

Nordic Outlook

September 2021

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: E-valutans framtid
16	Räntemarknaden
17	Valutamarknaden
18	Tema: Extremvädrets ekonomiska konsekvenser
20	Aktiemarknaden
21	USA
24	Tema: Inflation
27	Japan
28	Euroområdet
31	Storbritannien
32	Kina
33	Tema: EM-ekonomierna
36	Norden
37	Sverige
40	Tema: Budget 2022
43	Norge
45	Danmark
46	Finland
47	Baltikum
48	Litauen
49	Lettland
50	Estland
51	Nyckeldata
57	Research kontakter



Svåra vägval ut ur krisen

Återhämtningen i den globala ekonomin fortsätter och har i många fall överträffat förväntningarna.

Tillväxttalen är höga, arbetslösheten sjunker och finansmarknaderna signalerar skördetid med låga räntor och stigande börser. Det mesta tyder på en fortsatt positiv utveckling med en tillväxt som på många håll kommer att ligga över trend under både 2022 och 2023. Men utvecklingen är långt ifrån rätlinjig utan kantas av både farthinder och svåra vägval. Och även om dödligheten och trycket på sjukvården med anledning av Covid-19 minskar, är viruset något vi kommer att få hantera länge än.

Återstartsproblem ger inte riktigt med sig. När världsekonomin på 85 000 miljarder dollar skulle trampa igång igen efter pandemins mest akuta läge var det väntat att en och annan tröghet och flaskhals skulle uppstå. Men vissa av dessa trögheter biter sig fast hårdare och längre än förväntat. Komponentbristen, framförallt när det gäller halvledare, har satt ordentliga käppar i hjulen för bland annat bilindustrin som tvingats dra ned på produktionen. Transporttider och frakt-kostnader har skjutit i höjden vilket både stört de globala värdekedjorna och pressat upp producent-priserna. Och inflation, som i USA nu är den högsta sedan 1990-talet, fortsätter att ställa allvarliga frågor till oss om både varaktighet och spridningsrisker.

Vägvalen blir nu fler och svårare. Med å ena sidan en stark återhämtning och en ljus makrobild, och å andra sidan allt tydligare farthinder och kvardröjande uppstartsproblem, ställs beslutsfattare inför svårare avvägningar. Risken för policymissstag ökar när det inte längre bara handlar om att leverera stödåtgärder för att ta hushåll, företag och länder genom krisen.

Finanspolitiken behöver styras om från krisstöd till återuppbyggnad, med stora sociala och klimatmässiga hänsyn. Centralbankerna måste bestämma när trycket på gaspedalen ska lättas för att undvika överhettning och inflation men utan att strypa den återhämtning som världen behöver. Och regeringar behöver väga riskerna för smittspridning och nya virusvarianter mot nackdelarna med omfattande nedstängningar av samhällen.

Allt handlar inte längre om pandemin. Samtidigt som både den medicinska och den ekonomiska kampen fortsätter för att ta världen ur krisen, finns det fler ämnen som är väl värda att fördjupa sig i. Till exempel undersöker världens centralbanker, inklusive Riksbanken, för närvarande förutsättningarna för att skapa en helt ny sorts pengar: E-valutor. Och i Sverige har vi efter sommarens regeringskris och statsministerns avgångsbesked, unika politiska förutsättningar för den budgetproposition som regeringen snart lämnar till riksdagen.

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

- E-valutans framtid
- Extremvädrets pris
- Inflationens uthållighet
- Emerging Markets
- Sveriges budget 2022

Vi hoppas att *Nordic Outlook* ger nya insikter om en ekonomisk värld som går åt rätt håll men varken saknar farthinder eller svåra vägval. Vi önskar er trevlig läsning och hoppas att ni tar hand om er och varandra!

Jens Magnusson

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

Inflationsfrågan i fokus när konjunktureren når mognare fas

USA

Konsumtionen växlar ned efter vårens stimulansdrivna köpfest. Arbetsmarknaden visar kortsiktiga överhettningstendenser men taket är inte nått. Fed börjar trappa ned obligationsköpen och räntan höjs försiktigt 2023.

Sida 21

Euroområdet

Återhämtningen överraskade positivt andra kvartalet. Nya virusvågen och utbudsproblem hämmar tillväxten i närtid men BNP-prognosen revideras upp. Inflationsuppgången är kortsiktig och ECB ligger still med räntan länge.

Sida 28

Kina

Kinas tillväxttakt bromsar in. Risken för ytterligare avmattning har ökat på grund av en minskad kreditimpuls och långsammare återhämtning av privat konsumtion, vilken hämmas av myndigheternas strikta Covid-19-strategi.

Sida 32

Storbritannien

Efter de stora nedgångarna under 2020 fortsätter återhämtningen och förutsättningarna för tillväxt över trend 2023 är goda. Bank of England börjar lämna krispolitiken och höjer räntan till 0,75 procent vid slutet av 2023.

Sida 31



Västeuropas ekonomier har återhämtat sig överraskande snabbt när restriktioner lättats. BNP-prognoserna är uppjusterade även om ökad smittspridning hämmar något. Nya nedstängningar i Asien skapar globala störningar bl a via inflationsdrivande flaskhalsar. USA behåller tätpositionen i återhämtningen. Trots vissa uppåtrisker väntas inflationen falla tillbaka under 2022. Detta ger Fed möjligheter att vänta med räntehöjningar till 2023 när arbetslösheten sjunker under de nivåer som noterades före krisen.

De senaste månadernas utveckling har förändrat de ekonomiska utsikterna på delvis lite motstridiga sätt. I spåren av restriktionslättnader blev återhämtningen andra kvartalet starkare än väntat i Europa. Situationen på arbetsmarknaden har också förbättrats oväntat snabbt på många håll. Nya prognoser från t ex Internationella valutafonden (IMF) och Europeiska centralbanken (ECB) visar ett mönster där man tidigarelägger bokslutet av pandemins konsekvenser. BNP-prognoserna är uppjusterade och vid slutet av 2022 är ekonomierna i stort sett tillbaka vid det resursutnyttjande som gällde före pandemins utbrott. Detta blir extra tydligt när horisonten nu förlängs med ytterligare ett år. Prognoserna för 2023 präglas av stiltje med små förändringar på arbetsmarknaden och av en BNP-tillväxt nära långsiktig trend. Men den allra senaste tiden har också nya risker dykt upp när smittspridningen åter ökar. Även om förnyade restriktioner i Europa blir mildare än de tidigare kommer de i kombination med försiktigare beteendemönster att hämma delar av ekonomin under ganska lång tid. Nya nedstängningar i Asien, bl a i viktiga hamnar, skapar också störningar i globala transportsystem.

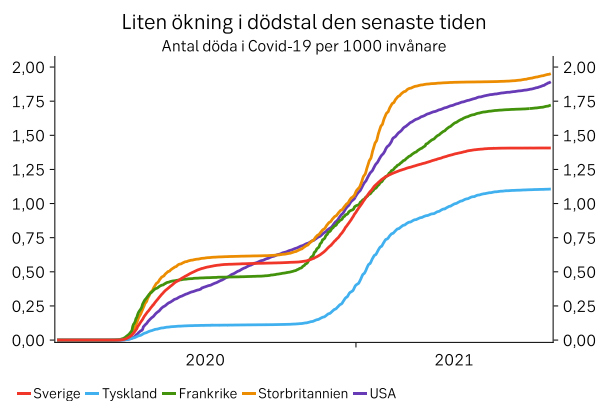
Oväntat stark inflationsimpuls. Höga inflationstal har också spetsat till frågeställningarna om uppgången bara är tillfällig eller om vi underskattar konsekvenserna av de extrema ekonomisk-politiska stimulanserna. I USA ligger nu kärninflationen nära 5 procent, vilket är den högsta noteringen sedan början av 1990-talet. I en temaartikel på sid 24 diskuterar vi olika aspekter av inflationsuppgången. Även om prishöjande utbudsstörningar ser ut att bli mer varaktiga än väntat drar vi slutsatsen att inflationen faller tillbaka en bit in i 2022. Kombinationen av en oväntat snabb nedgång i arbetslösheten och höga inflationsciffror reser ändå frågor kring den lämpliga tidpunkten för att dra tillbaka stimulanserna. En snabb och synkroniserad uppgång för bostadspriserna accentuerar också negativa bieffekter av den ultralätta penningpolitiken.

Marknaden avspänd inför inflationshotet. Trots höga inflationssiffror har obligationsräntorna fallit tillbaka ganska kraftigt i en miljö med dämpad riskaptit. Oro för förnyad smittspridning har bidragit till detta. Men det tycks också vara så att försiktiga signaleringar om stundande policynormaliseringar från centralbanker, framför allt Fed, får marknaden att börja känna doften av stundande policy-misstag. Det är också tydligt att marknaden inte är speciellt

orolig för inflationen. Inflationförväntningarna har visserligen vänt upp efter nedgångarna under 2019 och 2020, men indikerar snarast en övervägande sannolikhet för att inflationen ska hamna under målen på några års sikt.

Överdrivna förväntningar på vaccinets roll

Pandemins konsekvenser fortsätter således att påverka prognosbilden. Restriktionslättnader har visserligen bidragit till att BNP-tillväxten växlat upp; i flera fall också snabbare än väntat. Men ändå har förhoppningar om att vaccinet skulle säkerställa en återgång till normala förhållanden visat sig överdrivna när mer smittsamma virusmutationer, framför allt deltavarianten, dykt upp. Israel är det tydligaste exemplet på att nya smittvägar kan komma trots en mycket hög vaccinationsgrad. Liknande mönster kan vi också se i Västeuropa medan bakslagen i USA också beror på att vaccinationstakten dämpats, delvis beroende på låg vaccinmotstånd. I många EM-ekonomier och i fattigare länder är den låga vaccinationsgraden fortfarande ett problem trots ökad global vaccinproduktion. Till viss del beror detta på att länder som var framgångsrika med att trycka ned smittan i pandemins inledningsfas tycks ha underskattat vikten av att vaccinera befolkningen. Senfärdiga vaccinationer i dessa länder ökar också risken för uppkomsten av nya vaccinresistenta virusvarianter, vilka i förlängningen skulle hota utvecklingen också i länder där andelen vaccinerade är hög.



Källa: World Health Organization, Macrobond, SEB

Mjukare nedstängningsstrategier i Europa. Även om smittspridningen nu ökar ser vi inte motsvarande uppgång i allvarliga sjukdomsfall eller dödsfall. Att vaccinerade personer drabbas av lindrigare symptom, samt att medelåldern på de som nu smittas är lägre än tidigare, ger större utrymme för beslutsfattare att väga försiktighetsaspekter mot allt starkare behov av normalisering. Detta återspelas i större återhållsamhet när det gäller nya restriktioner. Ett sätt är att begränsa åtgärderna till ovaccinerade grupper. I Frankrike krävs t ex vaccinpass för besök på bl a restauranger, barer och olika typer av evenemang, vilket dock mötts av protester. Det mest sannolika är att trenden mot mildare typer av restriktioner fortsätter. Men samtidigt innebär nya mutationer som ger återkommande smittvågorna att viruset kommer att påverka ekonomi och samhällsliv under en längre period än vi tidigare räknat med.

Stabilare prognosmiljö trots allt

Våra revideringar sedan förra Nordic Outlook är generellt små. Detta står i stark kontrast till de tvära kast vi sett tidigare under pandemin. Trots nya smittvågor tycks vi således ha kommit in i en stabilare prognosmiljö. Global BNP väntas nu öka med 5,9 i år och med 4,4 procent 2022; oförändrat för 2021 och en marginell uppjustering med en tiondel för 2022 jämfört med majprognosen. Ett starkt andra kvartal har bidragit till vissa uppjusteringar för t ex euroområdet och Sverige för 2021. För USA gör vi däremot en något försiktigare bedömning jämfört med såväl majprognosen som konsensusbilderna för i år. Konsumtionen saktar nu in något efter tidigare boom när köpkraften pressas av bortfallande stimulanser och hög inflation. BNP-tillväxten för vårt EM-aggregat är också nedjusterat något för i år; främst på grund av nya nedstängningar

Global BNP-tillväxt

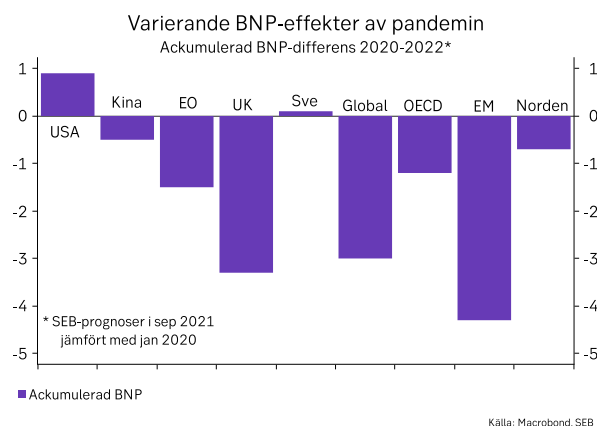
Årlig procentuell förändring

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

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

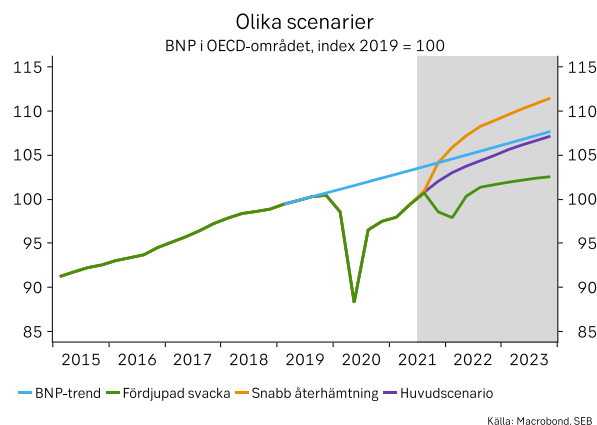
Utbedsrestriktioner blir allt viktigare. Även om vi generellt sett gör lite försiktigare bedömningar jämfört med konsensusbilderna är det tydligt att ekonomierna kommer tillbaka till sin förkristrend tidigare än väntat. Det gör att analysen av ekonomins utbudssida nu blir allt viktigare, speciellt när vi nu förlänger prognoshorisonten till 2023. I förra Nordic Outlook försökte vi illustrera olika ekonomiers respons på krisen genom att jämföra aktuell prognos för åren 2020-22 med den som förelåg precis före pandemins utbrott i slutet av januari 2020. Eftersom

ekonomin före pandemin befann sig i ett ganska normalt konjunkturläge med framåtblickande BNP-prognoser nära trend drog vi också slutsatsen att man kan tolka avvikelserna i grafen nedan som en grov preliminär bedömning av BNP-gapet för 2022.



Viss konvergens mellan USA och Västeuropa framöver.

Skillnaderna mellan olika delar av världsekonomin har minskat en del jämfört med majrapporten. USA sticker dock fortfarande ut med en sammantagen BNP-tillväxt som är något högre än i förkrisprognosen d v s vi tror nu på en högre BNP-nivå för 2022. Detta avspeglar det starka efterfrågetrycket i spåren av Feds sänkningar och massiva finanspolitiska stimulanser. De stora ekonomierna i Västeuropa uppvisar betydande gap även om de minskat lite samtidigt som de nordiska ekonomiernas relativa motståndskraft syns tydligt. Denna gapanalys ligger till grund för prognosen om en BNP-tillväxt över trend i Västeuropa också 2023. Med tanke på osäkerheten så långt fram i tiden gör vi ändå en relativt försiktig tolkning av detta, framför allt för Storbritannien där konsekvenserna av Brexit gör att osäkerheten kring hur stort arbetsutbud som finns tillgängligt blir extra stor.



Ny riskbild med svagare pandemikoppling

Trots att vaccinationen inte levt upp till alla högt ställda förväntningar är vi nu ändå på väg in i en fas där riskbilden förändras. Resistent mutationer och förnyade smittvågor i spåren av långsam vaccinationstakt i fattigare länder kan fortfarande bidra till besvikelser. Men nedåtriskerna börjar i högre grad handla om inflation och misslyckanden kopplade till centralbankernas exitstrategier. Om inflation och inflationsförväntningar verkligen skulle dra iväg kan centralbanker, framför allt Fed, ställas inför dilemmat att

antingen strama åt ekonomierna på ett sätt som skulle skapa dramatiska nedgångar för aktie- och bostadspriserna eller att acceptera att inflationsförväntningarna driver iväg och tappar kontakten med inflationsmålen. Dramatiken kring talibanernas snabba maktövertagande i Afghanistan höjer den geopolitiska risknivån. Stabiliteten i närområdet hotas t ex om en eskalerande humanitär katastrof leder till stora flyktingströmmar. I förlängningen kan man inte utesluta scenarier som bidrar till att höja spänningsnivån mellan Kina och USA ytterligare. Erfarenhetsmässigt krävs dock speciella omständigheter för att kriser av denna typ ska sätta mer varaktiga avtryck i den ekonomiska utvecklingen.

Stark konsumtion i kombination med produktivitetstillväxt.

Potentialen på uppsidan ligger främst i att vi underskattar kraften i den ekonomisk-politiska stimulansdosen. Kombinationen av uppdämda konsumtionsbehov och ett högt uppdrivet sparande hos hushållen innebär en stor potential. En robust konsumtionsökning kan också leda till en positiv spiral där investeringarna kommer igång på bred front. En kraftfull återhämtning skulle minska riskerna för permanent utslagning av arbetskraft som kommit i kläm under pandemin och som nu snabbt kan mobiliseras. Det skulle också minska belastningen på de offentliga finanserna och därmed mildra framtida sårbarhet. För att ett sådant scenario inte ska leda till tydliga överhettningstrender på lite sikt krävs också en relativt gynnsam utveckling avseende arbetsutbud och produktivitet. Vår bedömning är att riskbilden nu är ganska symmetrisk.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2021	2022	2023
Huvudscenario	5,1	4,0	2,3
Negativt scenario	4,1	1,2	1,9
Positivt scenario	5,7	6,9	2,8

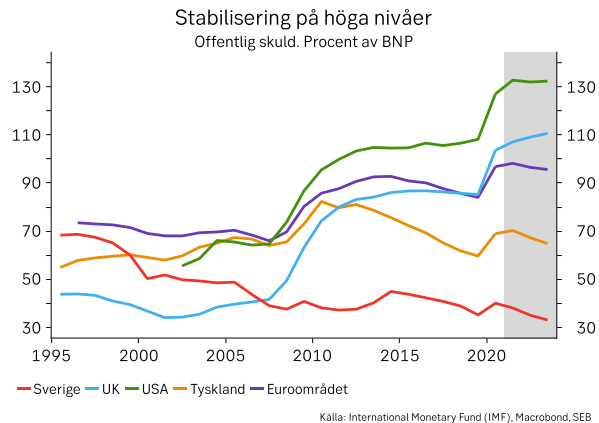
Källa: SEB

Långsam normalisering av finanspolitiken

Återkommande smittvågor bidrar till att nya stimulanspaket fortsätter att presenteras. Men även om krisprogrammen förlängs lättar belastningen på de offentliga finanserna i takt med minskande behov. Fokus läggs istället alltmer på att stötta återhämtningen där mer traditionella stimulanser kompletteras med strukturella satsningar inom infrastruktur, miljö och digitalisering. Exempel är bl a Bidenadministrationens infrastrukturpaket på 1 000 miljarder dollar och försök att få igenom ytterligare ett paket på 3 500 miljarder dollar. Även om det sistnämnda paketet ska vara fullt finansierat är det framtungt vilket ger vissa positiva tillväxteffekter. I Europa rullas nu *Next Generation EU* ut som omfattar satsningar på ca 1 procent av BNP per år i 5-6 år.

De flesta länder har fokuserat hårt på att stötta ekonomierna trots skilda förutsättningar i utgångsläget. USA har stora frihetsgrader tack vare dollarns ställning som reservvaluta och i Europa finns en ganska stor enighet om att inte återupprepa misstagen med tidiga sparprogram efter finanskrisen. I Sverige har regeringen nyligen annonserat att budgetpropositionen i september ska

innehålla satsningar på 74 miljarder kronor; klart mer än de 40 miljarder som skulle vara i linje med en mer strikt tolkning av det finanspolitiska ramverket (se temaartikel sid 40). Sammantaget ser finanspolitiken i OECD-området ut att bli svagt expansiv även i år efter den unikt stora stimulansinjektion motsvarande 5 procent av BNP som noterades 2020. Minskade krisutgifter kompenseras mer än väl av offensiva tillväxtingsatsningar i år. Vi väntar oss också satsningar för 2022 och 2023. Men om man mäter den finanspolitiska injektionen som förändring av det konjunkturrensade offentliga saldoto noteras en åtstramning runt 3 procent av BNP 2022 och 1,5 procent av BNP 2023 för OECD-området som helhet.



Extremvädrets pris. Klimatomställningens samspel med traditionell finanspolitik kommer alltmer i fokus.

Sommarens extrema väderhändelser, med många skyfall och värmeböljor, i kombination med publiceringen av IPCC:s nya rapport om klimatet har gett förnyad kraft till diskussionen om klimatförändringar och behovet av åtgärder. Frågan om detta kommer att stärka politikernas beslutskraft vid klimatmötet i Glasgow i början av november diskuteras i temaartikeln *Extremvädrets pris*. Det är möjligt - kanske till och med troligt - men inte självklart. Enligt IPCC behövs investeringar i klimatomställningen motsvarande 3 500 miljarder dollar årligen, för att klara 1,5-gradersmålet. Dagens investeringar är inte i närheten av dessa nivåer och sommarens händelser har dessutom pekat ut andra stora investeringsbehov. Såväl återuppbyggnaden efter sommarens förödelse som anpassningsåtgärder för att säkerställa att länder, städer och människor ökar sin motståndskraft mot framtida katastrofer kommer också att kräva stora investeringar. Frågan är om det kommer att finnas pengar till allt eller om de långsiktiga omställningsinvesteringarna riskerar att få stå tillbaka för sådant som upplevs mer akut.

Nedjusterad EM-prognos

Den generellt lägre vaccinationsgraden i EM-ekonomier, och framförallt i de fattigaste länderna, skapar nu en sårbarhet. Nya vågor av smittspridning har dämpat konsumentförtroendet och företagens investeringsvilja. Med undantag av Indien är nedjusteringarna av BNP-tillväxten som störst bland de asiatiska länder som inledningsvis var bäst på att stoppa smittspridningen. Kina lär behålla sin nolltolerans mot smittspridning men nya nedstängningar ser ut att bli geografiskt begränsade och får därmed liten effekt på den inhemska tillväxten. Men störningarna på globala leveranskedjor blir ändå

betydande när t ex hamnar stänger. I Latinamerika och Ryssland har däremot BNP-tillväxten överraskat på uppsidan. Det beror delvis på att myndigheterna varit ovilliga att införa restriktioner och accepterat högre smittotal för att inte strypa den ekonomiska aktiviteten. Uppjusteringar i dessa länder har dock inte fullt ut kompenserat för nedrevideringarna av framförallt Kina och Indien. Vi har därför justerat ned tillväxtprognosen för vårt EM-aggregat till 6,5 från 6,8 procent 2021. För 2022 ligger vi kvar med en tillväxtprognos på 4,8 procent. Därefter väntas en ytterligare dämpning till 4,3 procent 2023.

BNP-tillväxt, BRIC-länder Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

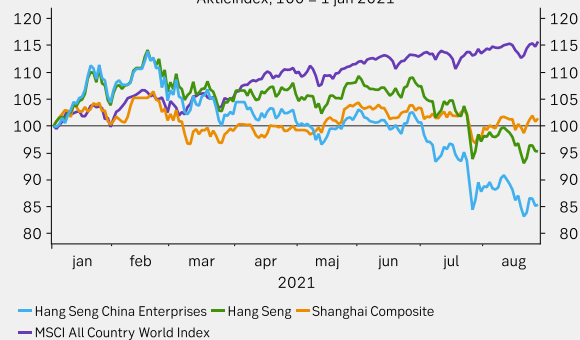
Motståndskraft mot högre räntor. Inflationen har ökat markant också bland EM-ekonomierna och flera centralbanker har höjt sina styrräntor. Så länge global ekonomi fortsätter att återhämta sig och inflationen inte fortsätter att öka är en gradvis ökning av globala räntor inte ett problem för majoriteten av EM-ekonomier. Men skulle vi få se en kraftigt stigande inflation och marknadsräntor, t ex drivna av alltför expansiv finanspolitik i USA, skulle konsekvenserna bli stora. EM-valutorna skulle då hamna under stark press nedåt vilket skulle tvinga fram räntehöjningar med inbromsning av tillväxten som följd.

Oljepriset faller tillbaka något. Vi behåller vår oljeprisprognos från förra Nordic Outlook i maj. Tillväxten i efterfrågan på olja och energi ser ut att bli något lägre än vi tidigare trodde beroende på den ökande smittspridningen. Oljeproducenterna inom OPEC+-samarbetet lär dock kompensera för detta och fortsätta att begränsa produktionen för att kunna upprätthålla ett pris i intervallet 65 till 75 dollar per fat under 2021. En normalisering av global ekonomi, speciellt av resande och transporter, kommer att ge stöd till efterfrågan. Men samtidigt kommer investeringar och forskning kring alternativa energikällor samt ambitioner att minska koldioxidutsläppen att leda till gradvis lägre efterfrågan. Sammantaget väntar vi oss att det genomsnittliga oljepriset sjunker till 62,5 dollar per fat 2022 på grund av ett behov bland de oljeproducerande länderna, speciellt Ryssland, att öka försäljningen samt en relativt begränsad ökning av efterfrågan.

Kinas regleringsiver ingen dagslända

Kina har sedan början av året skärpt regleringarna av företagssektorn betydligt och inom ett allt bredare spektrum, däribland många IT-företag. Reformerna kommer i praktiken att förhindra privata vinstgivande företag inom utbildningssektorn. En ny personuppgiftslag ska begränsa hur personuppgifter samlas in, används och hanteras. Företags möjligheter att använda finansiella hävstänger begränsas och myndigheterna ser över möjligheterna att tvinga företag med tillgång till stora mängder användardata att överlåta hanteringen av dessa till tredjepartsföretag innan de söker notera sig på amerikanska börser. Regleringsivern har lett till att kinesiska aktieindex generellt utvecklats sämre än det globala riktmärket MSCI ACWI-index. Tillsynsmyndigheterna har sökt lugna marknaden genom möten med de stora bankerna och statsanknutna fonder har stödköpt aktier. Utländska investerare är dock fortsatt försiktiga.

Regleringar har slagit mot kinesiska aktier
Aktieindex, 100 = 1 jan 2021



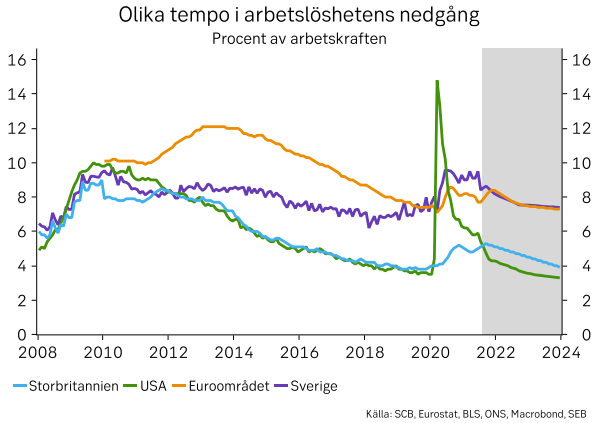
Källa: MSCI, Shanghai Stock Exchange, Hang Seng Indexes Company, Macrobond, SEB

Åtstramningarna syftar till att få företagen att agera i linje med kommunistpartiets sociala mål. President Xi Jinping har skärpt sin retorik kring "gemensamt välstånd" och tagit steg för att minska landets ökande förmögenhetsskillnader. Pekings beslut att införa kontroller av främst delar av IT-sektorn, som tidigare haft liten eller ingen tillsyn, är mot denna bakgrund logiska. Snabbväxande företag kommer nu att behöva vara uppmärksamma på frågor om konkurrens, datasäkerhet, ekonomiskt risktagande och andra frågor som anses hindra social rättvisa. Även om skärpta regler kan uppfattas som ett hot mot utländska investeringar värda miljarder dollar förbättrar de också konsumentskyddet.

