbud mot handel med vissa varor och tjänster och finansiering av ryska företag och banker; och 3) diplomatiska åtgärder. Ett flertal internationella företag har dessutom beslutat att kraftigt dra ner på, eller helt lämna, sin verksamhet i Ryssland. De ekonomiska sanktionerna har slagit hårt mot framför allt de industrier som är beroende av importerade insatsvaror. Bilproduktionen, som nästan helt avstannat i Ryssland, är ett tydligt exempel. Men även industrier, inklusive energisektorn, som behöver importerade reservdelar och service drabbas hårt av sanktionerna. Obekräftade rapporter gör gällande att produktionen av stridsvagnar också har upphört.

Syftet med sanktionerna är att minska den ryska ekonomins förmåga att bära kostnaderna för kriget. Det förväntade BNP-fallet på mellan tre och sex procent i år är ett tecken på att sanktionerna haft effekt, om än mindre än väntat. Vi räknar med att EU stegvis minskar sin import av rysk energi och att Kreml inte helt lyckas omfördela exporten av framför allt gas till andra marknader. Rysk industri kommer inte heller helt kunna ersätta västerländska insatsvaror och teknologi. Jämfört med BNP-fallet under pandemin blir den här nedgången grundare men långt mer utdragen. Sammantaget väntar vi oss att BNP sjunker även 2023

och att tillväxten sedan stagnerar runt låga en procent. Enligt IMF:s prognoser kommer BNP per capita (inflation- och köpkraftsjusterat) i Ryssland stiga med i snitt 1,6% per år mellan 2021 och 2027, jämfört med ca 4% per år i omvärlden. Om prognosen slår in kommer rysk BNP per capita öka med cirka 12 procent under perioden medan BNP per capita jämfört med 32 procent i resten av världen och 44 procent i tillväxt-ekonomierna. Rysk ekonomi kollapsar inte, men lär påminna alltmer om Sovjetunionens sista år.

**Effekterna av kriget och sanktionerna på omvärlden har varit betydande på råvarupriserna**, framför allt på energipriserna. Försöken att begränsa Rysslands intäkter från exporten av energi, Kremls viktigaste inkomstkälla, har inte varit lika effektiva som restriktioner på exporten av insatsvaror till rysk industri. Tillsammans med pandemirelaterade faktorer, vädereffekter och Kremls motaktioner, har åtgärderna som riktar sig mot export av rysk energi bidragit till kraftigt stigande priser för framför allt naturgas i Europa. EU, som är den enskilt största importören av rysk energi, har en svår balansgång att gå. Man vill begränsa Kremls intäkter från exporten samtidigt som man vill att exporten ska fortsätta för att undvika ytterligare prisökningar och en global recession.



Ett problem är dock att globala energipriser drivs upp när EU ersätter köpen av rysk energi med alternativ som flytande naturgas (LNG), från tex Qatar och USA, samt olja från Mellanöstern, Afrika och USA. Sanktionerna har ökat rabatten på rysk olja jämfört med Brent från cirka \$2/fat till över \$30/fat. Trots rabatten har genomsnittspriset för rysk olja (Ural) legat högre 2022 än tidigare, vilket i kombination med fortsatt stor rysk produktion och export gjort att Ryssland har kunnat ökat sina intäkter i år. De länder som ökat sin import av rysk olja mest är Indien, Kina och Turkiet. Ryssland är världens näst största exportör efter Saudiarabien och världens tredje största producent av olja och står för över 10 procent av global produktion. Om sanktionerna

skulle orsaka ett stopp av rysk oljeexport skulle det leda till en global recession och helt undergräva omvärldens stöd eller acceptans för sanktionerna mot Ryssland. En överenskommelse med Iran om dess kärnkraftsprogram, som leder till att Iran börjar sälja sin olja på världsmarknaden skulle mildra effekterna, men inte vara tillräckligt.

**Kreml har med hjälp av statskontrollerade Gazprom minskat flödet av naturgas** i den viktiga Nord Stream 1 till cirka 20 procent av kapaciteten som svar på EU:s planer på att sluta importera rysk olja och minska beroendet av rysk naturgas. Vår bedömning är att Ryssland inte helt stryker tillförseln av gas men håller hotet levande. Syftet är att driva upp priset så mycket som möjligt, dels för att öka sina intäkter, dels för att orsaka så höga kostnader som möjligt för EU, USA och dess allierade. På sikt kommer sannolikt kriget driva på den gröna omställningen. Nya hållbara alternativ kommer dock inte hinna byggas tillräckligt snabbt för att undvika en energikris den kommande vintern, speciellt inte om Ryssland helt stänger av flödet av naturgas till Tyskland och andra stora EU-länder.

**Inga stora sanktionspaket att vänta i närtid.** EU beslutade i maj att sluta köpa rysk olja som importeras via skepp från 5 december 2022 och petroleumprodukter från 5 februari 2023. Ett förbud mot att försäkra transporter av rysk olja över ett visst värde till länder utanför EU och Storbritannien har skjutits på framtiden på grund av svårigheter med implementering och risk för att förbudet skulle skapa ett underskott av olja på världsmarknaden och driva upp priserna ytterligare. Mot bakgrund av svårigheterna att komma överens om detaljerna bakom redan tagna sanktionsbeslut väntar vi oss inga nya stora sanktionspaket den kommande tiden. Medlemmar i den amerikanska senaten trycker på för att definiera Ryssland som en terroriststat men Biden-administrationen motsätter sig den åtgärden då den riskerar att tvinga USA att straffa allierade som har verksamhet i, eller andra förbindelser med, Ryssland. Ytterligare restriktioner riktade mot individer och organisationer lär dock komma i takt med ryska överträdelser i Ukraina. Politiska arbetet i västvärlden det närmaste året kommer att inrikta sig på att försäkra sig om att sanktionerna efterlevs och att täppa igen potentiella kryphål.

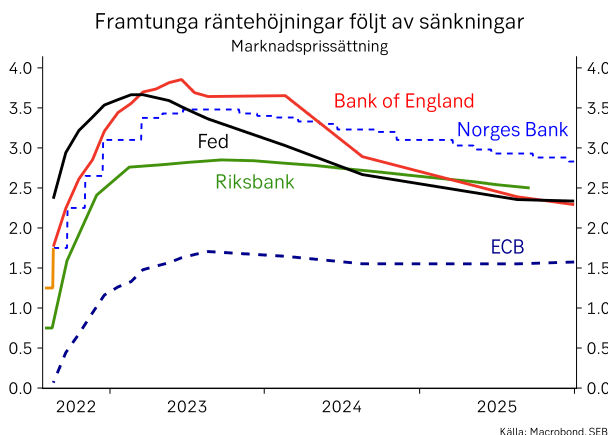
Utvecklingen av kriget kommer att hänga på den ekonomiska utvecklingen i Ryssland. Önskan att sanktionerna skulle få Kreml att snabbt avsluta kriget och dra tillbaka sina trupper var aldrig realistisk. Det kommer att ta tid innan sanktionerna påverkar Kremls inslagna linje i Ukraina, potentiellt flera år.



# Räntemarknaden Långränteuppgången närmar sig slutet

Globala räntemarknader bedöms nu ha uppnått en mer mogen fas i sin cykel. Det innebär mer räntevolatilitet och mindre tydliga trender. Mot bakgrund av att styrräntor väntas nå sin toppnivå antingen i slutet av året eller tidigt 2023 kommer långa räntor att stiga ytterligare något under hösten för att därefter falla 2023. Riksbankens politik väntas bidra till att svensk-tyska långräntedifferensen ökar 2023 medan den norska motsvarigheten minskar under nästa år.

**Nära långräntetoppen.** Den uppåtgående trenden i långa räntor avstannande under andra kvartalet 2022 när marknadens förväntningar på korträntehöjningar minskade. USA:s 10-åriga statsränta noterades som högst till 3,50 procent i juni. Därmed nådde den amerikanska räntemarknaden en mer mogen och trendlös fas med högre volatilitet som följd. Även om ECB inledde sina räntehöjningar så sent som i juli förväntas ECB nu också avsluta höjningscykeln redan i början av 2023, strax efter att Fed-räntan nått sitt maximum. Vi räknar med att långa globala räntor rör sig uppåt igen under hösten men de når inte upp till nivåerna som noterades i juni i år.



**USA:s långräntor faller till 2,80 procent 2023.** De senaste 40 årens utveckling visar att amerikanska långräntor normalt når sin högsta nivå strax innan Fed avslutar sin höjningscykel. Det betyder också att USA:s 2- och 10-åriga statsräntor handlas på samma nivå vid

denna tidpunkt – eller strax under styrräntan. Det betyder att 10-årsräntan väntas handlas till 3,30 procent i slutet av 2022 baserat på vår prognos att Fed-räntan då ska ha nått maximum på 3,25-3,50 procent. Vi bedömer sannolikheten som låg att 10-årsräntan ska bryta 3,50 procent om inte tillväxtutsikterna tydligt förbättras vilket skulle motivera ytterligare räntehöjningar. Nästa år väntas USA:s långränta handlas till 50 räntepunkter under styrräntan precis innan Fed genomför första räntesänkningen. Beaktat den kvantitativa åtstramningen (QT – se temaartikel på sid 17) kommer 10-årsräntan att handlas till 2,80 procent i slutet av 2023 och till 2,60 procent i slutet av 2024.

**Tyska långräntor har följt förväntningarna på ECB:s höjningscykel.** I juni – när marknaden räknade med att ECB:s inlåningsränta skulle nå 2,50 procent 2023 – låg tyska 10-årsräntan på 1,93 procent. Trots hög inflation är det osannolikt att dessa kortränteförväntningar återkommer när tillväxten nu faller. Avslutningen på ECB:s QE-program väntas bidra till att höja långa räntor något. Vi räknar med att en tysk 10-årig ränta handlas till 1,75 procent under 2023 och sedan sjunker 2024 när ECB sänker styrräntorna.

## 10-åriga statsräntor

Procent

	25 Aug	Dec 2022	Dec 2023	Dec 2024
USA	3,05	3,30	2,80	2,60
Tyskland	1,32	1,65	1,75	1,60
Sverige	1,62	2,05	2,35	2,20
Norge	3,23	3,45	3,40	3,30

Källa: Nationella centralbanker, SEB

**Svensk långräntedifferens mot Tyskland** har uppvisat hög volatilitet under sommaren med ökade marginal för obligationer med kortare löptider. Den 10-åriga räntedifferensen har samtidigt minskat betydligt. I linje med USA har den svenska räntekurvan inverterat. Att Riksbanken nästan helt slutar köpa obligationer 2023 – och höjer mer än ECB – talar för att differensen stiger något under det närmaste året. Under 2024 väntas differensen vara oförändrad.

**Norska långräntor har följt USA-räntorna** vilket skapat volatilitet i räntedifferensen Norge-Tyskland. Marknaden diskonterar att Norges Bank fortsätter med framtidig räntepolitik. Forsiktigt stigande norska långräntor väntas bidra till att räntedifferensen mot Tyskland kan minska även om emissionen i höst av ny 20-årig obligation kan upprätthålla räntedifferensen kortsiktigt.

Tema:

# QT-politik och räntor

Världen testar återigen oprövad penningpolitisk terräng

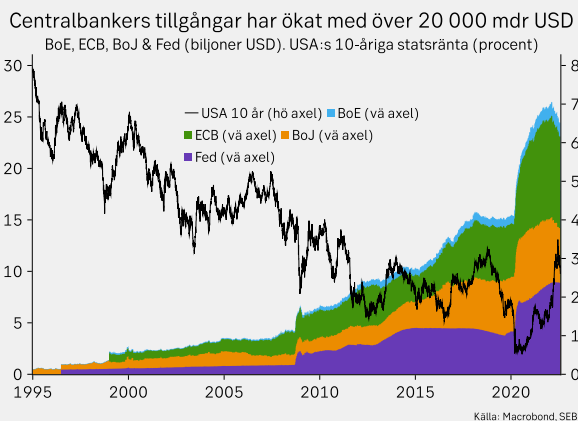
Centralbankerna är inte huvudanledningen till dagens globala inflationsproblem, men de var alltför långsamma ur startblocken att dra tillbaka den kraftigt expansiva stödpolitiken. Nu är global penningpolitik på väg i motsatt riktning med historiskt snabba och stora räntehöjningar. Politiken stramas även åt via ett minskat innehav av räntepapper (Quantitative Tightening, QT). Vi drar följande slutsatser: QT-politikens effekter på räntorna, och därmed graden av monetär stimulans, är marginell. Dessutom väntas QT-politiken fortsätta även om styrräntor sänks 2023-2024. En annan slutsats är att banksystemets behov av likviditet, och möjligt införande av nya repofaciliteter, avgör tidpunkten för när QT-politiken avslutas av olika centralbanker.

**En neutral nominell styrränta på 2-2,50 procent**, framräknad av centralbanker och internationella organisationer, tycks ha varit ett avgörande riktmärke för utvecklade ekonomiers centralbanker när man reducerat styrräntans expansiva effekter på de finansiella förhållandena och därmed realekonomin (se *Nordic Outlook Februari 2022, "Monetär exitpolitik"*). Räntenivån ska vara förenlig med normalt resursutnyttjande och även skapa jämvikt mellan utbud och efterfrågan på kapital både nationellt och internationellt. Över 70 centralbanker har i år höjt räntan med minst 0,50 procentenheter vid ett och samma beslutstillfälle. Kanada överraskade världen och höjde räntan med hela 1 procentenhet i mitten av juli.

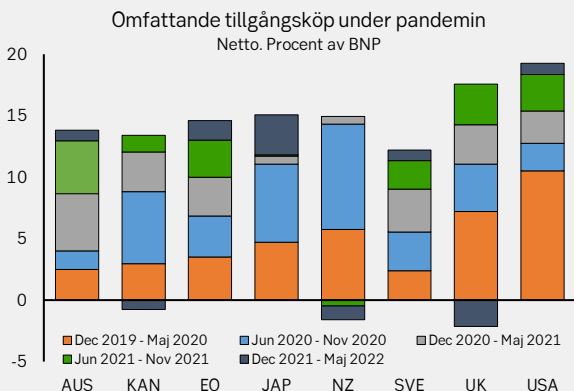
**Vi har genom åren behandlat begreppet neutral ränta** och dess drivkrafter utifrån strukturella förändringar, vilka ger upphov till ändrad spar- och investeringsbenägenhet på både nationell och global nivå. Vi har även diskuterat effekterna från snabbt stigande offentliga skulder, centralbankers kvantitativa lättnader (QE) samt ökade kapitalbehov på grund av klimatinvesteringar. Slutsatsen är att neutrala räntan, trots att måttet är omgärdat med viss osäkerhet, kan fungera som styrrå för penningpolitiken.



**Bank of Japan inledde perioden med QE-politik** redan 2001 och blev en pionjär inom okonventionell penningpolitik. Men det var först i samband med den globala finanskrisen 2008-2009 som de stora centralbankerna på allvar började använda sin balansräkning för att påverka den ekonomiska och finansiella utvecklingen. Centralbankernas tillgångar har ökat med över 20 000 miljarder dollar sedan 2008; hälften av balansräkningsexpansionen har skett under pandemiåren 2020-2021.



**Omvänt monetärt experiment.** I pandemins kölvatten kulminerade det stora penningpolitiska experimentet som inleddes efter Lehman-krisen med synkroniserade räntesänkningar, minusräntor och enorma tillgångsköp. Nu står världen inför ett nytt monetärt experiment. På mycket kort tid har centralbanker genomfört snabba och ovanligt stora räntehöjningar från historiskt låga nivåer. Man avser samtidigt att reducera innehavet av bland annat statspapper som finansierats med ökade så kallade bankreserver, det vill säga nyskapade elektroniska centralbankspengar ("sedelpressar").

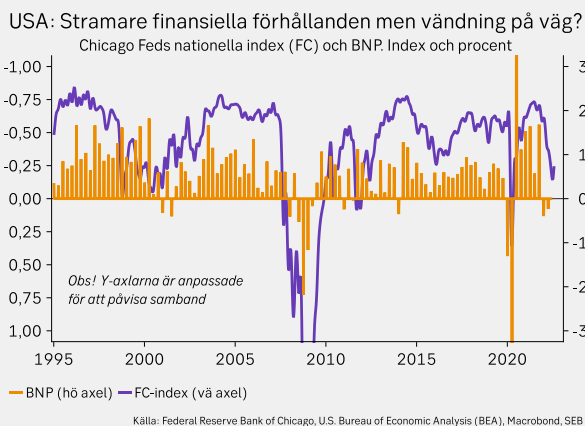


**Det senaste årets utveckling** har skapat ett antal utmaningar för den makroekonomiska politiken. Den höga inflationen är en växande sådan utmaning, som ytterligare kompliceras av bräckliga tillväxtutsikter och finansiell sårbarhet. Dessutom är reala och nominella

räntor extremt låga; betydligt lägre än de brukar vara i början av en åtstramningscykel. I en sådan miljö brukar det vara svårt för centralbanker att mjuklanda genom högre ränta, det vill säga att på ett hållbart sätt med hjälp av den ekonomiska politiken få tillbaka inflationen till målet utan att kraftigt begränsa expansionen.

**En mjuklandning är långtifrån omöjlig.** Enligt en ny studie av BIS (Bank for International Settlements) har hälften av 129 penningpolitiska åtstramningscykler i 35 länder de senaste 30 åren lyckats åstadkomma en mjuklandning. Studien visar även att sannolikheten för hård- eller mjuklandning inte påverkas av vare sig räntehöjningstakten eller storleken på höjningarna. Det ger centralbankerna visst mod att agera kraftfullt.

**Sannolikheten för en hårdlandning ökar** dock om politiken utlöser en korrektion i – och försämring av – den så kallade finansiella cykeln. Med en finansiell cykel avses de självförstärkande krafter som uppstår i en interaktion mellan olika aktörers syn på värderingar och risk, riskaptitsförändringar och finansiella restriktioner. Den finansiella cykeln kan förstärka både hög- och lågkonjunkturer. Vår bedömning är dock att den privata sektorns balansräkning – hushåll och företag i Europa och USA – ser relativt stark ut. Det minskar risken för en djupare recession och det är osannolikt att återhämtningen blir lika utdragen som de 7-8 år som historiskt varit vanligt efter så kallade balansräkningskriser.

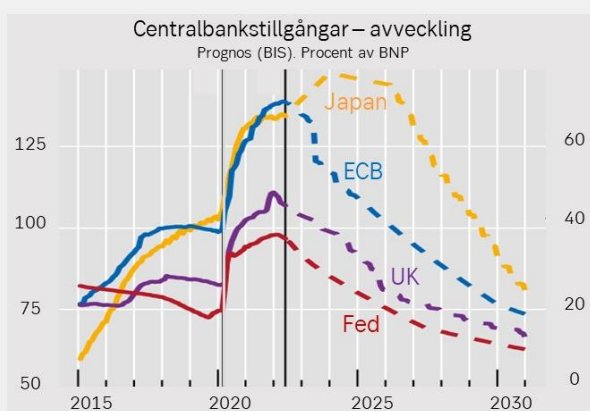


**Kvantifieringen av en minskad monetär stimulans** innefattar både en bedömning av styrränteändringar och neddragningen av balansräkningen och deras effekter på de finansiella förhållandena (via förändringar i marknadsräntor, kreditspreadar, växelkurser, tillgångspriser, utlåningsvilja etc). Det finns även skillnader mellan de båda verktygen som centralbanker kan behöva väga in i sina beslut. Styrräntor påverkar främst korta räntor medan QT-politiken kan få en mer direkt påverkan på vissa delar av avkastningskurvan, samt på olika typer av kreditspreadar. Därtill har centralbankerna betydligt



mer erfarenhet av att använda räntan än QT-politik. Den enda riktiga QT-politik som genomförts var av Fed från oktober 2017 till september 2019, den avslutades med likviditetskris i USA:s repomarknad.

**Det finns två varianter av QT; passiv och aktiv.** Aktiv QT är den mest konkreta formen för att påskynda en normalisering av centralbankens balansräkning. Den innebär att man säljer ut papper från portföljen, jämfört med passiv QT som tar utgångspunkt i värdepapperens förfallostruktur. Denna åtgärd påverkar, till skillnad från passiv QT-politik, privata sektorns löptidsrisk – den återstående löptiden på försålt räntepapper. Tidpunkten för påverkan är också olika. Aktiv QT innebär att effekterna uppstår nu, medan effekterna från passiv QT inträffar när räntepapperet förfaller.



#### Effekterna på räntemarknaden av QT bedöms bli små.

Detta är med andra ord i linje med våra tidigare slutsatser. Analyser i sommar från bland andra Fed och Australiens centralbank avdramatiserar QT-effektens påverkan på långa räntor och hur stor åtstramningen blir omräknat i styrräntetermer. Fed-studien menar att passiv QT, motsvarande totalt 2 200 miljarder dollar under en 3-årsperiod (knapp hälften av expansionen under pandemin), under normala omständigheter är ekvivalent med en styrräntehöjning på 30 räntepunkter. Om riskaversionen fördubblas motsvarar QT-politiken istället cirka 75 räntepunkter.

#### Australiens centralbank avstår aktiv QT tills vidare.

Motiven är flera. Dels uppger RBA att det är enklare att ändra penningpolitiken, och mer direkt kunna påverka de finansiella förhållandena genom styrräntan. Dels kan räntepappersförsäljningar "störa" statskuldpolitiken och påverka val av löptid för upplåning. Dessutom kan effektiviteten i QE-politiken avta om marknaden behöver kalkylera med risken för att QE-politiken snabbt kan komma att ändras. Hittills är det bara Bank of England (BoE) och Nya Zeelands centralbank som valt att ta steget att aktivt sälja värdepapper i marknaden.

#### Centralbankernas finansiella resultat och eget kapital

påverkas kraftigt negativt av stigande styr- och långräntor. I en färsk analys konstaterar Riksbanken att hela det egna kapitalet kan komma att utdras i år på grund av en potentiell förlust på ca 65 miljarder kronor när marknadsvärdet faller på både den utländska och inhemska ränteportföljen. Om värdepapperen säljs realiserar förlusten, vilken kan vara ett motiv för centralbankerna att behålla räntepapperen till förfall och avstå aktiv QT.

**Att QT-politiken kan fortsätta** även om centralbanker börjar sänka styrräntorna har nyligen bekräftats av BoE, som inledde aktiv QT i september 2021 och avser sälja statspapper till ett värde av 40 miljarder pund under det närmaste året. BoE hävdar att ribban för att man ska upphöra med sin QT-politik ligger högt. Motiveringen är att QT-politikens inverkan på de penningpolitiska förhållandena är begränsad samtidigt som en repo-facilitet blir installerad för att täcka banksystemets eventuella framtida likviditetsbehov.

#### Räntan förblir det primära penningpolitiska verktyget

för att minska de monetära stimulanserna, av flera skäl. Det är lättare för allmänheten att förstå hur ränteförändringar påverkar såväl landets som den egna ekonomin. Osäkerheten kring hur QE/QT-politiken påverkar realekonomin och finansiella marknader är ganska stor. Det är också enklare att justera politiken och påverka finansiella förhållanden genom att kalibrera ett instrument istället för två när förhållandena förändras.

**En minskad penningpolitisk portfölj** kan dock få konsekvenser för centralbankers räntestyrningssystem. När tillgångarna minskar faller också mängden bankreserver (de elektroniska centralbankspengarna), vilka har använts för att finansiera köpen av räntepapper eller annan krispolitik som använts under bland annat pandemin (t ex utlåning). Mängden bankreserver är beroende av bankernas likviditetsbehov.

**Ingen vet idag hur stort likviditetsbehovet är.** I takt med att centralbankernas tillgångsmassa krymper kommer banksystemen, förr eller senare, att nå en nivå där priset på pengar börjar att stiga. För att säkerställa att QT-politiken inte medverkar till en oönskat låg nivå har både Fed och BoE inrättat repofaciliteter som möjliggör för banksystemet att under en begränsad tid, i utbyte mot värdepapper, få tillgång till likviditet. Hur stor centralbankernas balansräkning bör vara avgörs i slutänden av bankernas efterfrågan på reserver (likviditet) för att möta förändrade ekonomiska och finansiella förhållanden.

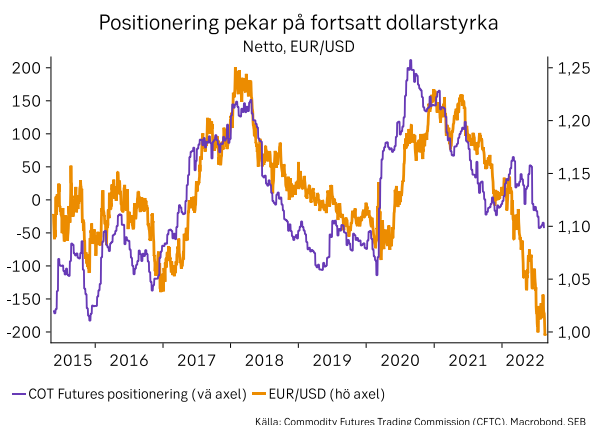
# Valutamarknaden

## Stark dollar håller greppet

**Global tillväxt mattas av rejält kommande år samtidigt som inflationen ligger kvar långt över 2 procent. Perioder av stagflation har ofta varit negativa för riskaptiten och tillsammans med fortsatt snabb penningpolitisk åtstramning i USA finns få argument som talar mot dollarn, trots att den är övervärderad. Den defensiva makromiljön, inräknat de stora utmaningar som Europa drabbats av, är inte konstruktiv för kronan, men utsikterna förbättras nästa år då EUR/SEK faller tillbaka mot 10,00.**

Under första halvåret var valutaprognoserna inriktade på att hitta tidpunkten när fokus skulle flyttas från snabba amerikanska räntehöjningar till övriga centralbankers normaliseringsprocess. Men den fördjupade energikrisen i Europa tynger nu euron samtidigt som ökad sannolikhet för en global recession gynnar dollarn. I denna miljö är det svårt att se någon snar vändning för EUR/USD trots att dollarn nu är klart övervärderad och rådande nivå strax över paritet är den starkaste vi sett på 20 år. Först när inflationen tydligt vänt och Fed kan signalera att man närmar sig slutet på sitt uppdrag finns förutsättningar för en svagare dollar. Men den prekära energisituationen som Europa står inför gör att mjuka signaler från Fed knappast är tillräckligt. EUR/USD väntas därför fortsätta ned till 0,95 mot slutet av 2022 innan vi ser en vändning där euron tar tillbaka viss mark; i slutet av 2023 väntas EUR/USD ligga på 1,09. Ett oväntat snabbt slut på kriget i Ukraina eller en tydligare nedgång i inflationen är faktorer som skulle kunna ge en tydligare förstärkning av euron.

**Gynnsam miljö för defensiva valutor.** Nyligen publicerade vi vår kvartalsvisa FX-rapport (*FX Pilot*) där vi analyserar drivkrafterna för samtliga utvecklade valutor. Med en makromiljö som präglas av vikande tillväxt och svag riskaptit drar vi slutsatsen att förutom USD gynnas defensiva valutor som JPY och CHF. Valutor som gynnas av god riskaptit och stigande börser jobbar däremot i motvind. I Europa gäller det euron och de skandinaviska valutorna och blickar vi ut i världen är valutorna i Kanada, Australien och Nya Zeeland andra viktiga exempel.



	25 aug	Dec 22	Dec 23	Dec 24
EUR/USD	1,00	0,95	1,09	1,15
USD/JPY	137	138	130	120
EUR/GBP	0,84	0,83	0,86	0,90
EUR/SEK	10,54	10,55	10,15	9,80
EUR/NOK	9,66	9,85	9,70	9,65

**Pundet fortsätter att tappa mark.** EUR/GBP har handlat sidledes den senaste tiden när olika krafter motverkat varandra. Framtida räntehöjningar håller pundet uppe, men med tanke på hur hårt den brittiska ekonomin kommer att landa nästa år är det rimligt att pundet åter tappar mark. Vi räknar därför med att EUR/GBP faller ned till 0,83 mot slutet av 2022 för att sedan vända till 0,86 mot slutet av 2023.

**Fortsatt kämpigt för SEK.** Kriget i Ukraina har ändrat förutsättningarna även för svenska kronan. Trots snabba räntehöjningar och stigande svenska räntor tyngs kronan, framför allt mot USD, av konjunkturoro och risker kopplade till den europeiska energikrisen. På kort sikt bidrar Riksbankens FX-köp (12 mdr SEK/mån) till att försvaga kronan. Att dessa upphör vid årsskiftet bidrar till en förbättrad flödesbild under 2023. Vi tror därför att EUR/SEK faller från 10,55 i slutet av 2022 till 10,15 i slutet av 2023.

**Norska kronen uppvisar flera ansikten.** I år har NOK pendlat mellan att bete sig som en råvaruvaluta i linje med AUD, CAD och NZD och en riskkänslig valuta som EUR och SEK. Vi förväntar oss att detta beteende fortsätter så länge vi förblir i en miljö med höga energipriser och riskpremier relaterade till kriget i Ukraina. EUR/NOK har fallit sedan mitten av sommaren, men då vi tror på vikande riskaptit under hösten samt ser ett säsongsmönster med svag NOK förväntar vi oss att EUR/NOK handlar upp runt 9,85 under hösten. 2023 tror vi att EUR/NOK rör sig ned mot 9,70 men att större delen av den rörelsen som vanligt för NOK kommer under första halvåret.

# Aktiemarknaden

## Börser i motvind blickar framåt

**Årets börsnedgång speglar en svagare omvärldsbild och har normaliserat värderingarna. Men sommarens uppstuds, ackompanjerad av fortsatt svag statistik, väcker frågor kring diskonteringshorisonten. Placerarna verkar blicka förbi kortsiktiga problem, mot en kommande förbättring. Blir inbromsningen grund samtidigt som lägre räntor kan skönjas är förhoppningarna inte orimliga, men dagens osäkra tillväxtbild och tuffa inflations- och ränteutveckling motiverar ödmjukhet inför kommande börs månader.**

Enkätundersökningar runt halvårsskiftet visade att professionella placerare hade en närmast rekordmörk framtidsbild, både synen på tillväxt och vinster såväl som positionering närmade sig finanskrisbottnarna.

Högsommarens börsuppgång framstår som ett naturligt svar på denna väl negativa bild men uppgången har varit överraskande stor givet den fortsatt försämrade omvärldsbilden. I tider av genuin osäkerhet tenderar börsens diskonteringshorisont fullt naturligt att minska. Börsuppgången speglar sannolikt i stället en förlängd horisont. Placerarna räknar med att nedgången i tillväxten blir någorlunda mild och kortvarig samt att inflationen och räntorna toppar och vänder ner. Det kan dock öppna för besvikelser kommande månader.

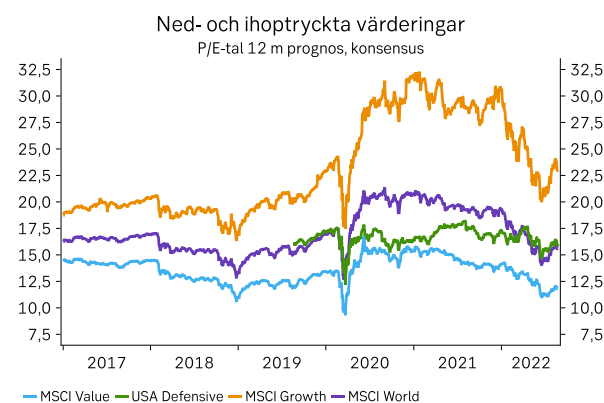
Som framgår av denna rapport blir nedgången i tillväxt accentuerad och tämligen utdragen, om än inte ett ras som vid den globala finanskrisen. Men med en envis inflation som gäckt prognoserna på uppsidan, en europeisk energikris som blommar ut, tillväxtproblem i Kina och åtstramande centralbanker på agendan, finns det gott om orosmoln som kan förmörka börshimlen den närmaste tiden.

Mot orosmolnen står, som alltid, ett antal styrketecken. Här märks en fortsatt försiktig positionering bland placerare, tecken på lättnader i globala leveranskedjor och inte minst resultatutvecklingen, där bolagen under flera kvartal överraskat positivt och lyckats bibehålla höga marginaler. Kanske förklarar det varför vinstprognoserna för i år och nästa år i stort varit oförändrade under året, trots de klart försämrade

förutsättningarna. Vinstökningar på omkring 5 procent ligger i bilden för både 2022 och 2023, stöttat av exceptionellt god vinstutveckling för flera råvaruproducenter. Men med råvarupriser som verkar toppa och vinstmarginaler på historiskt höga nivåer samtidigt som bolagen ger en blandad bild avseende priser och marginaler, är risken uppenbar att prognoserna justeras ner. Till stor del ligger det i förväntningarna, men det bidrar ändå till riskbilden. De positiva krafterna gör dock att vi inte räknar med större vinststapp, vilket annars är vanligt under perioder med svag tillväxt.

Nedgången under året indikerar att börserna räknat in en klart svagare utveckling framöver. Men från att ha varit väl över 20 procent ner under första halvåret handlas amerikanska aktier efter uppgången i juli ungefär 15 procent under toppen vid årsskiftet (S&P 500) medan globalt index är runt 13 procent från toppen (MSCI ACWI). Den goda nyheten är att kursnedgångar parat med hyggliga vinstökningar gjort att värderingarna (mätt som P/E-tal) tydligt kommit ner. Som grafen visar är det de högst värderade tillväxtbolagen som tagit mest stryk, vilket är rimligt då deras värderingspremium var på rekordnivåer och de är mer känsliga för ränteuppgångar. Å andra sidan, med ett globalt P/E-tal runt 15 (12 månader framåtblickande) har vi en del kvar ner till de 13-14 där marknaden ofta vänt i tidigare konjunktur nedgångar. Sammantaget är det fortfarande svårt köpa aktier enbart baserat på låg värdering, särskilt om vi beaktar risken för neddragna vinstprognoser. Undantaget är möjligen Euroområdet där börserna släpat efter.

Om höstens makrouveckling ger oss skäl att blåsa faran över vad gäller djupet på inbromsningen och höjden på inflations- och ränteuppgångarna, kan börsuppgången mycket väl markera inledningen på en ny positiv aktietrend. Men givet den stora osäkerheten kvarstår risken att sommarens botten åter provas.



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB



# USA

## På väg in i mild recession när inflation och Fed biter

BNP fortsätter att sjunka mot slutet av året när snabba räntehöjningar och hög inflation biter på bostadsbyggande, investeringar och privat konsumtion. Konjunkturedgången blir mild i ett historiskt perspektiv, med en tillväxt på som lägst 0,5 procent nästa år, men ändå tillräcklig för att lösa en del av de inflationsknutar som fått Fed att höja i snabbaste takten sedan 1980-talet. I slutet av 2023 börjar räntan åter att sänkas.

Att BNP minskade under årets första två kvartal gör att den populära definitionen för teknisk recession är uppfylld. Men så länge som sysselsättningen växer i god takt är detta sannolikt inte nog enligt NBER:s officiella kriterier. Vår bedömning är dock att det bara är en tidsfråga innan samtliga kriterier är uppfyllda i en miljö där BNP åter sjunker i slutet av året när bostadsbyggandet faller, konsumtionen bromsar in och företagens investeringar avtar. Nedgången väntas dock bli måttlig i en historisk jämförelse. Mätt som helårsgenomsnitt dämpas BNP-tillväxten till 1,5 procent i år och når endast 0,5 procent 2023. År 2024 stiger BNP-tillväxten till 2,0 procent, i linje med trend.

### Nyckeldata

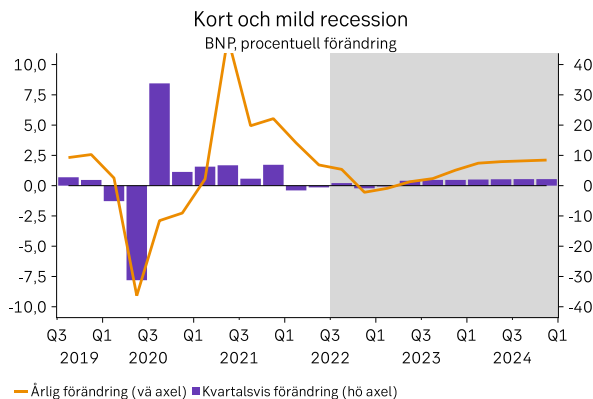
Procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,7	1,5	0,5	2,0
Arbetslöshet*	5,4	3,6	4,6	4,9
Löner	4,2	5,5	5,0	3,5
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	3,3	5,0	3,8	2,2
Offentligt saldo**	-10,9	-4,5	-5,0	-6,0
Offentlig bruttoskuld**	135	130	130	131
Fed funds rate, % ***	0,25	3,50	3,25	2,50

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

**Underliggande svaghet.** BNP sjönk långsammare under andra kvartalet men sammansättningen försämrades med en lätt inbromsning för privat konsumtion och

framför allt lägre investeringar. Detta utgjorde en tydlig kontrast mot första kvartalet, då BNP föll på grund av stark import, medan inhemsk efterfrågan fortsatte att expandera. Främsta negativa drivkraften var dock lager som väntas fortsätta att tynga BNP i år, delvis motverkat av utrikeshandeln.



Källa: US Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

### Pessimistiska hushåll och företag.

Indikatorer signalerar att ekonomin är på väg ned även om läget stabiliserats en aning under sommaren. Konsumentförtroendet föll, enligt Michiganindexet, till rekordlåga nivåer i juni. Både Michigans och Conference Boards mätningar visar en sviktande framtidstro. Normalt har framåtblickande komponenter starkare korrelation med konsumtionen än nulägesbedömningar även om detta mönster bröts under pandemin. Sentimentet bland småföretagare (NFIB) ligger nu under de lägstanivåer som uppmättes under pandemin. Inköpschefsindex för stora företag (ISM) är kvar på expansiva nivåer. Framåtblickande delindex, främst order, ger dock en svagare bild av läget i särskilt industrin. Differensen mellan order och lager i ISM, som brukar leda utvecklingen för hela indexet, har fallit till tydligt negativa nivåer. Positivt är samtidigt att flaskhalsproblemen tycks på väg att lösa upp sig; index för leveranstider föll i juli för industrin till de lägsta nivåerna sedan innan pandemin.

### Feds höjningar börjar bita på räntekänsliga sektorer.

Näringslivets investeringar i utrustning och lokaler vände ner under andra kvartalet och småföretagen har justerat ned sina investeringsplaner. Ordergången för kapitalvaror exklusive försvars- och transportprodukter är kvar på höga nivåer, men drivs troligen upp av att priserna på olika investeringsvaror skjutit i höjden. Nedgången i ISM:s orderindex indikerar att investeringsåterhämtningen efter pandemin är avslutad. Vi förväntar oss att investeringarna i övriga näringslivet vänder ner mot slutet av året.

**Fallande byggande men ingen kollaps.** Bostadsbyggandet är den sektor som påverkats mest av Feds

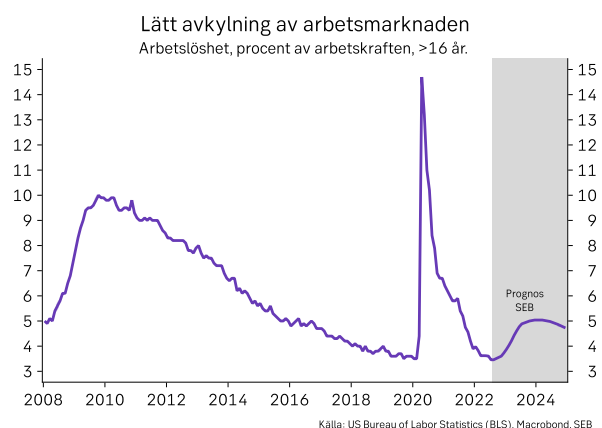
åtstramningar och nedgången väntas fortsätta under resten av året och in i nästa år. Försäljningen av nya och befintliga hem har mer än reverserat uppgången under pandemin och höga räntor gör fortsatta fall sannolika. Att 30-åriga boräntor stigit till de högsta nivåerna på nära 15 år har tillsammans med snabbt stigande bopriser under pandemin fått bokostnadsindex ("affordability") att falla till finanskrisnivåer. Det finns ändå skäl att tro att anpassningen på bostadsmarknaden blir mildare och spridningseffekterna till övrig ekonomi mindre allvarliga denna gång. Hushållen finansierar sig idag i huvudsak på långa löptider och de lånefallor som då bidrog till bostadskraschen är idag ovanliga. Ränteuppgången slår denna gång främst mot nya köpare. Brist på bostäder, efter en lång period med nedtryckt byggande, är en annan stödjande faktor. Det är troligt att bostadspriserna nu vänder ner men negativa förmögenhetseffekter av den typ vi såg under finanskrisen är ändå osannolika. Hushållens skuldsättning, som andel av BNP, är därtill låg i ett historiskt perspektiv även om den passerat nivåerna innan pandemin. Slutligen är byggsektorns andel av ekonomin mindre än den var före finanskrisen.

**Konsumtionsfesten är över.** Hushållens konsumtion har fått stöd av ett uppdämt behov av tjänster när ekonomin öppnade upp. Ökningen kvartal två var dock den lägsta sedan fallen under pandemins början. Inbromsningen på varusidan har skett från den högt uppdrivna nivå som etablerades under pandemin. Det gäller särskilt icke varaktiga varor, där efterfrågan nu pressas av höga priser på energi och mat, samtidigt som fjolårets utökade stöd till lågavlönade barnfamiljer löpt ut. Hushållssektorn som helhet har fortfarande en betydande buffert. Sparkvoten har nu visserligen fallit till ca 5 procent, lägsta sedan 2009, men hushållen har ändå bara börjat beta av sparbuffertar på motsvarande 10 procent av BNP efter pandemistöd och tidigare konsumtionsfall. Detta bör minska risken för den typ av negativa spiraler som historiskt drabbat USA-ekonomin vid vändningar på arbetsmarknaden på grund av svaga skyddsnet. Det finns dock varningssignaler kopplade till ojämn fördelning av sparandet. Att kreditkortsskulder åter stiger snabbt stödjer att allt fler hushåll pressas av hög inflation och fallande reallöner. Prognosen är att konsumtionstillväxten bromsar in till endast 0,5 procent nästa år efter ett par kvartal med minskad konsumtion.

#### Het och sämre fungerande arbetsmarknad.

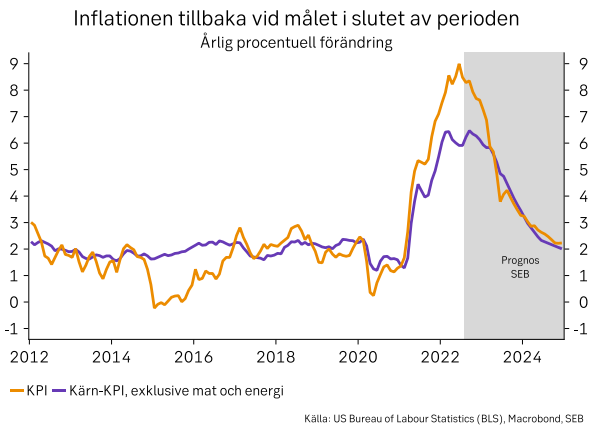
Sysselsättningen fortsatte att växa i god takt under andra kvartalet och accelererade ytterligare under juli, men statistiken är inte entydig. Hushållsundersökningen, som ligger till grund för arbetslöshetsstatistiken, tecknar en svagare bild. Sysselsättningsindex i ISM

indikerar stillastående sysselsättning och bristtalen ser ut att ha toppat även om nivåerna tyder på en fortsatt ansträngd arbetsmarknad. Arbetslösheten är nu tillbaka på de 50-årslägstannivåer som noterades innan pandemin. Detta är dock inte bara ett styrketecken utan beror också på att arbetskraftsdeltagandet stagnerat sedan början av året, bland annat beroende på att många av de äldre som lämnade under pandemin inte har kommit tillbaka. Dessutom ser problemen med drogmisbruk ut att ha förvärrats under pandemin. Enligt en studie svarade ökad droganvändning för uppemot en fjärdedel av det minskade deltagandet fram till mitten av 2021. En åldrande befolkning samt ökade hinder för immigration är underliggande faktorer som hämmar potentialen för ökat arbetsutbud. Vi gör i denna prognos en mer pessimistisk bedömning av utbudet än tidigare. Den nedgång i sysselsättningen som vi förväntar oss gör likväl att arbetslösheten stiger från 3,5 procent i juli till 5 procent i slutet av 2023, varefter en långsam nedgång förutses under 2024.



**Lönetillväxten en Fed-utmaning.** Höga vakanstal i förhållande till antalet arbetslösa är en varningssignal om förvärrade matchningsproblem efter pandemin. Det har rest frågan om den arbetslöshet som krävs för stabila löner har stigit mer permanent. Att uppgången i vakanstalen åtföljts av stora frivilliga uppsägningar visar dock att efterfrågan på arbetskraft också drivs av en ökad rörlighet på arbetsmarknaden, där företagen tvingas konkurrera om samma arbetskraft med mer generösa villkor i ett just nu mycket ansträngt arbetsmarknadsläge. Pris- och löneprognosen utgår från att en måttlig dämpning på arbetsmarknaden ska räcka för att nå en bättre balans och att Fed inte behöver driva upp arbetslösheten rejält. Där är vi dock inte ännu, vilket illustreras av att genomsnittliga timlöner accelererat under de senaste månaderna och av att Atlanta Feds mått för medianlöner ligger kvar på höga nivåer. Det mått som Fed fäster störst tilltro till är det kvartalsvisa arbetskostnadsindexet ECI. Enligt ECI tog

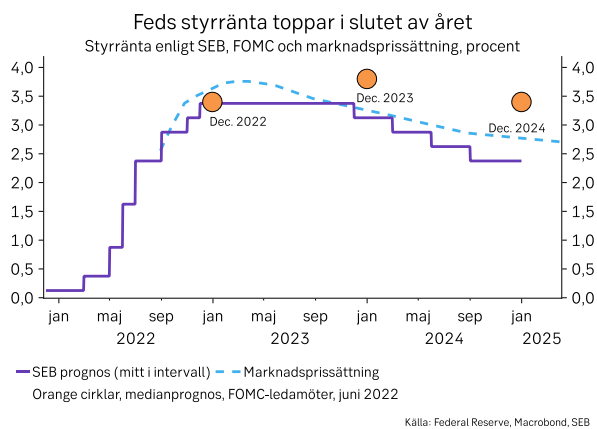
lönstillväxten bland arbetare i privat sektor ny fart under andra kvartalet. Att detta sker samtidigt som inflationen ligger på de högsta nivåerna på drygt 40 år är förstås oroande. Budskapet från Feds julibesked var att man siktar på en period med tillväxt under trend och en något svagare arbetsmarknad. Vår bedömning är att det krävs en kraftigare avmattning än så för att få bukt med inflationsproblemen men att detta också är vad som nu verkar vara på väg att ske.