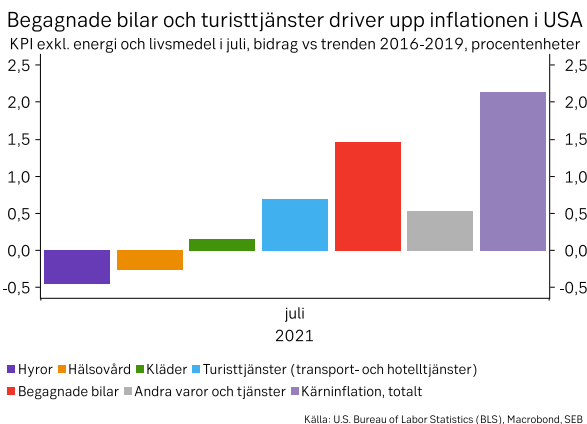
Konstlat snabb nedgång i arbetslöshet

Arbetslösheten har fortsatt att överraska på nedsidan. I USA sjönk den till låga 5,4 procent i juli och i euroområdet är den senaste noteringen 7,7 procent; bara en halv procentenhet över noteringarna vid pandemins utbrott. Därtill har andelen företag som har svårt att hitta lämplig arbetskraft stigit till historiskt höga nivåer. Mot denna bakgrund är det naturligt att ställa frågan om ekonomierna verkligen kan växa klart snabbare än trend de närmaste åren. Man kan dock lyfta fram flera tillfälliga faktorer bakom den ansträngda situationen på utbudssidan. I USA

hämmas arbetsutbudet t ex av stängda skolor och svårigheter att ta sig till jobbet samtidigt som det tillfälligt utvidgade arbetslöshetsunderstödet minskar drivkrafterna att arbeta. I euroområdet håller vissa krisåtgärder nere arbetskraftsdeltagandet. Det är därför troligt att arbetslösheten vänder uppåt en del under hösten när deltagandegraden normaliseras.



Svårtolkad produktivitetstrend. Krisåtgärder kopplade till pandemin skapar också en rad problem att tolka den ekonomiska statistiken. Det gäller inte minst löne- och produktivitetstrenderna som främst kompliceras av att det är svårt att mäta hur många arbetstimmar som verkligen utförs. Trots denna osäkerhet kan man ändå se vissa tecken på en uppväxling av arbetsproduktiviteten i t ex USA. Det har väckt förhoppningar om att krisen ska frigöra den potential som digitaliseringsprocesser byggt upp under en längre tid ibland med benämningen "Den fjärde industriella revolutionen". Får vi verkligen ett sådant skift uppåt i produktivitetstrenden vore det mycket gynnsamt för utsikterna för tillväxt och börskurser på medellång sikt. Sådana tekniskiften skapar ofta också oro för bestående högre arbetslöshet när en viss typ av jobb försvinner. Historien visar dock att negativa effekter på arbetslösheten blir kortvaraktiga. Tekniksprång, som ökar ekonomins produktionspotential, brukar ganska snabbt skapa efterfrågeökningar på olika områden.

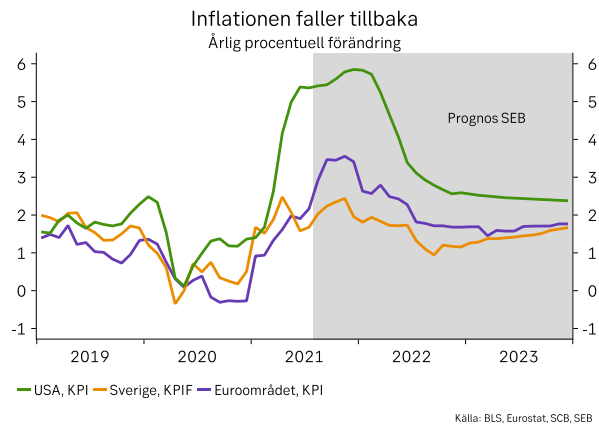


Inflationsutmaningar i olika tidsperspektiv

Den senaste tidens utveckling har spetsat till frågan om hur allvarligt inflationshotet verkligen är. Inflationen i USA överstiger nu 5 procent, vilket är den högsta noteringen sedan början av 1990-talet. I temaartikel på sid 24 diskuterar vi olika aspekter av inflationsprocessen. Vi står

fast vid vyn att inflationsuppgången i USA i hög grad drivs av tillfälliga faktorer som är kopplade till pandemin. Auktionspriserna på begagnade bilar i USA har t ex ökat med 50 procent, bl a drivet av uthyrningsföretagens behov av att snabbt återställa en kraftigt nedbantad bilpark. Stigande tjänstepriser på turism ger nu också stora bidrag till KPI-inflationen genom baseffekter när priserna normaliseras från de mycket nedpressade nivåerna 2020. KPI-uppgången i Västeuropa är inte alls lika dramatisk, speciellt inte i Sverige, och vi ser flera skäl till detta. Konsumtionsuppgången har inte alls varit lika kraftig som i USA, bl a beroende på stödpolitikens utformning. Därtill fungerar marknaden för begagnade bilar på annorlunda sätt, vilket gör en prisexplosion av amerikanskt snitt mycket osannolik.

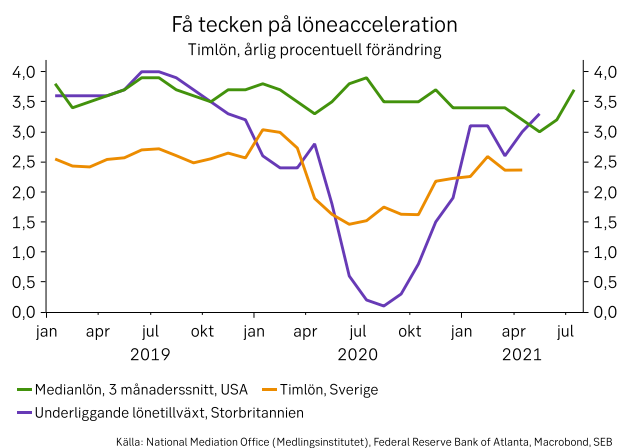
Tillfällig impuls trots mer varaktiga störningar. Det är högst troligt att dessa prisimpulser, kopplade till återöppnandet av ekonomin, är tillfälliga och att inflationen därför faller tillbaka under 2022. Men det är samtidigt tydligt att störningarna för produktion och transporter blir mer varaktiga än väntat. Detta är i hög grad kopplat till förnyad smittspridning och nya nedstängningar i Asien, inte minst när det gäller stängda hamnar, som bidrar till högre fraktpriser. Vi kan också se att priserna i producentledet nu har börjat stiga också på mer bearbetade konsumtionsvaror. I viss mån bidrar också högre råvarupriser till KPI-inflationen, men med undantag av olja och livsmedel blir effekten troligen liten.



Nya tester av den gåtfulla Phillipskurvan. Att vi nu får leva med en hög amerikansk KPI-inflation en tid gör det extra viktigt att också analysera hur den långsiktiga inflationsmiljön kan påverkas. För att inflationen varaktigt ska skifta upp krävs ett regimskifte också för löneökningstakten. Eftersom vi tror att dagens flaskhals signaler på arbetsmarknaden är tillfälliga avgörs frågan på längre sikt. Generellt har lönerna under lång tid varit okänsliga för förändringar i arbetslöshet. Den rekordlåga arbetslösheten i USA precis före krisen genererade t ex bara mindre uppgångar i löneökningstakten. Arbetslösheten i USA väntas falla till 3,3 procent i slutet av prognosperioden, vilket är något lägre än nivå före pandemin. Därmed kommer vi återigen att testa hur Phillipskurvan, dvs sambandet mellan arbetsmarknaden och pris- och lönebildningen, ser ut.

Strukturella krafter förändrar lönebildningen? Vissa strukturella faktorer kan tala för lite högre löneökningar denna gång. Oro för växande ekonomiska klyftor har fått ökat utrymme i den politiska debatten och höjda minimi-

löner kan t ex sprida sig till en bredare löneuppgång. Perioden med förhöjd inflation kan också göra att Phillipskurvan skiftar uppåt via stigande inflationsförväntningar. Än så länge syns dock inga starka tecken på detta. Marknadens prissättning för KPI-inflationen har vänt upp efter nedgångarna under 2019 och 2020, men ligger vare sig i Europa eller USA på alarmerade nivåer. Lägre internationell rörlighet i kombination med högre lönenivåer i EM-ekonomier kan också tänkas försvaga globaliseringens lönedämpande krafter på sikt, men det är ändå svårt att tro att detta på något avgörande sätt skulle förändra bilden.



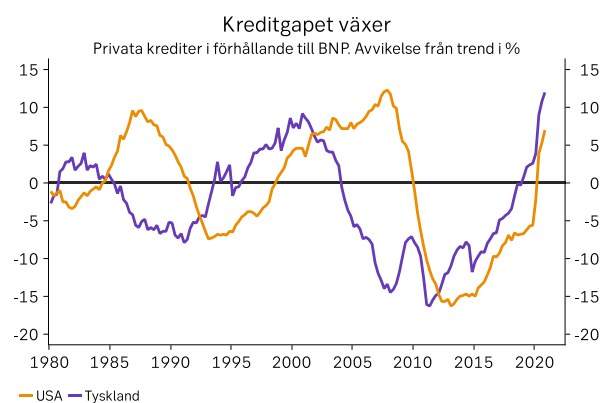
Monetär stimulans leker med inflationselden? Rådande inflationsuppgång har också gett ny luft under vingarna till tankarna om att den exceptionella monetära expansionen i sig kan skapa inflation. Under 2020 och 2021 ökar centralbankernas tillgångar enligt våra beräkningar med 12 500 miljarder dollar. Sedan finanskrisen 2007-2008 har ökningen varit 20 000 miljarder dollar. Om vi antar en penningmultiplikator på ca 4 landar vi i en expansion av banksystemets utlåning på totalt 80 000 miljarder dollar (92 procent av global BNP 2019). En grov uppskattning visar att centralbankernas värdepappersköp drivit ned globala långräntor med 120-160 räntepunkter.

Inga monetära genvägar till inflation. Vi står dock fast vid synen att det inte finns några "monetära genvägar" till KPI-inflation som är frikopplade från efterfrågetryck på varor, tjänster eller arbetskraft. Vi ser nu hur den monetära expansionen pressar upp priserna på tillgångar som aktier och bostäder. Till viss del ökar detta också den generella efterfrågan i ekonomin men denna "förmögenhetskanal" försvagas av den ojämna fördelningen av tillgångarna. Att inflationsriskerna från monetär expansion ofta spelas ner beror dock på att man utgår från att centralbankerna ganska snabbt kan dra tillbaka stimulanserna om inflationsmålen hotas i grunden. Om man däremot börjar misstänka att centralbankernas oberoende är hotat genom att nationella regeringar prioriterar andra mål för den ekonomiska politiken skulle slutsatsen kunna förändras. Men vi har svårt att se en sådan utveckling, speciellt i utvecklade ekonomier. De förändringar av penningpolitiska ramverk som vi sett, främst i USA, bör snarast tolkas som försök att dra slutsatser av tidigare svårigheter att verkligen nå upp till inflationsmålen.

Synkroniserad uppgång i bostadspriser

Bostadsprisernas uppgång under pandemin har varit ovanligt synkroniserad. Priserna har stigit i hela 90 procent av

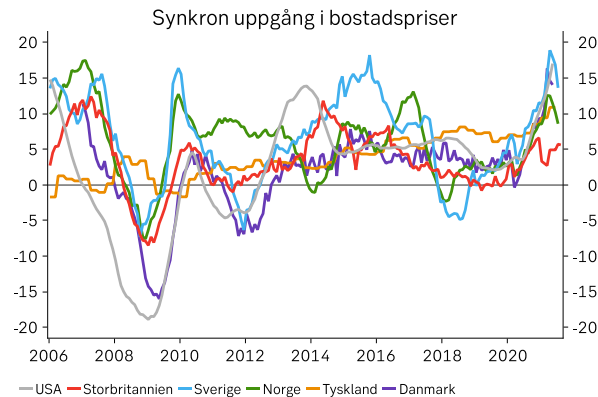
de utvecklade ekonomierna och i vissa länder ligger årstakten högre än på flera decennier. Att bostadspriserna kunde stiga även i inledningsskedet, trots kraftiga BNP-fall och stigande arbetslöshet, avviker också från mönstret i tidigare kriser. Policyresponsen från både penning- och finanspolitik kom ovanligt snabbt och skapade en miljö med exceptionellt låga bolåneräntor och god inkomstutveckling. Hushållens underliggande balansräkningar var också i betydligt bättre skick jämfört med t ex finanskrisen. Att det finansiella systemet var i ett bra skick vid krisutbrottet har också inneburit att den typ av kreditätstramning (credit crunch) som ofta förlänger och fördjupar ekonomiska nedgångar kunde undvikas. Därtill förändrades preferenser för större boytor i spåren av utökad hemarbete och försämrade möjligheter till resor.



Stabilisering på hög nivå. Den snabba uppgången i bostadspriser under pandemin skapar i sig potential för rekyler nedåt när situationen normaliseras i olika avseenden. I tex Norge och Sverige har prisutvecklingen dämpats markant de senaste månaderna även om det är svårt att avgöra vad som är säsongsmässiga sommareffekter. Därtill föll SEB:s boprisindikator tillbaka kraftigt i augustimätningen, men ligger fortfarande över det historiska snittet. Även om arbetslivet gradvis återgår till mer normala förhållanden tyder olika enkäter på att vi står inför varaktiga förändringar i preferenser när det gäller t ex hemarbete. Samtidigt kommer ränteläget att förbli mycket lågt under överskådlig tid. Så länge osäkerhet kring pandemin kvarstår lär beslutsfattare därtill vara mycket obenägne att riskera en kraftig nedgång på bostadsmarknaden som skulle skada hushållens balansräkningar och därmed hämma konsumtionen. Sammantaget gör vi därför bedömningen att en kraftig priskorrektion nedåt inte är så sannolik. Efter en mindre nedgång eller utplanning i närtid är vår prognos att priserna fortsätter uppåt om än i betydligt långsammare takt än vad vi sett det senaste året.

Dyrare boende skapar politiska spänningar. Policyreaktionen på sikt är dock svårbedömd. Högre bostadspriser har satt press uppåt också på hyrorna, vilket förstärkt problemen med växande ekonomiska klyftor. Högutbildade, som ofta äger bostäder, har generellt haft lättare att arbeta hemifrån. Anställda i tjänstesektorer med relativt låg lönenivå har å andra sidan drabbats av såväl osäkrare jobbsiktigheter som stigande hyreskostnader. Notabelt är att priserna också stigit kraftigt i länder med hög andel hyrda bostäder som tidigare haft en lugn prisutveckling. I typexemplet Tyskland har detta lett till

politiska spänningar och i Berlin ska nu en folkomröstning pröva frågan om vidgade möjligheter att exproprieras fastigheter för att öka utbudet av lägenheter med reglerade hyror. EU-kommissionen försöker nu t ex också sätta press på Nederländerna att ändra sina mycket gynnsamma skatteregler för ägt boende genom att koppla frågan till landets tillgång till EU:s återhämtningsplan. I Sverige är regelverket kring hyressättningen en latent känslig politisk stridsfråga vilket inte minst blev tydligt i de olika turerna kring försommarens regeringskris.



Även centralbankerna visar tecken på att påverkas av debatten om penningpolitikens bidrag till ökad ekonomisk ojämlikheter. Höga bostadspriser försvårar för första-gångsköpare, minskar mobiliteten på arbetsmarknaden och ökar risken för finansiell instabilitet. I samband med beslutet om en ny penningpolitisk strategi meddelade ECB att just boendekostnader bättre ska avspeglas i HIKP-inflationen. Möjligen kan detta vara ett steg mot att i större utsträckning ta hänsyn till t ex bostadspriser i penningpolitiska beslut på sikt. Norges Bank har en tradition av att mer explicit hålla ett öga på boprisutvecklingen och även denna gång finns detta med i bilden när man nu är på väg att påbörja räntehöjningar långt före andra jämförbara länder. Riksbanken har gått åt motsatt håll sedan 2014 efter regeringens beslut att ge Finansinspektionen huvudansvaret för makrotillsynen samt kritik från arbetsmarknadens parter. Riksbanksutredningens föreslår därtill snarast minskat utrymme för att ta hänsyn till bostadsprisutvecklingen. På lång sikt kan man ändå inte utesluta att en omprövning kan komma. Nackdelarna med extremt låga räntor som driver upp priser i kombination med amorteringskrav och kvantitativa regleringar blir allt tydligare, inte minst genom att skapa mycket höga trösklar för yngres etablering på bostadsmarknaden.

Svåra penningpolitiska avvägningar

Inflationsimpulsen i spåren av pandemirelaterade obalanser på varu- och arbetsmarknader runt om i världen har också överraskat centralbankerna. Även om huvudsignalerna fortfarande är att inflationsimpulserna ska ses som tillfälliga går det att skönja en ökad osäkerhet och oenighet inom centralbankssfären när det gäller varaktigheten av obalanserna och den förhöjda inflationsnivån. Den senaste tiden har t ex Fed, Bank of England och Norges Bank olika starkt signalerat att man är beredd att i små och förutsägbara steg börja normalisera penningpolitiken.

Fed och ECB går nu i olika takt i sina försök att normalisera penningpolitiken. Det är logiskt då inflationsriskerna är större i USA än i euroområdet. Fed väntas i december inleda en minskning av de månatliga värdepappersköpen på 120 mdr dollar och i september 2022 ska de vara avslutade. Det öppnar för en Fed-höjning under första kvartalet 2023. I slutet av 2023 ligger räntan på 0,75 procent. ECB, å andra sidan, höjer inte räntan under prognosperioden i enlighet med sin nya penningpolitiska strategi. PEPP-programmet fullföljs och ersätts med ett nytt, flexibelt QE-program under 2022. Bank of England (BoE) väntas höja räntan med 15 punkter i ett försiktigt första steg redan i maj 2022 som svar på stigande resursutnyttjande. Man följer sedan upp med ytterligare två höjningar under 2023 och når liksom Fed nivån 0,75 procent vid slutet av året.

Nordiska centralbanker väljer olika vägar framåt.

Riksbanken avslutar värdepappersköpen vid årsskiftet och ligger kvar med nollränta 2021-23. Norges Bank höjer räntan redan i september från dagens 0 procent och når 1,50 procent i slutet av 2023. I Danmark skapar kapitalflöden apprecieringstryck på valutan och Nationalbanken väntas sänka styrräntan med ytterligare 10 punkter till minus 0,60 procent under 2022.

E-valutorna på väg. Centralbankerna pressas nu till att skapa en ny typ av pengar. Utvecklingen drivs av allmänhetens behov ny teknologi för att kunna genomföra snabba och effektiva betalningar. Centralbanker vill å sin sida fortsätta att ha kontroll över tillgången på statliga pengar och penningpolitiken men ändå kunna bemöta konkurrensen från kryptotillgångar. Fel utformade kan E-valutor äventyra den ekonomiska och finansiella stabiliteten. I temaartikeln "E-valutans framtid" på sid 13 beskriver vi hoten och möjligheterna med e-valutor.

Långräntorna stiger måttligt. De globala långräntorna sjönk under sommaren på oro för data, virus och mer osäkra utsikter när stödet från stimulanser avtar. USA-räntor drar sig måttligt högre i höst när Fed bereder sig på att trappa ned obligationsköpen i slutet av året, följt av försiktiga räntehöjningar 2023, medan Europa hålls tillbaka av hög ribba för höjning och förlängda tillgångsköp. 10-åriga USA-räntor stiger till 1,50 procent i slutet av året och något över 2 i slutet av 2023, medan tyska är kvar under noll i år och något över i slutet av perioden. Väl aggressiva förväntningar på Riksbankens höjningar och lågt obligationsutbud talar för en viss krympning av långräntespreaden mot Tyskland. Svenska 10-årsräntor fortsätter dock att handla ca 45 punkter över motsvarande tyska.

Starkare USD. En miljö med stora överskott av likviditet och nollräntor gynnar valutor där centralbanker går före i åtstramningen. EUR/USD sjunker till 1,16 i slutet av året och bottnar på 1,13 i slutet av 2022. Kronans potential begränsas av bestående nollränta och strukturella utflöden. EUR/SEK handlas på 10,10 i slutet av året och 9,80 i slutet av 2023. Planerade räntehöjningar har inte gett det förväntade stödet för norska kronan. EUR/NOK rör sig ändå gradvis lägre till strax under 10,00 i slutet av perioden.

Börsoptimismen utmanas när läget i ekonomin normaliseras. Fortsatt stigande vinster och måttligt högre räntor talar för fortsatta, men mindre, uppgångar på börsen med ökad risk för volatilitet.

Tema:

E-valutans framtid

Stressade och snabba steg in i digitala valutans tidsålder

Intresset för kontanter som betalningsmedel minskar runt om i världen till fördel för elektroniska pengar. Pandemin har förstärkt trenden. Centralbanker påskyndar utvecklingen av en ny fjärde typ av pengar, e-valutor, för att möta allmänhetens nya beteenden och efterfrågan på snabba, enkla och effektiva betalningsmedel. I kulisserna rör sig kryptotillgångar som tex bitcoin. E-valutor har flera fördelar och kan ge penningpolitiken nya verktyg och ekonomiska tillväxten ett lyft. Likväl är e-valutor "okända djur" som kan, om de är fel utformade, äventyra ekonomisk tillväxt och stabiliteten i nationella och globala finansiella och monetära system.

Elektroniska kontanter kan – till skillnad från fysiska sedlar och mynt – erbjuda snabba och kostnadseffektiva betalningar både inom och mellan länder. Nya beteenden och teknologiska landvinningar driver utvecklingen av betalningsmarknaden. I Sverige, som innehar en tätposition i betalningsrevolutionen, utgör kontanter bara 1 procent av begreppet pengar; 99 procent är elektroniska kronor. Hushåll och företag runt om i världen föredrar helt enkelt digitala pengar framför fysiska kontanter. Onekligen har pandemin 2020-2021 bidragit till att öka allmänhetens intresse för helt kontaktlösa betalningar.

Världen står på tröskeln till djupgående förändringar av betalningssystemen när individer, företag och andra aktörer vill ha allt snabbare betalningar, centralbanker och banker försöker uppfylla önskemålen samtidigt som icke-finansiella institut gör intåg på betalningsmarknaden.

Dagens tre typer av pengar är på väg att bli fyra. Mer än 85 procent av världens centralbanker har enligt Bank for International Settlements pågående e-valutaprojekt. Kinas centralbank har, om än i starkt begränsad skala, gått från projekt till praktiska försök med e-yuan. ECB inledde i somras ett arbete med målet att ha en e-euro på plats om ca 5 år, d v s samma tidsram som Riksbanken jobbar med. I september väntas också USA:s Federal Reserve presentera ett diskussionspapper om för- och nackdelar med att införa e-dollar. Stegen in i den digitala valutans tidsålder är således både stressade och bestämda.



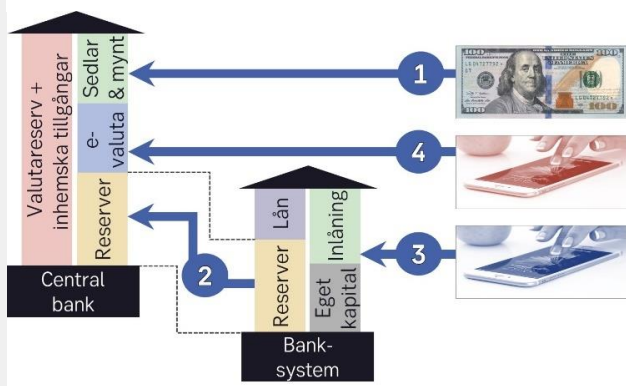
Vad är egentligen en e-valuta?

En ny elektronisk valuta, e-valuta, är tänkt att vara ett digitalt komplement till kontanter. E-valutor ger hushåll och företag tillgång till en ny typ av statliga, elektroniska pengar, utgivna av centralbanker. De kan ses som "digitala sedlar och mynt". I dag har enbart banker och finansinstitut access till centralbankers digitala pengar. En e-valuta utvidgar således kretsen av aktörer som har direkt tillgång till elektroniska centralbankspengar. Ett hushåll eller företag som har en e-valutafordran på centralbanken har heller inga likviditets- kredit- eller marknadsrisk, d v s den är lika riskfri som fysiska kontanter.

Olika typer av pengar – tre kan bli fyra

Centralbanker skapar sk centralbankspengar genom att dels trycka mer fysiska kontanter (1), dels låna ut elektroniska pengar till bankerna (2). Bankerna skapar privata bankpengar (3) med utgångspunkt från tillgången på elektroniska centralbankspengar och den egna balansräkningen. Privata bankpengar är utslutande elektroniska. Införandet av en e-valuta (4) innebär därmed att en fjärde typ av betalningsmedel införs (se bilden nedan).

"Växelkursen" mellan kontanter och privata bankpengar är 1 till 1; de ses som perfekta substitut trots att de har olika kreditrisk. "Växelkursen" för e-valutan i förhållande till både kontanter och privata bankpengar skulle också bli 1 till 1. Byten mellan de fyra olika typerna av betalningsmedel skulle därför fortsätta att ske utan en värdeförändring. Fordran som allmänheten har på banker i form av elektroniska pengar, eller innehavet av fysiska kontanter, kan alltså när som helst ersättas av en e-valutafordran som därefter används till betalningar.



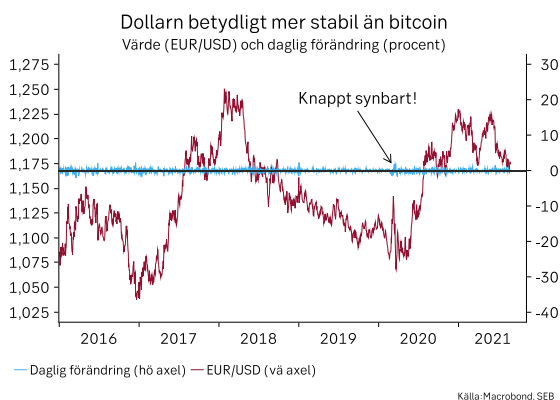
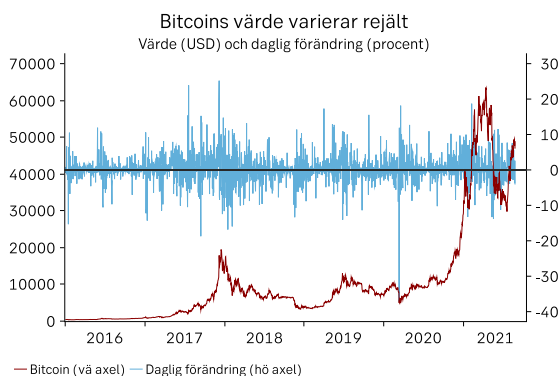
En e-valuta är ett tveeggat svärd. Den har potentialen att revolutionera och effektivisera betalningssystem och penningpolitik. Teoretiskt sett blir det t ex möjligt att ha olika räntor för olika samhällssektorer och geografier – penningpolitiken blir mer spetsig och träffsäker och bestäms i mindre utsträckning av transmissionen i banksystemet. Samtidigt riskerar e-valutor att försvaga och destabilisera finansiella system på nationell och global nivå. Utformningen av e-valutornas infrastruktur avgör även hur mycket information som centralbanker och stater ska få om individers och företags transaktioner.

Villkor och målsättning med att införa e-valutan tycks vara samstämmiga mellan länder och centralbanker. Den får t ex inte medverka till att försvåra genomförandet av penningpolitiken eller äventyra stabiliteten i det finansiella systemet. E-valutan är också tänkt att samexistera och komplettera kontanter och privata bankpengar och bidra till ökad innovation, effektivitet och säkerhet i hela betalningssystemet. Målsätt-

ningen är även att den ska skydda medborgarnas integritet och hoten från framväxten av konkurrerande kryptotillgångar som kan underminera penningpolitikens självständighet.

Kryptotillgångar & "stable coins"

Kryptotillgångar som t ex bitcoin, ofta missvisande kallade e-valutor, kan idag knappast ses som fungerande betalningsmedel. De är långtifrån riskfria eller uppbackade av en stat eller centralbank och har, som bitcoin bekräftat, varierat kraftigt i värde över tiden.