**Vissa positiva inflationssignaler.** Marknadsprissatta inflationsförväntningar, men även vissa mätningar bland hushåll, har dragit sig lägre under sommaren. Vår prognos är att juni-KPI (9,1 procent) markerade toppen för inflationen. Att inflationen vände ner i juli berodde främst på fallande priser på energi men även uppgången i underliggande konsumentpriser exklusive mat och energi dämpades. Tendenser till att flaskhalsproblemen i näringslivet håller på att lätta, sjunkande råvarupriser och långsammare uppgång i inköpspriser enligt inköpschefsindex ger skäl till optimism vad gäller varor. Utsiktarna för inflationen är dock blandade; stram arbetsmarknad och höga löneökningar är en uppåtrisk för tjänster och baseffekter (från låga prisökningar kvartal tre i fjol) innebär att kärninflationen väntas accelerera på nytt i höst. Feds favoritmått, kärn-PCE, har stigit mindre än kärn-KPI, delvis på grund av en lägre vikt för hyror som nu stiger snabbt. Även detta mått ligger långt över Feds mål, på 4,6 procent i juli, medan månadstakten dämpades från 0,6 till endast 0,1 procent.

**Svår balansgång för Fed.** Vid julimötet höll Feds ordförande Powell öppet för ytterligare en jättehöjning på 75 punkter i september men betonade samtidigt att Fed närmar sig en punkt där man kan slå av på takten och utvärdera effekterna av redan genomförda höjningar. Ett skäl att gå försiktigare fram är att styrräntan nu nått den nivå kring 2,50 procent som Fed ser som neutral. Trovärdigheten för inflationsmålet är central och Fed är beroende av faktorer utanför dess

kontroll som risk för förnyad uppgång i energipriser från kriget i Ukraina. Vår prognos med en lätt recession under slutet av året och början av 2023 talar dock för att höjningscykeln avslutas vid årsskiftet. Prognosen är att räntan toppar på 3,25-3,50 procent efter en 50-punktershöjning i september följt av två 25-punkterssteg i november och december. Kvarstående hög inflation gör att Fed pausar räntan till och med tredje kvartalet nästa år, aningens längre än enligt det historiska mönstret. Genomsnittet sedan höjningscykeln 1994 är drygt 8 månader från sista höjning till första sänkning, något kortare om den utdragna höjningscykeln efter finanskrisen (14 månader) exkluderas. Räntan väntas vara tillbaka på neutrala nivåer kring 2,25-2,50 i slutet av 2024.



**Vissa framgångar för Biden till slut.** Bidens president-skap rivstartade med ett nytt corona-stödpaket i mars 2021 följt av en partiöverskridande uppgörelse om infrastrukturinvesteringar. Därefter satte interna stridigheter stopp för ekonomiska reformer. I sista stund innan mellanårsvalen i november, där demokraterna väntas förlora makten över en eller båda av kongressens två kamrar, har Biden dock klubbat igenom flera reformer. Bidens förslag om utbyggnad av inhemsk produktion av halvledare i syfte att stärka positionen mot Kina fick stöd även av vissa republikaner. Därtill kommer drygt 350 mdr USD i investeringar i klimat-omställning finansierat av minskade läkemedelskostnader, höjd bolagsskatt på vinstrika börsbolag och effektivare skatteindrivning. Det senare paketet marknadsförs som ett led i inflationsbekämpningen "Inflation Reduction Act" och är även tänkt att leda till minskade budgetunderskott på lite längre sikt. Vi tror inte att paketet, som löper över en tioårsperiod, gör någon större skillnad för inflationen. Däremot får USA en rimlig chans att uppfylla sina åtaganden i Parisavtalet. Åtgärderna väntas sänka utsläppen av växthusgaser med 40 procent till 2030, inte långt från Bidens ursprungliga mål om en halvering.

# Japan

## Långsamma steg mot monetär exitpolitik

**Inflationistiska omvärldskrafter uppvägs av deflationistiska inhemska faktorer vilka möjliggör en avvikande och mer expansiv penningpolitik jämfört med G7-ekonomierna. Uppdämd efterfrågan lyfter BNP-tillväxten i närtid men svagare omvärld och strukturella krafter bromsar återhämtningen. Bank of Japan väntas inleda sin monetära exitpolitik under senare delen av 2023 – men penningpolitiken förblir klart expansiv.**

Såväl penning- som finanspolitik fortsätter att ge Japans ekonomi behövligt tillväxtstöd. Genomslaget begränsas dock av högre inflation och energipriser samt en svagare global efterfrågan. En BNP-återhämtning är möjlig på grund av avtagande negativa effekter från tidigare virusrelaterade nedstängningar och produktions-störningar. Efter en svag inledning på 2022 sker därför en försiktig acceleration med hjälp av en uppdämd inhemsk efterfrågan. BNP-tillväxten 2022 blir 1,9 procent när regeringens stora stödpaket från i våras på 2,4 procent av BNP får full effekt. I takt med gradvis avtagande effekter från den ekonomiska politiken och tilltagande demografisk motvind faller BNP tillbaka mot trendnivåer 2023 och 2024 då BNP väntas växa med 1,6 respektive 1,1 procent. Trendtillväxt bedöms ligga på 0,5-1,0 procent.

### Nyckeldata

Procentuell förändring

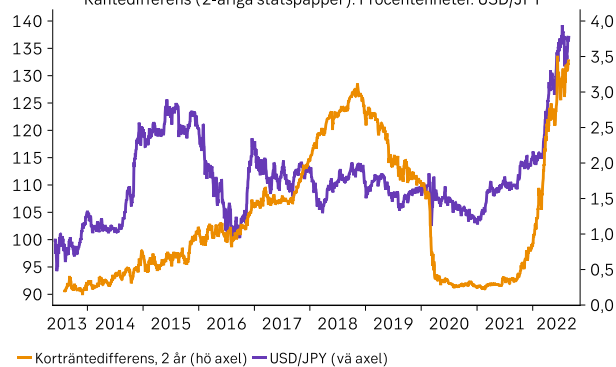
	2021	2022	2023	2024
BNP	1,7	1,9	1,6	1,1
Arbetslöshet*	2,8	2,6	2,5	2,5
KPI	-0,2	2,0	2,1	1,3
Offentligt saldo**	-7,6	-7,8	-3,5	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	263	263	258	259
Styrränta, %***	-0,10	-0,10	0,00	0,25

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

**Hushållen blir ett draglok för tillväxten** under 2023 och 2024. Japans arbetslöshet ligger kvar på historiskt låga 2,5 procent på grund av ett fortsatt minskat

arbetskraftsutbud i och med en åldrande befolkning. Regeringens ekonomiska bidrag till hushållens höga energiräkningar väntas fortsätta in under nästa år. Hushållens sparkvot faller från 8,5 procent i slutet av 2021 till förpandeminivåer runt 3 procent i slutet av prognosperioden. Det ökar privat konsumtion. Ny och tilltagande virus-spridning utgör en risk för Japans återhämtning. Företagen utmanas också av en sämre omvärldsefterfrågan men vinstnivåerna är höga och upprätthålls i exportindustrin av den kraftigt försvagade yenen. Det ger företagen framtidstro vilket gynnar investeringar. De direkta effekterna på Japan av Ukrainakriget är på kort sikt begränsade men över 90 procent av Japans energikonsumtion måste importeras.

Korträntedifferensen USA-Japan gör yenen svag mot dollarn  
Räntedifferens (2-åriga statspapper). Procentenheter. USD/JPY



Källa: Macrobond, SEB

**En syrefattig ekonomisk återhämtning** efter pandemin – och landets deflationshistoria – har bidragit till att landet ställts inför betydligt mindre allvarliga inflationsproblem än andra ekonomier. Inflationstrycket väntas förbli lågt. Trots låg arbetslöshet blir löne-tillväxten måttlig; deflationssoror är fortfarande djupt rotad i Japans ekonomi. Det bekräftas av små rörelser i allmänhetens inflationsförväntningar. Producent-pris-inflationen på ca 9 procent stressar företagen som ogärna vill se högre lönetillväxt. I år blir Japans inflation 2,0 procent för att nästa år stiga ytterligare något; 2024 faller inflationen tillbaka 1,3 procent. Gradvis högre inflationsförväntningar ökar möjligheten till att hushålls och företags löne- och prisbeteende ändras. Det förbättrar Bank of Japans utsikter att mer uthålligt uppfylla inflationsmålet 2 procent.

**Inhemska inflationstrycket** når inte nivåer att det motiverar en snabb kursändring för penningpolitiken. Riskerna för global recession minskar också trycket på Bank of Japan att ändra inriktning på politiken. En joker är yenen som förblir svag när omvärlden går fram snabbt med sina räntehöjningar. Bank of Japan väntas hålla räntan på minus 0,10 procent fram till andra halvåret 2023 med gradvis minskade tillgångsköp.



# Euroområdet

## Från snålblåst till storm

**Energikrisen och andra inflationskrafter bidrar till att Euroområdet nu går in i en recession där en markant nedgång i hushållskonsumtionen är drivande. BNP faller under senare delen av 2022 och ökningen för helåret 2023 stannar på 0,3 procent. Mot slutet av prognosperioden sker en viss återhämtningen i takt med att inflationen gradvis faller tillbaka. ECB höjer snabbt det närmaste halvåret men ekonomisk svaghet begränsar uppgången och under 2024 skapas utrymme för försiktiga räntesänkningar.**

Trots stigande inflation, galopperande energinota och allmän osäkerhet var euroområdets tillväxt under det första halvåret förvånansvärt stark. Det gäller framför allt andra kvartalet då tjänstekonsumtionen växade upp i spåren av slopade restriktioner. Sydeuropas ekonomier, som drabbades hårdast av pandemin, har t ex gynnats av en återhämtning för turismen. Tysk ekonomi har däremot visat svaghet delvis beroende på industrins nära koppling till Kina samt ett stort gasberoende.

### Nyckeltal

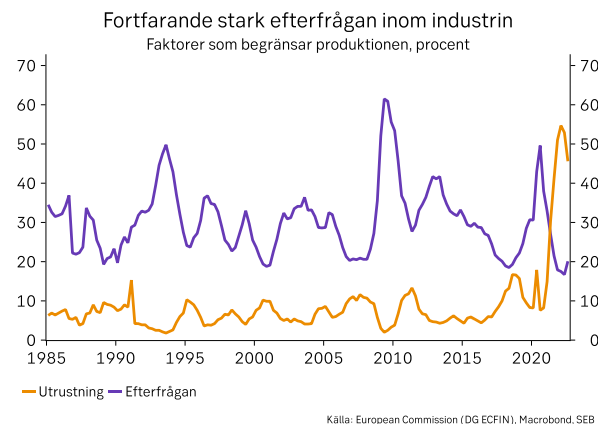
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,3	2,7	0,3	2,1
Arbetslöshet*	7,7	6,6	6,8	7,8
Löner	4,1	4,3	4,5	3,8
KPI	2,6	8,6	6,3	0,3
Offentligt saldo**	-4,3	-3,9	-3,0	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	95,6	96,1	94,8	93,7
Inlåningsränta, %***	-0,50	1,50	1,75	1,50

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

**Rekordhöga energipriser väntar i vinter.** Trots ambitiösa försök att snabbt minska beroendet av rysk energi kommer processen att bli utdragen. Tyskland, Italien, Nederländerna och en rad mindre ekonomier är starkt beroende av den ryska gasen. Naturgas används inte bara till elproduktion och uppvärmning av byggnader utan utgör också en direkt energikälla inom indu-

strin. Marknadens prissättning på el och naturgas inför vintern ligger extremt högt vilket skapar stora utmaningar för prognosen. Terminspriser flera månader framåt i tiden är dock ytterst volatila. Låg marknadslikviditet förstärker bilden av att det är ytterst svårt att tolka vilka, eller vilket scenario som väntas. Det är möjligt att extremt höga priser kommer att leda till så stora anpassningsprocesser att lägre efterfrågan leder till viss prispress också på relativt kort sikt. Den tyska regeringen har t ex lagt en handlingsplan på prioriteringar, men frågan är hur företag och hushåll kommer att agera. Vår huvudprognos innebär att energipriserna ligger kvar på en mycket hög nivå under större delen av 2023. Vissa ransoneringsinslag är tänkbara, men sannolikt undviker myndigheterna att införa administrativt krångliga system. Samtidigt är de en balansgång att dämpa alltför höga pristoppar samtidigt som man fortfarande inte vill koppla ur prismekanismer helt. I många avseenden blir konsekvenserna för ekonomin likartade. Redan nu har dock många energiintensiva företag runt i Europa aviserat nedstängning eller tillfälliga produktionsneddragning som ett svar på de höga energipriserna. Vårt negativa riskscenario där utbudet av rysk gas helt stryps skulle leda till mer omfattande ransoneringar och en djup recession.



**Inbromsning på gång enligt indikatorer.** Indikatorbilden har gradvis försvagats sedan början av året, framför allt för industrin. Orderläget är dock fortsatt relativt gott och efterfrågan utgör i ganska liten grad en begränsning för produktionen enligt företagsbarometrar. Istället skapar brist på utrustning och insatsvaror fortsatta problem och är den största hämskon även om läget väntas förbättras i takt med gradvisa lättnader för globala leveransstörningar. Att framåtblickande indikatorer försvagats gör att industriproduktionen, som stagnerat sedan slutet av 2020, troligen fortsätter sidledes. Förutom osäkerhet i gasförsörjningen kommer problem med transporter när vattennivåerna i bl a tyska floder är låga.

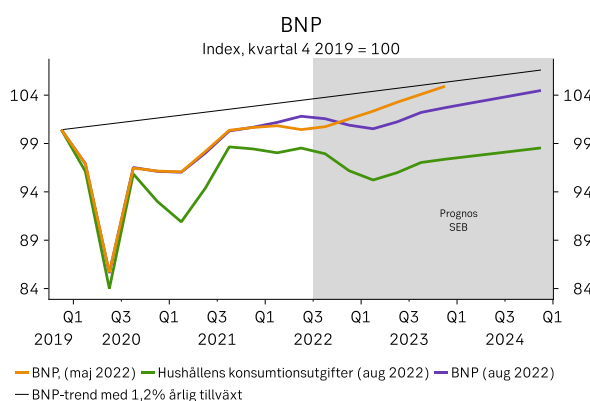
## BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Tyskland	2,6	1,3	-0,1	2,5
Frankrike	6,8	2,2	0,2	2,4
Italien	6,6	3,6	0,3	2,1
Spanien	5,1	4,5	0,0	1,8
Euroområdet	5,3	2,7	0,3	2,1

Källa: Eurostat, SEB

**Uppförtsbacke för hushållen ger mild recession.** Efter två år av restriktioner har hushållen i hög grad valt att återgå till ett mer normalt liv istället för att spara när priserna stigit. En ytterligare uppgång i inflationen innebär dock att sparbuffertar som skapats under pandemin inte räcker till och konsumentförtroendet har fallit till rekordlåga nivåer på många håll. Att prisuppgången är som starkast för nödvändighetsvaror som energi och livsmedel ökar pressen på företag som producerar icke nödvändiga tjänster. Vi bedömer att hushållens totala konsumtionen kommer att minska med drygt 3 procent de närmaste tre kvartalen. Detta är huvudorsaken till att euroområdet nu går in i en recession; om än grund och kortvarig. Den starka inledningen på året gör ändå att BNP-tillväxten når 2,7 procent i år. Nedgången kommande vinterhalvår gör dock att BNP-tillväxten för helåret 2023 blir så låg som 0,3 procent. I takt med att lönerna växlar upp något och inflationen normaliseras vänder BNP upp under senare delen av 2023 och tillväxten för helåret 2024 hamnar runt 2 procent; en bit över trenden.

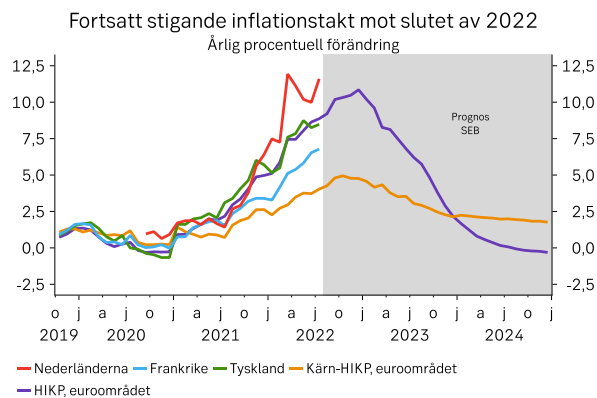


Källa: <Property Source not found>, Macrobond, SEB

**Pandemi och krig har lett till omprövningar.** Pandemin och Rysslands attack på Ukraina har fört EU samman och politiska positioner har omprövats på bred front. Tyskland har t ex mjukat upp sin finanspolitiska strategi och EU har kunnat enas om att handelsrelationer till Ryssland ska dras ned till ett minimum. En ökad grad av självförsörjning är viktig för att kunna klippa banden

med Ryssland och precis som under pandemin är man beredd att ta betydande kostnader för detta. Höga skuldnivåer i flera länder tvingar nu ändå fram tydligare prioriteringar. Budgetunderskottet i euroområdet som helhet beräknas ligga på 3,9 resp. 3,0 procent av BNP 2022-2023. Hög inflation gör dock att BNP i löpande priser ökar snabbt vilket bidrar till att den offentliga skulden faller till 93 procent av BNP mot slutet av prognoshorisonten.

**Klarar sammanhållningen en kall vinter?** Med val i Tyskland och Frankrike avklarade riktas nu fokus mot Italien nyval i september. Efter en förhållandevis lång period av relativt politiskt lugn ser vi nu att förhöjd politisk osäkerhet i kombination med ett stort gasberoende har bidragit till ökade riskpremier. Räntan på 10-åriga statsobligationer ligger nu drygt 200 räntepunkter över de tyska, vilket kan jämföras med en spansk räntedifferens på en bit över 100 räntepunkter. Att Tyskland försatt sig, och därmed Europa, i en svår sats med starkt beroende av Ryssland kan också skapa nya politiska spänningar. Vi har redan sett prov på det när tyska förslag om solidaritet i fördelning av gas kritiserats med hänvisning till den stränga tyska linjen under eurokrisen med hårda disciplinkrav på länder med svaga offentliga finanser. Energiransoneringar i vinter skulle öka påfrestningarna. Med en frystande befolkning blir det inte lätt för politiker att försvara dagens ordning med en alltmer sammanlänkad energimarknad.



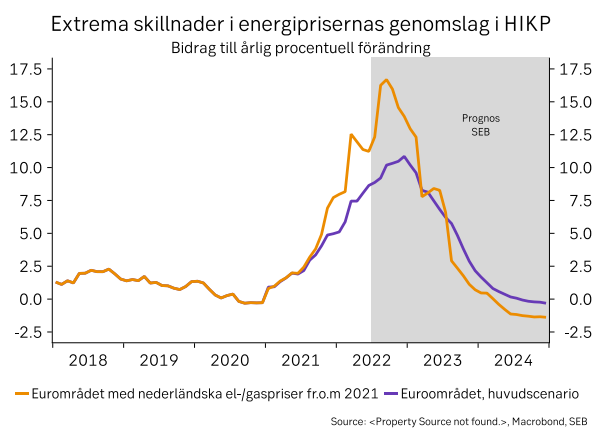
Källa: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), French National Institute of Statistics & Economic Studies

## Inflationen biter sig fast längre än väntat

Priserna har fortsatt uppåt och inflationstakten är nu den högsta sedan första halvan av 1980-talet. Nära hälften av uppgången förklaras av stigande priser på livsmedel och framför allt energi. Livsmedelspriserna väntas fortsätta öka ytterligare en tid trots att priserna på världsmarknaden börjat falla. Årets värmebölja bidrar också till prispress uppåt på vissa livsmedel. Utöver livsmedel och energi har inflationen på andra varor också legat långt över historiska toppar. Även om tjänstepriserna också stiger snabbt avviker de inte lika

mycket från tidigare historiska toppar. Den totala HIKP-inflationen väntas plana ut omkring 10 procent under hösten för att sedan börja sjunka i början på 2023. Kärninflationen väntas toppa på relativt måttliga nivåer strax under 5 procent i september och oktober för att därefter falla långsamt främst på grund av baseffekter.

**Stödpolitiken viktig för inflationsutvecklingen.** Att åtgärderna för att lindra följderna av stigande energipriser utformas på olika sätt får betydelse för KPI-utvecklingen. Kostnaden belastar inte alltid statsbudgeten direkt. I Frankrike får t ex energibolaget EDF ta den största stora smällen då ett pristak i princip satts på el. Eftersom staten äger merparten (och planerar att köpa resten) av bolaget faller bördan ändå indirekt på staten. I andra länder har olika skatter och avgifter sänkts och i vissa betalas kontantstöd ut. Olika kontraktsutförande om när och hur mycket som marknadspriser påverkar hushållen påverkar också genomslaget i KPI. I Nederländerna har el- och gaskomponenten i HIKP dock samvarierat mer i linje med marknadspriserna. För att få en bild av inflationsutvecklingen i frånvaro av stödåtgärder m.m. har vi beräknat HIKP för euroområdet under antagandet att genomslaget i hela regionen hade följt mönstret i Nederländerna. Resultat visar att inflationen som mest skulle bli hela 7 procent högre än i vår grundprognos och toppa på nästan 17 procent i höst. Kalkylen visar primärt varför inflationsprognosen för euroområdet inte avviker så mycket jämfört med Sverige trots de väsentligt högre på energipriserna.



### Potential för kraftigt omslag i inflationsbilden 2024.

Att perioden med extrema energipriser nu verkar bli mer utdragen talar för en relativt lång period med hög inflation. I ett längre perspektiv innebär dock högt uppdrivna prisnivåer på flera områden en betydande potential för nedgång i inflationstakten. Trots allt är många krafter bakom inflationsuppgången av tillfälliga, om än utdragen, karaktär. Det talar för att prisnivåer på t ex energi och livsmedel kommer att sjunka under

2024. Detta leder till låga inflationstal med HIKP runt nollstrecket under senare delen av året.

**Måttlig uppväxling av löneökningarna.** Var den underliggande inflationen hamnar avgörs i hög grad av arbetsmarknads- och löneutvecklingen. Fortfarande finns omfattande bristsituationer på arbetsmarknaden som har sina rötter i pandemin och dessa borde kunna mildras på lite sikt. Företagens anställningsplaner har mattats sedan toppen i början av 2022 men ligger fortfarande på höga nivåer. Minskad efterfrågan och konsumtion kommer att försvaga arbetsmarknaden igen med viss fördröjning. Arbetslösheten stiger mot 8 procent i slutet av 2024; ungefär i paritet med nivån före pandemin. Löneutvecklingen i euroområdet är traditionellt mer trögrörlig än i USA och Storbritannien bl a beroende på en starkare ställning för centrala avtal. Den höga inflationen skapar nu tydliga kompensationskrav. Sannolikt får vi en uppväxling av löneökningstakten men löntagarna lär få kompensation under en längre tidsperiod, vilket är i linje med historiska mönster och minskar risken för en destruktiv pris- och lönespiral. I Tyskland har delar av industrin nyligen tecknat avtal för 18 månader på en nivå som ger knappt 4 procent i årlig uppgång. Löneökningarna i euroområdet väntas stiga från 4,1 procent under 2022 till nära 4,5 procent 2023 och strax under 4 procent 2024. Det är i överkant av som är förenligt med inflationsmålet på sikt men hanterbart och klart lägre än löneökningarna i USA.