Bitcoin kan vara ett verktyg (men volatilt tillgångsslag) för investerare som eftersöker portföljdiversifiering och vill kunna genomföra transaktioner anonymt (på gott och ont). Bitcoin har rimligen små möjligheter att bli ett etablerat betalningsmedel i länder med stabil inflation och växelkurs och förtroende för landets institutioner.

"Stable coins" är benämningen på en undergrupp av kryptotillgångar som är utformade för att följa värdet på ett annat tillgångsslag, t ex en nationell valuta som US-dollar. Utfärdaren håller då en viss mängd i t ex en dollarreserv och ger ut en proportionell mängd "stable coins". Dessa pengar kan vara ett attraktivt betalningsmedel om värdet är knutet till ett statligt betalningsmedel (t ex dollarn) 1 till 1 och är uppbackade av en pool av säkra och likvida tillgångar.

Nya penningpolitiska frihetsgrader?

En e-valuta har, teoretiskt sett, möjligheter att underlätta genomförandet av den nya okonventionella penningpolitiken, d v s centralbankers användning av negativa räntor och expansion av deras balansräkningar (QE-politik), på tre sätt:

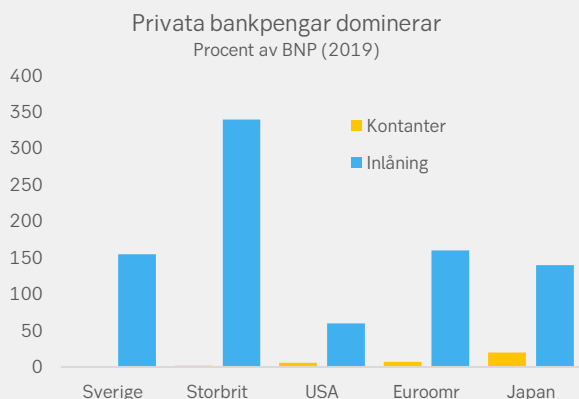
1. Det penningpolitiska manöverutrymmet kan öka genom att styrräntor tillåts vara negativa även om möjligheterna begränsas av eventuell fortsatt tillgång till fysiska kontanter;

2. QE-politiken kan riktas mer direkt till t ex aktörer och sektorer som har specifika behov av likviditet – till olika räntor;
3. Centralbanker och stater får bättre förutsättningar att kunna bedriva sk "helikopterpengarpolitik".

En **räntebärande och allmänt accepterad e-valuta** är ett potentiellt mångsidigt centralbanksverktyg som tidsmässigt förkortar och genomslagsmässigt förstärker penningpolitikens påverkan på realekonomin. E-valutor tar bort den sk nollrestriktionen för styrräntorna om kontanter inte finns som alternativ eller att innehavet begränsas (t ex avskaffa sedlar med högre valörer). I denna miljö blir i praktiken den negativa räntan på e-valutan en typ av statlig skatt på sparande. Men om e-valutor ska finnas parallellt med fysiska betalningsmedel, t ex främst av krisberedskapskäl, blir det i praktiken omöjligt för en centralbank att ha valfri minusränta.

E-valutor som är kopplade till tydligt negativa räntor riskerar även att möta ökad konkurrens från andra länders fysiska och elektroniska valutor som har noll eller positiv ränta. Därtill kan intresset för kryptotillgångar öka som kan försvåra genomförandet av penningpolitiken. Det talar sammantaget för att e-valutor knappast ger större möjligheter till minusräntor.

Om e-valutan i likhet med kontanter är räntelösa och utan volymrestriktioner (d v s innehavet av e-valutor är obegränsat) blir det t o m svårare än idag att bedriva penningpolitik med negativa räntor; nedre gränsen blir tydligt 0 procent. En alltmer utbredd uppfattning är också att finanspolitiken är ett mer effektivt och kraftfullt konjunkturverktyg än en penningpolitik med negativa räntor. I krislägen som under globala finanskrisen 2007-2008 och pandemin 2020-2021 finns skäl att tro att centralbankers uppgift är att säkerställa likviditeten i det finansiella systemet och att kreditflödet upprätthålls.



Nya risker för finansiell stabilitet?

Om allmänhetens behållning i e-valutor likställs med traditionell bankinlåning stärks också samvariationen mellan centralbankers räntor och banksystemets inlåningsräntor oavsett om e-valutan är räntelös eller räntebärande. Det riktar fokus på banker och andra betalningsförmedlares roll som intermediärer i det nationella och globala finansiella systemet.

E-valuta kan utgöra en allvarlig risk för stabiliteten i det finansiella systemet – bankinlåning riskerar att ersättas av behållning i e-valutor istället. Den kan i förlängningen både minska och fördyra utbudet av krediter från banksystemet. Ökade finansieringskostnader och ökad osäkerhet om framtida finansiering kan destabilisera hela systemet och få negativa makroekonomiska effekter. Risken för instabilitet ökar speciellt då det finansiella systemets kan drabbas av finansiell stress.

E-valutor som upplevs som mer attraktiva än bankers inlåningskonton kan innebära långsiktigt mindre inlåning till bankerna. Dessa medel används idag huvudsakligen till att finansiera långsiktig utlåning till hushåll och företag. Banker lånar in kortsiktigt och lånar ut långsiktigt. Denna löptidsomvandling har ett betydande samhällsekonomiskt värde. Om e-valutan blir substitut till bankernas räntebärande inlåning kan bankernas finansieringskostnad komma att variera i högre grad än idag. Det kan i sin tur påverka utlåningen till privat sektor – både vad gäller kreditvolym och räntekostnad.

Om räntan som erbjuds ligger på samma nivå kan e-valutor framstå som mer attraktiva p g a statlig garanti. Det kan tvinga banker att erbjuda högre inlåningsränta vilket därmed fördyrar kostnaden för bankernas låntagare. För att minska dessa risker kan centralbanker t ex begränsa hur mycket e-valuta en individ eller ett företag kan ha. Ett annat alternativ är att centralbanker använder andra verktyg för att säkerställa utlåning till banksystemen. Det förändrar avsevärt kreditrelationerna i marknaden. E-valutor påverkar även centralbankers tillgångssida. Ett stort intresse för e-valutor innebär att centralbankerna även behöver investera pengarna i t ex statspapper eller andra inhemska kreditpapper – utöver de innehav som finns idag och som är ett resultat av QE-politiken. Köpen av dessa räntepapper innebär att centralbankernas roll som kreditförsörjare i ekonomin ökar och att bankernas roll försvagas. Det kan leda till effektivitetsförluster i både prissättning och fördelning av krediter.

Digitala pengarnas tidsålder är här...men...

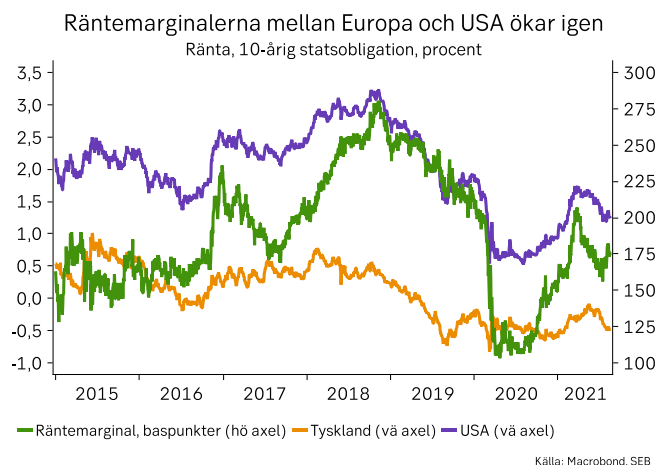
Teknologi, pandemi och kryptotillgångar – i en lågräntemiljö – har påskyndat utvecklingen av elektroniska pengar medan intresset för kontanter är i en fortsatt fallande trend. Digitala pengar har förutsättningar att transformera betalningsmarknaden, inte minst i tillväxtekonomier, genom att erbjuda allmänheten säkra och kostnadseffektiva verktyg för att genomföra betalningar.

Trots allmänhetens vikande efterfrågan på kontanter förefaller en helt kontantlös ekonomi inte vara rimlig. Vissa samhällsgrupper kan av olika skäl behöva access till fysiska sedlar. E-valutor ökar också cyberriskerna och sårbarheten i det digitala betalningssystemets infrastruktur. Frågetecknen är många – och behöver rätas ut – innan nästa steg tas in i de digitala valutornas tidsålder.

Räntemarknaden

Från sockerchock till tillväxtoro

Stämningläget på räntemarknaden har förändrats dramatiskt under sommaren på grund av ökad tillväxtosäkerhet i takt med svaga ekonomiska data och tilltagande virus-spridning. Osäkerheten kvarstår under hösten vilket ger små ändringar i långa räntor. Feds minskade värdepappersköp ger begränsad uppåtpress på USA-räntor medan ECB:s reviderade inflationsmål håller tillbaka euroområdet räntor. Vi förutser en marginellt lägre långräntedifferens för svenska och norska räntor mot Tyskland.



10-åriga statsobligationsräntor

Procent

	26 aug	Dec 2021	Dec 2022	Dec 2023
USA	1,35	1,50	2,00	2,20
Tyskland	-0,46	-0,35	-0,10	0,20
Sverige	0,09	0,20	0,35	0,65
Norge	1,24	1,35	1,50	1,80

Källa: Nationella centralbanker, SEB

Marknaden har avvecklat reflationspositioner. Globala räntor, ledda av USA, har fallit dramatiskt sedan slutet av maj. Marknadens tillväxtoro har gradvis ökat på grund av minskad finanspolitisk medvind i t ex USA och fortsatt virus-spridning trots stigande vaccinationsgrader. Högt uppskrivade förväntningar på USA:s BNP-tillväxt har inneburit att makrodata haft svårt att överraska positivt. Reala räntor har pressats ned. Avveckling av skreflationspositioner, dvs positioner som gynnas i miljöer med högre tillväxt och inflation, har förstärkt räntenedgången i en semesterpräglad marknad med sämre likviditet. Vi bedömer att räntenivåerna fundamentalt omotiverade givet vårt makroekonomiska scenario i denna Nordic Outlook.

Förväntningarna på Fedhöjningar minskar. I juni hade marknaden fullt upp prisat in en räntehöjning från USA redan 2022 och att räntan skulle toppa på 2,50 procent. I dag får en höjning 2022 bara 50 procents sannolikhet. Framför allt har långsiktiga förväntningar justerats ned; Feds höjningscykel når nu 1,70 procent som högst. Det betyder att marknaden bedömer att det räcker med ganska få höjningar för att undvika överhettning och få en inflation i linje med målet 2 procent. Vi bedömer att marknadens tillväxtoro är något överdriven. Det kan dock ta tid att ändra stämningläget när t ex virus-spridningen fortsätter. Ansträngda börsvärderingar bidrar också till flöden in i ränteprodukter vilket minskar risken för räntedrivande utförsäljningar som lyfter räntorna. Likväl bedömer vi att Feds minskade köp av värdepapper, vilka väntas inledas i december, ger ett visst uppåtryck på långa räntor med hjälp av högre löptidspremier även om Fed kommer försöka dämpa räntehöjningsförväntningarna. Med stor osäkerhet som präglar bilden kortsiktigt räknar vi med att USA:s 10-åriga statsränta ligger på 1,50 procent vid årsskiftet och 2,00 procent i slutet av 2022 baserat på våra ekonomiska scenarier.

ECB lägger ribban högt för höjningar. Euroräntorna följde USA uppåt under våren 2021 efter att ha varit stabila mot slutet av förra. I samband med att USA:s långräntor började falla följde euroräntorna efter; idag är Tysklands 10-åriga statsränta nästan på samma nivå som ECB:s inlåningsränta, dvs -0,50 procent. ECB:s nya inflationsmål – tillsammans med dess inflationsprognos – lägger ribban högt för att höja räntan. Därtill fortsätter ECB att köpa räntepapper. Det bidrar till att hålla ned räntor under lång tid. Vi utgår från att ECB förlänger sitt PEPP-program och att man nästa år sannolikt introducerar nytt efter-pandemi-program för köp av värdepapper. Detta gör att euroräntorna stiger måttfullt under prognosperioden; en tysk 10-årig statsränta noteras till -0,35 procent i slutet av året och till -0,10 procent i slutet av 2022.

Räntedifferensen Sverige och Tyskland började öka när Riksbanken höjde räntan 2018-19. Utan större dramatik nådde differensen för 10-åriga statsräntor i början av 2021 sin högsta nivå sedan 90-talet. Lägre styrräntor och ECB:s tillgångsköp talar för att differensen förblir högre än den varit efter finanskrisen. Under sommaren har differensen minskat med 10 punkter; alltför aggressiv inprisning av Riksbanken i kombination med lågt obligationsutbud talar för en viss ytterligare minskning. Potentialen är begränsad. Det krävs antagligen att tyska räntor stiger för att det ens ska materialiseras. Vi räknar med att fall med drygt 10 punkter till 45 punkter under det närmaste året. Vi ligger därefter kvar på denna nivå under 2023.

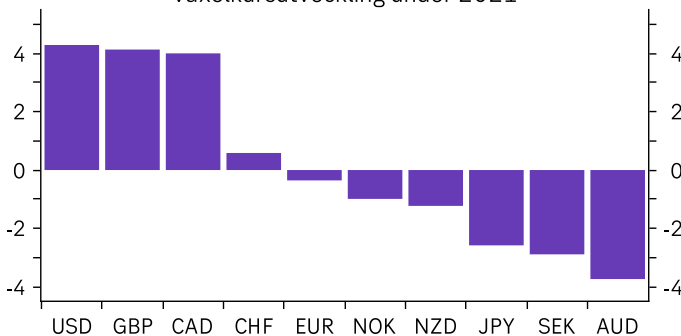
Norsk-tysk långräntedifferens har åter ökat på senare tid till nära de högsta nivåerna som noterats de senaste åren. Då marknaden redan prisat in en mindre stram norsk penningpolitik borde utrymmet för ytterligare ökad långräntedifferens mot Tyskland vara begränsad. En mycket flack avkastningskurva talar visserligen för högre norsk 10-årsränta men ett begränsat obligationsutbud och svag krone håller tillbaka ränteuppgångar. Vi räknar med något minskad långräntedifferens mot Tyskland under de närmaste åren.

Valutamarknaden

Fedstöd stärker USD trots svaga fundamenta

Dollarn har stärkts i linje med våra långsiktiga prognoser även om rörelsen kom oväntat snabbt. EUR/USD fortsätter nedåt när Fed nu krattat för en mindre expansiv penningpolitik som troligen annonseras nu under hösten. Styrkepositionen gentemot omvärlden på flera områden gör att placerare har överseende med USA:s underliggande obalanser. Potentialen för starkare SEK är begränsad när Riksbankens nollränta består samtidigt som strukturella utflöden tynger. Värderingen ligger heller inte speciellt långt från jämvikt.

Växelkursutveckling under 2021



Source: Macrobond, SEB

Valutakurser

	26 aug	Dec 2021	Dec 2022	Dec 2023
EUR/USD	1,18	1,16	1,13	1,15
USD/JPY	110	111	113	115
EUR/GBP	0,86	0,84	0,82	0,83
EUR/SEK	10,23	10,10	9,90	9,80
EUR/NOK	10,39	10,20	10,05	9,95

Källa: Bloomberg, SEB

Stark riskaptit är inte alltid dollarneaktiv. I början av pandemin dominerades valutamarknaden av den akuta policyresponsen. Feds drastiska åtgärder med räntesänkningar ner till noll bidrog till att dollarn tappade mark från starka nivåer när den inte längre fick stöd av ränteskillnader gentemot andra större valutor. Även fasen därefter när riskaptiten kom tillbaka i spåren på massiva åtgärds-paket från regeringar och centralbanker var dollarneaktiv på traditionellt vis. Dollarfallet kom dock av sig i början av 2021 när USA sjösatte stora finanspolitiska paket och marknaden snabbt började ställa in sig på att Fed snart skulle börja dra tillbaka stimulanser. Därefter har vi haft flera perioder där dollarn stärkts samtidigt som börserna stigit, vilket visat att god riskaptit inte alltid behöver vara negativt för dollarn. Stark realekonomisk återhämtning kan alltså locka investerare till dollarn trots stora underskott i USA. Fjölårets dollarförsvagning kom troligen som ett resultat av ett stort behov att valutasäkra dollarexponeringar när kostnaden för att valutasäkring föll kraftigt. Men troligen har redan marknaden gjort de dollarsäkringar som behövdes och med förväntningar om att Fed börjar höja räntan igen kommer företag och institutioner troligen att öka dollarexponeringen igen (sluta att sälja USD på termin).

Valutamarknadens teman gynnar "carry-valutor" bl a dollarn.

Valutamarknaden har under året präglats av sjunkande volatilitet och även framöver visar prissättningen på förväntningar om små rörelser framöver. I en miljö som domineras av massiva likviditets-åtgärder och nollräntepolitik gynnas de valutor som ändå har någon positiv ränta att erbjuda eller åtminstone har centralbanker som flaggat för att penningpolitiken snart stramas åt. När det gäller EUR/USD är vår bedömning som tidigare att euron successivt försvagas under hösten när Fed tar kliv mot stramare penningpolitik. EUR/USD väntas sjunka till 1,16 i slutet av 2021 och sedan bottna på 1,13 i slutet av 2022.

Begränsat utrymme för SEK-förstärkning. Vi fortsätter att tro att kronan ska stärkas ytterligare något framöver mot euron. Men vi ser nu en mindre potential än tidigare och prognosen för EUR/SEK har höjts i närtid av flera skäl; 1) centralbankerna (Fed vs ECB och Riksbanken) förväntas börja divergera vilket gynnar dollarn; 2) under sommaren har vi börjat se tecken på att kronan lider av strukturella utflöden. Kronan verkar inte kunna dra nytta av stora överskott i utrikeshandeln eftersom den finns en preferens för att spara i utländska tillgångar, främst aktier; 3) när det gäller värdering är det inte längre uppenbart att kronan är så pass undervärderad att det motiverar en "positionering" baserad på attraktiv värdering. Vår prognos är därför att nedgången i EUR/SEK blir högst måttlig och når 10,10 i slutet av 2021 för att sedan fortsätta ned till 9,80 i slutet av 2023.

Vi ser en liknande utveckling av EUR/NOK även om prognosen är omgärdad av osäkerheter. Norges Bank började darra på manschetten vid räntemötet i augusti men det är ändå sannolikt att de planerade räntehöjningar i september och december levereras. Valutan har visat sig mycket sårbar i tider av riskaversion och oljeprisets rusning har inte gynnat valutan på normalt vis. Risken är också att räntehöjningarna på sikt får modereras då inflationen ligger under Norges Banks mål. Givet att NOK är undervärderad tror vi ändå på en viss förstärkning och väntar oss att EUR/NOK-kursen faller till 10,20 vid slutet av 2021 och vidare till 9,95 vid slutet av 2023.

Tema:

Extremvädrets pris

Sommarens väderfenomen och IPCC:s sjätte rapport sätter åter klimatinvesteringarna i fokus

Sommaren 2021 präglades av extremväder. Bränder och torka på vissa håll, skyfall och översvämningar på andra. Kostnaderna för återuppbyggnad och förlorade tillgångar räknas i hundratals miljarder kronor. Tillsammans med den sjätte rapporten från FN:s klimatpanel kan sommarens händelser bli en väckarklocka som påskyndar den hållbara omställningen. Men det kan också uppstå konflikter mellan det korta och det långa perspektivet, där kortsiktiga uppbyggnads- och anpassningsåtgärder riskerar att tränga undan långsiktiga omställningsinvesteringar. En första indikation på utfallet får vi i Glasgow i november.

Det var ovanligt många och extrema väderfenomen den här sommaren. I Nordamerika, Sydeuropa och Mellanöstern rådde extrem värmebölja och på sina håll nådde temperaturerna närmare 50 grader Celsius. I Centraleuropa och delar av Asien var problemet i stället skyfall, stormar och översvämningar. I kinesiska Zhengzhou föll 200 mm regn på en timme och en årsnederbörd på tre dygn. Naturkatastrofernas sammantagna effekter på människor, natur, egendom och ekonomi är svåra att överblicka men även de mest försiktiga beräkningarna landar på många hundra miljarder kronor.

Sambanden mellan extrema väderhändelser och de långsiktiga klimatförändringarna har tills nyligen varit förknippade med relativt stor osäkerhet. De flesta forskare har menat att sambandet antagligen finns men har helst uttryckt sig försiktigt i de publicerade rapporterna. Många av dessa osäkerheter undanröjdes dock i den sjätte rapporten från FN:s klimatpanel IPCC som publicerades den 9 augusti i år. Rapporten presenterar dels entydiga belegg för att det är mänsklig aktivitet som orsakar klimatförändringarna, dels ett klargörande av sambanden mellan långsiktiga klimatförändringar och förekomsten av extremväder. Redan nu, vid 1,1 graders uppvärmning, påverkar vi vädersystemen och ju varmare klimatet blir, desto vanligare och värre kommer dessa väderfenomen att bli enligt IPCC.

Erfarenheterna från sommaren och det nya vetenskapliga underlaget i IPCC:s rapport, utgör viktiga ingångsvärden till FN:s stora klimatkonferens som är planerad att hållas i Glasgow den 31 oktober till 12 november i år. IPCC pekar bland annat på behovet av en kraftfull ökning av hållbara energiinvesteringar. Omställningen till en utveckling som klarar 1,5-gradersmålet beräknas kräva investeringar på i genomsnitt 3 500 mdr USD per år, att jämföra med dagens nivå runt 500 mdr USD per år. Frågan som många nu ställer sig är om sommarens extrema händelser kan vara den drivkraft, den väckarklocka, som krävs för att lyfta investeringsnivåerna i den skala som IPCC menar behövs? Kanske, men det är långt ifrån självklart.

”Everybody talks about the weather, but nobody does anything about it.”

Mark Twain

En faktor som kan verka i motsatt riktning är att sommarens väderkatastrofer också har satt fokus på andra omfattande behov, behov som kan upplevas ännu mer akuta. Ett sådant handlar om återuppbyggnad. Bara i Tyskland beräknas kostnaderna för att återställa fördölsen efter sommarens översvämningar till mer än 300 miljarder kronor och många länder har liknande skador att reparera. Ett ännu större behov handlar om klimatanpassning. Länder måste anpassa sina samhällen, stadsplanering och krisberedskap till de alltmer extrema väderförhållandena. Nederländerna, som nu satsar ytterligare miljarder kronor på förbättrade skyddsvallar mot framtida översvämningar, är bara ett av många exempel. Åtgärder för att skydda mot hetta, höja brandberedskapen, översvämningsskydda städer och säkra livsmedelsproduktionen, är några av de åtgärder som kräver omfattande investeringar i relativ närtid. Investeringarna i anpassning uppskattas till omkring 1 800 mdr USD mellan 2020 och 2030. Begränsade summor i förhållande till de totala omställningskostnaderna men ändå mer än tre års totala investeringar på dagens nivå.

Hårda prioriteringar att vänta...

Kommer det att finnas pengar till allt? Eller kommer ”väckarklockeffekten” av sommarens extremväder motverkas av den undanträngningseffekt som uppstår när återuppbyggnads- och anpassningsinvesteringar ska konkurrera med omställningsinvesteringarna? Det finns några argument för att undanträngningen kan bli betydande:

Tidsperspektivet. Även om IPCC-rapporten klargör att klimatförändringarna redan idag bidrar till extremvädret, kan återuppbyggnad och möjligen även klimatanpassning framstå som mer akuta än klimatomställning. Eftersom värdet av framtida händelser, bra eller dåliga, intuitivt diskonteras av både beslutsfattare och medborgare, tenderar närliggande problem att prioriteras högre än framtida.

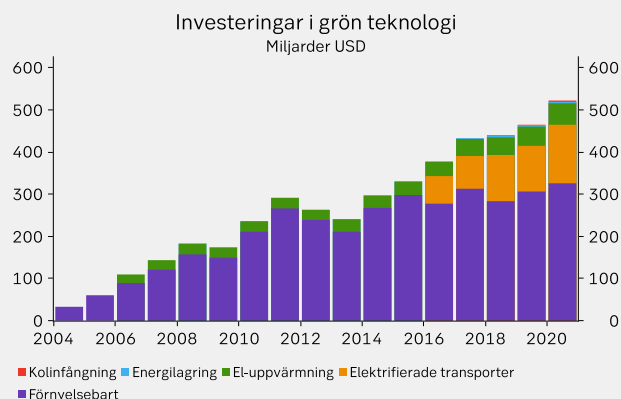
Politik. Medan klimatanpassningar och återuppbyggnad sker på hemmaplan, behöver investeringar i klimatomställning ofta ske i andra länder. Det beror på att de har en avtagande marginaleffekt och för planeten är det mest effektivt att

länder som redan kommit långt i att t.ex. minska utsläppen av växthusgaser, prioriterar ytterligare investeringar i länder som släpar efter i omställningen. Politiskt är det dock enklare att besluta och argumentera för insatser som ger tydliga avtryck och arbetstillfällen i den egna närmiljön, än att finansiera insatser i andra länder. Det senare kan dessutom vara förknippat med verkliga eller upplevda s.k. free rider-problem, dvs. att vissa länder slipper undan sitt ansvar genom att andra länder investerar åt dem.

”Moral Hazard” avser risken att den som är eller upplever sig vara försäkrad (t.ex. genom övertygelsen att staten hjälper till om olyckan är framme) tar större risker än annars. I det här sammanhanget kan det betyda att om tillräckligt stora insatser görs för att anpassa sig till klimatförändringarna, minskar drivkrafterna att faktiskt undvika dem.

...men investeringsviljan är stor

Ovanstående argument ska inte underskattas men det finns också motargument. Även om dagens investeringar i energiomställning bara är en bråkdel av vad som behövs, finns det en stor efterfrågan på de produkter som tas fram. Många investerare och förvaltare vill ha åtminstone en andel av sina portföljer i uttalat hållbara tillgångar och utgivningen av både gröna (miljö- och klimat-) och blå (vatten-) obligationer ökar. Den ökade efterfrågan har också drivit fram bättre verktyg för att definiera vilka investeringar som kan klassas som hållbara, varav det främsta verktyget är EU:s nya taxonomi. Det är visserligen komplicerat att beräkna exakt hur mycket de gröna kreditverktygen bidrar till de totala investeringarna, eftersom det är svårt att säga hur mycket som är ”extra” pengar och hur mycket som skulle ha investerats ändå. Men helhetsintrycket är att det finns gott om kapital som kan söka sig till omställningsåtgärder, i synnerhet om de kanaliseras på rätt sätt och det låga ränteläget består.



Inget enskilt land, organisation eller företag kan resa de pengar som behövs. Investeringsvolymerna är beroende av att offentlig och privat sektor drar åt samma håll, om än med en viss ansvarsfördelning. Investeringar i klimatanpassning, t.ex. skyddsvallar runt städer i havsnära miljöer, bärs idag till 90 procent av det offentliga. Investeringar i omställning, t.ex. ny energiteknik, finansieras idag med drygt hälften av privat sektor, en andel som sannolikt kommer att växa. I omställningen blir det offentligas ansvar därför att med hjälp av regelverk, skatter och globala avtal styra utvecklingen i en hållbar riktning. Klimatmötet i Glasgow blir en viktig indikation på om och hur sommarens händelser påverkat politikernas syn på detta ansvar och på vägen framåt.

Aktiemarknaden

Normalisering utmanar ljus börsbild

I övergången från återhämtning till normalisering utmanas börsoptimismen. Såväl stimulanser som tillväxttakt avtar framöver. Efter årets kraftiga kursuppgångar ökar det osäkerheten och dämpar potentialen. God tillväxt och fortsatt ultralåga räntor talar ändå för positiv börsutveckling. Placerarna har också inlett anpassningen till nästa fas, uppgången har breddats och höga värderingar slipats av tack vare stark vinstutveckling.