### Även ECB växlar nu upp takten

Inflationsuppgången i euroområdet har legat ungefär ett halvår efter USA och har därtill i högre grad varit utbudsdriven. Att ECB det senaste året har intagit en mer avvaktande hållning har därför varit naturligt. Den senaste tiden accelererande inflationsuppgång har dock fått ECB att byta fot. I juli höjdes samtliga styrräntor och ECB tog också ett steg i mer högaktig riktning genom att signalera att kommande beslut blir datadrivna och tas möte för möte. I likhet med andra centralbanker bedömer vi att ECB nu genomför ett antal större räntehöjningar i närtid för att snabbt göra penningpolitiken mindre expansiv. Den neutrala styrräntenivån för euroområdet är dock väsentligt lägre än i USA, delvis pga. den svaga tillväxtpotentialen. EU:s trögare lönesättning gör också att viss mån av vänta-och-se fortfarande är motiverat. Efter tre 50-punkters och en 25-punktershöjningar nås 2,25 procent i styrränta i februari 2023. Nedgången i ekonomin möjliggör sedan att ECB kan sänka räntan till 2,00 procent andra halvåret 2024. Därtill kommer ECB introducera ett nytt instrument (TPI) för att möta alltför stora skillnader i medlemsländernas upplåningskostnader.

# Storbritannien

## Strukturell motvind för BNP ökar inflationstrycket

Utsikterna för ekonomin 2022–2024 fortsätter att färgas av de senaste årens stora chocker: Brexit, pandemin, energikrisen samt demografins negativa långsiktiga effekter. Kortsiktiga indikatorer pekar nu på en tillväxtinbromsning och 2023 väntas BNP-tillväxten bli negativ. Bank of Englands höjningscykel avslutas i slutet av året. När inflationsmålet nås under 2024 öppnas dörren för BoE att sänka räntan något.

**Ekonomi fortsätter arbeta i motvind.** Pressade realinkomster i spåren av pandemi och energikris samt inhemska utbudsbegränsningar till följd av Brexit och en åldrande befolkning skapar utmaningar både på kort och lång sikt. Indikatorer pekar på en pågående inbromsning men baseffekter gör ändå att BNP-ökar med 3,5 procent i år. År 2023 väntas BNP dock falla med 0,3 procent (en kraftig nedrevidering från tidigare prognos på +2,5 procent) när hushåll och företag träffas fullt ut av hög inflation och stramare penning- och finanspolitik. Fallande inflation och något lägre räntor innebär en stabilisering 2024, då BNP växer med 1,3 procent.

### Nyckeldata

Procentuell förändring

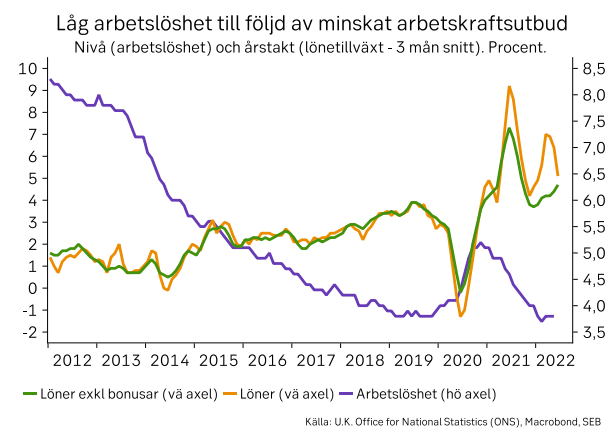
	2021	2022	2023	2024
BNP	7,4	3,5	-0,3	1,3
Arbetslöshet*	4,5	4,1	4,4	5,2
Löner	5,9	5,0	4,2	2,1
KPI	2,6	9,9	11,8	1,6
Offentligt saldo**	-8,0	-5,0	-3,0	-1,5
Offentlig bruttoskuld**	95,3	91,0	89,0	87,0
Styrränta, %***	0,25	2,75	2,75	2,25

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

**Arbetskraftsutbudet fortsätter minska.** Brexit och den därmed minskade immigrationen samt den snabbt åldrande brittiska befolkningen sänker landets potentiella tillväxt. Arbetskraftsbristen är negativ för de

långsiktiga tillväxtutsikterna och utgör en uppåtrisk för inflationen på grund av uthållig lönetillväxt.

**Inflationen väntas fortsätta stiga** och når en topp 18 procent i januari; för helåret 2022 blir inflationen 9,9 procent. Elpriserna ser ut att justeras upp med hela 80 procent i oktober och 40 procent i januari efter den senaste översynen av de reglerade elpriserna. Inflation hålls uppe av en stark arbetsmarknad, stark lönetillväxt, pundets svaghet samt tämligen höga inflationsförväntningar. Global varuinflation väntas dock minska i takt med vikande konjunktur och bättre fungerande värdekedjor. Nästa år väntas KPI-inflationen landa på 11,8 procent för att 2024 dämpas till 1,6 procent.



**Hushållen får viss hjälp.** Den höga inflationen, framför allt på mat och energi gör att hushållen drar ner på annan konsumtion när realinkomsterna minskar. Vi bedömer att konsumtionen som minskar med 2 procent helåret 2023. Nedgången dämpas något av minskat buffertsparandet och visst stöd från finanspolitiken. Engångsskatten på 25 procent för brittiska energiproducenter har bidragit till att finansiera ett stödpaket riktat till hushållen på ca 15 miljarder pund motsvarande ca 0,7 procent av BNP. Nästa år höjs företagsskatten från 19 till 25 procent. Med Liz Truss som väntad ny premiärminister sänks inkomstskatterna främst för låg- och medelinkomsttagare. Högre nominell BNP bidrar till att den offentlig skuldkvoten sjunker till 87 procent av BNP i slutet av 2024.

**Penningpolitiken allt mindre expansiv.** Bank of England (BoE) fortsätter höja räntan i år samtidigt som försäljningen av räntepapper sker i en årlig takt av 80 miljarder pund, varav hälften utgörs av aktiva försäljningar. Vår prognos är att styrräntan höjs till 2,75 procent i slutet av 2022 för att ligga kvar på den nivån under 2023. I takt med att inflationen mer tydligt faller tillbaka under andra halvåret 2023 för att under 2024 åter nå inflationsmålet 2 procent öppnas dörren för BoE att sänka räntan något under 2024.



# Kina

## Tillväxten får ge vika för Covid-policy

Kinesiska beslutsfattare har sent omsider signalerat viss flexibilitet kring landets ekonomiska målsättningar. Även om denna anpassning har minskat trycket på en del lokala myndigheter att nå realistiska mål kommer ytterligare stimulansåtgärder behövas för att stabilisera ekonomiska utsikterna. Utöver den strikta Covid-politiken bidrar även envisa problem i fastighetssektorn till den motvind som ekonomin går emot.

Kinas politbyrå har tonat ner sitt ambitiösa tillväxtmål för 2022 genom att inte nämna målet på "runt 5,5 procent" vid det senaste kvartalsmötet i juli. Detta har minskat trycket på lokala myndigheter vars ekonomier har drabbats hårt av Covid-relaterade restriktioner. Åtgärderna för att motverka inbromsningen är fortsatt återhållsamma och reflekterar Pekings ovilja att föda ekonomin med alltför stora stimulansåtgärder. Sedan den förra *Nordic Outlook* (maj 2022) har vi därför reviderat ner vår BNP-prognos för 2022 till låga 3,5 procent samtidigt som vi höjt prognosen för 2023 en aning till 5,3 procent.

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

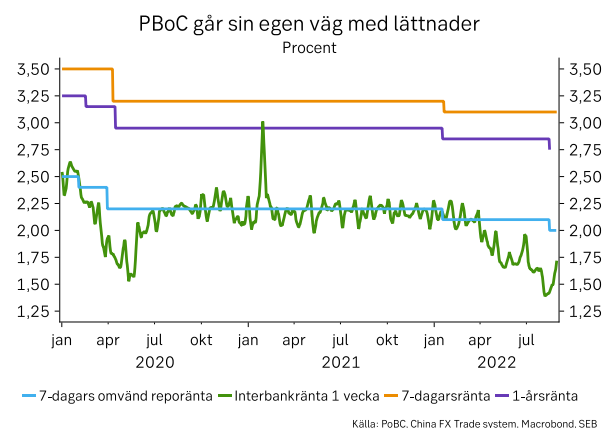
	2021	2022	2023	2024
BNP	8,1	3,5	5,3	5,0
KPI	0,9	2,4	2,3	2,1
Offentligt saldo*	-3,8	-4,9	-4,5	-4,0
Bankernas kassakrav, %**	11,5	11,25	10,75	10,75
1-årig låneränta, %**	3,80	3,60	3,60	3,60
7-d omvärd reporänta, %**	2,20	2,00	2,00	2,00
USD/CNY**	6,36	6,85	6,65	6,30

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

**Covid-politiken utgör den enskilt starkaste motvinden för tillväxten.** Även om smittspridningen i de största städerna är under kontroll efter återöppningen av Shanghai, har omikron-varianten spridit sig till andra delar. Det har lett till partiella nedstängningar i delar av landet, vilket i sin tur lett till svag tillförsikt bland

konsumenterna. Trots fortsatt fallande arbetslöshet i de större städerna har detaljhandelsförsäljningen varit lägre än förväntat. En förändring i Covid-policy skulle ge stöd till konsumtionen, men är dock inte att vänta.

**Likviditetskrisen i fastighetssektorn har utvecklats till en förtroendekris.** Finansieringsvillkoren har varit fortsatt ansträngda för de flesta byggföretag. Utöver en ökning av antalet inställda skuldbetalningar har en del firmor avbrutit byggandet av redan sålda bostäder. Detta har lett till en strejk utan motstycke, där hushåll som tagit ut lån på pausade projekt vägrar att betala och leverantörer ställt in leveranser. Peking har beordrat lokala myndigheter att säkerställa att byggandet återupptas. Vi väntar oss dock ytterligare åtgärder då osäkerhet kring hur regeringen planerar att fördela kostnaderna för att stabilisera sektorn har underminerat Pekings försök att återställa förtroendet.



### Försämrade tillväxtutsikter kräver större åtgärder.

Försvagningen av aktiviteten i juli föranledde en omedelbar penningpolitisk justering. Kinas centralbank (PBoC) sänkte några styrräntor med 10 räntepunkter i augusti, vilket tog den totala sänkningen i år till 20 punkter. Även om centralbanken har lättat på de finansiella villkoren sedan början av 2022, har man föredragit att tillföra likviditet i stället för att sänka räntorna. En ökning av kredittillväxten har tillkommit på grund av stigande emitteringar av statsobligationer. Svagt förtroende har dock hållit tillbaka efterfrågan på banklån. Trots det verkar utrymmet för ytterligare penningpolitiska låtnader begränsat. Centralbanken kommer att vara försiktig med stimulanser för att minska risken att inflationen stiger ytterligare.

**Myndigheterna på regional och central nivå kommer att föra en mer expansiv finanspolitik.** Premiärminister Li Keqiang har uppmanat de sex största provinserna att öka sina stimulansåtgärder genom att låna mer. Peking lär också öka offentliga investeringar för att stabilisera arbetsmarknaden.

# Norden

---

## **Sverige | sid 35**

Fallande realinkomster, stigande räntor och ökade boendekostnader sänker konsumtion, tillväxt och bostadspriser. Styrräntan når 2,25 procent i april 2023; sänkningar påbörjas redan 2024.

## **Danmark | sid 44**

Återöppningseffekter har gett ett tillfälligt tillväxtlyft och vi reviderar upp BNP-tillväxten från 2,4 till 3,0 procent för i år. Energikris, inflation och finansiella åtstramningar från ECB:s räntehöjningar ger nolltillväxt 2023.

## **Norge | sid 42**

Tillväxten mattas och brist på kvalificerad arbetskraft och höga insatspriser tynger produktionen. Hushållen pressas från flera håll men hög efterfrågan och pris på olja och gas samt investeringar i den sektorn gör att total BNP ökar snabbast i Norden.

## **Finland | sid 46**

Hittills har motståndskraften förvånat. Industriproduktionen är stark och fulla orderböcker tyder på fortsatt bra utsikter. Men motvinden tilltar i takt med internationell avmattning, inte minst för den viktigaste handelspartnern Tyskland.



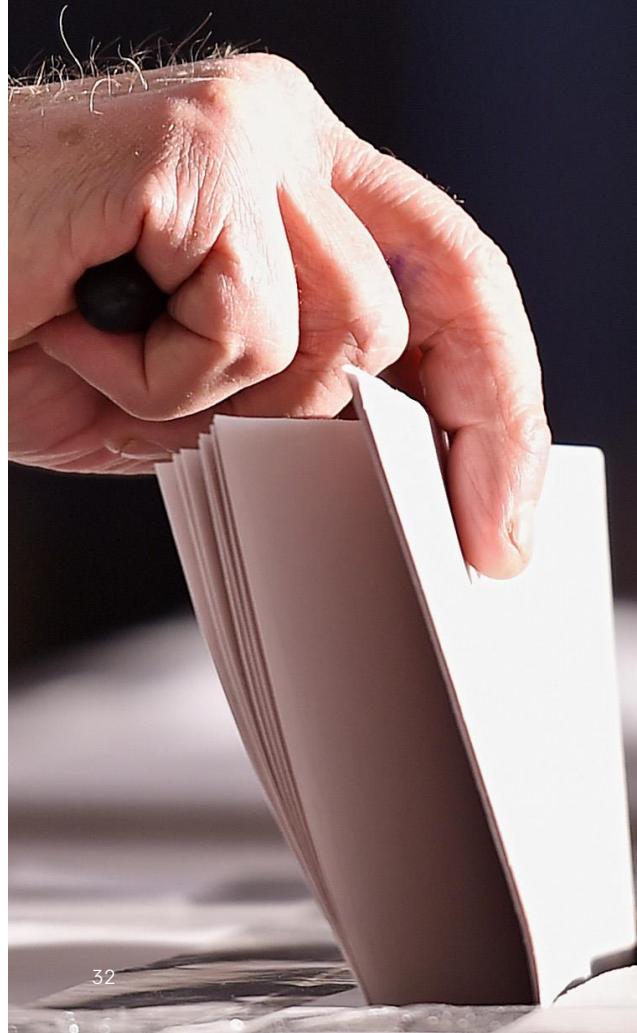
Tema:

# Sverige går mot val

## Tuffa förhandlingar väntar när ny regering ska bildas

Sverige går mot ett spännande riksdagsval den 11 september. Förutsättningarna är på flera sätt nya, opinionsläget jämnt och valutgången svårtippad. Vare sig den styrande majoriteten eller oppositionen består av partier som fullt ut är beredda att ingå i samma regering eller ens budgetsamarbeta med varandra. Valet, oavsett utgång, lär därmed följas av omfattande förhandlingar innan en ny regering finns på plats och nya skriftliga avtal i stil med det tidigare Januariavtalet är att vänta. Mot bakgrund av de stabila svenska statsfinanserna är en politisk riskpremie ändå osannolik. Inte heller givna vallöften eller förslag kring det finanspolitiska ramverket väntas få avgörande makroekonomisk betydelse.

**Den svenska blockpolitiken består men har förändrats.** Visserligen står Socialdemokraternas (S) och Moderaternas (M) partiledare, Magdalena Andersson respektive Ulf Kristersson, alltjämt som tydliga statsministerkandidater för var sin sida, men inom blocken ser det annorlunda ut än tidigare. De innehåller både nya partier och nya interna motsättningar. De senaste regeringsbildningarna har varit långdragna processer i ett svenskt perspektiv och maktutövandet har försvårats av svagt parlamentariskt stöd. Det har bland annat inneburit att regeringen i flera perioder styrts landet på oppositionens budgetar, en företeelse som fram tills för några år sedan framstod som närmast omöjlig. Det var också just en sådan budgetsituation, då Centerpartiet (C) i höstas släppte fram Magdalena Andersson som statsminister men inte stödde regeringens budget, som Miljöpartiet (MP) valde att lämna regeringen. Sedan dess leds landet av en socialdemokratisk enpartiregering. Den senaste tiden har C signalerat ett ytterligare närmande till S genom att uttrycka en vilja att ingå i en S-ledd regering efter valet, om än med en del förbehåll. Den tidigare Alliansen (M+KD+L+C) som regerade Sverige mellan 2006 och 2014 är därmed definitivt ett avslutat kapitel.



**Till den moderatledda oppositionen** har däremot Liberalerna (L) återvänt och Sverigedemokraterna (SD) tydligare anslutits. Opinionsmässigt innebär det att båda sidorna i svensk politik återigen är ungefär lika stora och det är upplagt för ett spännande val med oviss utgång.

**Kan förtroende, riksdagsspärr eller sakfrågor avgöra valet?** En fördel för regeringssidan är att statsminister Andersson är den partiledare som åtnjuter klart högst förtroende i väljarkåren. Hon är den enda som regelbundet ligger över 50 procent i förtroendemätningar medan det numera på andraplatsen är dött lopp mellan Kristersson, Busch och Åkesson på runt 40 procent. I ett läge där både omvärlden och de inrikespolitiska förutsättningarna känns osäkra, kan förtroendefrågan bli viktig. Till regeringssidans nackdel talar å andra sidan att de partiledare vars partier kommer att behöva utgöra underlaget för en S-ledd regering (V, MP och C), är de som återfinns i botten på förtroendemätningarna.

**Åtta riksdagspartier även efter valet.** De senaste två åren har MP och L i opinionsundersökningar haft svårt att ta sig över 4-procentsspärren till riksdagen. Under de senaste veckorna och månaderna har dock båda partierna fått fastare mark under fötterna. L har fått tydlig draghjälp av partiledarbytet till Johan Pehrson och MP har sannolikt stärkts av att "Klimat & Miljö" under sommaren seglat upp som väljarnas näst viktigaste fråga. Eftersom ett misslyckande att komma in i riksdagen kan få avgörande betydelse i kampen om regeringsmakten, kan heller inte stödöstande (ett vanligt inslag i svensk politik) uteslutas. Tillsammans med det historiska faktum att det är ovanligt att ett parti åker ur riksdagen (senast var det Ny Demokrati 1994) talar mycket för att dagens åtta riksdagspartier alla kommer sitta kvar även efter valet.

**"Lag & Ordning" är väljarnas enskilt viktigaste fråga** och på tredje plats kommer i flera undersökningar "Sveriges Ekonomi". I båda dessa frågor har den M-ledda oppositionen ett övertag då de av väljarna anses ha bäst politik. "Lag & Ordning" har dock varit den viktigaste frågan under lång tid (med ett kort undantag för "Försvar" i samband med krigsutbrottet i Ukraina) och frågan är om det fortfarande är en fråga som kan driva väljare mellan blocken. När det gäller frågorna på andra och fjärde plats, "Klimat & Miljö" respektive "Sjukvård", väger de till vänstersidans fördel, även om skillnaderna numera är mindre än de varit historiskt.

**Som det ser ut nu** talar alltså förtroendefrågan något till vänstersidans fördel och sakfrågornas ranking i väljarkåren något till högersidans fördel, medan det är dött lopp i kampen mot riksdagsspärren. Mycket tyder därmed på att valkampanjens slutskede blir viktigt och

framgångar eller misslyckanden i intervjuer, partiledardebatter och presentationer av förslag och vallöften kan bli avgörande. Möjligen hämmar det den sittande regeringen något att den suttit i två mandatperioder och det är erkänt svårt att bli omvald till en tredje period.

### Jämnt mellan regeringsalternativen inför valet 2022

Procent; valresultat 2018 och opinionsläget

	Val 2018	Aug 2022	Max	Min
Socialdemokraterna (S)	28,3	29,4	31,8	27,5
Miljöpartiet (MP)	4,4	5,0	5,7	4,3
Vänsterpartiet (V)	8,0	8,4	9,4	6,8
Centerpartiet (C)	8,6	6,5	7,9	5,4
Moderaterna (M)	19,8	17,7	18,7	16,2
Liberalerna (L)	5,5	5,3	6,3	4,5
Kristdemokraterna (KD)	6,3	5,8	6,3	5,3
Sverigedemokraterna (SD)	17,5	20,4	22,8	18,3
<b>S+MP+V+C</b>	<b>49,3</b>	<b>49,3</b>	<b>54,8</b>	<b>44,0</b>
<b>M+KD+L+SD</b>	<b>49,1</b>	<b>49,3</b>	<b>54,1</b>	<b>44,3</b>

Källa: Sammanvägning av de 10 senaste mätningarna enligt Pollofpolls.se.

### Interna motsättningar gör att osäkerheten kvarstår efter valet.

Tiden när man på valdagskvällen visste hur en ny regering skulle se ut är förbi. På vänstersidan har C sagt att partiet inte kan ingå i, eller ens stödja, en regering som V ingår i. På högersidan har M, KD och framför allt SD uttryckt tveksamhet till att släppa in L i regeringen. Vare sig M, KD eller L accepterar heller att SD ingår. Det är därmed upplagt för långa förhandlingar och diskussioner innan en ny statsministerkandidat kan godkännas av riksdagen.

**Trots kritiken - nytt avtal lär behövas.** Svensk inrikespolitik har de senaste åtta åren präglats av skriftliga avtal med märkliga förkortningar. DÖ – Decemberöverenskommelsen – slöts mellan regeringen och den borgerliga oppositionen 2014 i ett försök att hålla SD utanför den politiska makten och tillåta det största av de båda traditionella blocken i svensk politik att regera trots otillräckligt parlamentariskt stöd. JA – Januariavtalet – slöts 2019 mellan S, MP, C och L och innehöll 73 punkter om vilken politik som regeringen (bestående av S och MP) skulle genomföra i utbyte mot att släppas fram till makten och få stöd i budgetomröstningarna av C och L. Båda dessa avtal bröts i förtid och fick i efterhand utstå mycket kritik. Trots det är det mycket troligt att även höstens regeringsbildning kommer att åtföljas av ett liknande avtalsskrivande. På vänstersidan är det t ex osannolikt att V kommer att ingå i en regering. Dels

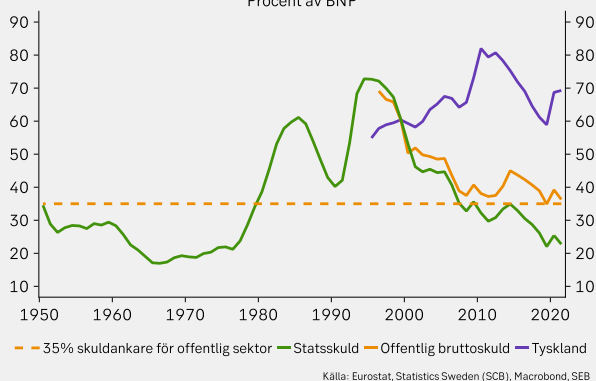


på grund av olika uppfattningar i grundläggande frågor som säkerhetspolitik och Natomedlemskap, dels för att C sagt blankt nej till stöd till en regering som V ingår i. V kommer då att kräva omfattande sakpolitiska utfästelser från regeringen, utfästelser som med största sannolikhet behövs nedtecknas i ett skriftligt och offentligt avtal. Möjligen kan en liknande lösning krävas för MP och/eller C om dessa partier inte erbjuder statsrådsposter. På högersidan är de säkra regeringspartierna M och KD. Dessa båda partier har dock varit svala i förhållande till Liberalernas och direkt avvisande till Sverigedemokraternas önskan att ingå i regeringen. När krutröken lag sig och förhandlingarna är klara är det troligt att L trots allt släpps in medan SD står utanför. Även SD kommer då att kräva ett avtal med regeringen om ett antal sakpolitiska åtaganden i utbyte mot sitt stöd. Det är således svårt att se hur en regeringsbildning – på någon sida – skulle gå till utan att en eller annan form av nytt skriftligt avtal sluts partierna emellan.