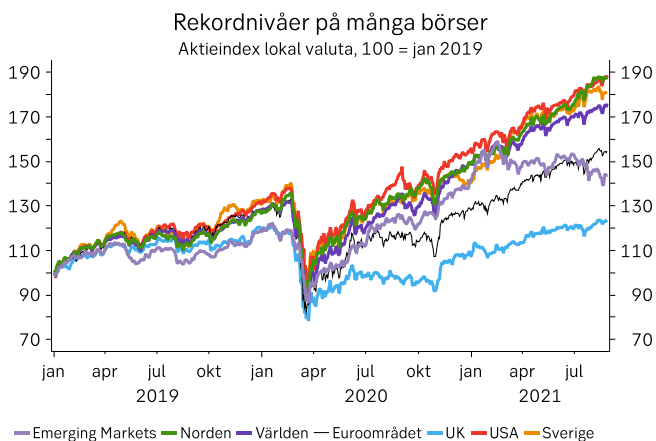
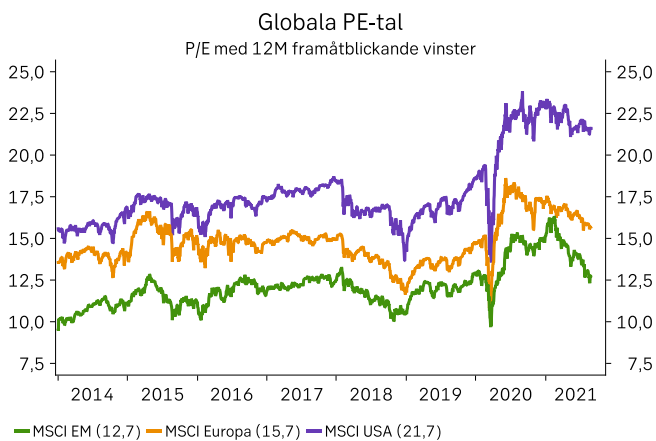
Aktieinvestorer tar position för mer normal ekonomi. Sommaren har inneburit fortsatt stigande börskurser, men med mer av sidledes rörelse de senaste veckorna. Uppgången har dock bytt skepnad under året. I början av återhämtningen premierades cykliska bolag och lågt värderade företag (Value) medan tillväxtaktier och mer defensiva kvalitetsbolag tillhört vinnarna på senare tid. Att tillväxtbolag tar över från cykliskt följer tidigare mönster och är naturligt givet den räntenedgång vi sett. De mer defensiva bolagens återtag ska sannolikt ses som ett tecken på att placerarna nu positionerar sig för nästa fas; från en stimulansdriven återhämtning till en mer normal ekonomi med gradvis lägre positiv tillväxttakt.

God vinsttillväxt har dämpat värderingen... Vinstprognoserna för 2021 har reviderats upp kraftigt det senaste året. Överraskande stark tillväxt och bolagens framgångsrika kostnadskontroll har gjort att prognoserna för innevarande år skruvats upp rejält från en uppgång på 20 till drygt 45 procent globalt. Prognoserna för 2022 har i stort följt med upp och ligger i dagsläget på uppgångar på 7 till 8 procent. De starka vinstprognoserna har inneburit att värderingen, mätt som PE-tal på kommande 12 månaders vinster, trendat sidledes eller svagt ner under de senaste kvartalen (se graf). Värderingen är fortfarande hög i ett historiskt perspektiv. Ett globalt PE-tal ligger i dag runt 19, med USA i topp på knappt 22 medan Europa på 16 och Emerging markets på runt 13 framstår som mindre ansträngt värderade. Jämfört med avkastningen på en alternativ placering i räntor är värderingen på aktier ändå fortsatt attraktiv. En sådan jämförelse görs enklast genom att invertera PE-talet vilket ger oss en procentuell "avkastning" för aktier (vinst i förhållande till kurs). Så räknat är avkastningen för amerikanska aktier runt 4,5 procent, i Europa hamnar siffran över 6 procent.

... även utifrån alternativa mått. Vinster kan som bekant fluktueras, men om vi utgår ifrån bolagens mer stabila utskiftning till aktieägarna i form av utdelningar och återköp blir bilden likartad. Bolagen förväntas skifta ut runt 4 procent i USA (räknat på dagens kurser) och ungefär lika mycket i Europa. Jämfört med låg eller negativ avkastning från räntemarknaden förblir aktier därmed attraktiva, åtminstone så länge man inte vill spekulera i ett börsfall så att aktierna kan köpas billigare längre fram.

Börsen är känslig för ändrade räntor och vinster. Resonemanget ovan bygger dock på att räntan förblir låg. Det krävs sannolikt också att bolagsvinsterna fortsätter att visa en god utveckling för att motivera PE-tal på dagens ändå höga nivåer. Bägge dessa parametrar utmanas i dagsläget. Tillväxttaket är på väg ned, när stimulansdosen avtar. Samtidigt kan den, enligt vår bedömning, huvudsakligen tillfälligt höga inflationen och förväntningar om räntehöjningar framöver sätta press upp på obligationsräntorna.

Risk för ökad volatilitet, men tillväxt och vinster ger fortsatt stöd. Börserna möter därmed en ökad motvind framöver. Det begränsar potentialen och ökar rekyllrisken, särskilt efter årets uppgång. Reducerat penningpolitiskt stöd riskerar också att påverka börshumöret negativt. Placerarna har dock, åtminstone delvis, påbörjat anpassningen till en ny, något mindre gynnsam bild, vilket syns i de lägre värderingarna samt den mindre aggressiva positioneringen. Vi räknar inte med att värderingen stiger igen utan snarare att PE-talen fortsätter att sakta glida neråt. Detta bör ändå kunna ge utrymme för mindre börsuppgångar, särskilt som vinstprognoserna för 2022 framstår som försiktiga givet våra tillväxtprognoser. De osäkerheter som normaliseringen medför lär kunna skapa en del volatilitet under hösten. Fortsatt god grundbild talar för att eventuella rekyler kan ses som köptillfällen.

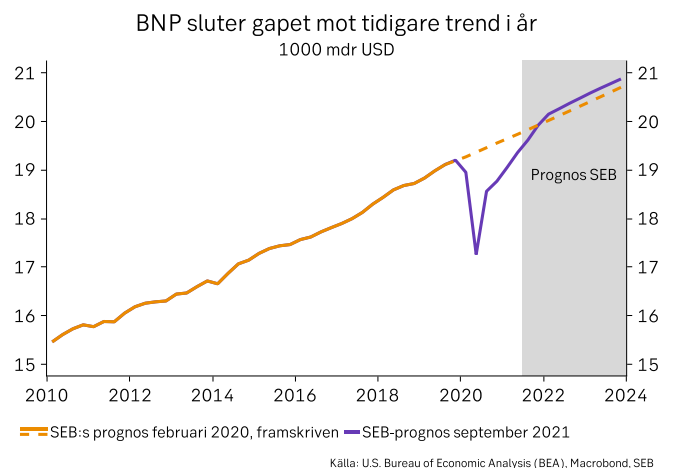


Källa: Nasdaq OMX Nordic, S&P Dow Jones Indices, FTSE, STOXX, MSCI, Macrobond, SEB

USA

Snabb återhämtning möter farthinder

Finanspolitisk motvind och urholkad köpkraft från hög inflation gör att privat konsumtion växlar ned efter vårens köpfest, mildrat av stödet från högt sparande. Total BNP växer med 6 procent i år följt av en gradvis inbromsning mot trend i slutet av prognosperioden. Arbetsmarknaden visar tydliga överhettningstendenser, men detta har i hög grad kortsiktiga orsaker och taket för sysselsättningen är långtifrån nått. Fed närmar sig ett "tapering-beslut" och 2023 inleds försiktiga räntehöjningar.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,4	6,0	4,2	2,1
Arbetslöshet*	8,1	5,4	3,9	3,4
Löner	5,0	3,5	3,6	3,5
KPI	1,3	4,4	3,7	2,4
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,4	3,1	2,8	2,1
Offentligt saldo**	-15,5	-15,0	-8,0	-5,0
Offentlig bruttoskuld**	127	132	132	133
Fed funds rate, %***	0,25	0,25	0,25	0,75

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

Stökig omställning från pandemin

USA:s ekonomi växte under första halvåret med drygt 6 procent i årstakt, vilket tog ekonomin tillbaka över nivån innan pandemin i slutet av 2019. I slutet av 2021 väntas BNP vara tillbaka över den tidigare trenden. Sett över hela perioden 2020–2023 väntas nu BNP växa något snabbare än i prognosen innan pandemin – ett tydligt kvitto på den kraftfulla amerikanska krispolitiken. Flera krafter talar för att takten i återhämtningen växlar ned framöver: ökad virus spridning, utbudsrestriktioner samt avtagande finanspolitiskt stöd och högre inflation som urholkar hushållens köpkraft. Prognosen för 2021 skrivs ned från 6,5 till 6,0 procent följt av en tillväxt på 4,2 procent 2022; något högre än i majprognosen. 2023 växlar BNP-tillväxten ned till 2,1 procent, fortsatt något över trend.

USA har tappat sitt pandemiförsprång. Flera europeiska länder gick i somras om USA i vaccinationsgrad samtidigt som delta-varianten sprids snabbt i regioner med ökat motstånd mot vaccinationer. Att infektionerna i högre grad träffar ovaccinerade yngre håller tillbaka dödstaten, men sjukhusystemen har på sina håll blivit ansträngda. De nu värst drabbade delstaterna har generellt varit mer skeptiska till restriktioner och de ekonomiska konsekvenserna hänger därmed på frivilliga beteendeförändringar. Nationella rörlighetsdata har inte påverkats så mycket ännu. Vår bedömning är att den ökade virus spridningen bromsar aktiviteten i närtid men en nedgång i linje med förra vinterns verkar inte sannolik.

Utbudsrestriktioner gör sig gällande. Ett större problem för tillväxten är omfattande utbudsrestriktioner inom både produktionen och på arbetsmarknaden samt en bitvis besvärlig omställning tillbaka till en mer normal ekonomi. De massiva kontantstöden till hushållen i början av året har åtföljts av störda produktionskedjor och komponentbrist, särskilt halvledare. Bilindustrin är extra utsatt; produktionen av motorfordon har minskat nära 14 procent sedan början av året. Uppgången i privat konsumtion på nära 9 procent i årstakt under årets första sex månader möttes delvis med fortsatt stora lagerneddragningar samt ökad import. Behoven av att fylla på låga lager lär ge en ny tillväxtimpuls när problemen med ansträngda leveranskedjor lättar, men det är svårt att säga hur snart detta kan ske. Förvärrad pandemi, främst i delar av Asien, bidrar till osäkerheten. Det amerikanska ISM-indexet för industrin visar att företagen har svårt att möta en stark efterfrågan även om till exempel leveranstider från underleverantörer ser ut att ha minskat något från historiskt mycket höga nivåer. Inom tjänstesektorn har läget snarast försämrats och arbetsmarknaden visar överhettningstendenser. Flera faktorer talar ändå emot att ekonomin redan skulle ha slagit i taket. Sysselsättningen har alltjämt långt till nivån innan pandemin och tidigare trend. Kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger över tidigare botten från 2016 men under det historiska snittet. Vi ser därför störningarna som mestadels övergående. Att ekonomin närmar sig tidigare trend innebär ändå att utbudsfrågor hamnar i fokus.

Blandad efterfrågebild. Stark importefterfrågan, när USA växer snabbare än omvärlden, har hittills lett till stora negativa bidrag från utrikeshandeln. Framöver lär dock en lugnare inhemsk efterfrågan förbättra balansen. Exporten får draghjälpen av ökad omvärldsefterfrågan och gav åter positiva bidrag till ekonomin redan andra kvartalet. Företagens investeringar växer i god takt och orderingången på kapitalvaror samt orderindex på höga nivåer i sentimentsmätningar tyder på att denna utveckling fortsätter. De totala investeringarna dämpades kvartal två av en ytterligare nedgång i federala offentliga investeringar samt bakslag för bostadsbyggandet efter en expansiv period. Låga räntor, starka hushållsfinanser och ändrade boendemönster gav en kraftig skjuts

åt bostadsbyggandet under pandemin, men motverkas nu av uppdrivna byggkostnader samt brist på arbetskraft. Husförsäljningen faller åter, igångsättningstillstånden har vänt ner och hushållen har enligt enkäter skruvat ner sina planer på bostadsköp rejält, vilket indikerar risk för fortsatt nedgång på kort sikt.

Framöver får offentliga investeringar troligen stöd av det ca 1000 mdr USD (nära 5 procent av BNP) stora infrastrukturpaket som nu behandlas i kongressen. Värt att notera är dock att bara hälften är "nya" pengar" samt att delar av de planerade investeringarna skulle ha skett ändå. Satsningarna är därtill utfördelade på en ganska lång tidsperiod. Paketet bör ändå bidra till ett investeringslyft för de närmaste åren, givet att det antas även av Representanthuset.

Lugnare takt i konsumtionen när inkomsterna viker

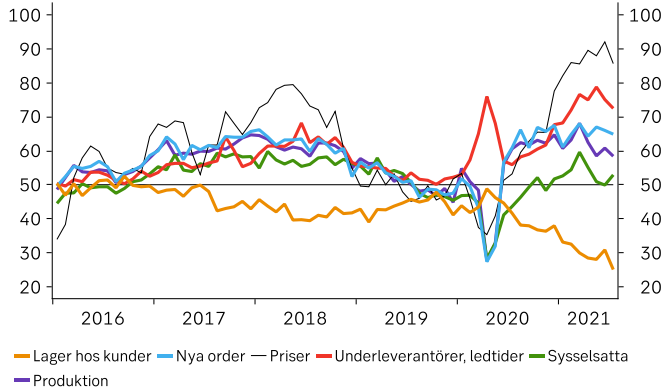
Hushållens konsumtion har varit den främsta motorn i återhämtningen men möter nu motstånd från minskade realinkomster och mättade behov efter tidigare köpfest. Flera lönemått är svårtolkade på grund av en förändrad arbetskraftsmix under pandemin, som främst slog mot lågbetalda tjänstejobb. Arbetskostnadsindex (ECI), ett mått på kvartalsbasis som justerar för ändrad sammansättning, visade dock en överraskande motståndskraft under fjolårets sysselsättningsfall och ligger på nivåer mer förenliga med en stram arbetsmarknad. Månadsdata tyder på att lönerna stiger i en något snabbare takt än normalt samtidigt som sysselsättningen åter tagit fart. Hushållens inkomster har dock urgröpts av stigande inflation under våren samtidigt som stödet från finanspolitiken avtar markant efter de stora utbetalningarna i början av 2021. Exklusive statliga bidrag har hushållens realinkomster varit i stort sett oförändrade sedan slutet av förra året. Vi räknar med att reala disponibelinkomster faller med ca 4 procent 2022 år efter sammanlagda ökningarna på över 10 procent de två föregående åren.

Högt sparande hjälper hushållen att parera inkomstbortfallen. Vi räknar liksom tidigare med att stödpengarna "smetas ut" över flera år. Efterfrågan växlar över till tjänster, som ännu inte nått tillbaka till nivåerna innan pandemin, medan konsumtionen av varaktiga varor redan börjat falla tillbaka. Det innebär en välkommen dämpning av överhettningriskerna i varuproduktionen. Tjänstekonsumtionen, exempelvis resor, lär också kortsiktigt hållas tillbaka av den senaste tidens ökade virus spridning. Raset i konsumentförtroendet enligt Michiganuniversitetet var i augusti ett av de mest dramatiska i seriens historia. Nivån ligger nu under bottennoteringen från pandemins inledning och är troligen nedpressad av oro för delatavarianten och högre inflationsförväntningar. Vi räknar med att situationen på dessa områden förbättras framöver, men fallet stödjer ändå prognosen om en dämpad konsumtion framöver. Hushållens konsumtion väntas, trots inbromsning i närtid, stiga i en historiskt hög takt på 7,5 procent i år följt av 2,8 procent 2022 och drygt 2 procent 2023. Prognosen innebär en sparkvot i slutet av 2023 på knappt 8 procent; strax över nivån innan pandemin.

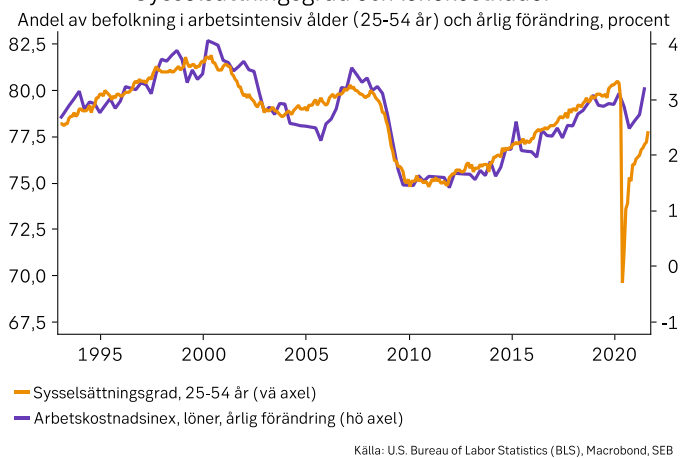
Vad blir det nya normala på arbetsmarknaden?

Sysselsättningen accelererade kraftigt i juli och skulle med nuvarande takt vara tillbaka på förkrisnivåerna redan i slutet av året men vi tror ändå att det dröjer en bit in i 2022. Efterfrågan på arbetskraft är urstark. Antalet lediga platser ligger på rekordhöga nivåer och antalet arbetslösa per lediga jobb är nära lägstanivåerna innan pandemin. Problemet ligger istället på utbudssidan, samt i matchningsproblem. Arbetskraftsdeltagandet har i stort sett legat still på låga nivåer sedan slutet av 2020. Vi ser flera mestadels tillfälliga orsaker till detta: oro för viruset, stängda skolor samt utvidgade arbetslöshetsunderstöd i ungefär hälften av delstaterna till början av september. Stark arbetskraftsefterfrågan möjliggör därtill för arbetstagare att söka sig till bättre betalande/mer passande jobb. "Quits", antalet som frivilligt lämnar sina jobb, har satt nya rekord de senaste månaderna. Vi räknar med att sysselsättningen växer snabbt under hösten, när effekterna av dessa krafter dämpas, och tidigare anställda återvänder till

ISM: Stark efterfrågan möter utbudshinder
Index



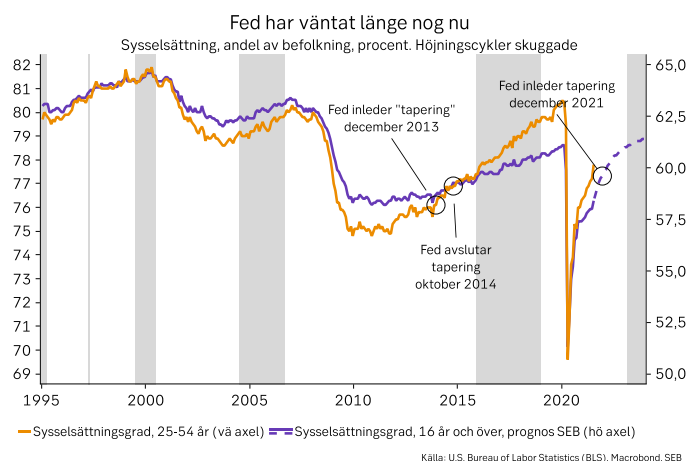
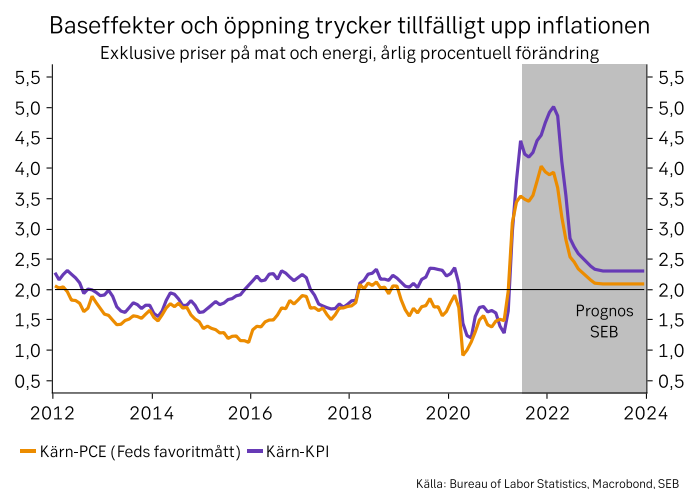
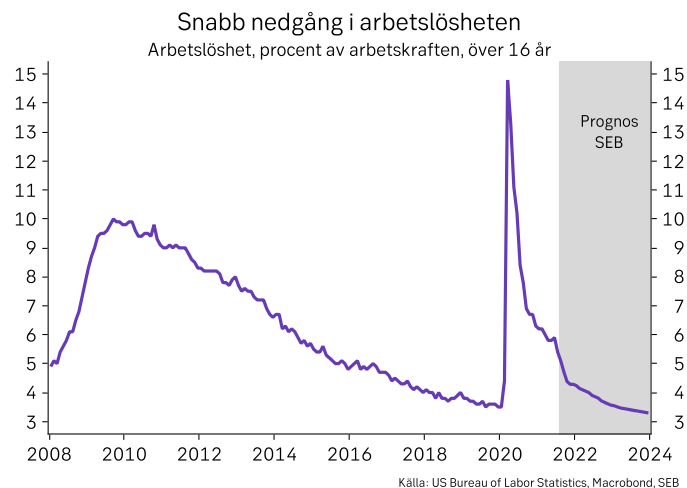
Sysselsättningsgrad och lönekostnader



Privata realinkomster exklusive transfereringar
1000 mdr USD, fasta priser



arbetsmarknaden. Arbetslösheten väntas falla från 5,4 procent i juli till drygt 4 procent i slutet av året och något under 50-årslägsta nivåer innan pandemin på 3,5 procent i slutet av 2023. Hur snabbt deltagandegraden kan komma tillbaka till förkrisnivåer är mer svårbedömt. Förtida pensioneringar ökade under pandemin och personer över 55 år svarar för 1,2 miljoner av en total nedgång i arbetskraften på drygt 3 miljoner. Samtidigt har deltagandegraden bland äldre parkerat på låga nivåer. Stigande deltagande bland äldre gav betydande tillskott till arbetskraften innan pandemin. Vi ser inga skäl till att detta mönster ändras på längre sikt men det är tänkbart att en stor del av de som gick i förtid under pandemin inte kommer tillbaka.



Det fördröjer en återgång till deltagandegraden innan pandemin och bidrar till att sysselsättningen ligger kvar något under tidigare trend. Effekterna på ekonomin motverkas enligt vår bedömning av snabbare produktivitetstillväxt, i spåren av ökad digitalisering under pandemin, och ett mer effektivt utnyttjande av befintlig arbetskraft (ökade timmar). Under senare delen av perioden börjar långsammare befolkningstillväxt i arbetsför ålder och minskad tolerans för immigration ändå sätta en gräns för expansionen.

Hög men huvudsakligen övergående inflation

Inflationen har under våren skjutit i höjden och kraftigt överträffat prognoserna. Ett mindre antal kategorier kopplade till pandemin, så som t ex begagnade bilar och normalisering av tidigare nedtryckta tjänstepriser för t ex hotellövernattningar, har stått för en stor del av uppgången, vilket talar för att den är mestadels övergående. Kärninflationen, exklusive volatila priser på mat och energi, väntas toppa kring 5 procent i början av nästa år, men viker därefter snabbt tillbaka ner mot tidigare nivåer. Att de generella utbudstörningarna ännu inte till fullo reflekterats i priserna är en uppåtrisk. Priserna på konsumentvaror i producentledet, exklusive mat och energi, stiger i den snabbaste takten sedan finanskrisen 2008, och brukar slå igenom i konsumentpriser med fördröjning. Prognosen innebär att Feds favoritmått kärn-PCE planar ut på nivåer något över Feds 2-procentsmål mot slutet av perioden. Läs mer om inflationen på sid 24.

Fed laddar för bantade obligationsköp

Diskussionen om en så kallad "tapering", en nedtrappning av Feds månadsvisa obligationsköp på i nuläget USD 120 mdr per månad, tog fart på Feds möte i juli. Vi tror att en tydligare plan presenteras vid mötet 21–22 september. Fed har tonat ned riskerna med delta-varianten men behöver se ytterligare någon eller några månader med snabb sysselsättningstillväxt för att uppfylla villkoret om "fortsatt betydande framsteg" mot målen. Centralbanken har därtill lovat att avisera en ändring i politiken i god tid i förväg. I december tror vi att köpen börjar dras ned i en takt av 15 mdr per möte, vilket innebär att köpen avslutas under kvartal tre nästa år. Efter förra "tapering-perioden" väntade Fed i över ett år med att höja räntan. Vi tror att Fed går snabbare fram denna gång och att första räntehöjningen levereras under första kvartalet 2023. Villkoret om full sysselsättning bör då vara uppfyllt, samtidigt som kravet på "inflation på målet och på väg att måttligt skjuta över något under en period" enligt flera ledamöters syn redan uppfyllts. Ökad osäkerhet kring arbetsutbudet innebär att Fed får sänka sin ambition vad gäller en snabb återgång till sysselsättningsgraden innan pandemin. Långsammare tillväxt 2023 innebär samtidigt att Fed kan gå långsamt fram. I slutet av 2023 ligger räntan på 0,75 procent.

Grus i det finanspolitiska maskineriet. Biden-administrationen klubbade snabbt igenom sitt ofinansierade corona-stödpaket i januari (på nära 2000 mdr USD eller ca 10 procent av BNP), vilket lade en grund för årets höga tillväxt. De två följande paketen, investeringar i fysisk infrastruktur och klimat- och välfärds-satsningar, har dock tagit längre tid att lotsa igenom kongressen, främst till följd av ökad oenighet inom demokraterna. Bidens möjligheter att få igenom sin politik väntas dock kraftigt begränsas efter nästa års mellanårsval, vilket sätter press på demokraterna att hålla ihop. Vi ser en viss nedåtrisk för storleken på satsningarna och huvudantagandet är att ytterligare reformer på runt 3500 mdr USD (inklusive det partiöverskridande infrastrukturpaketet) klubbas innan årets slut. Dessa reformer löper över längre tid (10 år) och ska vara fullt finansierade. Att paketen är framtunga innebär att de ändå ger positiva bidrag till tillväxten kommande år.