### Liten risk för politisk riskpremie

Det finns alltså en betydande risk för såväl en utdragen regeringsbildningsprocess som för en minoritetsregering utan stabilt stöd i riksdagen. Frågan infinner sig då om vi ska vara oroliga för en riskpremie (t ex svagare krona, högre räntor eller minskade investeringar) kopplad till politiken. Vi tror att den risken är begränsad och en anledning är de starka svenska statsfinanserna som skapar manöverutrymme. I Sverige har, till skillnad från i många andra länder, vare sig regeringens svaga parlamentariska stöd eller det senaste decenniets kriser, pressat upp den offentliga skuldnivån.

Låg skuld trots återkommande kriser  
Procent av BNP



Medan krispaketet under pandemin ökade den offentliga skulden rejält i många länder var uppgången i Sverige närmast marginell och nivån är i nuläget under 35 procent av BNP, vilket är nivån för skuldankaret i det finanspolitiska regelverket. Den låga offentliga skuldsättningen gör Sverige mindre sårbart och minskar den politiska riskpremien. Det som talar till Sveriges nackdel är snarare den globala osäkerhet som nu råder, med

skyhögt inflation, stigande räntor, geopolitisk oro och sviktande tillväxt. I ett sådant läge minskar riskapiten globalt och små länder som Sverige tenderar att tappa i attraktionskraft. Rent politiskt verkar dock den svenska traditionen av samförstånd snarare ses som en styrka. Sannolikt rubbas inte den bilden ens av en utdragen regeringsbildning.

### Svårare ekonomisk-politisk balansgång bidrar till viss återhållsamhet inför valet.

Omfattande stimulanspaket var vardag under pandemin och det ekonomisk-politiska samspelet var relativt oproblematiskt. Både finans- och penningpolitiken var expansiva och båda sidor såg gärna att den andra gjorde ännu mer. Nu har inflationen växlat upp rejält och läget är annorlunda. Riksbanken genomför nu en framtung räntehöjningscykel. Samtidigt bromsar ekonomin in och hushåll och företag pressas av stigande priser och räntor. Finanspolitikens normala reaktion är att stötta i nedgång, men nu blir balansgången svår när efterfrågan inte får stimuleras så mycket och så brett att inflationen får bränsle. Balansgången bidrar till den relativa återhållsamhet som hittills präglat löftesgivningen inför det här valet. Många av utspelen kretsar kring hårdare straff, sjukvårdens organisation, rätten till vinstuttag för friskolor och andra frågor som inte kommer med någon tydlig ekonomisk prislapp. De största undantagen är partiernas förslag om kompensation till hushåll och företag för de höga elpriserna, där S hittills gått längst med förslag på 60 miljarder kronor som ska finansieras med de ökade intäkterna till Svenska Kraftnät.

En annan återhållande faktor är att det osäkra parlamentariska läget gör att ingen vet vad som faktiskt går att genomföra och ingen vill reta sig för mycket med eventuella framtida samarbetspartners. Ett område som ändå i viss mån hanteras enligt den traditionella vänster-höger-skalan är skattefrågorna. Framför allt M har utlovat skattesänkningar på såväl inkomster som drivmedel medan S pekat på behovet av skattehöjningar, tydligast genom införandet av en "beredskapskatt" som verkar påminna om den nyligen borttagna värnskatten. Samtidigt har den tänkta samarbetspartnern C som krav att inga skattehöjningar ska genomföras av en regering som vill ha deras stöd, så även där är det svårt att bedöma sannolikheten för ett genomförande. Det är troligt att skattekvoten blir något högre med en S-ledd regering än med en M-ledd men saldomässigt är det svårt att på förhand se tydliga skillnader. Sammantaget tror vi, oavsett vilken sida som vinner valet, att finanspolitiken 2023-2024 blir expansiv men inte mer än att skuldkvoten fortsätter att falla till under 30 procent av BNP.

## Sverige

# Hushållen pressade av inflation och boprisfall

Hushållen pressas från flera håll och fallande realinkomster sänker konsumtion och tillväxt. Bostadspriserna väntas falla med 15–20 procent när räntebördan stiger och andra boendekostnader är extremt höga. Spridningseffekterna av boprisfallet blir dock relativt begränsade. Regeringsbildningen efter valet blir troligen komplicerad men detta lär i liten grad oroa finansiella marknader. Riksbanken höjer på ett framtungt sätt och styrräntan når 2,25 procent i april 2023 men redan 2024 påbörjas sänkningar.

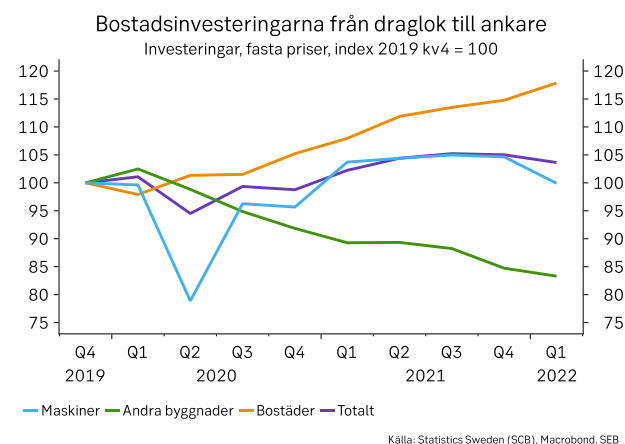
En tydlig rekyl uppåt under andra kvartalet har bidragit till att BNP-tillväxten för 2022 har justerats upp till 2,6 procent trots att indikatorer tyder på att BNP-tillväxten nu saktar in. Hushållen pressas hårt av stigande priser och högre räntor och vi räknar med att konsumtionen börjar falla mot slutet av 2022 för att sedan fortsätta nedåt under större delen av 2023. BNP väntas falla i konsekutiva termer under hösten och vintern och genomsnittet för helåret 2023 stannar på 0,0 procent; en betydande nedjustering från 1,8 procent i förra Nordic Outlook. Under 2024 närmar sig BNP-tillväxten sin långsiktiga trend även om årsgenomsnittet stannar på 1,7 procent. Hög inflation gör att Riksbanken höjer taktiken och styrräntan toppar på 2,25 procent redan i början av 2023. Fallande inflation och vikande konjunktur öppnar på sikt upp för räntesänkningar och i slutet av 2024 väntas styrräntan ligga på 1,75 procent.

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,1	2,6	0,0	1,7
Arbetslöshet*	8,8	7,5	7,8	8,1
Löner	2,7	2,6	4,5	3,5
KPIF	2,4	8,2	5,9	1,5
Offentligt saldo**	-0,3	0,4	0,2	0,0
Offentlig bruttoskuld**	36,7	31,7	29,3	28,1
Styrränta, %***	0,00	2,00	2,25	1,75

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

**Vikande efterfrågan när utbudsproblem lättar.** Efter en snabb återhämtning efter pandemin började indu-

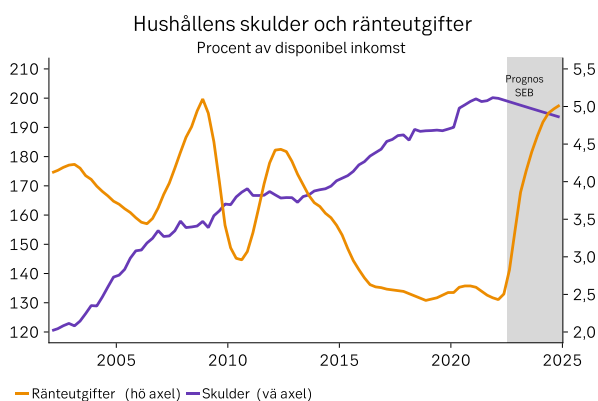
strin tappa fart i mitten på 2021, främst beroende på leveransproblem och brist på vissa insatsvaror. När nu produktionsproblemen ser ut att lättas tycks efterfrågan vara på väg att vika. Inköpschefsindex (PMI) och industriförtroende har fallit tillbaka från relativt höga nivåer och nedgången väntas fortsätta. Att PMI i Tyskland fallit till nivåer som indikerar minskad produktion är oroande även för svensk del. Kraftigt stigande energipriser talar för försiktiga investeringar internationellt, vilket skulle drabba den insats- och kapitalvaruinriktade svenska industrin relativt hårt. Å andra sidan är svensk industris beroende av naturgas litet och elpriserna är, trots stora uppgångar, låga i ett europeiskt perspektiv. Det gäller framför allt i norra Sverige där man ligger nära normala nivåer. Detta talar för att nedgången för svensk industri blir mildare än i Tyskland och euroområdet. Vikande omvärldsefterfrågan innebär dock att exporten sannolikt faller mot slutet av 2022 och nedgången fortsätter under första halvåret 2023. Som årsgenomsnitt ökar ändå exporten med 1,0 procent under 2023 efter en uppgång med 3,7 procent under 2022.



**Bred investeringsnedgång.** Investeringarna återhämtade sig starkt efter nedgången under pandemin inledning men i början av 2022 såg vi förnyade svagheter i spåren av tilltagande osäkerhet. Internationell motvind talar för att maskininvesteringar fortsätter att mattas. Investeringarna i kommersiella lokaler har uppvisat en nedåtgående trend de senaste två åren och med stigande räntor och byggkostnader kommer nedgången troligen nu att accelerera. Högre kostnader och svagare bostadsmarknad har också bidragit till att antalet påbörjade bostäder fallit brant hittills i år. Efter att ha varit en positiv drivkraft för tillväxten de senaste åren kommer investeringar i bostäder att ge negativa bidrag till BNP-tillväxten i storleksordningen 0,5 procentenheter 2023 och 2024. Osäkerheten är dock stor och anekdotisk information från kommunala bostadsbolag indikerar nästan ett totalstopp för nya

projekt. Att bostadsbyggandet är lågt i förhållande till befolkningsstillväxten mildrar dock nedgången. De totala investeringarna väntas falla med 1,0 procent 2023, varefter en återhämtning sker 2024 med en ökning på 3,0 procent.

**Hushållens respons avgör nedgångens djup.** En stark återhämtning för tjänstekonsumtionen och fortsatt hög varukonsumtion gjorde att den totala konsumtionen var tillbaka på sin historiska trend i början av 2022. Men nu hopar sig orosmolnen. Urholkat köpkraft har fått hushållsförtroendet att falla till den lägsta nivån sedan början av 1990-talet. Än så länge har konsumtionen ändå hållits uppe, även om svaghetstecken kunde skönjas i juni. Fortsatt hög inflation och en trolig försvagning av arbetsmarknaden talar för att framtidstron fortsätter att försvagas och sannolikt står vi då inför en konsumtionsnedgång. Trots stöd från finanspolitiska åtgärder på totalt nästan 40 miljarder kommer hushållens reala inkomster att falla 2022, och nedgången bedöms fortsätta med mer än 3 procent 2023 trots stöd med ytterligare 40 miljarder. Stora delar av stöden till hushållen under 2022 och 2023 är tillfälliga, framför allt för att motverka höga energipriser. Konsumtionen får visst stöd av minskat sparande men eftersom sparkvoten 2022 väntas hamna 5-6 procentenheter lägre än 2020 är har potentialen för ytterligare nedgång 2023 och 2024 minskat. Att hushållen normalt brukar öka sitt sparande när konjunkturen viker indikerar en tydlig nedåtrisk för konsumtionsprognosen.



**Sannolikt med prisfall på bostäder på 15–20 procent.**

Mellan februari och juli föll bostadspriserna med 8 procent enligt Valueguards mått. Även om bara en mindre del av pandemiuppgången reverserats är hastigheten i nedgången oroande. Kombinationen av stigande räntor och urholkad köpkraft har snabbt förändrat situationen på bostadsmarknaden. Ränteutgifterna som andel av disponibla inkomster väntas öka från 2,5 procent i början på 2022 till drygt 5 procent 2024. Vi räknar med att nominella huspriser

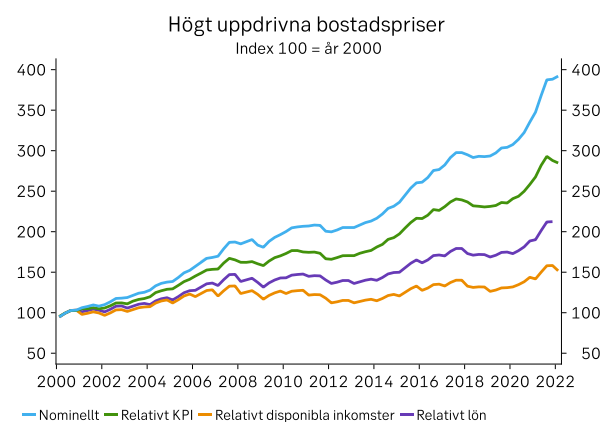
faller mellan 15-20 procent fram till mitten av 2023, vilket får negativa konsekvenser för hushållens konsumtion och lägre bostadsbyggande. I temaartikel på sid 39 diskuteras läget för bostadsmarknaden t ex med en analys av likheter och skillnader mot tidigare perioder av prisfall.

**Hushållens inkomster och sparande**

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Real disponibel inkomst	3,2	-0,7	-3,1	1,1
Privat konsumtion	6,0	4,0	-1,5	2,0
Sparkvot	15,4	12,3	8,8	8,4

Källa: SCB, SEB



**Stark arbetsmarknad i utgångsläget.**

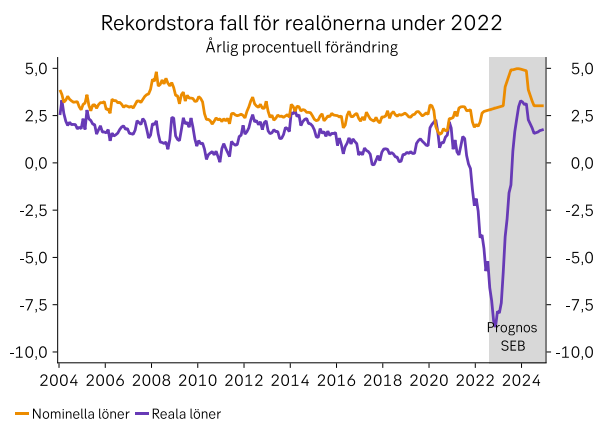
Trots inbromsning av produktionen har arbetsmarknaden uppvisat fortsatt styrka. Sysselsättningen ligger nu något över förkristrenden och kortsiktiga indikatorer tyder på fortsatt uppgång i närtid. Arbetslösheten har visserligen bitit sig fast på en relativt hög nivå men det beror i hög grad på stigande arbetskraftsdeltagande, främst bland utrikesfödda. Framöver kommer dock svagare konsumtion och byggande att minska efterfrågan på arbetskraft. Vi tror därför att arbetslösheten vänder uppåt under hösten och når en nivå på 8,2 procent mot slutet av 2023.

**Utmanande miljö för avtalsrörelsen.**

Stigande elpriser under vintern ser ut att grusa tidigare förhoppningar om att förhandlingarna skulle underlättas av en lugnare inflationsmiljö. Att svensk KPI-inflation också drivs upp av stigande boräntor försvårar förhandlingarna ytterligare; Som årsgenomsnitt väntas KPI öka med drygt 8 procent i år och med mer än 7 procent 2023. Situationen på arbetsmarknaden blir också viktig för förhandlingarna. Enligt KI-barometern var bristen på arbetskraft rekordhög under andra kvartalet. När avtalsrörelsen kommer in i sin avgörande fas i februari-mars 2023 lär dock arbetsmarknadsläget vara betydligt svalare

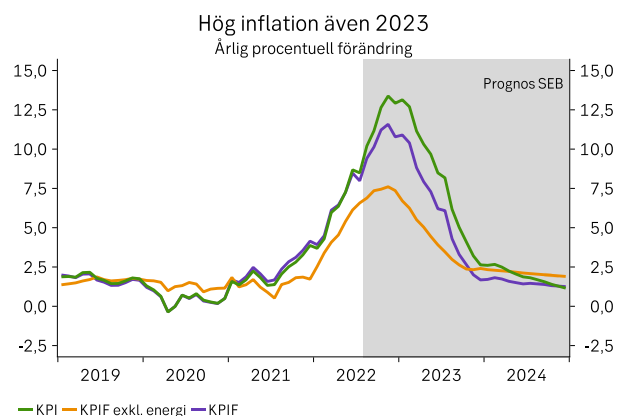
samtidigt som inflationstrycket hunnit dämpas en del. Statlig kompensation för höga elpriser lär också underlätta förhandlingarna även om detta troligen inte formellt kommer att påverka KPI-utfallen. Måttliga inflationsförväntningar på längre sikt talar också för modesta avtal.

**Viss lönekompensation trolig.** I en avtalsmiljö som blir den svåraste sedan 1990-talet är det svårt att tro att löntagarna ska bli helt utan kompensation för de kraftiga prisökningarna. Tuffa förhandlingar väntar men vi tror på en viss uppväxling av avtalsnivåerna jämfört med det senaste decenniets relativt låga tal. Det är sannolikt att förhandlingarna resulterar i framtunga lönehöjningar, eventuellt med någon form av engångsutbetalning för 2023 i linje med det vi sett i Tyskland. Detta skulle skicka en signal till Riksbanken om att det handlar om ett undantag och att parterna är måna om att inte utmana inflationsmålet på sikt. Mot bakgrund av detta har vi justerat upp löneprognosen till 4,5 procent för 2023 (från 3,5 procent). År 2024 saktar löneökningarna saktar in till 3,5 procent på grund av avtalskonstruktionen samt relativt svag arbetsmarknad.



### Rekordhöga elpriser fördröjer inflationsnedgången.

Efter att ha stigit brant under första halvåret föll ökningstakten för KPIF tillbaka till 8,0 procent i juli drivet av lägre energipriser. Inbromsningen lär bli tillfällig och terminsmarknaden indikerar elpriser i höst och vinter som är nästan tre gånger högre än förra vinterns nivåer som då uppfattades som dramatiskt höga. Vi räknar med inflationen mätt som KPIF toppar över 10 procent i höst. KPIF exklusive energi har stadigt ökat under 2022 och nådde 6,6 procent i juli. En mycket stark uppgång för livsmedelspriserna med (13,5 procent i juli) är en viktig drivkraft men även priserna på andra varor och tjänster har ökat snabbt. Tecken på en dämpning av internationella priser på livsmedel och andra varor talar för att KPIF exkl. energi nu ligger relativt nära toppen och på en utplaning en något över 7 procent under hösten.



Källa: Macrobond, SEB

**Inflationen faller tillbaka på sikt.** Flera faktorer talar för lägre inflation på lite sikt. Svagare konsumtion i spåren av urholkade realinkomster sätter press nedåt från efterfrågesidan. Även om lönerna växlar upp en del är en inhemsk pris-lönespiral som varaktigt lyfter inflationstrycket osannolik. Den viktigaste faktorn är dock att internationella priser väntas falla eller åtminstone inte fortsätta uppåt. Osäkerhet avseende energipriser samt risk för att spridningseffekterna underskattas gör ändå att uppåtriskerna dominerar det närmaste året. På längre är riskerna balanserade och en viss normalisering av energipriserna talar för att inflationen faller under 2 procent under 2024. Till skillnad från nästan alla andra länder ger stigande boräntor en extraskjut till KPI-inflationen som beräknas överstiga 12 procent i slutet av 2022. Styrräntesänkningar under 2024 gör att räntekostnaderna då istället bidrar till att sänka KPI-inflationen.

**Högre räntor trots vikande konjunktur.** Stigande inflation har medfört en abrupt omläggning av penningpolitiken. I juni signalerade Riksbanken styrräntehöjningar med 50 punkter vid årets två avslutande beslutstillfällen så att man når nivån 1,75 procent i slutet av 2022. Inflationen har sedan dess överraskat Riksbanken på uppsidan och vi tror att gapet vidgas ytterligare så att augustisiffran för KPIF exkl. energi kommer att hamna mer än en procentenhet högre än Riksbankens juniprognos. Detta bidrar till att vi tror att en höjning med 75 punkter är det mest sannolika vid septembermötet.

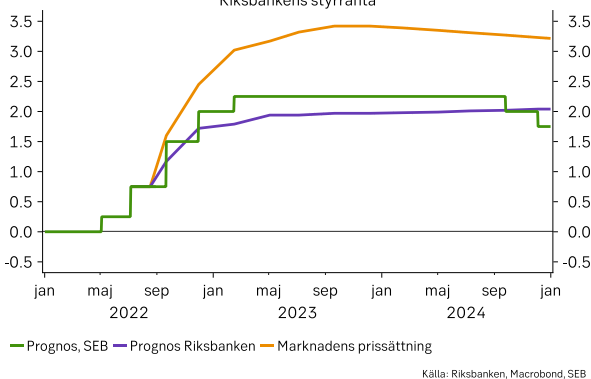
### Svåra policydilemman leder till räntesänkning 2024.

Även om Riksbanken nu helt fokuserar på inflationsbekämpningen står man inför svårare avvägningar på lite sikt. Konjunkturutsikterna har försämrats de senaste månaderna och även om Riksbanken i juni tog höjd för ett svagt 2023 har nedåtriskerna ökat betydligt. Att bostadspriserna tydligt börjat falla är en annan faktor som man inte helt kan ignorera. En anpassning av priserna i sig är inget problem för Riksbanken men



kombinationen av stigande arbetslöshet och fallande tillgångspriser riskerar att leda till en större nedgång i konsumtionen, vilket i slutändan kan resultera i alltför låg inflation. Den höga andelen lån med rörlig eller kort bindningstid gör att den åtstramande effekten av räntehöjningar kommer betydligt snabbare än i USA och euroområdet. Efter höjningen med 75 punkter i september räknar vi med ytterligare 50 punkters höjning i november. Därefter avrundas höjningscykeln i början på 2023 så att vi når 2,25 procent i februari när inflationen börjar närma sig målet under första halvåret 2024 sänks styrräntan på nytt till 1,75 procent i slutet av prognosperioden.

Marknaden räknar med aggressiva räntehöjningar i närtid  
Riksbankens styrränta



Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

**Obligationköpen nära noll 2023.** I april beslutade Riksbanken att obligationköpen skulle halveras under andra halvåret 2022. I juni ändrades beslutet till att köpen bara skulle bli en fjärdedel så stora som första halvåret eller totalt 18,5 miljarder. Köpen är jämnt fördelade mellan bostads-, stats- och kommunobligationer medan företagsobligationer är begränsade till 0,5 miljarder. Liksom tidigare redovisar Riksbanken ett brett spektrum av scenarier för köpen längre fram. Vi tror dock att köpen i princip kommer att avvecklas under 2023. Att Riksbankens obligationsinnehav har en kort genomsnittlig löptid innebär att balansräkningen kommer krympa snabbt de närmaste åren.