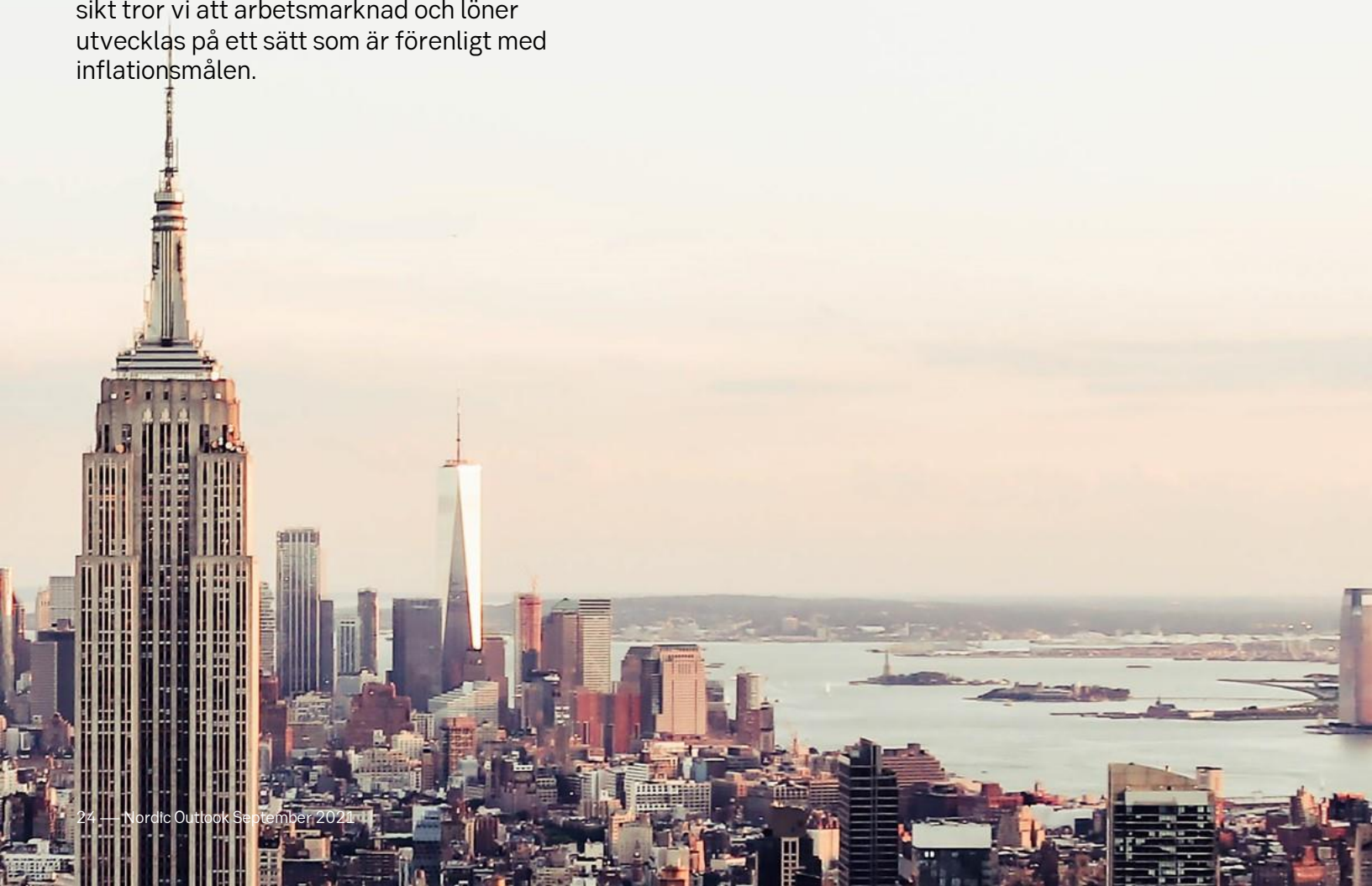
Tema:

Inflation

Högre inflation men inte tillräcklig för centralbanksstress

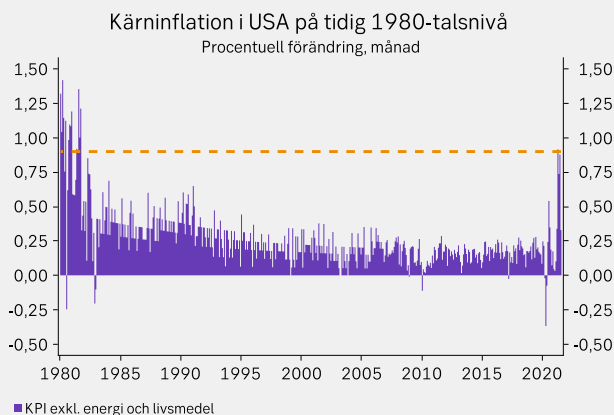
Inflationsuppgången i USA saknar motstycke de senaste 30 åren. I denna temaartikel diskuteras riskerna för att inflationsuppgången blir mer bestående och förutsättningarna för liknande inflationsprocesser i Europa. Öväntat höga inflationstal de senaste månaderna i kombination med nya signaler om flaskhalsproblem för produktion och transporter gör att våra inflationsprognoser har fortsatt att justeras uppåt. Även om riskerna ökat på uppsidan håller vi fast vid att inflationen inte kommer att tvinga fram en hård åtstramning från centralbankerna som bryter återhämtning. Störningarna i produktion och handel är sannolikt tillfälliga och på medellång sikt tror vi att arbetsmarknad och löner utvecklas på ett sätt som är förenligt med inflationsmålen.

Att inflationen i USA skulle stiga när ekonomin öppnade upp och konsumtionen tog fart var inte öväntat men uppgången under andra kvartalet var långt starkare än väntat. Även om de viktigaste drivkrafterna är tillfälliga finns det flaskhalsar på utbudssidan som riskerar att förlänga perioden med övanligt hög inflation. Förnyad smittspridning, inte minst i Asien, har medfört nya störningar i internationella värdekedjor och transporter, något som nu i större utsträckning börjat påverka priserna på mer bearbetade varor. Vi har i de två senaste upplagorna av Nordic Outlook haft temaartiklar som tagit upp olika aspekter av inflationsprocesser. Även denna gång ligger tonvikten på amerikanska förhållanden men tecknen på stigande inflation i andra länder diskuteras också. En inflationsuppgång i linje med USA:s verkar dock osannolik för de flesta länder i Europa.



Stark konsumtion driver USA-inflationen

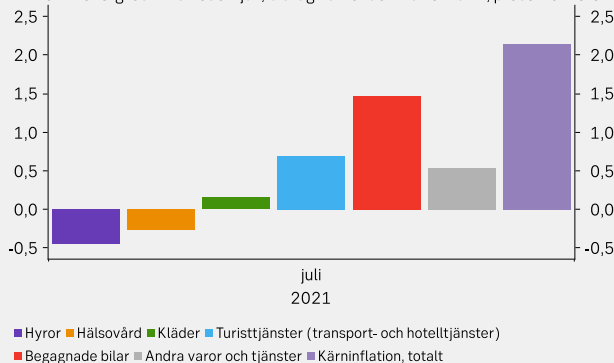
Det är påtagligt hur stabil inflationen varit under mycket lång tid. De senaste 30 åren har t ex kärn-KPI (KPI exkl. energi och livsmedel) varierat i ett snävt intervall på ca +/- 1 procentenhet. Under långa perioder har variationerna därtill varit betydligt mindre än så. Den senaste tidens uppgång med inflation runt 5 procent sticker därför ut på ett dramatiskt sätt. Man får gå tillbaka till början på 1980-talet för att hitta högre månadsförändringar och om trenden från andra kvartalet fortsätter skulle årstakten nå över 10 procent.



Källa: BLS, SEB

Begagnade bilar den viktigaste drivkraften. Det är framför allt högre priser på varor som drivit på upp inflationstakten. Uppgången i varupriser är relativt bredbaserad men mer än halva uppgången i kärn-KPI beror på en 50-procentig ökning av priserna på begagnade bilar. I USA påverkas dessa priser av auktioner och budgivningen har bl a drivits upp av uthyrningsfirmors desperata behov av tillskott efter att man sålt av stora delar av bilparken när ekonomin stängde ned våren 2020. Även inflationen på tjänster har stigit över den historiska trenden, men där rör det sig främst om normaliseringar av prisnivåer på olika turisttjänster efter det stora fallet i pandemins inledningsfas våren 2020. Höga priser på begagnade bilar och prisnivåanpassningar på tjänster står således för en stor andel av uppgången av kärninflationen under andra kvartalet. Mycket talar dock för att dessa drivkrafter nu mattas av betydligt. Auktionspriserna på begagnade bilar har den allra senaste tiden fallit tillbaka en del samtidigt som de flesta prisfallen från pandemins inledningsfas nu har reverserats.

Begagnade bilar och turisttjänster driver upp inflationen i USA
KPI exkl. energi och livsmedel i juli, bidrag vs trenden 2016-2019, procentenheter



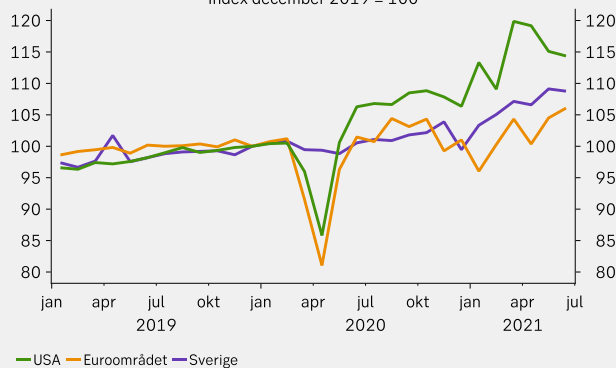
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Svagare inflationsimpuls i Västeuropa

Frågan är nu i vilken grad vi kan få se liknande inflationsuppgångar i andra länder. Det finns vissa likheter men flera

faktorer talar för att uppgången i Europa blir mildare. Den viktigaste drivkraften bakom inflationsuppgången i USA är troligen den konsumtionsboom som följt i spåren av direktstöd till hushållen. När stöden delades ut i början på 2021 steg detaljhandelsförsäljningen på några få månader långt över den historiska trenden. Detaljhandeln och varukonsumtionen har ökat också i Europa men ökningstakten är inte alls lika dramatisk som i USA.

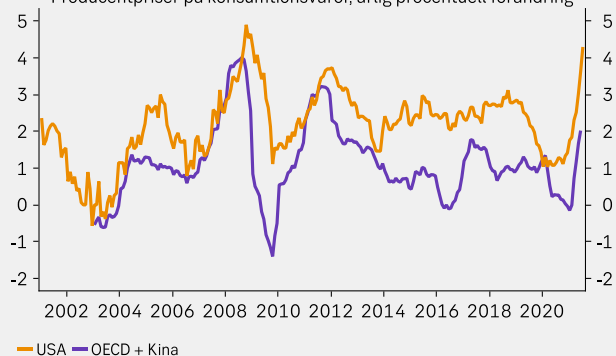
Rekordstark detaljhandeln i USA
Index december 2019 = 100



Källa: BEA, Eurostat, SCB, SEB

Flera skäl till en lugnare inflationsuppgång. Det finns heller ingen motsvarighet till USA:s inflationsdrivande bilauktioner (möjligen med undantag av Storbritannien). Priserna på begagnade bilar har stigit i mycket måttlig takt i Europa; även i Storbritannien. Dessutom är KPI-vikten för begagnade bilar i Europa bara en tredjedel så stor som i USA. Prisfallen på turist- och reserestjänster våren 2020 var därtill betydligt mindre i såväl Sverige som Europa generellt, vilket minskar potentialen för en inflationsimpuls uppåt när priserna normaliseras. Dessutom har tidigare konsumtionsfall gjort att vikterna på dessa delar av KPI-korgen justerats ned i t ex Sverige och euroområdet, vilket ytterligare dämpar bidraget till KPI från de prisrekylor vi nu ser. Viktminskningen är särskilt stor för utrikesresor, där priserna tidigare fallit mest. Vi ser en viss "öppningsimpuls" också i Europa där KPI i Storbritannien och i euroområdet väntas toppa runt 3,5. I Sverige väntas inte inflationen nå högre än 2,5 procent. Inflationsimpulserna till följd av prispassningar väntas dock bli kortvariga. Att priserna på turisttjänster och begagnade bilar var oförändrade i USA i juli stödjer den vyn.

Producentpriserna på konsumtionsvaror stiger
Producentpriser på konsumtionsvaror, årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Stafettväxling för inflationens drivkrafter

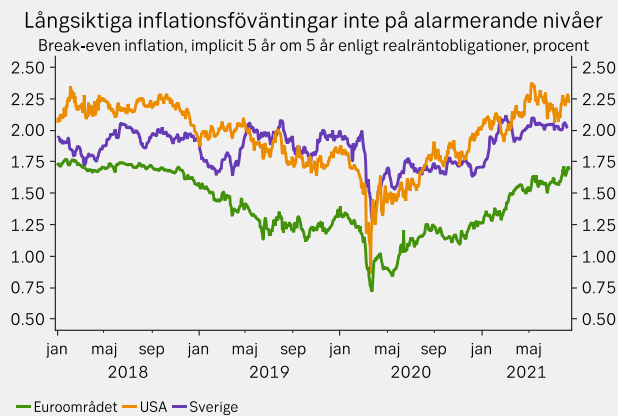
Även om krafterna bakom "öppningsinflationen" nu är på väg att klinga av finns andra faktorer som håller uppe inflationen ytterligare en tid. Störningar för produktion och transporter

tycks bli allt allvarigare, vilket delvis är kopplat till förnyad smittspridning och nya nedstängningar i Asien. Priserna i producentledet har nu börjat stiga också på mer bearbetade konsumtionsvaror, vilket ökar sannolikheten för att KPI kommer att påverkas. Producentpriserna har stigit mest i USA, men en uppgång kan skönjas också i Europa. Råvarupriserna har visserligen fallit tillbaka en del, men nivåerna är fortfarande höga och tidigare prisökningar kommer troligen att påverka KPI-inflationen med viss fördröjning. Bedömningen att livsmedelspriserna kommer stiga mot slutet av detta år och början av 2022 ligger fast. I viss mån bidrar således stigande råvarupriser till högre inflation, men med undantag av olja och livsmedel blir effekten troligen liten.

Kan strukturella skift ge varaktig inflation?

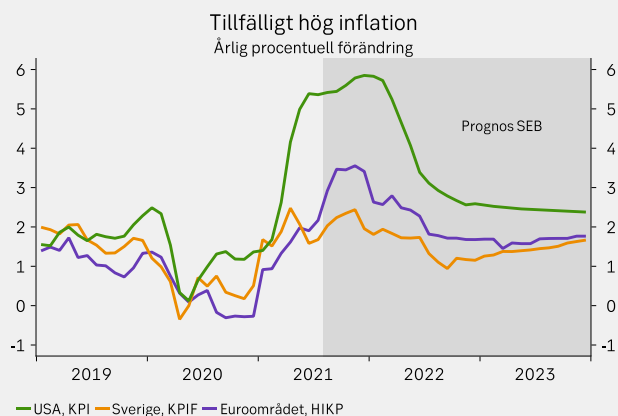
De inflationskrafter som hittills diskuterats bedömer vi alltså som kortsiktiga. Även om de skulle bli kraftigare än väntat är det ändå ganska säkert att inflationen faller tillbaka när konsumtionen normaliseras och produktionsstörningarna åtgärdas. För att inflationen varaktigt ska skifta upp krävs att löneökningstakten växlar upp och/ att de långsiktiga inflationsförväntningarna stiger. Strukturella problem i världshandeln skulle möjligen också kunna ge mer varaktiga inflationsimpulser. Indikatorer som bristtal och kapacitetsutnyttjande har redan nu stigit i många länder, inte minst i USA. Uppgången återspeglar dock sannolikt flaskhalsar kopplade till den snabba, men ojämna, återhämtningen och beror således inte på allmänna överhettningstrender på arbetsmarknaden. Löneutvecklingen under det senaste året har dock varit svårtolkad då statistiken i många fall förvrängs av permitteringar och dramatiska variationer i antalet sysselsatta och arbetade timmar. Lönemått som korrigerar för dessa effekter indikerar dock på att effekten på löneökningarna än så länge varit små.

Nya tester av den gåtfulla Phillipskurvan. På sikt kommer den avgörande frågan att bli i vilken grad fallande arbetslösheten leder till stigande cykliskt inflationstryck. Generellt har lönerna under lång tid varit okänsliga för förändringar i arbetslöshet. Den rekordlåga arbetslösheten i USA precis före krisen genererade t ex bara mindre uppgångar i löneökningstakten. Våra prognoser tyder på att arbetslösheten i USA mot slutet av 2022 kommer att falla ned till förkrisnivåerna. Detta kommer återigen att pröva hur Phillipskurvan, dvs det historiska sambandet mellan arbetsmarknaden och pris- och lönebildningen, ser ut. Vissa strukturella faktorer kan tala för lite högre löneökningar denna gång. Oro för växande ekonomiska klyftor har fått större utrymme i den politiska debatten och höjda minimilöner kan t ex sprida sig till en bredare löneuppgång. En lite längre period med hög inflation kan också göra att Phillipskurvan skiftar uppåt via stigande inflationsförväntningar. Än så länge tyder dock inte prissättningen på räntemarknaden på någon större inflationsoro trots den höga faktiska inflationen. Marknadens prissättning för KPI-inflationen har vänt upp efter nedgångarna under 2019 och 2020, men ligger varken i Europa eller USA på alarmerade nivåer. Marknaden ser snarast en övervägande sannolikhet för att inflationen ska hamna under målen på några års sikt. Så modesta långsiktiga inflationsförväntningar minskar pressen på åtstramningar från centralbankerna.



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

Lägre internationell rörlighet och högre lönenivåer i vissa EM-ekonomier kan göra att globaliseringens lönedämpande krafter avtar i styrka. Vår huvudbedömning är dock att fortsatt hård internationell konkurrens sätter gränser för hur mycket en het inhemsk arbetsmarknad kan lyfta löneökningstakten. Man kan också notera att de bristsituationer som uppstod i pandemins på t ex skyddsutrustning och livsmedel löstes relativt snabbt. Bristen på halvledare, containrar och transportkapacitet borde rimligtvis kunna lösas även om det verkar dra ut lite på tiden.



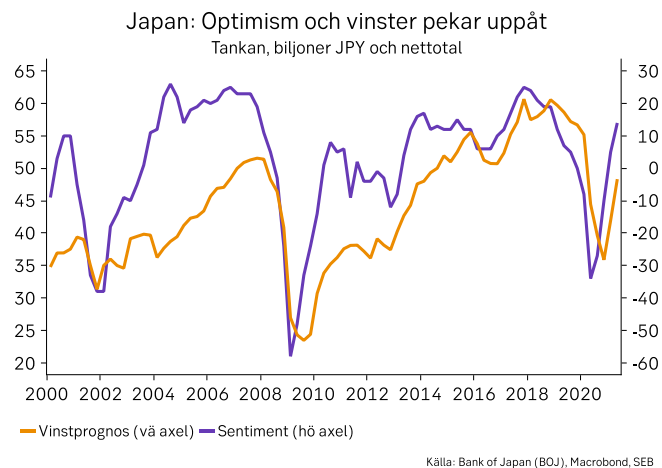
Källa: BLS, Eurostat, SCB, SEB

Inflationen faller tillbaka trots större utmaningar. Tvåra kast i efterfrågan och utbud på olika områden i kombination med ekonomisk-politiska stimulanser ställer den etablerade låginflationsmiljön inför större utmaningar än vi sett på decennier. Därtill kommer ramverksförändringar som ger centralbankerna större mandat att "leka med inflationselden". Att inflationen tydligt överraskat på uppsidan den senaste tiden och att störningar i produktion, transport och handel ser ut att bli mer segdragna än väntat har också ökat uppåtriskerna i inflationsprognoserna. Men vårt huvudscenari är fortfarande att inflationen faller tillbaka på ett sätt gör att centralbankerna kan undvika drastiska åtstramningar som skulle stoppa återhämtningen och leda till kraftiga prisfall på bostads- och aktiemarknaderna. Marknadens prissättning av inflationsriskerna ligger därmed ganska väl i linje med våra prognoser.

Japan

Investeringar drar – konsumtionen hämmar

Förutsättningarna är goda för en investeringsdriven återhämtning när hushållen väljer ett fortsatt högt försiktighetsparande p g a vaccin- och virusrelaterad osäkerhet. BNP växer 2,5 procent i år. För 2022 och 2023 ligger tillväxten kvar över potentiell nivå 0,5-1,0 procent. Inflationen når inte 2-procentsmålet; Bank of Japan behåller inriktningen på sin expansiva politik. Reformbehovet är stort för att Japan inte ska upprepa tillväxtbakslag från tidigare kriser.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-4,7	2,5	2,3	1,2
Arbetslöshet*	2,8	2,8	2,6	2,5
KPI	0,5	0,0	-0,2	0,6
Offentligt finansiellt sparande**	-12,6	-9,4	-3,8	-2,5
Offentlig skuld**	256	256	254	253
Reporänta***, %	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
USD/JPY***	104	111	113	115

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

BNP-tillväxten accelererar under hösten men bakslagen har varit många och återhämtningen går i otakt. Tillverkningsindustrin uppvisar växande framtidsoptimism med hjälp av starkare omvärldskonjunktur, stödpolitiken och expansiva finansiella förhållanden. Samtidigt hämmas tjänstesektorns normaliseringssteg av återkommande virusutbrott som ger geografiska men inte nödvändigtvis sektoriella restriktioner för japanernas rörlighet. Hushållens oro och försiktighet väntas dämpa konsumtionen framöver. BNP föll 2020 med 4,7 procent. **I år växer BNP med 2,5 procent.** Den strukturella motvinden p g a åldrande befolkning kvarstår. **BNP-prognosen för 2022 och 2023 ligger på 2,3 respektive 1,2 procent.**

Riskerna för tillväxten ligger fortfarande på nedsidan. Stor osäkerhet råder om virusspridning och vaccinationer. I augusti hade ca 54 procent av befolkningen fått åtminstone en vaccindos och 43 procent var fullvaccinerade. Återhämtningen kan även utvecklas långsammare p g a att hushåll och företag reviderar ned sina långsiktiga tillväxtförväntningar. Hushållens sparöverskott ökade med nästan 15 procent under 2020 vilket utgör en potential för återhämtningen. Uppgången i sparkvoten till 11 procent av disponibelinkomst väntas halveras till 2022. Likväl kommer åldrande befolkning och svag löne- och sysselsättningstillväxt att upprätthålla ett högt hushållssparande. Det hämmar privat konsumtion som drivkraft för tillväxten 2022 och 2023. En alltför långsam BNP-återhämtning riskerar även att blotta sårbarheter i det finansiella systemet vilket kan försämra kreditförsörjningen under återhämtningen.

Framtidsoptimismen bland större japanska företag är enligt Tankan på sin högsta sedan 2018 med positiva investeringsplaner och en planerad volymökning på ca 10 procent det närmaste året. Yenen har tappat ca 5 procent i värde – effektiva termer – under 2021 vilket ger extra stöd till exportindustrin och tillväxten. Japansk bilindustri har dock också drabbats av halvledarbristen. Företagens vinstläge förbättras även av en ökad inhemsk efterfrågan och industriproduktionen är nu tillbaka på förpandeminivåer. Inköpschefsindex ligger över 50-nivån men släpar efter styrkan som noteras i t ex USA och Europa. Tjänstesektorns PMI ligger kvar under 50-strecket. Med god vinstutveckling i företagssektorn bedöms investeringarna bli en viktig drivkraft för BNP-tillväxten. Ansträngda geopolitiska relationer till Kina kan dock skapa osäkerhet som hämmar investeringarna.

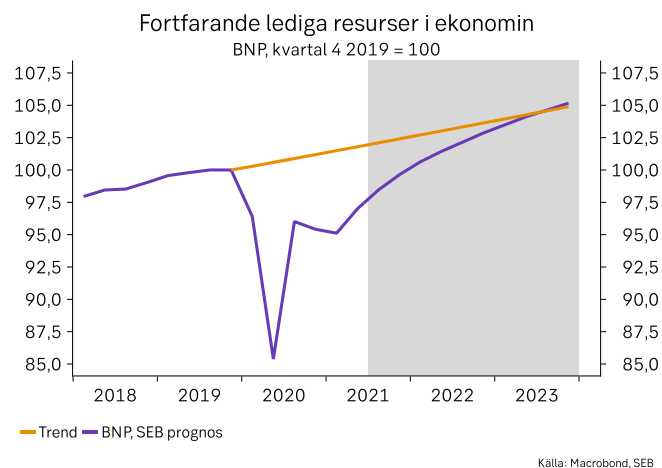
Tokyo-OS blev inte den lyftkraft för tillväxt och opinionsstöd som premiärminister Yoshihide Suga hoppats på. Suga, som nu har suttit ett år vid makten, har snabbt tappat i väljarpopularitet, från 70 procent vid tillträdet till 30 procent, p g a hanteringen av covid-19-krisen. Senast 22 oktober är det val till underhuset. Japans återhämtning minskar behovet av nya stödpaket men valet väntas innebära vissa åtgärder som kan locka väljare. Japans offentliga skuld ligger kvar nära 255 procent av BNP under hela prognosperioden.

Japans inflation fortsätter att utvecklas svagt. Tillfälliga effekter som höjda energipriser och sänkta mobilavgifter ändrar inte de medel- och långsiktiga inflationskrafterna som präglas av måttfullhet. Huspriserna har inte heller stigit på samma sätt som flertalet andra länder. En lång period av deflationsförväntningar bidrar till att Japans inflation fortsätter att avvika från resten av världen. Då Bank of Japan inte väntas uppnå inflationsmålet fortsätter centralbanken med sin expansiva politik. USD/JPY handlas till 111 i slutet av 2021; i slutet av 2022 och 2023 ligger USD/JPY på 113 respektive 115.

Euroområdet

Växlar upp tidigare än väntat

BNP överraskade positivt andra kvartalet. Hushållens tjänstekonsumtion blir avgörande i nästa fas när industrin hämmas av olika utbudsproblem. Även om den nya virusvågen hämmar något är BNP-prognosen uppjusterad. Inflationen väntas toppa på runt 3,5 procent i höst för att sedan falla under 2 procent. I kombination med ECB:s nya målformulering talar detta för att normaliseringen av penningpolitiken påbörjas betydligt senare än i USA och Storbritannien.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-6,4	4,6	4,3	2,5
Arbetslöshet*	7,9	8,1	7,8	7,4
Löner	-0,6	3,0	2,5	2,0
KPI	0,3	2,3	2,1	1,7
Offentligt saldo**	-7,2	-6,5	-3,9	-3,1
Offentlig bruttoskuld**	98,0	102,5	100,9	98,8
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,20	1,16	1,13	1,15

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

Tidigare uppväxling än väntat

Efter recessionen kring årsskiftet växte euroområdets BNP med 2 procent andra kvartalet. Successivt har restriktionerna lättats men det sker i olika takt inom regionen. Tillväxtförloppet visar tydligt att återhämtningen styrs av lättare restriktioner i högre grad än av underliggande efterfrågan. Efter en initial eftersläpning har euroområdets vaccinationstempo skruvats upp på ett sätt som gör att man nu ligger något före USA. Deltavarianten av covid-19 bromsar återhämtningen, främst genom att fördröja normalisering för vissa tjänstesektorer. Men effekterna blir troligen ganska små och generellt har tillväxtuppväxlingen kommit lite tidigare än vi väntade oss i Nordic Outlook Maj. Det har bidragit till att vi reviderar upp BNP-prognosen med nästan en procentenhet i år till 4,6 procent för 2021. Även om den kvartalsvisa tillväxten gradvis mattas av i takt med att pandemirelaterade tappat återtas landar tillväxten på 4,3 procent 2022. År 2023 dämpas BNP-tillväxten till 2,5 procent, vilket ändå är drygt 1 procentenhet över trenden. Vår bedömning är att det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin som kan aktiveras när penningpolitiken fortsätter att vara expansiv och nationell finanspolitik kompletteras av EU-stöd. Nedåtriskerna i prognosen är främst kopplade till att nya nedstängningar hämmar ekonomin i högre grad än väntat. Å andra sidan är det möjligt att EU:s reformagenda får större positiva effekter än vad som ligger i huvudprognosen, kanske främst på längre sikt.

Indikatorer överdriver tillväxtkraften. Indikatorer visar på ett mycket gott humör bland företagen. Tjänstesektorn har släpat efter, men efter att restriktioner lättats har även den tagit ett rejält kliv upp. Industrin ligger nu nära historiska toppnivåer för delrägor kring orderläge och produktion. Samtidigt är det tydligt att utbudsstörningar, t ex bristen på halvledare och allmänna transportproblem, bidrar till att faktisk produktion inte ökar särskilt snabbt. På indikatorsidan syns detta i längre leveranstider och stigande insatspriser. Det finns också tecken på att företagen kan vältra över kostnaderna genom prishöjningar i senare led av förädlingsvärdeskedjan. Efter en utplaning i juni stannade ökningen av industriproduktionen på 1 procent andra kvartalet. Utbudsproblemen fortsätter att hämma på kort sikt, men en viss uppväxling under hösten gör att industriproduktionen ökar med 5 procent i år och 3-4 procent per år 2022-2023. Investeringarna har ännu inte återhämtat sig efter det stora fallet 2020. Relativt högt kapacitetsutnyttjande i kombination med EU-paketet och miljöåtgärder talar för en ökad investeringsaktivitet framöver. Tjänsteproduktionen bidrar till uppväxlingen men det är fortsatt långt till ett normalläge i vissa branscher. Den för många länder så viktiga turismen har börjat återhämta sig men för t ex Spaniens del uppgick det internationella resandet i juni bara till 1/3-del av nivån under samma månad 2019.

Mer kraft kvar hos hushållen. Hushållens konsumtion styrs av stimulanspolitikens utformning samt av tidsprofilen för smittspridning och restriktioner. När tjänstekonsumtionen hämmas av restriktioner har detaljhandeln och varukonsumtionen varit stark även om detta inte kunnat kompenseras fullt ut. Andra kvartalet växade konsumtionen upp när restriktioner lättade. Konsumentförtroendet ligger nu nära tidigare toppnivåer och hushållens finanser är starka på aggregerad nivå. Bostadspriserna stiger och sparkvoten ligger över 20 procent, vilket kan jämföras med normal nivå runt 12-13 procent. Pandemieeffekter försvårar tolkningen av löneutvecklingen men avtalade löner ökar i stort sett i linje med trenden före pandemin.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras med stigande sysselsättning och antalet lediga platser på en relativt hög nivå. När tjänstesektorer kommer igång på allvar breddas uppgången på arbetsmarknaden ytterligare. Arbetslösheten låg i juni på 7,7

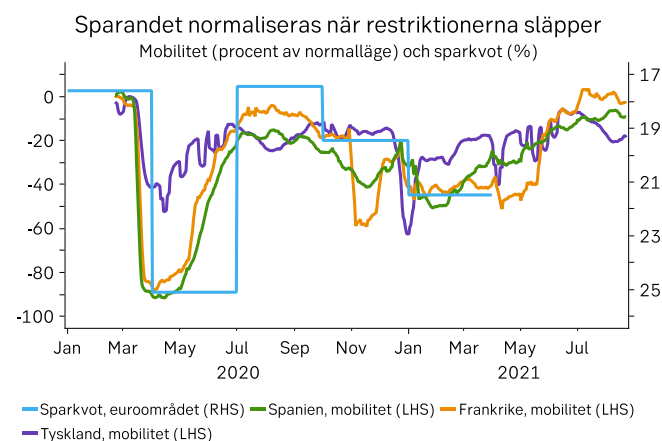
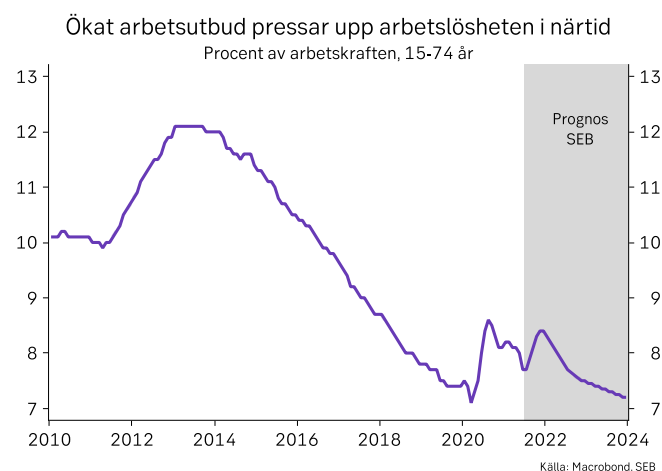
procent, vilket innebär att ungefär två tredjedelar av krisuppgången redan har återtagits. Denna nivå är dock troligen nedpressad av att vissa krisåtgärder, som t ex permitteringar, håller nere arbetskraftsdeltagandet på kort sikt. Att en del väljer att byta bransch, utbilda sig och är mer tveksamma till att söka jobb under pandemin är andra effekter som påverkar. Det är därför troligt att arbetslösheten vänder uppåt en del under hösten när deltagandegraden normaliseras. Först under senare delen av 2023 räknar vi med att arbetslösheten når tillbaka till nivån före krisen. Olika krisåtgärder har också försvårat tolkningen av arbetsproduktivitets utveckling men efter den kraftiga nedgången 2020 finns det potential för en ganska snabb uppgång 2021 och 2022, vilket också skapar utrymme för en BNP-tillväxt över trend under hela prognosperioden.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Tyskland	-4,6	2,8	4,8	2,6
Frankrike	-7,9	5,8	3,5	2,5
Italien	-8,9	5,5	3,9	2,4
Spanien	-10,8	5,9	5,4	2,8
Euroområdet	-6,4	4,6	4,3	2,5

Källa: Eurostat, SEB



EU-program kompletterar nationell finanspolitik

Även om återhämtningen står på fastare mark är beroendet av stimulans från olika håll fortsatt stort. Det låga ränteläget gör att finanspolitiken får bära en stor stimulansbörda men höga nivåer på underskott och skulder begränsar utrymmet framöver. Men det tycks finnas en bred enighet om att inte upprepa misstagen från eurokrisen då tidiga åtstramningar bidrog till en andra recession bara några år efter finanskrisen. EU:s finanspolitiska regelverk, med underskotts- och skuldbegränsningar, är därför tillfälligt satt på paus. I närtid ser vi att nya pandemivågor gör att stödprogram förlängs och kompletteras. Därtill lär fler länder genomföra satsningar för att stötta återhämtningen.

Även om betydande krissatsningar ligger kvar under hela perioden blir de gradvis mindre omfattande vilket gör finanspolitiken lätt åtstramande under 2022 och 2023. Att BNP växer över trend bidrar också till att underskotten minskar men många länder kommer inte att uppfylla de formella kriterierna under överskådlig tid. Detta kan på sikt leda till spänningar eftersom det officiella budskapet är att ramverket ska träda i kraft igen i sinom tid. Diskussioner om förändringar dyker upp med jämna mellanrum där Tysklands mer strikta syn ställs mot Sydeuropas mer flexibla linje. Det är osäkert var man kommer landa på sikt men en viss uppluckring är sannolik. Det gäller framför allt på skuldsidan, men länder kan också få mer tid på sig att minska sina underskott.

EU:s gemensamma satsning Next Generation EU (NGEU) stöttar nu också tillväxten. Där har nu nationella planer godkänts och pengar börjat betalas ut. NGEU omfattar totalt 6-7 procent av BNP vilket blir ca 1 procent av BNP per år om vi antar att det rullas ut 2021-2026. Även om NGEU förhandlades fram under pandemin bör det inte betraktas som krispolitik. Det gäller istället mer strukturella insatser med fokus på bl a miljö och digitalisering för att förbättra regionens tillväxtpotential. Programmet ska vara framtungt men EU-länder har en historik av att använda strukturfonder långsamt (eller bara delvis). Knappt hälften av satsningarna är bidrag och drygt hälften lån och det är sannolikt att bidragsdelen kommer att användas i störst utsträckning. Att länder som drabbats hårdare av pandemin får störst andel gör ändå att vi tror på en relativt hög utnyttjandegrad och att EU-programmet verkligen bidrar till att förbättra tillväxtpotentialen.

ECB kommer sent ut i räntehöjningscykeln

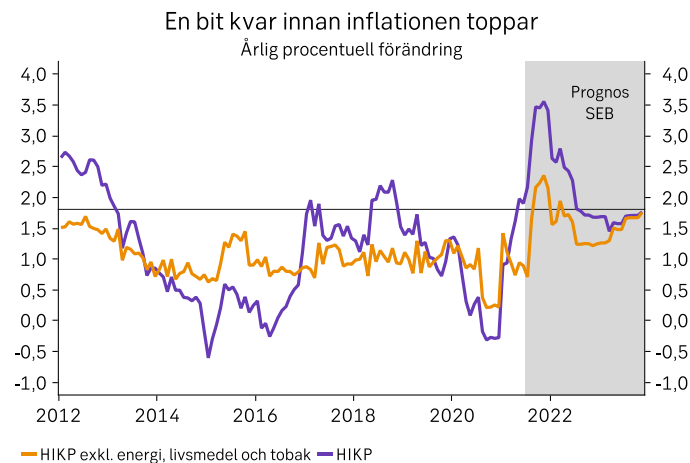
Inflationen låg i juli på 2,2 procent och vår prognos är att den kommer att klättra ytterligare de närmaste månaderna och toppa på 3,5 procent i höst; en klart högre nivå än den vi är vana vid men ändå en bit från de siffror USA uppvisat den senaste tiden. Drivkraften är framför allt höga energipriser, men även mat och varor ökar i pris. Covidrelaterade krafter som transport- och produktionsproblem skapar en förhöjd osäkerhet men även om efterfrågan på varor varit hög är det inte alls samma pristryck från efterfrågesidan som i USA. Vår prognos är att inflationen faller från 2,3 procent i år till 2,1 respektive 1,7 procent 2022-2023 när tillfälliga drivkrafter normaliseras. Fortsatt lediga resurser på arbetsmarknaden bidrar till att kärninflationen på sikt ligger kring 1,5 procent.

I början av juli justerade ECB sin penningpolitiska strategi och ersatte tidigare inflationsmål "under, men nära 2 procent" med ett tydligare symmetriskt mål. ECB siktar nu på en inflation på 2 procent i ett medelfristigt perspektiv. Inflationen ska kunna fluktuera över och under målet och avvikelser på båda hållen ska ses som lika ovälkomna. Det fanns en del spekulationer om att ECB skulle gå längre och, i likhet med Fed, införa någon form av flexibelt mål för den genomsnittliga inflationen och därmed åtminstone delvis försöka kompensera för historiska avvikelser. Konservativa leda-

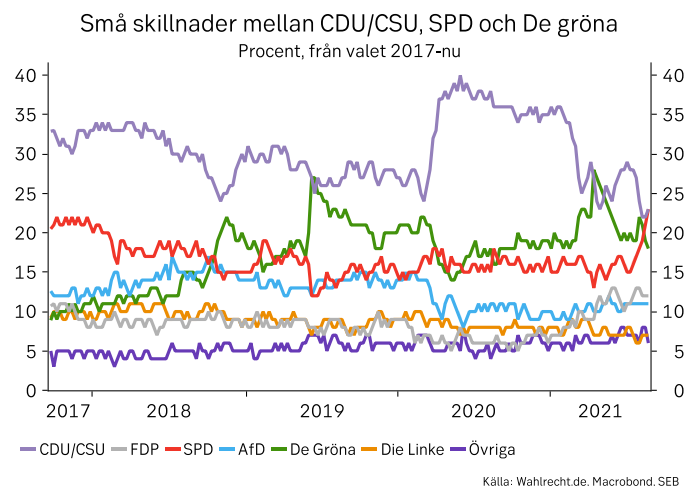
möterna, som t ex tyska Bundesbank, var dock inte beredda att gå så långt. Ytterligare några förändringar kan nämnas även om de inte har någon större effekt på penningpolitiken på kort sikt. ECB vill få in kostnader för egna hem i inflationsmålet och även utveckla metoder för att ta in klimateffekter i penningpolitiken.

Reviderat ramverk ger en något mjukare penningpolitik. Vid senaste räntebeskedet i slutet av juli var förväntningarna inställda på ett duvaktigt besked. ECB har inte explicit velat signalera att ändringar i ramverket i sig skulle fördröja en normalisering av penningpolitiken. Vi tycker ändå att det är naturligt att göra den tolkningen när inflationen faller ner under 2 procent en bit in på 2022. ECB:s budskap var att räntan inte ska höjas innan inflationen på medelfristig sikt når och ligger kvar på 2 procent. Även kärninflationen ska nå en nivå som är i linje med inflationsmålet. Såväl vår egen som ECB:s senaste prognos tyder på att kärninflationen ligger strax under 1,5 procent både 2022 och 2023.

Räntan ligger still hela prognoshorisonten. Vi ser nu signaler från Fed och en del andra centralbanker att tidpunkten för att låta på gasen kan komma något tidigare än väntat. Men för ECB:s del har alltså inte mycket förändrats med ett nytt ramverk som på marginalen skjuter åtstramningen framåt i tiden i en miljö där tillväxt inte är tillräcklig för att få upp inflationen till 2 procent på sikt. Det gör att ECB även i denna cykel kommer att ligga sent med att höja räntan. Under vår prognoshorisont ligger både styrränta och inlåningsränta still på 0 respektive på -0,5 procent. Vad gäller obligationsköp tas dock en del steg. Vi tror att pandemiprogrammet (PEPP) förlängs till mitten av nästa år och att köpen i höst succesivt minskar. I takt med mer normala förhållanden blir det svårt för ECB att behålla programmet fullt ut men det är troligt att det "ordinarie" tillgångsköpsprogrammet (APP) utökas och eventuellt görs mer flexibelt.



ECB sist ut bland de större centralbankerna med normaliseringen



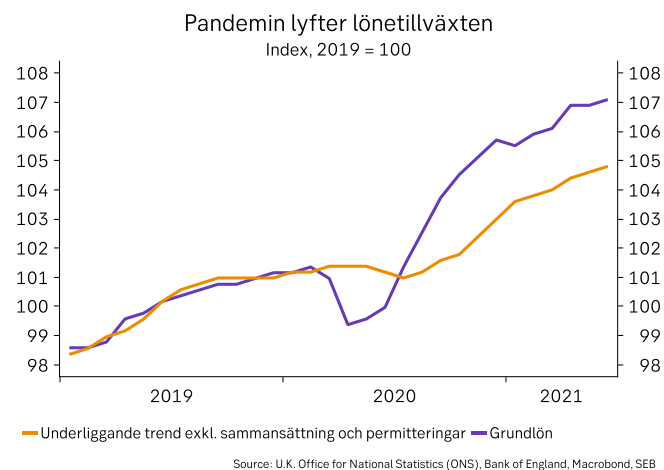
Ruta? Tyska valet – ytterligare en grön skjuts? Den 26 september går Tyskland, med nära en tredjedel av euroområdets BNP, till val. Valet blir extra viktigt eftersom det kommer att avgöra vem ska ersätta Angela Merkel som förbundskansler. Merkel har varit förbundskansler sedan 2005 och därmed dominerat tysk politik under lång tid. CDU-ledaren Laschet, De grönas Baerbock och SPD:s Scholz är huvudkandidaterna. Tittar man på opinionsläget är utgången mer osäker än för några månader sedan och i nuläget finns flera tänkbara alternativ att samla en majoritet. De grönas succesivt ökade stöd kan delvis förklaras med väljarna nu tycket att miljön är en viktigare valfråga än migration. Även om pandemin nu är den viktigaste frågan ligger miljön på en stark andraplats vilket inte är så konstigt givet sommarens tyska översvämningar. Stödet för de tre största partierna har varierat den senaste tiden med olika partier i ledning. CDU-ledaren Laschet har kämpat i motvind och ligger långt från Merkels popularitet och De grönas Baerbock har efter en initial popularitet drabbats av motgångar som allmänt kopplas till bristande erfarenhet av ledande positioner. Samtidigt har mätningar nyligen visat att SPD:s Scholtz, en erfaren politiker med lång ministererfarenhet, är den populäraste kandidaten om det skulle vara ett direktval till posten som förbundskansler. SPD:s stöd har ökat senaste tiden och har nyligen till och med legat över CDU/CSU. Med de tre största partierna kring 20 procent och SPD i medvind är det i nuläget svårt att se vilket koalitionsalternativ Tyskland kommer att landa i.

Mycket talar ändå för att De gröna kan få en viktigare roll än tidigare i en storkoalition. Detta kan leda till en något mjukare syn på de finanspolitiska ramverken, åtminstone i närtid, även om Tyskland fortsätter att vara finanspolitiskt konservativt. Till detta kommer ökad tonvikt på satsningar på miljö och andra investeringar om De gröna tar plats i regeringen. Översvämningarna tidigare i somras lär bidra inte bara till att Tyskland spenderar mer; ca 30 miljarder euro har utlovats i en återuppbyggnadsfond av myndigheterna. När det gäller utrikespolitiken är det tänkbart att De gröna vill att Tyskland ska spela en mer aktiv roll i frågor som kan skapa spänningar med Kina och Ryssland.

Storbritannien

Första etappmålet för BNP är nära

Landets BNP är snart tillbaka på förkrisnivån men det tar ytterligare två år innan BNP nått läget som förväntades innan krisen. Prognosen har justerats upp något och BNP väntas nu öka med 7,0 procent i år och 5,8 procent 2022. Inflationen faller tillbaka på kort sikt men Bank of England höjer räntan 0,15 procentenheter till 0,25 procent i maj nästa år. I slutet av 2023 ligger styrräntan på 0,75 procent.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-9,8	7,0	5,8	2,2
Arbetslöshet*	4,5	5,0	4,9	4,2
Löner	1,8	4,8	1,8	2,3
KPI	0,9	2,1	2,4	1,9
Offentligt saldo**	-13,4	-12	-6	-3
Offentlig bruttoskuld**	103,7	104	106	106
Styrränta, %***	0,10	0,10	0,25	0,75
EUR/GBP***	0,89	0,84	0,82	0,83

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

Första etappmålet nära. Brittisk BNP steg med nära fem procent andra kvartalet 2021 när regeringens "steg-för-steg"-strategi för att åter öppna upp ekonomin gynnade främst den inhemska ekonomin. Virusets deltavariant hämmar nu något återgången till normala förhållanden men BNP bedöms ändå nå sitt första etappmål och vara tillbaka på förkrisnivån i slutet av 2021. Liksom i omvärlden brottas ekonomin med sektorsvisa obalanser mellan utbud och efterfrågan och på sikt väntas långsiktiga effekter av EU-utträdet att hämma produktionspotentialen. Vår slutsats är ändå att det finns lediga resurser i slutet av 2022. Det ger utrymme för en BNP-tillväxt över trend också 2023. Finanspolitikens tillväxtbidrag blir gradvis svagare och från 2023 stiger skatteuttaget bl a via höjda företagsskatter.

Lägre arbetslöshet, men fortfarande oklart resursläge. Trots att BNP i huvudsak utvecklats i linje med tidigare bedömningar har prognosen för arbetslösheten reviderats ned markant. Den snabba återhämtningen av efterfrågan har bidragit till ökande sysselsättning. Samtidigt har inte arbetsutbudet återhämtat sig på det sätt vi räknat med efter nedgången under den akuta krisen. Det beror delvis på stigande förtidspensionering och utökat studieintresse men har också bredare orsaker. Pandemin ser således ut att förstärka de negativa konsekvenserna av Brexit när det gäller arbetsutbudet. Det har därför bidragit till att uppgången i arbetslöshet under krisen stannat vid ungefär en procentenhet och vi tror nu att arbetslösheten är tillbaka på knappt 4 procent redan i slutet av 2023; en klart snabbare nedgång än vad vi och många andra förväntat sig.

Stigande löner men inflationen faller tillbaka. Brist på arbetskraft har gradvis börjat påverka lönesättningen. Officiella data indikerar snabbt stigande lönetryck men i likhet med annan statistik finns stora osäkerheter kopplade till pandemin. Bank of Englands (BoE) underliggande lönemått visar en lugnare utveckling som vi tror är mer relevant som inflationsindikator. Samtidigt visar BoE:s företagsundersökning att det blir allt vanligare att kostnadsökningar förs över till slutkonsument. Att insatsvarupriser stiger p g a problem i produktionskedjor har historiskt sett oftast haft övergående effekter på inflationen. Vi tror också lönetrycket dämpas när tillfälliga obalanser mellan utbud och efterfrågan mildras. Inflationen väntas toppa på 3,8 procent i början av 2022 för att sedan snabbt gå ned till 2 procent vid halvårsskiftet. Trots att resursläget stramas åt under 2023 bedömer vi att inflation kommer att ligga stabilt relativt nära inflationsmålet på 2 procent.

Tydlig plan från BoE. Stigande inflation, tecken på utbudsstörningar och en relativt snabb återgång i BNP medför utmaningar för BoE. Under sommaren har ledamöter i BoE:s penningpolitiska kommitté MPC tydligt indikerat att tidpunkten närmar sig för att reducera de monetära stimulanserna. På augustimötet fattade MPC beslut om en strategi för mixen av verktyg för att normalisera politiken. När styrräntan når 0,50 procent avser man att sluta återinvestera förfallande räntepapper; när räntan når 1,00 procent kommer man att överväga aktiva försäljningar av värdepapper. Även om vår tillväxtbana och inflationsprognos inte ger intryck av ett behov av snabbt minskande penningpolitiska stimulanser bedömer vi att det finns en vilja att lämna de allra lägsta krisräntenivåerna och ge sig själv flexibilitet att påbörja en nedtrappning av sin penningpolitiska obligationsportfölj. Vi tror därför att BoE höjer räntan försiktigt med 0,15 procentenheter i maj 2022. Därefter höjer man återigen i början och i slutet av 2023. Därmed skulle BoE vara tillbaka på den räntenivå som gällde före pandemin, d v s 0,75 procent.

Kina

Virusstrategi sinkar konsumtionstillväxt

Kinas tillväxttakt bromsar in. Risken för ytterligare avmattning har ökat på grund av en minskad kreditimpuls och långsammare återhämtning av privat konsumtion, vilken hämmas av myndigheternas strikta covid-19-strategi.

Nedåtriskerna för tillväxten intensifieras i Kina. Vi har därför reviderat ned vår BNP-prognos till 8,6 procent 2021 (från 9,0 procent). Baseeffekterna från andra kvartalet 2020 var inte lika gynnsamma som första kvartalet, vilket ledde till att BNP-tillväxten minskade till 7,9 procent under andra kvartalet 2021. Även om detta ökade den genomsnittliga tillväxttakten mätt över två år till 5,5 från 5,0 procent ligger den under genomsnittet på 6,0 procent innan pandemins utbrott.

Höfrekventa indikatorer visar att tillväxten tappar mer fart än väntat. Att tillväxttakten skulle dämpas under andra halvåret 2021 på grund av en minskning av kreditimpulsen (förändring i nya krediter som utfärdas som andel av BNP) var väntat, men läget har försämrats mer än vi räknat med. Exporttillväxten i juli minskade till 19,3 procent i årstakt från 32,3 procent i juni. Trots denna avmattning är exporten relativt starkt med en tillväxttakt som är högre än före pandemin. Vi väntar oss att ökande internationell efterfrågan ger fortsatt stöd åt tillväxten men den lär inte vara tillräcklig för att kompensera för nedgången i inhemsk efterfrågan.

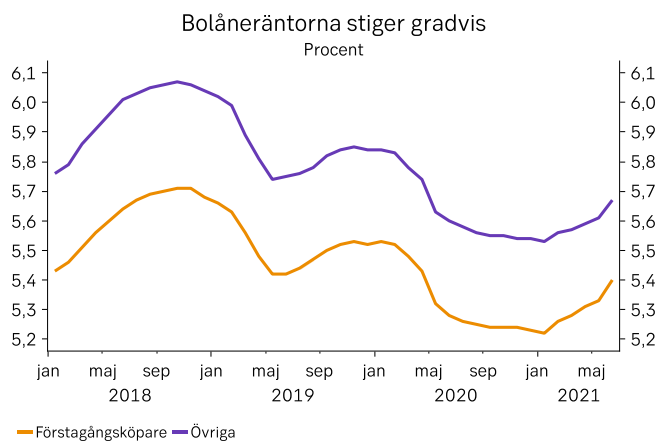
Hushållen klarar inte av att bibehålla den starka återhämtningen genom sina utlägg. Då förbättringen av detaljhandeln dröjde 2020 antog vi att privat konsumtion skulle driva återhämtningen 2021. Även om inkomsterna har stigit i takt med förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter dock hushållen att ha en högre sparkvot än före pandemin. Konsumentförtroendet ligger också under nivåerna före pandemin.

Kina upprätthåller sin nolltoleranspolicy mot covid-19. För att stoppa smittspridningen har myndigheterna raffinerat sina strategier, vilka inkluderar omfattande testning, karantän och stratifierade restriktioner av rörlighet. Från juli infördes särskilda restriktioner i varierande grad beroende på lokal risknivå. Inhemsk smittspridning som den senaste tiden drivits av deltavarianten har minskat och uppgår nu till färre än fem fall per dag från en topp på 108. Personer i statskontrollerad karantän har också minskat till 31 780 från en topp på 50 800. Minskningen har väckt förhoppningar om att de nuvarande restriktionerna ska lindras inom fler områden, vilket gett stöd åt marknadssentimentet.

Kinas strategi för att stoppa smittspridningen är kostsam. Även om de riktade men strikta restriktionerna uppfyller sitt syfte kvarstår risken för nya utbrott och varianter. Dessa kommer i sin tur ge upphov till upprepade hårda restriktioner som fortsätter att dämpa konsumtionen. Strategin har också en negativ inverkan på globala leveranskedjor när till exempel kinesiska hamnar tvingas stänga verksamheten på grund av restriktioner. Viljan att överge denna strategi är dock låg eftersom den visat sig effektiv gång på gång. Tills denna strategi inte längre skyddar befolkningen från covid-19 kommer Peking känna sig tvungen att behålla den enligt vår uppfattning.

Regleringsiver ökar risk för bakslag. Myndigheterna har ökat regleringar av företag markant 2021 för att få deras verksamhet att bidra till målsättningar om ökad social rättvisa. Utöver mer restriktioner på IT-sektorn och andra snabbt växande sektorer fortsätter Kina att strama åt reglerna på fastighetsmarknaden. Trots en minskning av de flesta bankers kapitaltäckningskrav den 15 juli har bolåneräntorna fortsatt att stiga. Nyligen följde bankerna i Shanghai de i Hangzhou och Shenzhen och höjde bolåneräntorna.

För motverka en avmattning kan penningpolitiken lättas något. Åtgärderna kommer dock vara snävt inriktade mot speciella områden för att minska finansiella risker i systemet. Vi väntar oss att myndigheterna använder sig främst av åtgärder för att säkerställa likviditeten istället för räntesänkningar. De finansiella förutsättningarna kan bli mer gynnsamma tack vare ökade statliga emissioner under resten av 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

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

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

Tema:

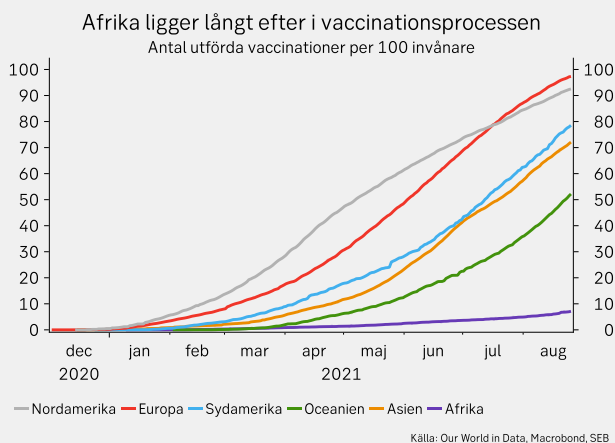
EM-ekonomierna

Återhämtning bromsas av långsamma vaccinationer

Att återhämtningen i EM-sfären skulle drabbas av motgångar var inte oväntat. Däremot är det anmärkningsvärt att de största nedjusteringarna av prognosbilden nu gäller de ekonomier i Asien som var mest framgångsrika att hantera pandemins inledningskede. Jämfört med förra Nordic Outlook i maj har vi nu skrivit ned BNP-prognosen för vårt EM-aggregat med 0,3 procentenheter för 2021. Detta beror främst på att nya utbrott och ökad smittspridning i Sydostasien och Kina lett till förnyade restriktioner och lokala nedstängningar av bl a hamnar. Det största hotet mot en stabil återhämtning är den långsamma vaccinationsprocess i EM-sfären. Kraftigt stigande globala marknadsräntor, t ex till följd av högre USA-inflation, skulle också drabba EM-ekonomierna hårt.

Vägen mot en normalisering efter pandemin är kantad med risker som i ganska hög grad är kopplade till EM-ekonomier och fattiga utvecklingsekonomier. Det största hotet utgörs av den långsamma vaccinationsprocessen. Senfärdiga vaccinationer i många länder ökar också risken för uppkomsten av nya vaccinresistenta virusvarianter, vilka i förlängningen skulle hota utvecklingen också i mer utvecklade länder där andelen vaccinerade är hög. EM-ekonomierna är dock extra utsatta på grund av en lägre grad av ekonomisk diversifiering, mindre utrymme för finans- och penningpolitiska stimulansåtgärder samt mindre resurser för sjukvård. Störningar i distributions- och produktionskedjor blir också extra känslbara i de oftast mer handelsberoende EM-ekonomierna.

Kina har sedan i maj ökat vaccinationstakten och lyft antalet distribuerade doser till mer än 130 per 100 invånare. Antalet givna doser i Asien som helhet ligger dock bara på runt 70 per 100 personer, vilket reflekterar låga tal i folkrika länder som Indien (40), Indonesien (30) och Pakistan (20). I Sydamerika har runt 75 doser per 100 invånare distribuerats, men i den statistiken ingår Chile och Brasilien som har lyckats ge 130 respektive 80 doser. Afrika med 1,3 miljarder människor, motsvarande runt 16 procent av världens befolkning, har den i särklass lägsta vaccinationsgraden med färre än 10 doser administrerade per 100 invånare. I Nordamerika och Europa ligger antalet utförda vaccinationer strax över 90 respektive 95 per 100 invånare.