**Varierande utveckling för obligationsdifferenser.**

Svenska och tyska räntor har den senaste tiden utvecklats på olika sätt. Räntedifferensen för korta löptider har vidgats betydligt samtidigt som den minskat för långa räntor. Uppgången på den korta sikten förklaras av att Riksbanken väntas höja räntan betydligt mer aggressivt än ECB. Drivkrafterna för på långräntesidan är inte uppenbara men nedgången kom från en tidigare högt uppdriven nivå. Den svenska räntekurvan har nu inverterat och 10-årsräntan ligger ca 30 punkter lägre än 2-årsräntan. Den svenska kurvan påminner därmed om USA:s och speglar förväntningar på räntesänkningar framöver, även om de ligger lite längre fram i tiden i Sverige. Vi tror att svenska 10-årsräntan stiger till 2,35

procent i slutet av 2023, vilket innebär att räntedifferensen mot Tyskland åter stiger något.

Inverterad räntekurva i Sverige och USA  
Räntedifferens mellan 10- och 2-åriga statspapper



Källa: Macrobond, SEB

**Svår balansgång för finanspolitiken.** Samspelet mellan finans- och penningpolitik är nu mer komplicerat än på länge. Starka statsfinanser och hushåll som pressas av urholkade realinkomster talar för finanspolitiska stimulanser men samtidigt finns risken att sådana försvårar Riksbankens inflationsbekämpning. Avtrappning av pandemistöd och att hög inflation på kort sikt förstärker de offentliga finanserna och gör finanspolitiken sammantaget i år blir åtstramande trots nya kompensationsåtgärder för att lindra konsekvenserna av höga elpriser.

**Statsskulden sjunker trots vallöften.** I pågående valrörelse ser vi nu en vilja att föra in mer ideologiska inslag i den ekonomiska politiken efter att krisåtgärder dominerat under ganska lång tid. För 2023 och 2024 räknar vi med stimulansåtgärder av storleksordningen 30–40 miljarder per år även om frågetecken kring valresultat och utfallet av regeringsförhandlingar gör prognosen extra osäker (se temaartikel sid 32). Samtidigt fortsätter statens inkomster att gynnas av en miljö med hög inflation och höga elpriser. Det offentliga saldot beräknas därför förbättras något från -0,3 procent av BNP 2021 till nära noll 2024. Den offentliga skulden, som i nuläget ligger nära skuldankaret på 35 procent av BNP, faller ytterligare till under 30 procent av BNP 2023 och 2024. Frågan om lättnader i det finanspolitiska ramverket kommer därmed att fortsatt vara aktuella i debatten.

Tema:

# Stora boprisfall

Men begränsad risk för negativ spiral

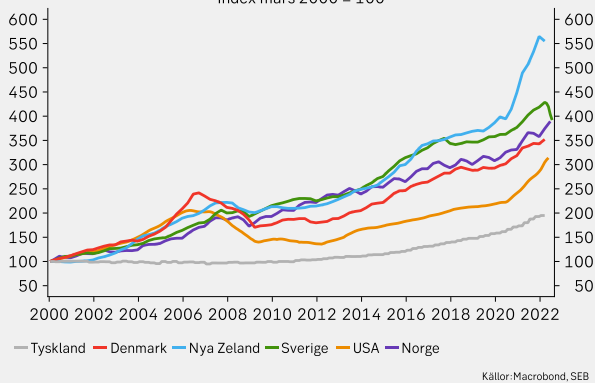
Snabbt stigande räntor och urholkad köpkraft sätter press på bostadspriserna. Efter en kraftig och ovanligt synkroniserad internationell prisuppgång under pandemin är det nu sannolikt att vi får se prisfall på bostäder i Sverige som är relativt kraftiga i ett historiskt perspektiv. Bopriserna väntas falla mellan 15 och 20 procent, men flera skäl talar för att de real-ekonomiska spridningseffekterna blir begränsade. Även om det finns vissa likheter med den djupa krisen på 1990-talet är det därför inte sannolikt att vi nu står inför en liknande nedåtgående spiral. Finans- och makrotillsynspolitik skulle kunna begränsa nedgången jämfört med vårt huvudscenario men det är sannolikt att man går försiktigt fram för att undvika en policy-konflikt med Riksbanken.

**Oväntad pandemiuppgång.** Den kraftiga ekonomiska nedgången i pandemins inledningsskede ledde till oro för stora boprisfall. Prognoserna baserades bl a på historiska samband mellan bostadspriser, BNP och arbetslöshet. Prisedgången blev dock marginell initialt och förbyttes ganska snabbt i en rejäl uppgång. Det fanns många olika skäl till scenförändringen. BNP återhämtade sig snabbt, vilket mildrade effekterna på arbetsmarknaden. Räntesänkningar och utsikter till en lång period med mycket låga räntor i kombination med köpkraftsstöd från finanspolitiken gynnade också bostadsmarknaden. Bostadsmarknaden fick också stöd av begränsade konsumtionsmöjligheter på andra områden samt av ökat behov av både hemarbete och hemmasemestrar. De flesta utvecklade ekonomier påverkades på samma sätt och uppgången i bostadspriserna var ovanligt synkroniserad. Vid slutet av 2021 låg priserna ca 20 till 40 procent högre än i pandemins inledningsskede i USA, Tyskland, Storbritannien och Norden.



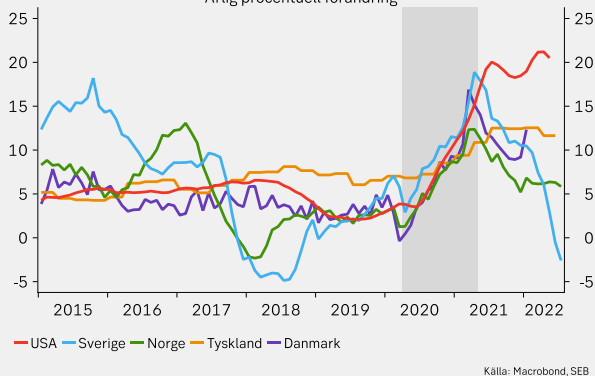


Höga bostadspriser i Sverige och Norge  
Index mars 2000 = 100



**Upptrissad prisnivå i Sverige och Norge.** Bostadspriserna i Sverige, Norge och Danmark steg under pandemin länge i ungefär samma takt. Mot slutet av 2021 tog dock svenska priser ytterligare ett skutt upp. I början av 2022 låg bostadspriserna i Norge och Danmark knappt 20 procent över nivån i början av 2020 medan motsvarande svenska uppgång var ca 25 procent. Utvecklingen under pandemin har befast bilden av höga bopriser i Norge och i än högre grad i Sverige. Den tydliga nedgången under Lehman-krisen har bidragit till mer dämpade prisnivåer i Danmark. Sammantaget har bostadspriserna i de skandinaviska länderna ökat betydligt snabbare än genomsnittet i OECD-området och de stora industriländerna de senaste decennierna.

Synkron pandemiuppgång men nu spretar det mer  
Årlig procentuell förändring

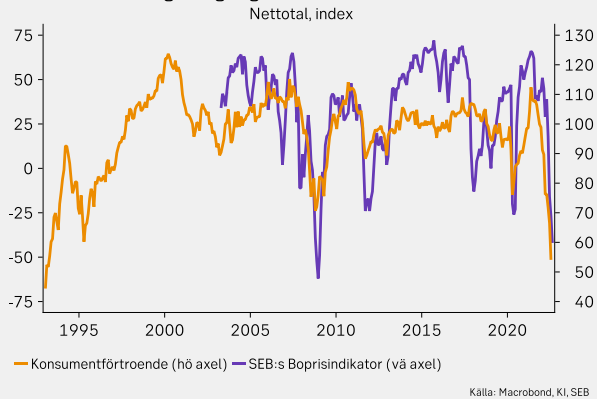


**Strukturella drivkrafter viktiga.** Trendmässigt stigande bostadspriser har skapat en potential för stora prisfall i Sverige, vilket under en längre tid uppmärksammas av organisationer som IMF och OECD. Det finns dock flera strukturella förklaringar till prisutvecklingen som också bidrar till att mildra riskerna. Efterfrågan i Sverige har t ex främst drivits av eget boende medan inslag av spekulation varit större i omvärlden där det är enklare att hyra ut ägda bostäder ("buy-to-let"-system). Avskaffandet av förmögenhetsskatten och den kraftiga sänkningen av fastighetsskatten 2006-2007 har också bidragit till att pressa upp jämviktspriser på bostäder.

**Pandemins medvind har nu vänt till kraftig motvind.**

Vikande konjunktur och stigande räntor innebär att flera av de krafter som tidigare drev upp priserna nu reverse-ras. Svenska hushålls framtidstro har fallit dramatiskt. SEB:s boprisindikator nådde i augusti en nivå nära historiska bottennoteringar och konsumentförtroendet enligt KI:s barometer är i paritet med bottennoteringar från 1990-talskrisen. Detta speglar bland annat oro för stigande räntor och våra kalkyler tyder på att hushållens ränteutgifter stiger från 2,5 till procent av inkomsterna i början på 2022 till drygt 5 procent i slutet av 2023 (se graf i Sverigeavsnittet). Därtill innebär kraftiga prisuppgångar på andra boendekostnader, främst el och uppvärmning, samt generellt fallande reallöner, att utrymmet för bostadsköp begränsas ytterligare. Frågan om energieffektivitet för olika boenden lär därtill få ökad betydelse för prisutvecklingen på längre sikt.

Kraftig nedgång i hushållens framtidstro

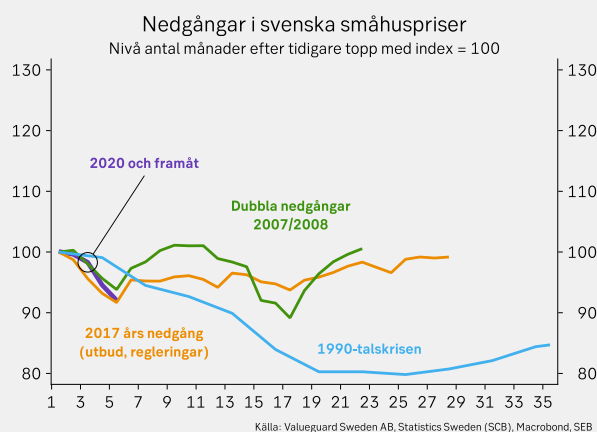


**Vändning i närtid inte sannolik.** Hittills har de svenska bostadspriserna enligt Valueguards totalindex fallit med 8 procent sedan toppen i början av 2022. Statistik eftersläpning gör att den internationella bilden i nuläget är lite otydlig men vi har sett vissa prisfall också i Nya Zeeland och Danmark. Frågan är nu hur djup och långvarig nedgången blir. Under Lehman-krisen sjönk boprisindikatorn åtta månader i rad. Fallet har nu pågått i fyra månader; dystra konjunkturutsikter och fortsatt stigande räntor talar mot en vändning i närtid. Våra ränteprognoiser innebär att rörliga boräntor toppar en bit in i 2023 och det är sannolikt att bopriserna bottnar i mitten av 2023. Svenska boprisnedgångar har de senaste decennierna varit relativt milda. Under Lehman-krisen föll priserna med ca 10 procent och nedgången i samband med byggboomen och nya åtgärder inom makrotillsynen, t ex amorteringskrav, runt 2017, var i samma storleksordning. Under 1990-talskrisen var fallet större och mer utdraget, ca 20 procent, när bostadsmarknaden drabbades av höga räntor och en djup lågkonjunktur i spåren av tidigare byggboom. Man

ska dock komma ihåg att dessa jämförelser endast gäller villapriser eftersom vi saknar långa tidsserier på de mer volatila bostadsrättspriserna.

### Prisnedgång på 15-20 procent i vårt huvudscenario.

Den snabba pandemiuppgången i kombination med det dramatiska omslaget för boräntor och hushållsinkomster gör att det är sannolikt att prisnedgången blir djupare än de vi hittills sett efter millenniumskiftet. Vår huvudprognos är att svenska bopriser mätt med Valueguards totalindex faller mellan 15 och 20 procent jämfört med toppen i början på 2022. Det skulle innebära att vi i stort sett är tillbaka på den prisnivå som gällde vid pandemins utbrott. Att villapriserna under pandemin stigit snabbare än för bostadsrätter talar för att även nedgången kan bli av samma storleksordning. Det historiska mönstret med mer volatila lägenhetspriser skulle därmed brytas. Med tanke på snabbare prisökningar i Sverige, både på kort och lång sikt, är det sannolikt att boprisfallet blir större i Sverige än i t ex Norge och Danmark.



**Likheter och skillnader mot 1990-talet.** Vårt huvudscenario innebär att nedgången i villapriserna blir i paritet med utvecklingen på 1990-talet medan vi nu får en mildare nedgång för lägenhetspriser. Generellt finns en del likheter med krisen på 1990-talet. Även då kombinerades en inflationschock med stigande boendekostnader, om än med andra drivkrafter. Dagens energiprischock motsvarades då bland annat av sänkta ränteavdrag inom ramen för den stora skattereformen. Av allt att döma blir den ekonomiska krisen inte alls lika allvarlig och långvarig denna gång. Inte minst väntas uppgången i räntenivåer blir betydligt mer modest. Å andra sidan är hushållens räntekänslighet och nivån för bopriserna betydligt högre nu än i början på 1990-talet.

**Måttliga spridningseffekter.** En nedgång i bopriser riskerar att starta en negativ spiral. Konsumtionen hämmas via förmögenhetseffekter samtidigt som nyproduktionen av bostäder minskar när priserna på andrahandsmarknaden sjunker ("Tobins Q"). Minskad

ekonomisk aktivitet kan sedan leda till ökad arbetslöshet som ytterligare ökar nedåttrycket på bopriserna. Att prisnedgången kommer så snabbt efter den branta uppgången under pandemin talar dock för att konsumtionseffekten blir måttlig. Den dynamiken gör att relativt få hushåll drabbas av problem med att lånen överstiger bostadens marknadsvärde. Med normal omsättnings-hastighet gäller det runt 3 till 4 procent av bostadsägarna. För de flesta är det därför mer psykologiska beteendeförändringen av den icke-realiserade förmögenhetsminskningen som blir avgörande.

**Begränsad potential för byggnedgång.** Fallande bopriser kommer att dämpa nyproduktion av bostäder och förstärka den nedgång som redan påbörjats av brister och höga priser på insatsvaror. Hyreslägenheter står dock för mer än hälften av nybyggandet och dessa volymer drivs av andra faktorer än bostadspriser. Jämfört med situationen vid 1990-talets krisutbrott ligger bostadsbyggandet på en betydligt lägre nivå, vilket minskar riskerna för en kraftig nedgång. Vår prognos innebär att bostadsbyggandets bidrag till BNP-tillväxten som mest stannar vid -0,5 procentenheter, vilket inte är tillräckligt för att initiera en negativ spiral. Däremot kan en dämpning av bostadsbyggandet på marginalen dämpa nedgången i bopriserna.

**Kan policyåtgärder mildra prisfallet?** Den mycket höga inflationen blockerar Riksbankens möjligheter att ta hänsyn till fallande bopriser. Möjligen kan konsekvenserna av de exceptionella omslagen i räntepolitiken på sikt leda till en omprövning av räntepolitikens ensidiga fokus på inflationen. Med nuvarande ordning är Finansinspektionen ansvarig för de makrotillsynsregler som påverkar bostadsmarknaden. Under delar av pandemin (april 2020-september 2021) sattes amorteringsreglerna på paus och en sådan åtgärd skulle kunna upprepas. Vi tror dock inte att det kommer att bli aktuellt givet den generellt relativa milda ekonomiska nedgången. Det finns även en generell risk för målkonflikter gentemot Riksbankens inflationsbekämpning framöver som också gäller finanspolitikens stimulansutrymme. Kompensation för höga energikostnader kan dämpa boprisfallet men så länge utformningen är oklar kommer osäkerheten kring elkostnader att vara ett sänke för bopriserna i närtid. När det gäller bostadsrelaterade skatter finns knappast några åtgärder på agendan som kan mildra prisfallet. Men i nuvarande miljö blir det sannolikt än svårare att få uppslutning kring politiskt känsliga åtgärder som höjda fastighetsskatter eller sänkta ränteavdrag med tanke på riskerna för att ytterligare spä på prisnedgången.



# Norge

## Tillväxten stannar av under 2023

Ekonomi återhämtade sig i våras, men underliggande tillväxt avtar. Stigande priser på varor, mat och el – i kombination med kraftigt högre bolåneräntor – dämpar privat konsumtion. Aktiviteten i näringslivet kyls av från svagare global tillväxt och höga produktionskostnader. Svagare inhemsk efterfrågan får fastlands-BNP att bromsa in under trend 2023. Kärninflationen når en topp på nära 6 procent i slutet av 2022 och faller sedan. Norges Bank levererar en snabb men kortvarig höjningscykel.

Aktiviteten i ekonomin återhämtade sig under våren efter att de nationella covid-restriktionerna togs bort av regeringen i början av februari. Fastlands-BNP steg med 0,7 procent under loppet av andra kvartalet, ledd av återöppnandet av tjänstesektorn. Underliggande tillväxt var svagare. Utbudsstörningar, brist på kvalificerad arbetskraft och höga insatskostnader tyngde produktionen. Pressade realinkomster tog ut sin rätt på konsumentförtroendet, som därtill tyngts av aggressiva styrräntehöjningar. Staten subventionerar delvis högre elkostnader, men geopolitisk och ekonomisk osäkerhet tillsammans med fallande bostadspriser kommer sannolikt att bidra till ett försiktigt konsumtionsmönster.

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	3,9	2,3	1,5	1,9
Fastland-BNP	4,1	3,2	0,8	1,1
AKU-arbetslöshet*	4,4	3,1	3,4	3,8
Löner	3,5	4,1	4,5	3,6
KPI-ATE-inflation	1,7	3,9	4,3	2,6
Styrränta, %	0,50	3,00	3,00	2,25

\*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

**Försämrad inhemsk efterfrågan** gör att tillväxten i fastlandsekonomin bromsar in under trend 2023. Finanspolitiken kommer också att lägga hinder i vägen, eftersom regeringen ser behov av minskade utgifter för att inte spå på inflationstrycket i ekonomin. Regeringen presenterar sin budget för 2023 den 6 oktober.

Fastlands-BNP väntas växa med 3,2 procent 2022, avta till 0,8 procent 2023 och i linje med trend på 1,1 procent 2024. Hög efterfrågan på norsk olja och gas, och relaterade investeringar i energisektorn, kommer att stötta tillväxten i total BNP, till 1,5 respektive 1,9 procent under 2023 och 2024.

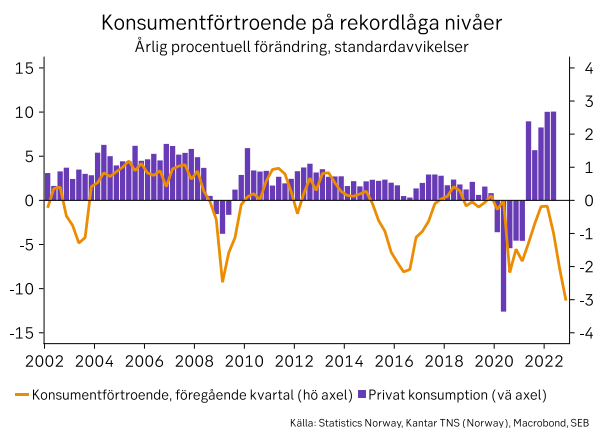
### Blandade utsikter för investeringarna

Den globala energikrisen har ökat efterfrågan på norsk petroleumexport. Norge producerade nära 1 110 TWh naturgas 2021. En mer flexibel produktion möjliggör en ökning med 10–15 procent 2022-2023. För ytterligare ökning kommer det att krävas betydande investeringar i befintliga och nya fält och i pipeline-infrastruktur. Investeringarna i olje- och gassektorn har minskat med 12 procent sedan slutet av 2019, men hög efterfrågan och höga priser på energi ger anledning till optimism. Statistiska centralbyråns (SSB:s) investeringsenkät tyder på att nedgången stannar på 4,0 procent i år, följt av en uppgång på 8 respektive 12 procent under 2023 och 2024. Trots detta kommer Norge inte att kunna ersätta bortfallet av rysk naturgasexport.

Ökad aktivitet bland olje- och gasleverantörer och nya gröna investeringar kommer att få positiva spridningseffekter till investeringarna i fastlandsekonomin. Höga kostnader, utbudsbegränsningar och svagare global tillväxt dämpar dock sannolikt investeringarna i andra branscher trots ett högt kapacitetsutnyttjande. Detta blir särskilt uttalat i byggsektorn. Prognosen för privata fastlandsinvesteringar har sänkts och de positiva bidragen till fastlandsekonomin uppvägs delvis av ett underskott i handeln med traditionella varor.

### Förtroendetapp dämpar privat konsumtion

Privat konsumtion steg med 2,2 procent under första halvåret i år, drivet av en kraftig uppgång för tjänster, medan varuefterfrågan minskade. Konsumtionsmönstren kommer att fortsätta att normaliseras, medan konsumtionstillväxten avtar. Höga priser på varor, mat och el pressar hushållens realinkomster. Regeringen har ökat subventionerna för att delvis kompensera för högre elkostnader, men levnadsomkostnaderna är ändå onormalt höga. Disponibelinkomsterna pressas också av aggressiva styrräntehöjningar, givet en mycket hög räntekänslighet bland hushållen. Trots starka finansiella buffertar har konsumentförtroendet sjunkit och hushållen har aldrig varit så pessimistiska kring den egna ekonomiska situationen. I kombination med sjunkande priser på befintliga bostäder indikerar detta ett försiktigt konsumentbeteende framöver. Vi har sänkt prognosen för privat konsumtion, till motsvarande en dämpning från 6,9 procent 2022 till 1,1 respektive 1,3 procent under 2023 och 2024.



**Priserna på befintliga bostäder** steg med 8,8 procent under första halvåret 2022. Denna starka uppgång speglar främst tillfälliga flaskhalsar på utbudssidan till följd av nya regleringar. Takten i uppgången har avtagit, när utbudet gradvis har normaliserats. Märkbart högre levnadskostnader och bolåneräntor kommer att ytterligare dämpa efterfrågan framöver. Vi förutspår att den årliga prisökningstakten avtar markant från 5,1 procent 2022 till -1,4 procent 2023 och 1,2 procent 2024. Strukturella obalanser i marknaden minskar risken för en större priskorrigerig.