Initiala framgångar gav falsk trygghet. De flesta länder i Asien fick snabbt ned smittspridningen genom hårda restriktioner i början på pandemin. Framgången tycks dock ha bidragit till att man underskattat vikten av att snabbt vaccinera befolkningen. Vi ser nu att delvariantens ökade smittspridning tvingar fram förnyade nedstängningar och restriktioner. Detta har bidragit till att vi skrivit ned prognosen för BNP-tillväxten för vårt EM-aggregat till 6,5 procent från tidigare 6,8. För 2022 ligger dock prognosen fast på 4,8 procent. Nedrevideringen i år beror främst på lägre förväntad tillväxt i Indien, men även för Kina. Däremot är prognosen för Latinamerika och Östeuropa uppjusterade.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

Inbromsningen i tillväxten 2022 beror på baseffekter, men behov av att strama åt finanspolitiken spelar också en roll. Kina vill få till stånd en konsumtionsdriven tillväxt genom reglerings- och skatteförändringar. Myndigheterna vill dock undvika en ökad skuldsättning, såväl för offentlig som privat sektor, och är därför försiktiga med stimulansåtgärder. Brasilien och Indien, liksom ett flertal andra ekonomier, planerar åtstramningar av finanspolitiken för att undvika alltför hög statskuld.

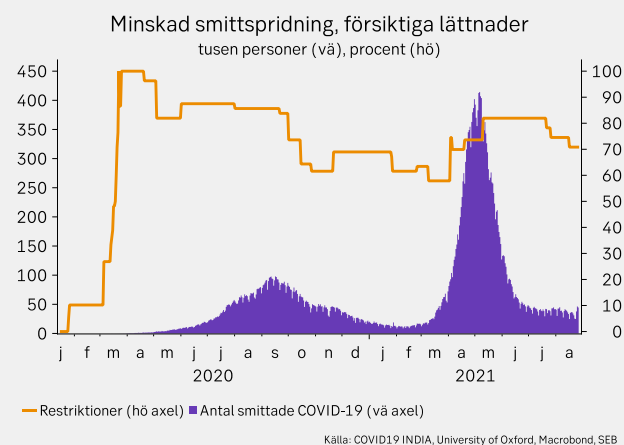
Inflationen har stigit även i EM-sfären. I en rad länder t ex Brasilien, Ryssland, Mexiko, Ungern och Chile har centralbankerna tvingats att strama åt penningpolitiken. Prisökningarna för råvaror har mattats av något de senaste månaderna i takt med ökad smittspridning och sänkta förväntningar på efterfrågetrycket. Det kommer ha en dämpande effekt på inflationen på sikt men den senaste impulsen kommer att hålla uppe inflationen fram till mitten på 2022 och därmed blockera penningpolitiska lättnader under en tid.

Motståndskraft mot högre räntor. I pandemins inledningskede skapade penningpolitiska stimulanser i USA, Europa och Japan ett gynnsamt klimat för kapitalflöden in till EM-sfären. Styrkan i flödena har klingat av under 2021 men förblivit positiva. En viktig fråga är nu hur EM-ekonomierna påverkas av stramare penningpolitik i främst USA. Vårt

huvudscenariot med fortsatt global återhämtning och en inflation under kontroll ger utrymme för en försiktig normalisering. Denna miljö är troligen gynnsam för riskkapitalen i EM-sfären, även om det globala ränteläget stiger något. Men skulle vi få en kraftigt stigande inflation och marknadsräntor, t ex drivna av alltför expansiv finanspolitik i USA, skulle konsekvenserna bli stora. EM-valutorna skulle då hamna under stark press nedåt vilket skulle tvinga fram räntehöjningar med inbromsning av tillväxten som följd.

Indien: Angelägna att lätta på restriktionerna

En kraftig ökning av smittspridningen mellan mars och juni har bidragit till en nedjustering av BNP-tillväxten med drygt en procentenhet till 8,9 procent för 2021. Även prognosen för 2022 är justerad nedåt på grund av en långsam vaccinationsprocess. Om man också beaktar det stora BNP-fallet 2020 blir pandemins ekonomiska konsekvenser för Indien sammanlagt allvarigare än för andra större ekonomier. Endast 7,5 procent av befolkningen var fullt vaccinerade i slutet av juli. De restriktionerna som återinförts under den senaste vågen har redan börjat lättas, vilket stöttar återhämtningen. Vi ser dock tydliga risker för att man nu öppnar upp för snabbt. Myndigheterna står inför ett dilemma eftersom man inte har tillräckliga resurser att ge stöd till de uppemot 35 miljoner arbetare som förlorade sina jobb under den senaste pandemivågen. Nedåtriskerna dominerar därför så länge vaccinationstakten inte växlar upp tydligt.



Inflationen nådde 5,6 procent i årstakt i juli och har envist hållit sig på eller över centralbankens fyraprocentmål under pandemin. Även kärninflation och inflationsförväntningarna ligger över målet och visar få tecken på att falla tillbaka i närtid. Centralbanken har hittills behållit styrräntan på 4,00 procent, och vi väntar oss en räntehöjning först mot slutet av 2022. Risken har dock ökat för att centralbanken tvingas återgå till en neutral penningpolitik tidigare än så.

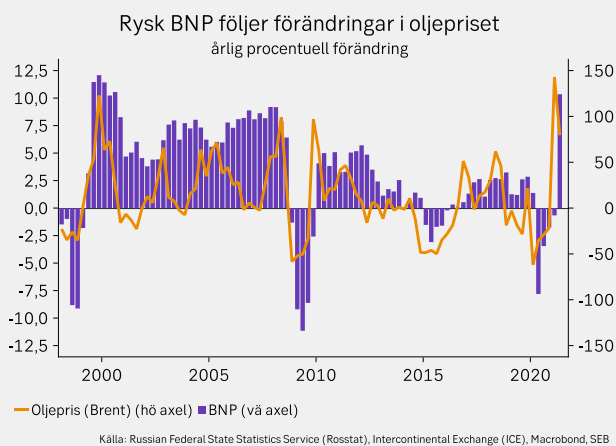
Den indiska rupien försvagades med åtta procent vid pandemins utbrott 2020, men har återhämtat en del av fallet och har varit relativt stabil runt 74 mot dollarn. Vi väntar oss att den stannar i närheten av den nivån under resten av året för att sedan försvagas till 75 mot dollarn 2022.

Ryssland: Milda restriktioner mot pandemin

Rysk ekonomi har klarat pandemin relativt väl. En ganska kort period med strikta restriktioner bidrog till att BNP-fallet stannade vid 3,1 procent 2020. Vi har reviderat upp prognosen för BNP-tillväxten 2021 till 4,3 procent från 3,8 procent efter ett starkt andra kvartal och OPEC+-beslutet att ge Ryssland gradvis utökade produktionsramar. Höjd

produktion från maj 2022, bidrar till att generera en BNP-tillväxt på 2,9 procent för helåret 2022.

Trots att Ryssland var först med att få fram ett vaccin är vaccinationsgraden låg. Produktionen har släpat samtidigt som vaccinmotståndet är utbrett. Trots myndigheters försök att övertyga befolkningen att låta sig vaccineras har än så länge bara runt 50 doser delats ut per 100 invånare. Ökad smittspridning med deltavarianten gör att tillväxten tappat viss fart under tredje kvartalet men restriktionerna ser ändå ut att bli begränsade. Stark arbetsmarknad ger stöd till inhemsk efterfrågan. Arbetslösheten har sjunkit till 4,8 procent; marginellt högre än före pandemin, och lönerna har stigit med nästan 10 procent sedan 2020. Exporten som fått en skjuts upp av höga råvarupriser har växt snabbare än importen och ger betydande bidrag till BNP-tillväxten även 2022.



Inflationen har ökat mer än väntat och låg i juli på till 6,5 procent i årstakt. Helårsnittet hamnar runt 6 procent i år för att sedan sjunka ned till 4,5 procent 2022. Centralbanken var snabb med att höja styrräntan med totalt 225 räntepunkter till 6,5 procent sedan mars 2021. Inflationförväntningarna har ändå fortsatt att stiga kraftigt, vilket i kombination med hög kärninflation och snabba löneökningar driver fram ytterligare höjningar till 7,5 procent i slutet på 2021. Först 2023 ger lägre inflation utrymme för sänkningar till 6,5 procent.

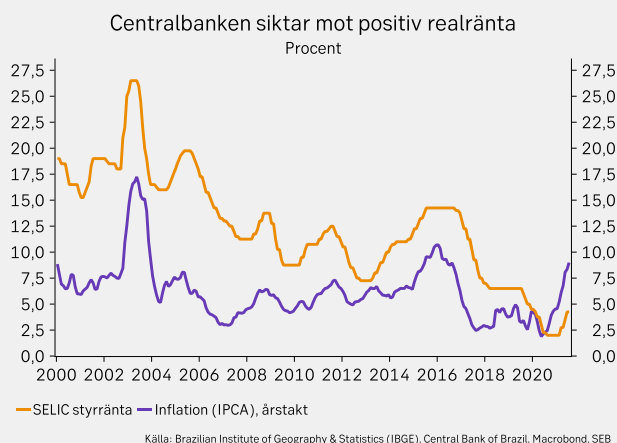
Oljepriset har sjunkit tillbaka den senaste tiden men vi tror att fallet är tillfälligt. Stigande efterfrågan och fortsatta produktionsbegränsningar ger stöd till oljepriset och därmed också till ryska rubeln. Högre räntor bidrar också till att valutan stärks till 72 mot dollarn vid slutet på 2021. Under 2022 och 2023 väntar vi oss en liten försvagning så att rubeln mot slutet av prognosperioden står i 76 mot dollarn.

Parlamentsvalet den 19 september kommer sannolikt inte generera något överraskande resultat. Partier som är lojala president Vladimir Putin kommer att få absolut majoritet. Oppositionen har mer eller mindre tystnat efter fängslandet av Aleksej Navalnyj. Ytterligare sanktioner av USA eller EU mot Ryssland kan inte uteslutas, men vi väntar oss att de i så fall blir begränsade till personer, organisationer eller företag som är knutna till ryska försvarsintressen. Ryssland kommer att ta steg i kampen mot klimatförändringarna och utveckla gröna teknologier de kommande åren. Kremls nya gröna agenda kan också öppna upp för intressanta investeringsmöjligheter för utländska företag i Ryssland.

Brasilien: Stora finanspolitiska utmaningar

Brasiliens ekonomi återhämtade sig snabbt efter pandemins utbrott förra året trots stor smittspridning. BNP tycks redan under första kvartalet 2021 nått tillbaka till förkrisnivån. En viss avmattning skedde under andra kvartalet 2021, men vi ser nu åter tecken på en uppväxling. Internetbaserad högfrekvent data samt statistik över användandet av kollektivtrafiken visar att mobiliteten ökar i takt med fallande smittspridning sedan slutet på juni 2021.

Återhämtningen har varit driven av inhemsk konsumtion som lyfts av kontantutbetalningar till låginkomsttagare ofta anställda inom den informella sektorn. Exporten av framförallt råvaror, vars priser skjutit i höjden under pandemin, har också stöttat. Finanspolitiken kommer att stramas åt i år men konsumtionen kommer till viss del ändå att hållas uppe genom att hushållen använder en del av de sparpengar man ackumulerat på ca 18 procent av BNP sedan pandemins utbrott. Sammantaget väntar vi oss att BNP växer med 5,3 procent i år, 2,5 procent 2022 och 2,2 procent 2023.



Uppdriven inflationstakt. Stark inhemsk efterfrågan samt, pandemirelaterade produktionsstörningar i kombination med en valutaförsvagning har drivit upp inflationen. I juli steg KPI med 9,0 procent i årstakt; en bra bit över inflationsmålet på 2,25–5,25 procent. Centralbanken har höjt styrräntan med 325 räntepunkter sedan mars 2021 till 5,25 procent. Penningmängdens ökningstakt har dämpats, men kreditillväxten har stigit till 16 procent i årstakt samtidigt som inflationsförväntningarna har hoppat upp. Centralbanken har därför signalerat planer på att höja räntan över neutral nivå. Vår bedömning är att styrräntan gradvis höjs till en topp på 9,00 procent 2022 innan den successivt sänks till 7,00 vid slutet på 2023 när inflationen närmar sig målet.

Den brasilianska realen försvagades med drygt 25 procent mot dollarn vid pandemins utbrott. Trots stöd av stigande räntor och rekordhöga exportpriser har realen haft svårt att ta tillbaka förlorad mark. Oro över Brasiliens reformprocess och konsolidering av statsfinanserna tynger valutan och vi väntar oss att realen kommer att fluktuera runt 5,50 mot dollarn under resten av 2021 innan den försvagas gradvis till 6,00 till slutet av 2023.

Norden

Sverige

Positiva BNP-övertäckningar, indikatorer på toppnivåer och policystöd bidrar till att BNP åter når trend 2022. Riksbanken låter räntan ligga kvar på noll även 2023 men minskar successivt obligationsköpen.

Sida 37

Norge

Inhemsk efterfrågan förblir stark trots pandemiosäkerhet. Den snabba återhämtningen i kombination med stigande, om än i mer dämpad takt, bostadspriser bidrar till att Norges Bank blir först ur startblocken med att höja räntan.

Sida 43

Danmark

Ett snabbt öppnande av ekonomin gav en tillväxtskjuts andra kvartalet. Hushållen är på gott humör och konsumtionen robust. För att minska apprecieringstrycket på valutan sänks styrräntan med 10 punkter 2022.

Sida 45

Finland

BNP-nedgången 2020 var måttlig men återhämtningen har samtidigt inte imponerat. Bostadsbyggandet har tagit rejäl fart men de långsiktiga problemen med låg produktivitet och krympande befolkning hämmar tillväxtpotentialen.

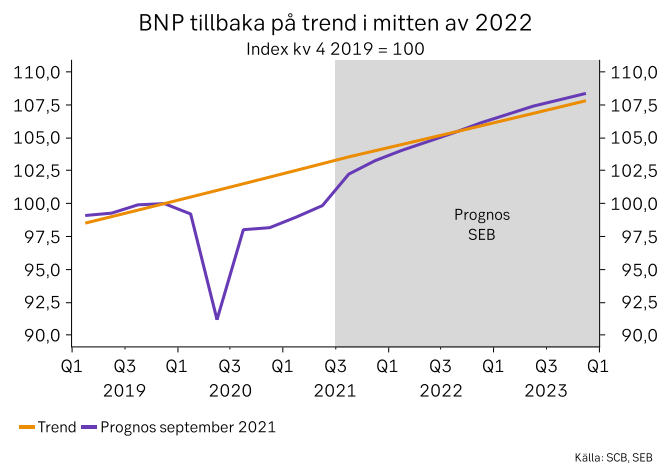
Sida 46



Sverige

BNP fortsätter överraska på uppsidan

Nya positiva BNP-överraskningar, indikatorer på rekordnivåer samt fortsatt policystöd talar för att BNP återvänder till den historiska trenden i mitten av 2022. Högre resursutnyttjande och stigande internationella priser gör att Riksbanken under 2022 och 2023 tar små steg mot normalisering genom att dra ned på obligationsköpen och signalera framtida höjningar i reporäntebanan. Räntan bedöms dock ligga kvar på noll även under 2023.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,8	4,6	3,9	2,3
Arbetslöshet*	8,8	8,8	7,8	7,5
Löner	1,7	2,8	2,5	2,8
KPIF	0,5	2,0	1,5	1,5
Offentligt saldo**	-3,0	-1,2	-0,7	-0,7
Offentlig bruttoskuld**	39,7	37,6	34,6	32,5
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,05	10,10	9,90	9,80

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

BNP starkare än väntat igen

BNP-siffran för andra kvartalet kom in en hel procentenhet högre än vår majprognos om hänsyn också tas till upprevideringar av tidigare kvartal. BNP-nivån ligger därmed redan över noteringen före pandemin. Fortsatt stor potential för återhämtning av hushållens konsumtion och tjänsteexport talar därtill för accelererande tillväxt under andra halvåret. Återhämtningen sätter också avtryck i en stark utveckling på arbetsmarknaden även om metodomläggningen i Arbetskraftsundersökningen (AKU) gör utvecklingen svårtolkad. BNP-prognosen för i år har justerats upp till 4,6 procent från 4,5 procent i majprognosen. Till viss del bedöms det starka andra kvartalet hämma uppgången under andra halvåret, vilket bidrar till att BNP-tillväxten för 2022 justerats ned till 3,9 från 4,0 procent. För 2023 ser vi utrymme för en fortsatt BNP-tillväxt en bit över trend och BNP väntas öka med 2,3 procent. Fortsatt låga räntor och en expansiv valbudget ger stöd också framöver. Riskerna på nedsidan rör främst pandemins förlopp där ökad svensk smittspridning kan fördröja det fjärde steget i restriktionernas avveckling som i nuläget planeras ske i september.

Företagsförtroende på rekordnivåer. Konjunkturinstitutets barometerindikator ligger nu på den högsta nivån sedan tidserien startade 1996. Utvecklingen leds av industrin, men förtroendet i tjänstesektorn har under sommaren stigit till cykliska toppnivåer. Höga framtidsförväntningar bidrar mest, men företagen rapporterar är positiva också till nuläget. Detta bekräftas också av hårddata där t ex industriproduktion och varuexport stigit väl över nivåerna från början av 2020. Problem med flaskhalsar och komponentbrist inom fordonsindustrin ger en viss osäkerhet i närtid med risker för nya tillfälliga nedstängningar i svenska produktionsanläggningar. Fortsatt global återhämtning skapar dock goda utsikter för industriproduktion och varuexport på lite sikt. Tjänsteexporten har återhämtat en del av tidigare stora fall men här är nivåerna fortsatt nedpressade. Det gäller framförallt rese- och transporttjänster, men en gradvis återhämtning för turism talar för att tjänsteexporten växer starkt det närmaste året. Utsikterna för företagsresande är mer osäkra och troligen kommer nivåskiftet nedåt att delvis permanentas. Totalt sett växer exporten med 9,6 procent i år och 7,0 procent 2022. Under 2023 saktar takten in till 4,3 procent i linje med nedväxlingen i global tillväxt.

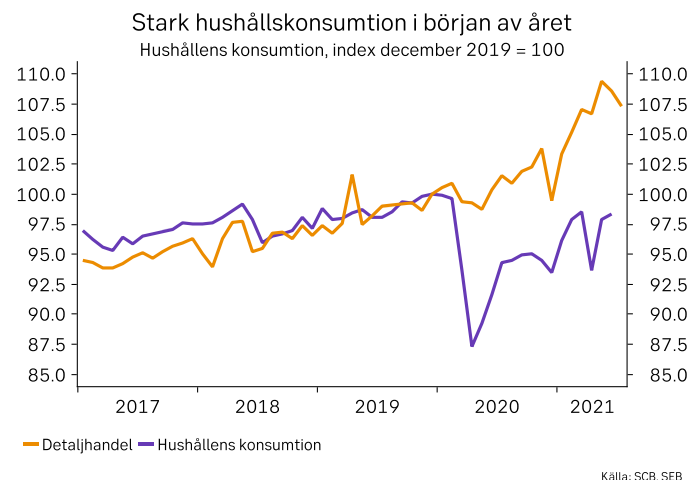
Ökat byggnad men betongbrist ett potentiellt hot.

Investeringarna föll kraftigt andra kvartalet 2020, främst drivet av en nedgång för maskininvesteringar. Större delen av nedgången togs tillbaka under andra halvåret och därefter har de totala investeringarna rört sig sidledes. Mycket talar för att en förnyad uppväxling påbörjas under hösten även om skillnaderna mellan olika sektorer är stora. Snabb produktionstillväxt i industrin driver upp investeringsnivån och kapacitetsutnyttjandet har stigit till historiskt höga nivåer. Bostadsbyggandet har åter ökat och antalet påbörjade lägenheter steg under andra kvartalet till 16 tusen, vilket är i paritet med toppnivån från 2017. Även offentliga investeringar växer i god takt även om det dröjer innan satsningar på infrastruktur och grön omställningen får full effekt. Byggandet av kommersiella fastigheter har däremot gradvis fallit sedan mitten på 2020 och trenden väntas fortsätta det närmaste året. Totalt ökar investeringarna med 6,0 procent 2021 och 7,0 procent 2022. Hotet om cementbrist om Cementas kalkbrytning på Gotland måste stänga utgör en svårbedömd risk i prognosen. Den konsultrapport som tagits fram på regeringens uppdrag drar slutsatsen att upp mot 150 000 jobb skulle kunna gå förlorade i närtid. Branschorganisationer har varnat för än större konsekvenser. Regeringen har presenterat en lösning som gör att verksamheten kan fortsätta fram till mitten av 2021. Vad som händer därefter är osäkert men

regeringen lär göra allt för att undvika ett byggstopp så nära valet 2022. Men frågan är komplicerad med formellt små möjligheter för regeringen att påverka en rättsprocess. Cementa har överklagat beslutet men det kan ta flera år innan ärendet avgörs i högre instans. Givet de stora effekterna på ekonomin ser vi ändå övervägande sannolikhet för att man hittar en lösning som förlänger brytningen.

Stor potential för ökad hushållskonsumtion

Hushållens konsumtion studsade snabbt tillbaka efter de stora fallen våren 2020. Därefter har återhämtningen varit ganska trög och konsumtionen andra kvartalet 2021 låg fortfarande nästan tre procent lägre än fjärde kvartalet 2019. Fallet är unikt stort men variationen mellan olika typer av konsumtion var stor. Detaljhandeln har stigit betydligt över den historiska trenden medan konsumtionen av tjänster är hela 13 procent lägre än före krisen. Skillnader i undergrupper är också slående med en stark försäljningsuppgång för byggvaror samtidigt som konsumtion av kläder och turisttjänster fortfarande ligger 10 - 20 procent under normala nivåer. Hushållens inkomster föll 2020, främst beroende på den tillfälliga nedgången i aktieutdelningar. En normalisering av utdelningar i kombination med en stark återhämtning för sysselsättningen samt stöd från finanspolitiken bidrar detta till att inkomsterna växer i en mycket snabb takt 2021 och 2022. Tillsammans med en nedtryckt nivå skapar detta goda förutsättningar för en normalisering av konsumtionen de närmaste åren. Takten i restriktionernas avveckling avgör hur snabbt efterfrågan på resande, restaurang och hotell samt kulturella tjänster kan normaliseras. Men utan stora bakslag kommer utökade öppettider och större sällskap på restauranger tillsammans med betydligt mer publik på teatrar och sportevenemang att leda till en ganska snabb konsumtionsökning andra halvåret. Däremot är det troligt att restriktioner för internationellt resande ligger kvar åtminstone en bit in på nästa år. Sammantaget räknar vi med konsumtionen ökar med växer 4,7 resp. 3,7 procent 2021-22 och att den mot slutet av prognosperioden är tillbaka nära den historiska trenden.



Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Real disponibel inkomst	-0.6	4.7	3.0	1.5
Privat konsumtion	-4.8	4.7	3.7	2.2
Sparkvot	17.7	17.9	17.1	16.8

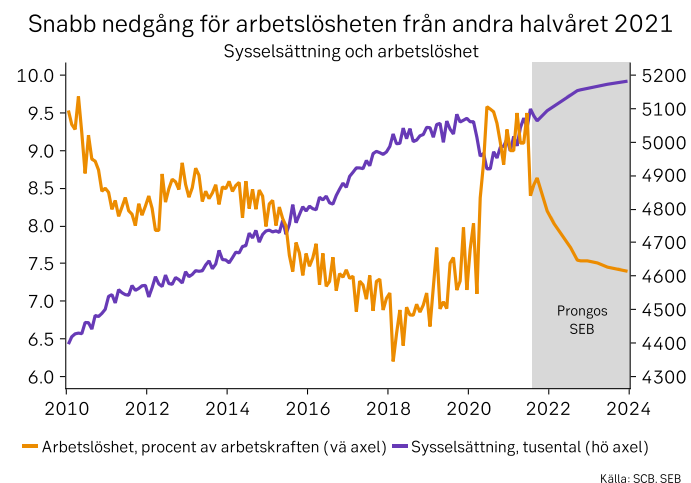
Källa: SCB, SEB

Bostadsmarknaden har visat tydliga tecken på avkyllning under sommaren efter tidigare exceptionella prisuppgångar men det är ännu för tidigt att avgöra om vi sett ett trendskifte. Ökande sysselsättning och fortsatt låga räntor talar för att priserna fortsätter uppåt och vi står fast vid prognosen om prisökningar på totalt 10 procent i år och ytterligare 5 procent 2022. Vi ser potential för svagt stigande priser också 2023 även om den högt uppdrivna prisnivån utgör en nedåtrisk.

Arbetsmarknaden stark men svårtolkad

Starka tillväxtindikatorer matchas av nästan lika uppdrivna indikatorer för arbetsmarknaden; näringslivets anställningsplaner enligt KI-barometern ligger nu t ex på sin högsta nivå sedan 2010. Arbetsmarknaden tycks alltså ha återhämtat sig efter den stora nedgången våren 2020. Omläggning av Arbetskraftsundersökningen (AKU) vid årsskiftet gör dock att läget är svårtolkat såväl avseende sysselsättning som arbetslöshet. De nya definitionerna gör att både antalet sysselsatta och personer i arbetskraften blir lägre medan nettoeffekten på arbetslösheten är oklar. Först i början på 2022 planerar SCB att presentera reviderade kedjade tidsserier för arbetsmarknaden. I denna situation har vi valt försöka beräkna egna korrigerade tidsserier och det är dessa som visas i diagrammen.

Sysselsättningen är på god väg att återhämta sig efter fallet i pandemins början på 2-3 procent. Redan i slutet av 2021 nås förkrisnivån enligt våra kalkyler. Ökningstakten saktar därefter gradvis in för att stanna på 0,5 procent år 2023. Trots dessa styrke-tecken har arbetslösheten enligt AKU-statistiken stigit under första halvåret 2021 till en nivå som ligger nära toppnoteringen sommaren 2020. Arbetsförmedlingens alternativa mått visar istället en tydlig nedgång där halva uppgången under 2020 reverserats. Vår syn är att Arbetsförmedlingens statistik bäst återspeglar vad som händer på arbetsmarknaden och det är troligt att arbetslösheten i AKU vänder ned i en nära framtid. Stigande resursutnyttjandet tyder också på en starkare arbetsmarknad och



andelen företag med arbetskraftsbrist ligger nu över det historiska snittet. Det är fortfarande en bit kvar till de historiska topparna, men Riksbankens resursindikator börjar redan nu närma sig nivån från 2019. Givet våra prognoser på tillväxt och arbetsmarknad så är det troligt att resursutnyttjande fortsätter stiga till historiska toppnivåer under det närmaste året.

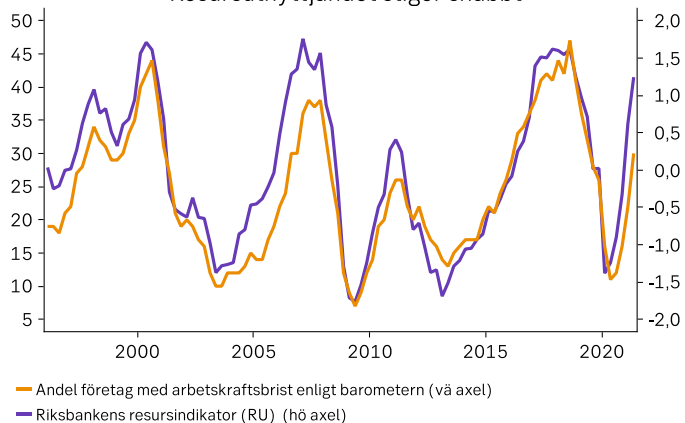
Normalisering av löneökningstakten. Befolkningsökningen bromsade in 2020 och trenden ser ut att ha fortsatt i år även om AKU:s förändrade befolkningsdefinition skapar en viss osäkerhet. Stramare regler för arbetskraftsinvandring och minskat flyktmottagande indikerar en nedväxling av befolkningsökningen, vilket på sikt kan påverka potentiell tillväxt och lönebildning. Högre resursutnyttjande gör att löneprognosen justerats upp något, men med löneavtal på plats fram till våren 2023, blir effekten under prognosperioden liten. Att nästa lönerörelse ser ut att äga rum i en miljö med relativt stram arbetsmarknad talar för att avtalen hamnar något högre än de senaste rundornas 2,2 - 2,3 procent per år. Totalt beräknas lönerna öka med 2,8 procent under 2023; en viss uppväxling från 2,8 procent 2021 och 2,5 procent 2022.