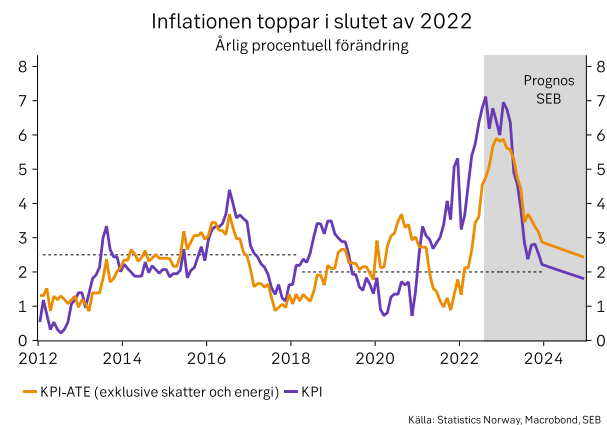
### Stram arbetsmarknad ökar lönetrycket

Arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas i takt med att antalet permitteringar normaliserats. Efterfrågan på arbetskraft ser ut att vara stark, med en uppgång i sysselsättningen på 1,4 procent under första halvåret 2022 och rekordmånga lediga jobb. Registrerad arbetslöshet har sjunkit till 1,6 procent, klart under Norges Banks syn på jämviktsarbetslösheten på 2¼ procent. Arbetslösheten väntas bottna i höst för att sedan stiga något under de närmaste åren. De årliga löneförhandlingarna är inriktade på krav på positiv reallöneutveckling. Lönenormen i årets förhandlingar är 3,7 procent, men inklusive löneglidning förutspår vi en årlig ökning på 4,1 procent. Två år av negativa reallöneökningar kommer sannolikt att skapa kompensationskrav i nästa års lönerunda, men lägre KPI-inflation kommer att dämpa de nominella löneökningarna till 4,5 procent 2023 och 3,6 procent 2024.

### Kärninflationen toppar på nära 6 procent

KPI-JAE (exklusive skatter och energi) har accelererat från låga nivåer i slutet av 2021. Månadsdata har varit volatila, men underliggande inflation steg tydligt under sommaren till 4,5 procent. Stora prisökningar på livsmedel i både juni och juli, på totalt nästan 10 procent, är den viktigaste drivkraften. De norska livsmedelspriserna faller normalt avsevärt under andra halvåret. Vi räknar med en mindre nedgång i år och att årstakten accelererar ytterligare till nära 15 procent i början av

2023. Uppgången i underliggande inflation sker på relativt bred front, eftersom priserna på både varor och tjänster har stigit kraftigt. Internationella priser kommer att bidra till ytterligare uppgång i KPI-JAE under 2022, även om samvariationen historiskt sett varit relativt låg. Stark arbetsmarknad och stigande efterfrågan talar för att tjänsteinflationen fortsätter uppåt. Vi förutspår att KPI-JAE-inflationen toppar nära 6 procent mot slutet av 2022. Inflationen faller gradvis nästa år och svagare tillväxt i både Norge och internationellt talar för att KPI-JAE börjar närma sig målet 2024.



**Kraftigt stigande elpriser** lyfte KPI-inflationen över 5 procent i slutet av 2021. Stora subventioner till hushållen, där staten kompenserar för 90 procent av kostnaderna över 0,70 NOK/KWh, förhindrar höga priser från att vältras över på hushållen. Norska KPI är alltså betydligt lägre än i de flesta andra länder. Vi förutspår att KPI-inflationen kommer att ligga kvar i intervallet 6–7 procent under 2022 och sedan falla betydligt i en något snabbare takt än KPI-JAE.

### Framtunga höjningar från Norges Bank

Kraftigt högre inflation och stram arbetsmarknad fick i somras Norges Bank att överge sin gradvisa höjningsstrategi. Banken har levererat två höjningar i rad på 50 punkter till 1,75 procent, vilket tagit styrräntan till en neutral nivå. Ännu en stor revidering uppåt av inflationsbanan väntas i septembers penningpolitiska rapport, vilket skulle indikera behov av fortsatt framtunga höjningar för att uppnå den önskade åtstramnings-effekten. Inflationsförväntningarna har också stigit till obekvämt höga nivåer, vilket ökar risken för att de biter sig fast på en hög nivå. Norges Bank väntas leverera ytterligare två stora höjningar följt av en normalstor höjning, vilket innebär en styrränta på 3,00 procent vid årets slut. Vi förväntar oss en snabb men kortvarig höjningscykel, eftersom kraftigt högre levnadsomkostnader väntas sätta djupa spår i hushållens efterfrågan. Vi förväntar oss att räntan sänks under 2024 till 2,25 procent vid årets slut.

# Danmark

## En kortare recession

Tillväxten återhämtade sig under andra kvartalet när ekonomin öppnade igen, men den kombinerade effekten av energiprischock och stramare kreditvillkor tyder på att lättningen blir tillfällig. Vi har sänkt vår BNP-prognos för 2023 till noll procent och väntar oss att högre arbetslöshet skjuter en överhettning på arbetsmarknaden på framtiden. Tillväxten kommer att gå över trend igen 2024.

**Nolltillväxt 2023.** Trots negativ tillväxt första kvartalet tyder BNP-indikatorn på att återöppningseffekter efter vinterns nedstängningar gav BNP ett lyft under andra kvartalet. Vi reviderar upp prognosen för BNP-tillväxten för 2022 från 2,4 procent till 3,0 procent, men räknar samtidigt med att ekonomin går in i recession under andra halvåret 2022 och har sänkt vår prognos för 2023 till 0 procent från tidigare 2,4 procent.

### Nyckeldata

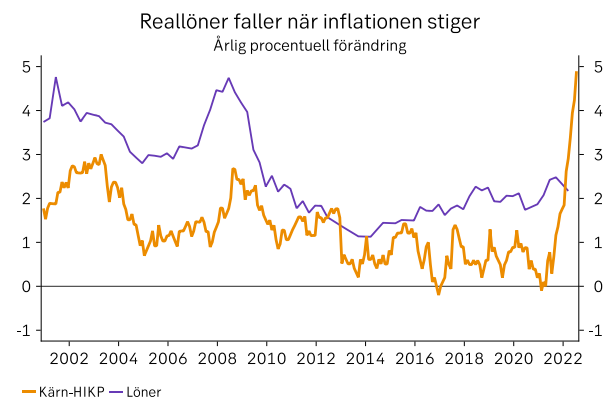
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	4,9	3,0	0,0	2,5
KPI	1,9	8,2	7,2	1,7
Löner	2,3	2,5	2,9	3,4
Offentlig sektors saldo*	0,5	2,0	1,5	1,0
Offentlig sektors skuld*	40,0	35,0	34,0	32,0
Bytesbalans*	8,3	6,0	6,0	7,0
Styrränta (CD rate), %	-0,60	1,40	1,65	1,40

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

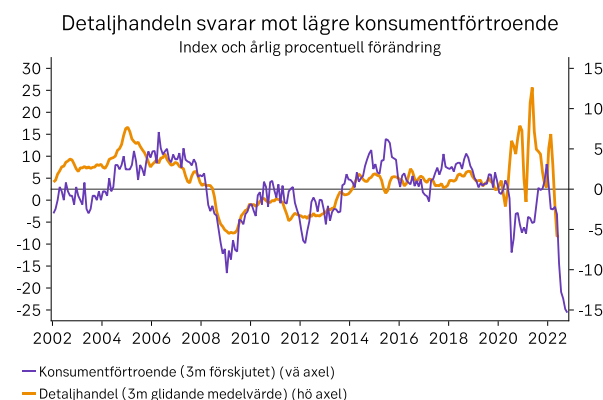
**Motvind från inflation och räntor.** Det finns två huvudorsaker till nedjusteringen av tillväxten för 2023. För det första har Danmark, precis som resten av Europa, sett en betydande energishock. Under sommaren har energipriserna kommit närmare det vi såg som det värsta scenariot i våras. Uppgången i inflationen, som toppar på 12 procent, minskar de disponibla inkomsterna avsevärt. Vidare har stigande obligationsräntor och ECB:s räntehöjningar lett till en

åtstramning av de finansiella förhållandena, samt en svagare efterfrågan på viktiga exportmarknader.



Källa: Statistics Denmark, Eurostat, Macrobond, SEB

**Konsumtionen på väg att minska.** Den negativa chocken återspeglas redan i ett rekordlåg konsumentförtroende. Med senaste notering på -25,9 är den aggregerade konfidensindikatorn inte bara svagare än efter den globala finanskrisen, utan också betydligt under bottennoteringen i samband med den andra oljekrisen 1980 samt den ökända åtstramningen ("kartoffelkuren") 1987. Det börjar märkas i detaljhandeln där en nedgång på 5 procent i årstakt noterades under andra kvartalet. Det historiska sambandet med konsumentförtroendet tyder på ytterligare nedsida för detaljhandeln, särskilt om energipriserna förblir höga under vintersäsongen. Vi väntar oss att tillväxten i hushållens konsumtionen kommer att minska från 2,2 procent 2022 till 0,7 procent 2023 innan den ökar till 2,1 procent 2024.

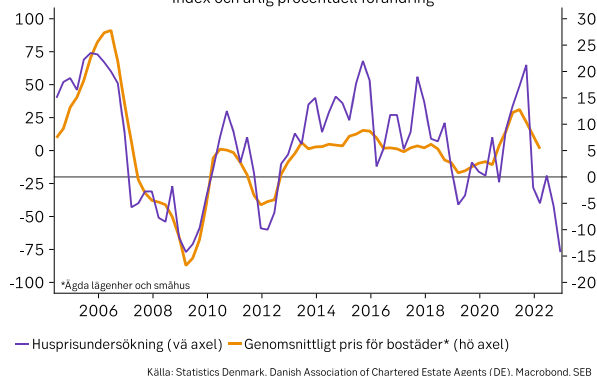


Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

**Skärpta kreditvillkor.** Ett ytterligare bakslag för konsumtionen är att kreditvillkoren generellt blir mindre gynnsamma efter att ECB började strama åt och valutakopplingen till euron gör att Danmarks Nationalbank kommer att följa efter. Den senaste undersökningen visar att danska banker nu skärper lånevillkoren för både företag och hushåll. Sedan början av året har den 10-åriga statsobligations-räntan ökat med 150 punkter och den 30-åriga bolåneräntan har gått från 0,5 procent till 4,5 procent. Bostadspriserna

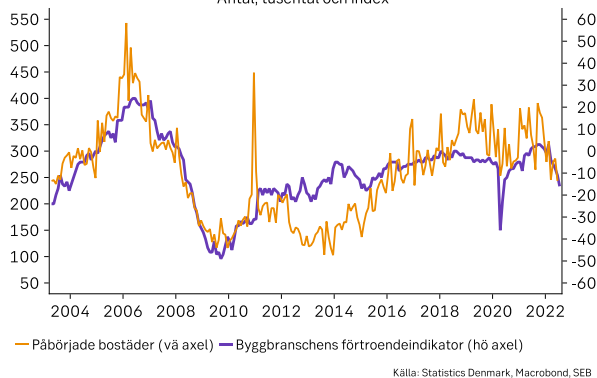
fortsatte att stiga under första kvartalet, men en nedgång på 10-20 procent har sannolikt börjat sedan i våras då stigande finansierings-kostnader lagts till högre kostnader för värme, el etc.

Boprisförväntningar indikerar nedgång på bostadsmarknaden  
Index och årlig procentuell förändring



**Byggnedgång påbörjad.** Fallande bostadspriser och stigande finansieringskostnader börjar också tynga bygginvesteringarna. Antalet påbörjade bostäder sjönk kraftigt redan under första kvartalet och fallande förtroende inom byggsektorn tyder på en ytterligare försvagning. Flera företag inom byggsektorn har gått ut med vinstvarningar, vilket tyder på lägre byggaktivitet även 2023. Övriga investeringskomponenter håller däremot bättre emot än så länge, bl a beroende på relativt högt kapacitetsutnyttjande inom tillverkningssektorn.

Nedgång i byggande ligger framför oss  
Antal, tusental och index

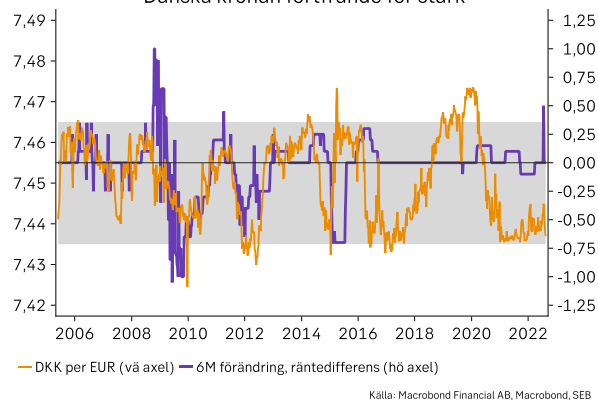


**Senarelagd löneuppväxling.** Arbetsmarknaden har ännu inte visat någon betydande svaghet. Sysselsättningsdata fortsätter att visa tillväxt och arbetslösheten har hittills planat ut. Vi väntar oss dock ett trendskifte när ekonomin mattas i ljuset av hög inflation, stigande räntor och fallande bostadspriser. Vi bedömer att arbetslösheten toppar på 5,4 procent i slutet av nästa år. Det kommer i sin tur sannolikt att ytterligare fördröja ökningen av löneinflationen. Stigande sysselsättningsgrad har hittills inte lett till en motsvarande ökning av löneinflationen, men det finns normalt en tidsfördröjning. En fördröjd effekt av

återöppnandet kommer sannolikt att bidra till att löneökningarna når 3 procent mot slutet av 2022 innan en tillfällig nedgång sker 2023. Vi räknar nu med att löneinflationen når 4 procent 2024 och således växlar upp ett år senare än vi räknade med i våras.

**Stark dansk krona.** Kronan är fortsatt stark efter ECB:s åtstramning i juli, med den efterföljande räntehöjningen av Nationalbanken med 50 räntepunkter. Sedan försommaren har marknadens förväntningar på var ECB:s ränte-höjningscykel ska nå sin topp sänkts med ca 100 räntepunkter. Därtill har ECB:s införande av TPI-verktyget för att skydda perifera euroobligationsmarknader lett till en betydande nedgång i räntor längre ut på avkastningskurvan. Det kan tolkas som vissa tvivel i marknaden på ECB:s möjligheter att genomföra kvantitativ åtstramning (QT). Det kan potentiellt starta en diskussion om huruvida Nationalbanken ska matcha ECB:s policybeslut "ett-till-ett" framöver. Under dagens valutasystem kan Danmark inte genomföra egna kvantitativa lättnader. Om euroområdet blir mer generös kan kronan stärkas mot euron och därmed utlösa valutainterventioner (sälja kronor) som ökar den inhemska likviditeten och eventuellt framtvunga ett behov att sänka danska räntor i förhållande till ECB.

Danska kronan fortfarande för stark



**Val framöver.** Regeringen avser att föra en stram finanspolitik 2022, främst på grund av att tillfälliga åtgärder som infördes under pandemin löper ut. Budgeten för 2023 har ännu inte presenterats officiellt, men enligt regeringen bör vi vänta oss en negativ finanspolitisk inverkan på cirka 0,5 procent av BNP 2023. Det återstår att se om regeringen kommer att följa andra europeiska länder och införa pristak eller brett inkomststöd för att motverka de höga energipriserna. De nuvarande planerna ser jämförelsevis begränsade ut. Det kan dock förändras, eftersom val – som måste äga rum senast i juni 2023 – troligtvis kommer att hållas före 2022 års slut.



# Finland

## Förvånansvärd motståndskraft

Finland har visat motståndskraft mot flera påfrestningar som hotar ekonomin. Varken hög inflation, avbrutna handelskopplingar med grannlandet Ryssland eller tillväxtproblem i största handelspartnern Tyskland har lyckats bromsa tillväxten. Men svåra tider väntar. År 2022 ökar BNP med 2,1 procent, men motvind från andra håll i euroområdet bromsar tillväxten till 0,7 procent 2023. Därefter, 2024, kommer tillväxten åter att växla upp, men endast till blygsamma 1,5 procent.

**Inflationen ligger kvar under euro-snittet.** Liksom i de flesta länder har den höga inflationen blivit det största tillväxtproblemet. HIKP-ökning på 7,9 procent i juli var faktiskt en av de lägsta i euroområdet, men det var den högsta siffran som registrerats i Finland sedan 1980-talet. Hittills har regeringens reaktion varit ganska blygsam, men nya åtgärder väntas. Bland föreslagna åtgärder för att komma till rätta med inflationen finns sänkt moms på el, pristak och extra barnbidrag. Inflationen kommer att överträffa våra tidigare prognoser och nå 6,7 procent 2022 och 3,0 procent 2023.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

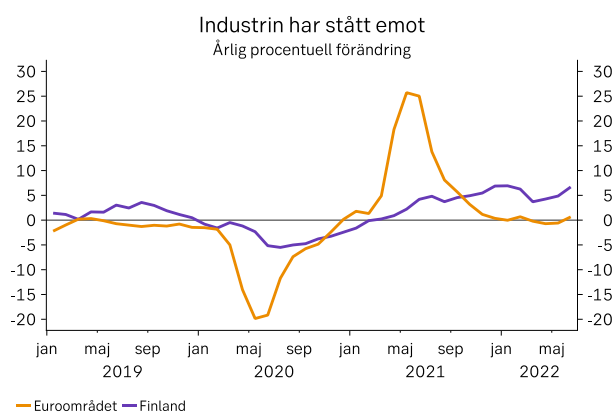
	2021	2022	2023	2024
BNP	3,0	2,1	0,7	1,5
Hushållens konsumtion	3,6	1,8	0,7	1,6
Export	5,6	3,2	1,3	3,0
Arbetslöshet*	7,6	6,5	6,5	6,3
Löner	2,3	2,4	2,2	2,1
Inflation	2,1	6,7	3,0	1,4
Offentligt saldo**	-2,6	-2,2	-2,0	-1,8

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

**En deppig shoppingrunda.** Rysslands invasion av Ukraina och den höga inflationen har pressat ner hushållsentiment till nya historiska bottenivåer. Detta återspeglar mer en dyster syn på landets ekonomiska läge än den egna ekonomin. Trots lågt konsumentförtroende har både detaljhandelsförsäljningen och tjänstekonsumtionen varit fortsatt stark. Med en försäljningsuppgång på 5 procent i fasta priser är det inte konstigt att detaljhandeln

förtroende faktiskt har förbättrats de senaste månaderna. Under andra halvåret bör efterfrågan dämpas men totalt sett ökar privat konsumtion med 1,8 procent 2022 och 0,7 procent 2023.

**Stark industriproduktion.** Till skillnad från omvärldsmönstret har produktionen i tillverkningsindustrin ökat i snabb takt de senaste månaderna. I juni ökade industriproduktionen med 8 procent på årsbasis. Förutom energiproduktion har andra branscher som större tillverkare av maskiner bidragit starkt. Bra sentiment, högt kapacitetsutnyttjande och fulla orderböcker tyder på fortsatt bra utsikter. Men motvinden lär komma och påverka företagen när global ekonomi, framför allt den största handelspartnern Tyskland, mattas av. Utrikeshandeln växlar ner 2023 när exportökningen dämpas till 1,3 procent jämfört med 3,2 procent 2022.



Källa: Statistics Finland, Eurostat, Macrobond, SEB

**Arbetsmarknaden har förbättrats snabbt.** I juni nådde sysselsättningsgraden i åldrarna 15-74 år 66,3 procent; den högsta nivån sedan 2008. Lönerna fortsatte öka måttligt under kvartalet, men långt under inflationen, och reallöner förväntas att falla med cirka 4 procent i år. En långsammare tillväxt kommer inte att äventyra den senaste tidens förbättring på arbetsmarknaden och arbetslösheten kommer att ligga kvar på 6,5 procent eller lägre under hela prognosperioden.

**Lägre byggaktivitet hämmar investeringar.** Trots de osäkra utsikterna är företagsinvesteringarna än så länge relativt stabila. Läget är dock annorlunda för bostadsmarknaden där antalet byggnadstillstånd succesivt fallit sedan i augusti förra året.

**Budgetförhandlingar kommer att resultera i ett stort underskott.** Utvecklingen drivs bland annat av ökade utgifter för försvaret. Regeringen har aviserat en minskning av antalet visum som ges till ryska medborgare med 90 procent men de ekonomiska konsekvenserna kommer att vara begränsade.

# Baltikum

---

## Litauen | sid 48

Hög inflation och försämrade utsikter för exporten sår hårt mot ekonomin. Efter en stark inledning av 2022 reviderar vi upp prognosen, men 2023 revideras ner. Inflationen faller tillbaka till ensiffriga tal och arbetslösheten stiger.

## Estland | sid 50

Stigande energipriser har drivit inflationen till extrema nivåer, vilket urholkar hushållens köpkraft. Huvudscenariot är att ekonomin går in i recession under fjärde kvartalet men återhämtar sig starkt under andra halvåret 2023.

## Lettland | sid 49

En stark inledning lyfter BNP-tillväxten i år, innan den kyls av 2023, för att sedan åter växla upp 2024. Extrem energi- och livsmedelsinflation pressar konsumtionen och regeringen ökar åtgärderna för att mildra effekterna.



# Litauen

## Tuffare tider på väg

Den ekonomiska aktiviteten var något bättre än väntat under andra kvartalet nu kommer hög inflation och sämre utsikter för stora exportföretag att ta ut sin rätt på ekonomin. Sanktioner mot Ryssland och Belarus kommer också att ha en större och mer synlig effekt på företagen. Arbetsmarknaden är fortsatt stram men konjunkturedgången leder till högre arbetslöshet.

BNP sjönk med 0,4 procent under andra kvartalet jämfört med det första, vilket är mindre än vi antog i maj. Sanktioner mot Ryssland och Belarus fick ingen omedelbar inverkan på ekonomin, eftersom flera av dem trädde i kraft först under sommaren. Företag har varit snabba med att bunkra upp lager av trä- och metallprodukter från dessa länder. Det tog dock tid för tillverknings- och byggsektorerna att hitta nya leverantörer. Tillverkningsindustrins exportorder är fortfarande historiskt starka, men kommer sannolikt att försvagas de närmaste månaderna. Varuexporten till Ryssland, som huvudsakligen består av återexport av förädlade produkter, är nästan 40 procent mindre på årsbasis och kommer att minska ytterligare.

### Nyckeltal

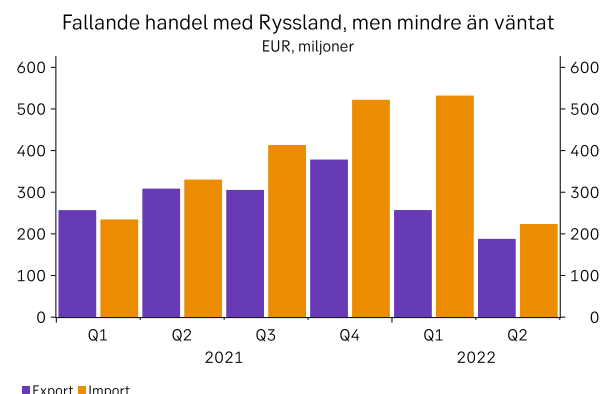
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,0	1,5	0,5	3,7
Hushållens konsumtion	7,4	2,0	0,0	4,0
Export	15,9	3,3	-2,0	4,0
Arbetslöshet*	7,1	6,0	6,8	6,8
Löner	10,5	12,2	8,5	6,5
HIKP	4,6	17,9	6,2	1,6
Offentligt saldo**	-1,0	-1,5	-2,2	-1,0

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

**Ekonomin går in i teknisk lågkonjunktur.** Vi väntar oss fortfarande kvartalsvisa BNP-fall både under tredje och fjärde kvartalet 2022. Det starka första halvåret gör dock att vi höjer BNP-prognosen för helåret från 0,9 till

1,5 procent, men sänker samtidigt helåret 2023 från 1,8 till 0,5 procent på grund av svagare tillväxt i hushållens konsumtion och försämrade utrikeshandel.



Källa: Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

**Hushållens konsumtionstillväxt avtar,** men något långsammare än väntat. Hushållen har fortsatt att använda besparingar som ackumulerats under pandemin för att jämna ut inflationens inverkan på konsumtionen. Det går även se en förskjutning från varu- till tjänstekonsumtion under kvartal 1 och 2. I juni minskade detaljhandelsförsäljningen jämfört med året innan och vi bedömer den utvecklingen fortsätter under resten av 2022. Mot hösten kommer slutligen konsumtionen av tjänster att begränsas när hushållen drar ner på sina utgifter för icke nödvändiga varor och tjänster.

### Överhettning på arbetsmarknaden har nått sin topp.

Arbetslösheten sjönk till 5,2 procent under andra kvartalet, den lägsta nivån sedan 2008, och vi tror att den är mycket nära botten. Arbetslösheten kommer att stiga under 2023. Den nuvarande strama arbetsmarknaden driver på en historiskt hög löneökningstakt och lönerna stiger med 12,2 procent i år. Nästa år ökar lönerna återigen i långsammare takt men mycket bestäms av höjningen av minimilönen 2023, vilken för närvarande föreslås bli 19 procent.

**Inflationen sjunker från två- till ensiffrigt.** I juni låg inflationen över 20 procent och kärninflationen över 10 procent. Prishöjningar på energi och andra råvaror överfördes i Litauen mycket snabbt till detaljhandeln. Efterfrågefaktorer spelade också en nyckelroll. Den årliga inflationstakten kan ha nått en topp redan i juli och kommande månader väntar vi oss en något lägre inflationstakt, trots en kraftig prisuppgång på el och naturgas.

**På kort sikt gynnas den offentliga sektorns budget** av fördröjningen mellan inflation och neddragning av konsumtionen. Men regeringen kan under hösten inte undvika påtryckningar från allmänheten att sänka el- och värmepriserna för hushåll och företag.

# Lettland

## Inflation slår mot konsumtionen

En stark inledning av året lyfter BNP-tillväxten till 2,5 procent i år innan tillväxten kyls av till 1,3 procent 2023. Därefter stiger den igen till 3,5 procent 2024. Utsiktorna hänger på situationen på den europeiska energimarknaden. Extrem energi- och livsmedelsinflation pressar konsumtionen. Regeringen ökar åtgärderna för inflationskompensation för att stödja konsumtion och social stabilitet. Inga stora svängningar på arbetsmarknaden väntas även om arbetslösheten ökar något kring årsskiftet.

**Motvind ger långsammare tillväxt.** Efter en stark start i år var den ekonomiska aktiviteten något svagare än väntat under andra kvartalet. Då växlade tillväxttakten ned till 2,6 procent vilket kan jämföras med 6,7 procent första kvartalet. Trots motvind återhämtade sig den ekonomiska tillförsikten något i juli.

Tillverkningsindustrin och tjänstesektorn förbättrades något medan detaljhandeln och byggindustrin fortsatte att dämpas. Svagare tillförsikt indikerar avtagande momentum, vilket ytterligare ökar recessionsrisken kring årsskiftet. Hög inflation och starkare negativ effekt av sanktionerna mot Ryssland förstärker motvinden inför 2023. Tillväxtutsiktorna är dock fortsatt goda för jordbruk, industri och export.

### Nyckeltal

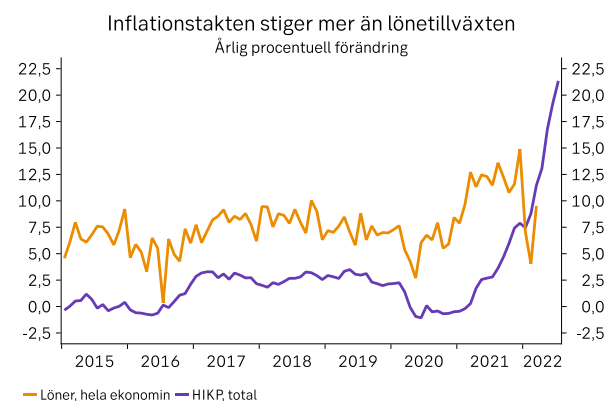
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	4,8	2,5	1,3	3,5
Hushållens konsumtion	4,8	5,1	1,0	3,3
Export	6,2	4,6	2,3	3,7
Arbetslöshet*	7,6	6,9	7,1	6,8
Löner	11,8	6,5	7,5	7,5
HIKP	3,3	16,5	9,9	2,1
Offentlig sektors saldo**	-7,3	-3,7	-2,8	-2,5

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

**Mer än 20 procents inflation.** I juli nådde inflations-takten 21,5 procent, en nivå som senast noterades 1995. Prisökningarna på bostäder, livsmedel och transporter stod för mer än 18 procentenheter. Extrem

inflation försvagar snabbt konsumtionen, särskilt när uppvärmningssäsongen närmar sig och fler får svårt att täcka sina utgifter. I juni steg försäljningen av livsmedel med 2,8 procent medan fackhandeln (utom bränsle) minskade med 0,2 procent. Hushållen kommer att använda sparade medel, men sparandet är mycket ojämnt fördelat. Regeringen ökade energisubventionerna från 350 till 430 miljoner euro – motsvarande 1,3 procent av BNP – men energi-räkningarna kan potentiellt öka med 2 miljarder euro. Inflationen förblir hög nästa år men normaliseras 2024. Vi har sänkt vår prognos för hushållens konsumtion, särskilt 2023, även om vi fortfarande ser en uppgång. När inflationen avtar 2024 kommer konsumtionen att återhämta sig. Vi räknar med att BNP växer med 1,3 procent 2023 och med 3,5 procent 2024.



### Byggandet står inför höga kostnader och lägre

**efterfrågan** och investeringsaktiviteten kommer så småningom att minska. Regeringen behöver etablera effektiva mekanismer för att stabilisera industrin, särskilt för EU-projekt som kan stödja återhämtningen nästa år.

**Tillverkningsindustrin en ljuspunkt.** Tillväxten inom industrin var 6,5 procent under första halvåret 2022.

Exporten bedöms upprätthålla tillväxten även om utsiktorna är osäkra på grund av riskerna med energiförsörjningen. Hittills har sanktionerna endast haft begränsad effekt; Lettlands export till Ryssland minskade med endast 3 procent under första halvåret, eftersom många restriktioner träder i kraft gradvis.

**Arbetsmarknaden kommer att vara fortsatt stark.** Vi räknar inte med någon större ökning av arbetslösheten, även om vissa strukturella och regionala förändringar kommer att uppstå, främst på grund av minskade transitflöden. Lönetillväxten kommer att accelerera från 6,5 procent 2022 till 7,5 procent nästa år, drivet av en minimalönehöjning, men släpar fortfarande efter inflationen. Köpkraften kan börja återhämta sig i slutet av 2023.



# Estland

## Skenande inflation driver ekonomin in i recession

Stigande energipriser har drivit inflationen till extrema nivåer. Regeringen har till slut reagerat och vi räknar med att inflationen avtar något mot slutet av året. Skyhöga priser har dock redan försämrat hushållens ekonomi och förtroende. Vårt huvudscenario är att ekonomin kommer att glida in i recession under fjärde kvartalet i år och ta sig ur den under andra halvåret 2023. BNP växer nästa år med bara 0,5 procent, innan det under 2024 sker en snabb återhämtning till en tillväxt på 3,5 procent.

**Rekordhög inflation.** Inflationstakten har överstigit 20 procent sedan maj. Drivkrafterna är en kombination av en avreglerad energimarknad och hög andel energi och mat i konsumtionskorgen, men också allmänt stark efterfrågan och en stram arbetsmarknad. Regeringen planerar att mildra effekten för konsumenterna genom att subventionera priser på el, naturgas och värme. De svårförutsägbara energipriserna gör prognosen mycket osäker men vi räknar med att inflationen sjunker till ca 6 procent 2023.

**Pressade hushåll.** Inhemsk efterfrågan har reagerat relativt långsamt på stigande priser. I juni vändes dock den tidigare ökningen av detaljhandelsvolymerna till en liten nedgång som kommer att fördjupas under de kommande månaderna. Hushållens förtroende, aldrig helt återhämtade sig från pandemin, har gått igenom ett nytt dramatiskt fall och är nu lika lågt som 1993. Privat konsumtion pressas hårt och väntas falla under fjärde kvartalet i år, följt av endast blygsam tillväxt under hela 2023.

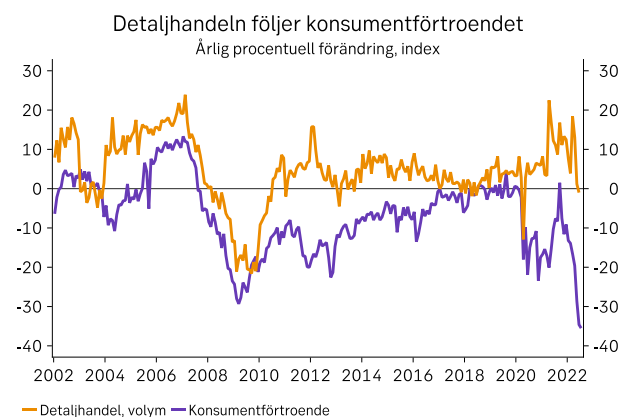
### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	8,3	1,2	0,5	3,5
Hushållens konsumtion	6,4	2,2	0,6	3,0
Export	19,8	4,8	2,0	4,5
Arbetslöshet*	6,2	5,8	6,8	6,0
Löner	6,9	10,3	7,5	7,0
Inflation	4,5	18,2	6,0	2,5
Offentligt saldo**	-2,4	-3,5	-3,0	-2,5

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

**Bostadsrallyt tar slut.** Antalet fastighetsaffärer var fortsatt högt under andra kvartalet i år, även om det genomsnittliga priset per kvadratmeter på en lägenhet i Tallinn steg med 30 procent på årsbasis. En sådan ökningstakt är inte hållbar och efterfrågan på bostäder börjar nu avta. Men på grund av höga byggpriser är också utbudet på väg att krympa, vilket bidrar till att balansera marknaden och en stor nedgång i bostadspriser är osannolik. Eftersom många offentliga byggprojekt har satts på paus finns det risk för stora negativa effekter för byggsektorn, som 2021 stod för 6 procent av BNP.



**Exporten får förlita sig på tjänstesektorn.** Tillverkningsindustrin är inte så energointensiv men en bredare uppgång av insatspriser har sänkt vinstmarginalerna. I juni föll produktionen i tillverkningsindustrin när betydande nedgångar noterades i många viktiga sektorer såsom trä- och metallindustrin. Lägre efterfrågan kommer att hämma varuhandeln, samtidigt som vi förväntar oss att tjänstehandeln förblir starkare.

**Flexibel arbetsmarknad.** Sysselsättningsgraden har återhämtat sig till den höga nivån före pandemin, och lönetillväxten nådde 11 procent under sommaren, men utsikterna är svåra att förutse. Efter pandemin har många arbetsgivare lärt sig den hårda vägen hur svårt det är att anställa nya människor. Arbetsmarknaden har historiskt reagerat snabbt på en förändrad ekonomisk miljö. Arbetskraftsundersökningen kommer från och med nästa år att ta med ukrainska flyktingar, vilket kommer att påverka statistiken. Vi antar att nuvarande motvind också kommer att ha en negativ inverkan på arbetsmarknaden och driva upp arbetslösheten till 6,8 procent 2023.

**Offentliga utgifter kommer att öka.** Parlamentsval ska hållas i mars 2023. Sedan den tidigare koalitionen brutits upp vill den nya regeringen locka stöd med bland annat energibidrag och en stor höjning av barnbidragen. Det försämrar de offentliga finanserna och vi räknar med att budgetunderskottet 2023 uppgår till 3 procent av BNP.

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP OECD	5,4	2,4	0,9	2,2
BNP världen (PPP)	6,1	3,1	2,6	4,0
KPI OECD	1,7	8,6	6,0	2,0
Oljepris, Brent (USD/fat)	71	102	115	95

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr USD	2021	2022	2023	2024
BNP	22 996	5,7	1,5	0,5	2,0
Privat konsumtion	15 742	7,9	2,2	0,5	2,0
Offentlig konsumtion	3 250	1,0	-0,9	1,1	1,2
Bruttoinvesteringar	4 942	6,1	0,5	-1,6	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	-20	0,1	0,6	-0,4	0,0
Export	2 478	4,5	6,1	4,1	3,2
Import	3 397	14,0	8,1	-1,2	3,2
Arbetslöshet (%)		5,4	3,6	4,6	4,9
KPI		4,7	8,2	4,8	2,6
Kärn-KPI		3,6	6,2	4,8	2,4
Hushållens sparkvot (%)		12,3	9,5	8,5	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-10,9	-4,5	-5,0	-6,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		135	130	130	131

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	12 269	5,3	2,7	0,3	2,1
Privat konsumtion	6 269	3,6	2,2	-1,3	1,8
Offentlig konsumtion	2 717	3,9	1,5	1,9	2,0
Bruttoinvesteringar	2 695	3,9	3,3	2,4	2,5
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,4	0,2	0,0
Export	6 057	10,5	6,2	4,3	3,8
Import	5 576	8,2	6,3	4,4	3,7
Arbetslöshet (%)		7,7	6,6	6,8	7,8
KPI		2,6	8,6	6,3	0,3
Kärn-KPI		1,5	3,9	3,3	2,0
Hushållens sparkvot (%)		14,9	9,0	11,0	12,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,1	-3,9	-3,0	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		95,6	96,1	94,8	93,7

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

### Inflation

Storbritannien	2,6	9,9	11,8	1,6
Japan	-0,2	2,0	2,1	1,3
Tyskland	3,2	8,6	5,9	0,3
Frankrike	2,1	6,6	6,0	0,6
Italien	1,9	7,9	5,5	0,6
Kina	0,9	2,4	2,3	2,1
Indien	5,1	6,9	5,2	4,5
Brasilien	8,3	10,2	6,0	4,0
Ryssland	6,7	14,0	8,0	10,0
Polen	5,1	13,7	10,0	4,0

### Arbetslöshet (%)

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

## Finansiella prognoser

Officiella räntor	25-Aug	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
USA	2,50	3,50	3,50	3,25	2,75	2,50
Japan	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,25	0,25
Euroområdet, inlåningsränta	0,00	1,50	1,75	1,75	1,75	1,50
Storbritannien	1,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,25

### Obligationsräntor

USA	3,03	3,30	3,10	2,80	2,70	2,60
Japan	0,22	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Tyskland	1,33	1,65	1,75	1,75	1,70	1,60
Storbritannien	2,60	2,65	2,75	2,75	2,70	2,60

### Växelkurser

USD/JPY	137	138	135	130	125	120
EUR/USD	1,00	0,95	1,02	1,09	1,15	1,15
EUR/JPY	136	131	138	142	144	138
EUR/GBP	0,84	0,83	0,84	0,86	0,90	0,90
GBP/USD	1,18	1,14	1,21	1,27	1,28	1,28

## Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr SEK	2021	2022	2023	2024
BNP	5 452	5,1	2,6	0,0	1,7
BNP, dagkorrigerat		4,9	2,7	0,2	1,7
Privat konsumtion	2 357	6,0	4,0	-1,5	2,0
Offentlig konsumtion	1 411	2,8	0,0	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 358	6,3	3,0	-1,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	20	0,4	1,1	0,1	0,0
Export	2 489	7,9	3,7	1,0	4,0
Import	2 255	9,6	6,4	-0,5	4,7
Arbetslöshet (%)		8,8	7,5	7,8	8,1
Sysselsättning		0,9	2,8	0,4	0,1
Industriproduktion		5,7	2,5	0,0	2,5
KPI		2,2	8,8	7,8	1,9
KPIF		2,4	8,2	5,9	1,5
Timplöneökningar		2,7	2,6	4,5	3,5
Hushållens sparkvot (%)		15,4	12,3	8,8	8,4
Real disponibel inkomst		3,2	-0,7	-3,1	1,1
Bytesbalans, % av BNP		5,3	4,0	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-78	-120	-55	-11
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	0,4	0,2	0,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		36,7	31,7	29,3	28,1

Finansiella prognoser	25-Aug	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Styrränta	0,75	2,00	2,25	2,25	2,00	1,75
3-månaders ränta, STIBOR	1,27	2,25	2,35	2,35	2,05	1,80
10-års ränta	1,63	2,05	2,25	2,35	2,30	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	30	40	50	60	60	60
USD/SEK	10,56	11,11	10,15	9,31	8,61	8,52
EUR/SEK	10,54	10,55	10,35	10,15	9,90	9,80
KIX	122,0	123,2	119,4	115,7	111,4	110,6

## Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	251	3,0	2,1	0,7	1,5
Privat konsumtion	128	3,6	1,8	0,7	1,6
Offentlig konsumtion	61	2,7	2,5	1,2	0,8
Bruttoinvesteringar	59	1,1	4,1	1,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	0,5	0,2	0,1
Exports	99	5,6	3,2	1,3	3,0
Imports	98	5,6	3,8	0,8	2,7
Arbetslöshet (%)		7,6	6,5	6,5	6,3
KPI, harmoniserat		2,1	6,7	3,0	1,4
Timplöneökningar		2,3	2,4	2,5	2,3
Bytesbalans, % av BNP		0,7	-0,8	0,2	0,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,6	-1,9	-1,8	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		65,8	65,5	65,2	66,0



## Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr NOK	2021	2022	2023	2024
BNP	3 675	3,9	2,3	1,5	1,9
BNP (Fastlandet)	3 115	4,1	3,2	0,8	1,1
Privat konsumtion	1 547	4,9	6,9	1,1	1,3
Offentlig konsumtion	917	3,8	0,5	1,5	2,3
Bruttoinvesteringar	895	-0,9	1,4	3,0	4,3
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,1	-0,1	0,1
Export	1 337	4,7	1,1	3,9	3,0
Import	1 116	2,3	4,9	4,4	4,5
Arbetslöshet (%)		4,4	3,1	3,4	3,8
KPI		3,5	5,7	4,0	2,0
KPI-ATE		1,7	3,9	4,3	2,6
Årslöneökningar		3,5	4,1	4,5	3,6

Finansiella prognoser	25-Aug	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Folioränta	1,75	3,00	3,00	3,00	2,75	2,25
10-års ränta	3,24	3,45	3,40	3,40	3,35	3,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	191	180	165	165	165	170
USD/NOK	9,68	10,37	9,56	8,90	8,39	8,39
EUR/NOK	9,66	9,85	9,75	9,70	9,65	9,65

## Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr DKK	2021	2022	2023	2024
BNP	2504	4,9	3,0	0,0	2,5
Privat konsumtion	1106	4,3	2,2	0,7	2,1
Offentlig konsumtion	608	4,2	0,6	1,9	0,8
Bruttoinvesteringar	566	6,5	6,3	1,6	6,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,3	0,0	0,0
Export	1494	8,1	1,6	2,0	4,1
Import	1315	8,2	1,5	3,1	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		4,5	4,8	5,4	5,0
KPI, harmoniserat		1,9	8,2	7,2	1,7
Timplöneökningar		2,3	2,5	2,9	3,4
Bytesbalans, % av BNP		8,3	6,0	6,0	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	2,0	1,5	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,0	35,0	34,0	32,0

Finansiella prognoser	25-Aug	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Inlåningsränta	-0,10	1,40	1,65	1,65	1,65	1,40
10-års ränta	1,65	1,97	2,07	2,07	2,02	1,92
10-års räntedifferens mot Tyskland	32	32	32	32	32	32
USD/DKK	7,45	7,83	7,29	6,83	6,48	6,48
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,45	7,45

## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	55	5,0	1,5	0,5	3,7
Privat konsumtion	33	7,4	2,0	0,0	4,0
Offentlig konsumtion	10	0,5	0,3	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	12	7,0	4,5	2,0	5,0
Export	45	15,9	3,3	-2,0	4,0
Import	42	18,7	4,7	-2,1	4,2
Arbetslöshet (%)		7,1	6,0	6,8	6,8
Löner		10,5	12,2	8,5	6,5
KPI		4,6	17,9	6,2	1,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-1,5	-2,2	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,3	38,8	40,7	40,7

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	32,9	4,8	2,5	1,3	3,5
Privat konsumtion	18,0	4,8	5,1	1,0	3,3
Offentlig konsumtion	6,6	4,4	2,4	2,7	3,1
Bruttoinvesteringar	7,8	3,0	1,9	3,8	5,3
Export	21,0	6,2	4,6	2,3	3,7
Import	21,7	13,5	9,9	4,2	3,0
Arbetslöshet (%)		7,6	6,9	7,1	6,8
Löner		11,8	6,5	7,5	7,5
KPI		3,3	16,5	9,9	2,1
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,3	-3,7	-2,8	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,8	46,1	45,8	44,3

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	31	8,3	1,2	0,5	3,5
Privat konsumtion	15	6,4	2,2	0,6	3,0
Offentlig konsumtion	6	3,9	1,0	1,2	1,0
Bruttoinvesteringar	9	3,3	-11,3	1,6	5,0
Export	25	19,8	4,8	2,0	4,5
Import	25	20,7	0,5	0,6	4,2
Arbetslöshet (%)		6,2	5,8	6,8	6,0
Löner		6,9	10,3	7,5	7,0
KPI		4,5	18,2	6,0	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,4	-3,5	-3,0	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		18,1	20,5	22,0	22,5

---

**Jens Magnusson**

Chefsekonom  
+ 46 70 210 22 67

---

**Håkan Frisé**

Prognoschef  
+ 46 70 763 80 67

---

**Daniel Bergvall**

Sverige  
Tema: Sverige går mot val  
Tema: Stora boprisfall  
+46 73 523 52 87

---

**Robert Bergqvist**

Tema: QT-politik och räntor  
+46 70 445 14 04

---

**Erica Dalstø**

SEB Oslo  
Norge  
+47 2282 7277

---

**Eugenia Fabon Victorino**

SEB Singapore  
Kina  
+65 6505 0583

---

**Dainis Gaspuitis**

SEB Riga  
Lettland  
+371 67779994

---

**Johan Hagbarth**

Aktiemarknaden  
+46 8 763 69 58

---

**Per Hammarlund**

Kina  
Tema: Kriget i Ukraina  
+46 76 038 96 05

---

**Jussi Hiljanen**

Räntemarknaden  
+46 8 506 231 67

---

**Olle Holmgren**

Sverige  
+46 70 763 80 79

---

**Cecilia Kohonen**

Kommunikatör  
+ 46 70 763 79 95

---

**Elisabet Kopelman**

USA  
+ 46 70 655 30 17

---

**Elizabeth Mathiesen**

SEB Köpenhamn  
Danmark  
+45 285 517 47

---

**Seyran Naib**

Storbritannien  
+ 46 70 739 14 77

---

**Mihkel Nestor**

SEB Tallinn  
Finland, Estland  
+372 6655172

---

**Tadas Povilauskas**

SEB Vilnius  
Litauen  
+370 68646476

---

**Bjarne Schieldrop**

SEB Oslo  
+47 9248 9230

---

**Marcus Widén**

Euroområdet  
Tema: Stora boprisfall  
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 30 augusti 2022.  
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 25 augusti 2022.

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

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

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande.

Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.



SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i fler än 20 kontor världen över med cirka 16 000 medarbetare. Den 30 juni uppgick koncernens balansslutning till 4 113 miljarder kronor och förvaltat kapital till 2 100 miljarder kronor.

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

Läs mer om SEB på [sebgroup.com/nordicoutlook](http://sebgroup.com/nordicoutlook)