Kärninflationen har bottnat. Kärninflationen, KPIF exklusive energi, föll till 0,5 procent i juli vilket är den lägsta nivån sedan 2014. Baseeffekter från ovanligt höga prisnivåer sommaren 2020 samt en nedjustering av vikten på utrikesresor, som gör att de säsongsmässiga prisökningarna får mindre inverkan än tidigare, bidrar till att pressa ned årstakten. Dessa effekter faller bort de närmaste månaderna samtidigt som mer underliggande krafter bidrar till att inflationen vänder upp från dagens låga nivå. Nedåtrycket från växelkursrörelser är på väg att kulminera samtidigt som vi ser tecken på högre internationella priser i spåren av produktions- och transportproblem. Å andra sidan är inhemska prisindikatorer fortfarande svaga. Lönerna har visserligen växlat upp något från tidigare nedpressade nivåer, men ökningstakten når inte högre än de måttliga tal som noterades åren före krisen. Och även om nedåtrycket avtar så kommer växelkursen inte att bidra till högre inflation i linje med åren 2016-2020; en period då kronan trendmässigt försvagades. Vi räknar med att kärninflationen stiger till 1,6-1,7 procent under första halvåret nästa år för att därefter falla tillbaka när det internationella pristrycket lättar. Stigande resursutnyttjande och något högre löneökningar bidrar till högre inflation under 2023, men kärninflationen hamnar under 2 procent hela prognosperioden. Kraftigt stigande elpriser gör att KPIF-inflationen hamnar över två procent under hösten. Terminspriserna på el pekar dock tydligt ned under 2022, vilket gör att KPIF tillfälligt hamnar under kärninflationen under andra halvan av nästa år.

Små steg mot en stramare penningpolitik

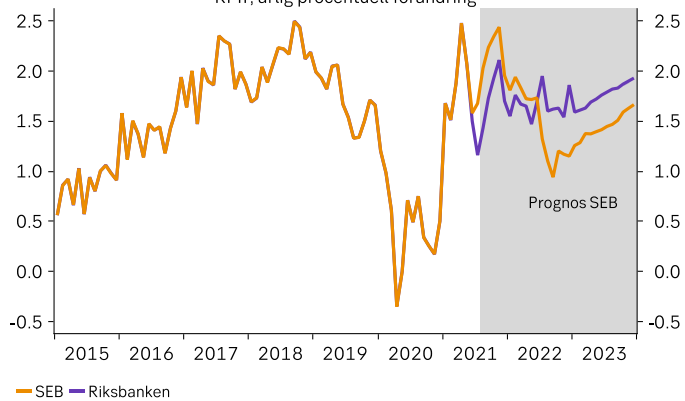
Efter att ha presenterat nya expansiva åtgärder under hela 2021 har inga förändringar signalerats vid årets tre penningpolitiska möten. Obligationsköpen, som utökades till totalt 700 miljarder kronor i november 2020, fortsätter enligt plan i år och Riksbankens bedömning är att köpen 2022 ungefär motsvarar volymen på förfallande obligationer. Genom att nettoköpen avslutas i slutet av 2021 ligger Riksbanken något före både ECB och Fed. Det bör dock ses i ljuset av svårigheterna att fortsätta köpen när man redan äger 50 procent av utstående stock. En räntehöjning är fortfarande avlägsen och direktionen fortsätter att signalera oförändrad reporänta hela prognosperioden (till kv2 2024 i julirapporten). Det finns dock vissa tecken på att Riksbanken långsamt rör sig mot en lite stramare politik och sannolikheten för en räntesänkning eller utvidgade obligationsköp har minskat. Stigande resursutnyttjande och något högre inflationsförväntningarna gör att vi tror att Riksbanken under det närmaste halvåret kommer att signalera räntehöjningar i slutet av sin prognoshorisont. Vi bedömer också att Riksbanken lite längre fram kommer att köpa obligationer i en lägre takt än vad obligationer förfaller. Det finns en möjlighet att direktionen frångår nuvarande planer och minskar köpen redan under andra halvåret 2022. Givet en stor enighet i direktionen om att man vill se inflation över målet innan räntan höjs är det i nuläget troligast att räntan ligger kvar på noll till slutet av 2023.

Resursutnyttjandet stiger snabbt



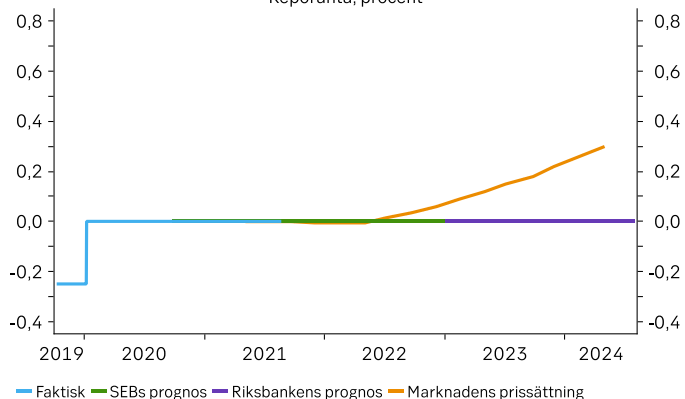
Källa: The Riksbank, NIER, Macrobond, SEB

Inflation fortfarande för låg
KPIF, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Räntehöjning fortfarande avlägsen
Reporänta, procent



Källa: Riksbanken, SEB

Tema:

Budget 2022

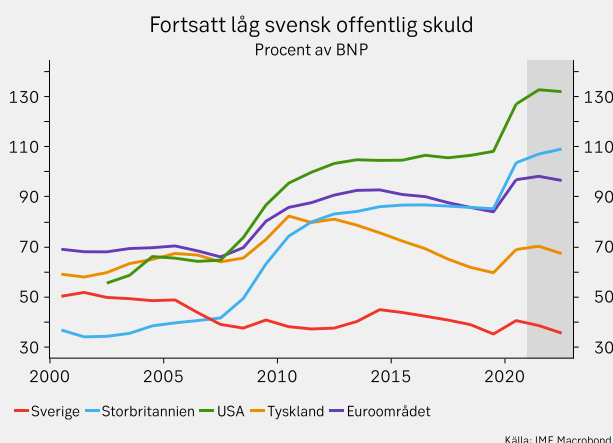
Ekonomi återhämtar sig men investeringsbehov och ett unikt politiskt läge ger expansiv budget för 2022

De senaste två åren har präglats av en expansiv finanspolitik med syftet att ta svenska hushåll och företag genom pandemin. Den akuta ekonomiska krisen är nu över och ekonomin står alltmer på egna ben. Behovet av krisåtgärder har därmed minskat vilket i sig talar för en mer nerskalad budgetproposition den här hösten. Men det finns samtidigt betydande investeringsbehov och erfarenheterna av en alltför snabb nedtrappning av stimulanser efter en kris avskräcker. Det är också den sista budgeten regeringen lägger innan riksdagsvalet i september 2022 och regeringen behöver säkra stöd från både Vänsterpartiet och Centerpartiet. Allt detta ska dessutom ske i ett läge där statsministern meddelat sin avgång och den troligaste efterträdaren är den nuvarande finansministern. Sammantaget är det inte överraskande att finansministern den 26 augusti på Harpsund meddelade att budgeten blir rejält expansiv med uppskattningsvis 74 miljarder kronor i ofinansierade reformer.

Pandemins framfart har skapat många ekonomiska utmaningar och regeringen har fått pröva sig fram med olika verktyg. Behoven, effekterna och omfattningen av de olika krisåtgärderna har alla varit svåra att förutse. Det märks inte minst på den mängd ändringsbudgetar (korrigerande av anslagsnivåer och nya förslag för innevarande budgetår) som levererats de senaste två åren. Ändringsbudgetarna, som normalt läggs fram två gånger per år i samband med vår- och höstbudgetarna, kompletterades 2020 med ytterligare tolv stycken. Under 2021 har vi fått åtta till bara under det första halvåret. Även omfattningen i termer av anslagna medel är stor: Regeringen summerar åtgärdernas budgeteffekt till nära 400 miljarder kronor (ca 8 procent av BNP). Till det kommer potentiella eller indirekta kostnader för olika garantier, en "företagsakut" och framför allt ett anstånd med skattebetalningar som maximalt kan omfatta nära 1 000 miljarder kronor. År 2021 satsades i budgetpropositionen över 100 miljarder kronor i ofinansierade reformer och ändringsbudgetarna uppgick till ytterligare nära 120 miljarder kronor. Även om både pandemins och ekonomins mest akuta fas är över, lär vissa ekonomiska stöd behöva fortsätta ett tag till. Flera av dem, t.ex. det omfattande permitteringsstödet, löper med nuvarande regler ut under hösten och kommer troligen att förlängas. Det gör att fler ändringsbudgetar för innevarande år är att vänta.



Inte så illa som befarat. Även om pandemin haft stora negativa ekonomiska effekter har utfallet inte blivit så illa som befarat. T.ex. blev nedgången i BNP under 2020 klart mindre än prognoserna för ett år sedan indikerade. Krisåtgärderna har också kostat betydligt mindre än beräknat. De lägre utgifterna för dessa åtgärder har, tillsammans med högre skatteintäkter än väntat, gjort att effekterna på de offentliga finanserna varit mer begränsade än de flesta prognosmakare initialt bedömde. Riksgäldskontoret prognoserade t. ex. statens lånebehov till 400 miljarder kronor medan utfallet landade på drygt hälften, 221 miljarder kronor. För hela den offentliga sektorn föll det finansiella sparandet tydligt men trots allt inte mer än till ca -3 procent av BNP, vilket är lite i både ett svenskt krisperspektiv och jämfört med andra länder under pandemin. Skuldkvoten steg, men "bara" till 40 procent av BNP och till exempel bedömer både Konjunkturinstitutet och regeringen själv, att uppgången är reverserad om ett par år.



Den nyckfulla pandemin skapar fortsatt stödbehov. Covid-19 har överraskat gång på gång och även om andelen vaccinerade nu ökar ser vi också hur nya mutationer fortsätter att få fäste i Sverige, Europa och världen. Det gör att krispolitiken fortsätter och att prognoser för när vi kan få ett mer normalt läge gång på gång skjuts på framtiden. Förutom de ändringsbudgetar som nämns ovan, blir därför även budgetpropositionen för 2022 en blandning av krispolitik och "vanlig" politik. Vi vet att det gängse finanspolitiska ramverket, dvs. budgetreglerna om bl.a. saldomål och skuldankare, åsidosatts under pandemin. Snarare har kostnaderna för pandemiåtgärderna, i relativ politisk enighet, fått "bli vad de blir". Röster om behovet av en stramare finanspolitik börjar nu visserligen höras, men regeringen prioriterar inte en snabb återgång till det formella finanspolitiska ramverket. Det var ingen överraskning när finansministern den 26 augusti meddelade att de ofinansierade reformerna i budgeten skulle uppgå till ca 74 miljarder kronor, dvs. rejält över det reformutrymme på 40 miljarder kronor som Konjunkturinstitutet pekade ut. Om denna summa är väl avvägd beror på vilka reformer som genomförs.

Fortsatt möjlighet att ta tag i kris effekter och strukturella utmaningar. Kombinationen av att statsfinanserna kom relativt helskinnade ur krisen och att synen på det finanspolitiska ramverket för närvarande är mindre strikt, gör att det finns ett reformutrymme både i år och kommande år. Ett utrymme som bör satsas på en politik som kan förbättra Sveriges tillväxtpotential och gröna omställning. Det är lätt att identifiera ett antal områden som miljö och klimat, bostadsmarknaden, arbetsmarknaden, integrationen,

vårdskulden och rättsväsendet, som skulle behöva en översyn och en uppgradering. Även en genomgripande skattereform vore välbehövlig och har legat högt på agendan under flera år. Det viktiga är att det just är de strukturellt riktiga reformerna, de som till exempel skapar ny, framtidsorienterad teknik eller som förbättrar arbetsmarknadens funktions sätt, som prioriteras.

Finanspolitikens inriktning kan definieras på olika sätt.

Ofta vill man beskriva tillväxtpulsen för ekonomin och då är det förändringen mellan åren som är avgörande. Om en budget innehåller större stimulanser än förra året är den med denna definition expansiv. Vid internationella jämförelser är det dock vanligare att använda det konjunkturrensade offentliga saldots förändring mellan åren som mått på hur expansiv eller kontraktiv den ekonomiska politiken är. Eftersom de senaste åren innehållit oerhört stora krisåtgärder, kommer kommande års finanspolitik, trots fortsatta satsningar utöver vad de normala finanspolitiska ramverken tillåter, att bli åtstramande jämfört med föregående år. Att så blir fallet är naturligt. Behovet av stödåtgärder minskar när ekonomin mer och mer står på egna ben och privat inkomstbildning fungerar allt bättre. Ett exempel är korttidspermitteringen, en av de mer kostsamma åtgärderna, som i maj-juni omfattade 10-20 tusen personer. Det kan jämföras med toppen på 270 tusen i maj 2020. Det gör att vi landar i ett läge där offentliga finanser enligt vissa mått blir kontraktiv motsvarande 1 procent av BNP 2022. Samtidigt planeras som sagt stora satsningar i BP2022 som ger en tillväxtskjuts jämfört om ingen ny politik tillkommit, vilket gör den expansiv med andra mått. Det ena måttet är inte mer rätt än den andra och motsättningarna dem emellan ska inte överdrivas.

Offentliga finanser

Procent av BNP

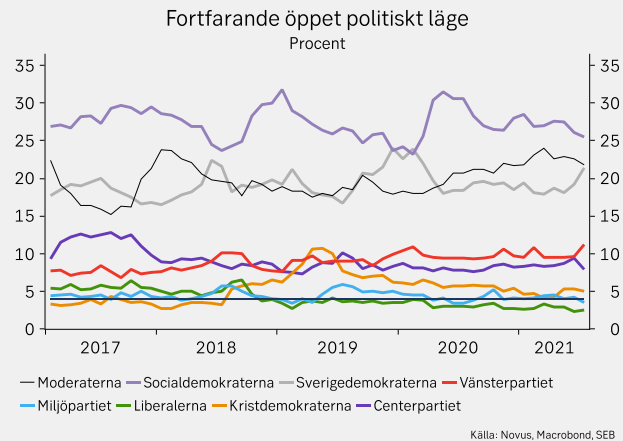
	2020	2021	2022	2023
Finansiellt sparande	-3,0	-1,2	-0,7	-0,7
Offentlig bruttoskuld	39,7	37,6	34,6	32,5
Lånebehov, mdr	221	-15	-50	-20

Källa: SCB, SEB

Unikt politiskt läge. Den budgetproposition som ska lämnas till riksdagen den 20 september är den sista inför riksdagsvalet 2022. Valbudgetar tenderar att bli mer expansiva än andra och i årets budgetförhandlingar finns det dessutom fler politiska parametrar än riksdagsvalet att ta hänsyn till. Sommaren 2021 var turbulent och innehöll både statsministerns avgång och återinträde. När Vänsterpartiet tog strid mot förändrade regler för hyressättning i nyproducerade lägenheter, startade en process som den 21 juni resulterade i att en riksdagsmajoritet bestående av Vänsterpartiet, Sverigedemokraterna, Kristdemokraterna och Moderaterna förklarade sitt misstroende mot Stefan Löfven som därmed avgick.

Därpå började talmannen undersöka vilken annan partiledare som skulle kunna accepteras som statsminister av riksdagen. Eftersom opposition avsatt statsministern gick första frågan till partiledaren i det största oppositionspartiet, moderaternas Ulf Kristersson. Efter att ha sonderat sina möjligheter att samla tillräckligt stöd i riksdagen drog dock Ulf Kristersson slutsatsen att sådant stöd saknades och han lämnade tillbaka frågan till talmannen utan att hans stöd

formellt prövats i en omröstning. Talmannens fråga gick då tillbaka till Stefan Löfven som den 7 juli åter lät sitt förtroende prövas i en riksdagsomröstning. Vid det här laget hade förslaget om ändrad hyressättning i nybyggnation dragits tillbaka och därmed hade Vänsterpartiet bytt sida och accepterade återigen Stefan Löfven som statsminister. Han återinträdde den 9 juli.



Osäkra förutsättningar för budgeten. På ytan kan sommarens politiska turbulens se ut som en isolerad händelse i och med att Stefan Löfven både avgick och återinträdde inom 3 veckor. Men på åtminstone tre punkter förändrades förutsättningarna för svensk politik i allmänhet och för arbetet med budgetpropositionen för 2022 i synnerhet:

- **Vänsterpartiets stöd kan inte längre tas för givet.** Partiet har visat att det numera är berett att avsätta en socialdemokratisk statsminister om det politiska innehållet inte kan accepteras. Det finns därmed anledning för regeringen att titta noga på den lista över krav som Vänsterpartiet publicerat och som partiet menar är förutsättningar för att partiet ska stödja budgeten i höstens riksdagsbehandling.
- **Liberalerna har bytt sida i svensk politik.** När Vänsterpartiet tvingade fram en förändring i Januariavtalet förklarade Liberalerna att partiet inte längre ingår i budgetsamarbetet med regeringen och Centerpartiet utan framöver ska arbeta för ett regeringsskifte.
- **Januariavtalet har upphört.** I och med ändringarna i Januariavtalet upphörde hela 73-punktsprogrammet att gälla. Centerpartiet, som fortfarande är berett att förhandla om budgeten med regeringen, ser sig därmed fria i sin position och kommer att ta med sig en egen kravlista till förhandlingsbordet.

Den nya situationen ställer stora krav på regeringens förhandlingsförmåga om den ska lyckas samla tillräckligt stöd för budgeten. Arbetet försvåras ytterligare av att Centerpartiet har sagt att partiet inte kommer att stödja budgeten om den förhandlats med Vänsterpartiet. Det blir en grannliga uppgift att göra budgeten tillräckligt attraktiv för att både Centerpartiet och Vänsterpartiet ska acceptera den.

Statsministerns avgångsbesked ändrar förutsättningarna. Efter sommarens regeringsskris och inför kommande budgetförhandlingar meddelade Stefan Löfven att han inte kommer att regera under 2022 på oppositionens budget, utan skulle avgå om den egna budgeten inte fick stöd. Den 22 augusti meddelade han dock att han ändå kommer att avgå på socialdemokraternas partikongress i början av november, dvs.

efter det att budgetpropositionen lämnats till riksdagen men innan riksdagshandlingen av densamma är avslutad. Beskedet reser frågor: Kommer Löfvens efterträdare att se sig bunden av sin företrädares besked att avgå om budgeten faller? Kommer det att bli lättare eller svårare att samla stöd för budgeten när det är en avgående statsminister som håller i förhandlingarna? Dessa frågor återstår att besvara men vi tror att situationen säkert har adderat till budgetens expansiva karaktär. Det är troligt att regeringen kommer att vara generös gentemot Centerpartiet och Vänsterpartiet för att säkerställa deras stöd, dels för budgeten och dels i den riksdagsomröstning som kommer att hållas om den nya statsministerkandidaten i november. Det är värt mycket för regeringen att Socialdemokraternas nya partiledare och statsministerkandidat slipper starta sitt värv med en regeringsskris.

Kan budgeten bli ännu mer expansiv? Mot bakgrund av både sommarens politiska turbulens och närheten till nästa riksdagsval, är vårt grundscenariot att regeringen trots allt kommer att få igenom både sin budget och sin statsministerkandidat. Regeringen är också beredd att lägga en rejält expansiv budget för att nå dit. Förhoppningen är antagligen att den väl tilltagna reformramen på 74 miljarder kronor ska räcka men vår bedömning är ändå att den nivån snarare utgör ett golv än ett tak. Innehållet i budgeten har hittills inte kommunicerats mer än i mycket övergripande rubrikform men med all sannolikhet kommer statsbidraget till kommuner och regioner att höjas för att underlätta både höjda välfärdsambitioner och en chans att arbeta undan den vårdskuld som byggts upp under pandemin. Det är dessutom en punkt som finns med på Vänsterpartiets kravlista och som förmodligen vare sig regeringen eller Centerpartiet har något emot. En annan trolig reform är att a-kassan, som gjordes mer generös under pandemin, kommer att permanentas på dessa högre nivåer. Vänsterpartiet har också krävt att karensdagen i sjukförsäkringen avskaffas. Det kan vara en svårare förändring att göra permanent men man kan tänka sig en förlängning av nuvarande regler under åtminstone 2022. Vidare väntar vi oss substantiella satsningar på arbetsmarknaden, klimatombildning och rättsväsende. Budgetens innehåll kommer troligen att offentliggöras löpande under tiden fram till den 20 september då budgetpropositionen för 2020 överlämnas till riksdagen.

I ett något längre perspektiv gör ett succesivt förbättrat ekonomiskt läge och mindre omfattning av krispolitiken att den offentliga sektorns saldo förbättras 0,7 procent av BNP 2022 och 2023. Skulden faller till 33 procent av BNP mot slutet av prognoshorisonten, inte långt från skuldankarets nivå. Det gör att vi återigen snart kan få mer press på regering och riksdag att se över ramverket. Om EU i sina diskussioner om stabilitetspakten går i riktning mot att tillåta större underskott och skuldkvoter för medlemsländerna, kan detta även påverka Sveriges hållning.

Norge

Norges Bank blir först ut ur startblocken

Återhämtningen har tagit fart efter en tillfällig inbromsning tidigare i år. Lättade restriktioner bidrar till ökad konsumtion och finanspolitiska stimulanser, högt sparande och lägre arbetslöshet ger fortsatt stöd under hösten. Inhemsk efterfrågan väntas därmed förbli stark trots osäkerhet kring pandemin. En snabb återhämtning i kombination med det senaste årets uppgång i bostadspriser innebär att Norges Bank höjer räntan i september och troligen även december.

Lättade restriktioner återspeglas i data

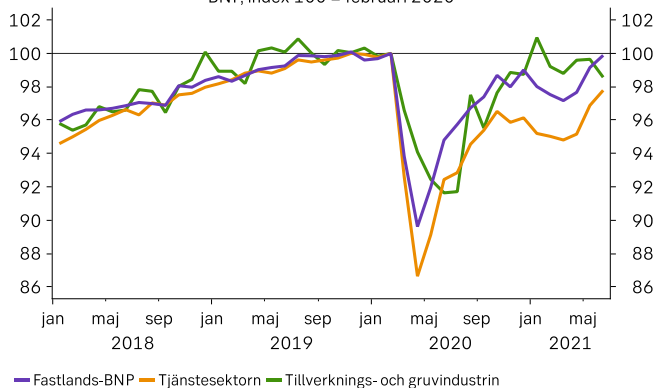
Restriktioner har dämpat aktiviteten i Norge under våren men i takt med att ekonomin öppnat upp sedan slutet av april har återhämtningen tagit fart. I andra halvan av juni gick Norge in i den tredje fasen av sin återöppningsplan, vilket bland annat innebär lättade restriktioner för tjänstesektorn och möjligheten att resa. Ökad virusutbredning både i Norge och internationellt har ökat osäkerhet under sommaren och i juli sköt regeringen upp det fjärde steget i återöppningen. Den senaste kommunikationen från regeringen är dock att landet nu tolererar en högre smittspridning jämfört med tidigare när riskgrupper och en stor del av den vuxna befolkningen är vaccinerade och det fjärde steget väntas införas i september. Efter en svag inledning på året har återhämtningen tagit fart och fastlands-BNP steg med 1,4 procent under det andra kvartalet. I linje med både vår och Norges Banks prognos leds återhämtningen nu av starka hushåll med stöd av finanspolitiska stimulanser. Som följd har vi reviderat upp vår prognos för helåret 2021 från 3,5 till 3,7 procent för fastlands-BNP. En fortsatt stark tillväxt innebär att prognosen för 2022 är oförändrad på 3,7 procent. Därefter väntas tillväxten dämpas i takt med stigande räntor och stramare finanspolitik. För 2023 förutsågs vi en tillväxt på 1,3 procent, vilket är i stort sett i linje med Norges Banks estimerat för en långsiktig trend.

Regeringsskifte men små finanspolitiska effekter. Hushållen har det senaste året fått stöd av en expansiv finanspolitik och som väntat presenterade regeringen utökade stimulanser vid den reviderade budgeten för 2021 i maj. 2022 års budget kommer först i oktober men innan dess går Norge till val den 13 september. Opinionsmätningar pekar mot ett regeringsskifte till en vänstermitt koalition, men utfallet hänger till stor del på småpartierna. Norge har en lång historia av minoritetsregeringar vilket har skapat bred konsensus över blockgränserna kring den ekonomiska politiken, vilket innebär att valresultatet väntas få små effekter på finanspolitiken. Vad som verkligen spelar roll för tillväxten är det finanspolitiska bidraget, mätt som förändringar i det strukturella icke-oljerelaterade budgetsaldot, dvs förändringen i oljepengar som spenderas från det ena året till det andra. Efter att regeringen de senaste två åren spenderat mer än den finanspolitiska regeln på 3% väntas därmed den finanspolitiska impulsen minska kommande åren oavhängigt vem som vinner valet.

Tjänstekonsumtionen tar över stafettpippen

Efter i stort sett noll eller fallande tillväxt sedan november steg privat konsumtion med 3,4 procent under det andra kvartalet drivet av både varu- och tjänstekonsumtion. I spåren av lättade restriktioner ser vi nu ett tydligt skifte i konsumtionen framför oss. Historiskt högt sparande, minskad arbetslöshet, oväntat stark lönetillväxt och uppdämt behov talar för en stark återhämtning i tjänstekonsumtionen som fortfarande är drygt 10 procent lägre än innan krisen. Det kan jämföras med varukonsumtionen som stigit med 14 procent sedan februari i fjol. Arbetsmarknaden har tydligt förbättrats de senaste månaderna och registrerad arbetslöshet föll i juni till 3,0 procent och vara oförändrad i juli. Det är nedgång från 3,9 procent i mars i år och från 9,9 procent vid toppen i mars i fjol. Arbetslösheten ligger dock fortfarande högre än de drygt 2 procent som var trenden före krisen. Nya inresebegränsningar i spåren av ökade smittspridning under sommaren kan marginellt tynga arbetsmarknaden inom vissa sektorer kommande månader men sammantaget ser vi en fortsatt förbättring under hösten. AKU-arbetslösheten fortsätter att präglas av osäkerhet efter en stor omläggning av arbetskraftsundersökningen. Vår bedömning är dock att även AKU-arbetslösheten kommer fortsätta trenda nedåt och närma sig nivån innan pandemin mot slutet av prognosperioden.

Tillväxten nästan tillbaka på nivån innan krisen
BNP, index 100 = februari 2020



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-0,8	2,7	3,7	1,9
Fastlands-BNP	-2,5	3,7	3,7	1,4
Arbetslöshet (AKU)*	4,6	4,4	4,0	3,8
Löner	3,1	2,8	2,9	3,1
KPI-ATE inflation	3,0	1,7	1,4	1,6
Styrränta, %	0,00	0,50	1,25	1,50
EUR/NOK**	10,48	10,20	10,05	9,95

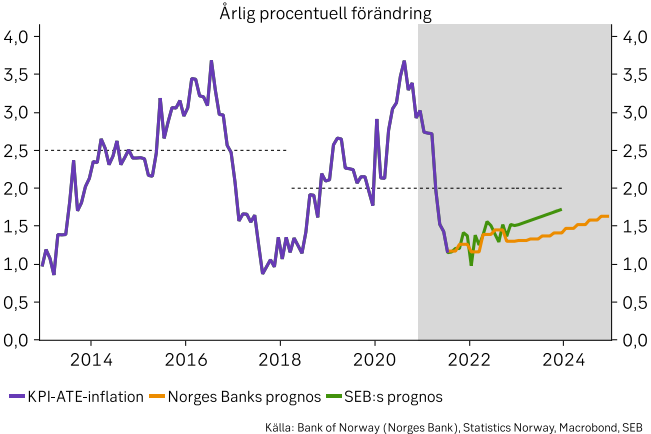
*Procent av arbetskraften **Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

Tillverkningsindustrin har dämpats efter en stark utveckling första kvartalet. Enligt konjunkturbarometern för andra kvartalet uppgav fortfarande en del industriledare att pandemieffekter som inrese-restriktioner och brist på insatsvaror dämpar produktionen. Stigande sentiment indikerar dock en stark utveckling i traditionell tillverkningsindustri. Industrin förblir samtidigt tudelad: produktionen av traditionella varor ligger nu 4 procent över för-pandemini-våer medan oljerelaterad produktion ligger 9 procent under. Enligt SSB:s enkät har dock oljeoperatörernas investeringsplaner för 2021 återigen reviderats upp och indikerar nu en svag nominell tillväxt efter en initial nedgång på drygt 30 procent. Utsikterna för 2022 är fortsatt dystra men sammantaget ser ett högre oljepris

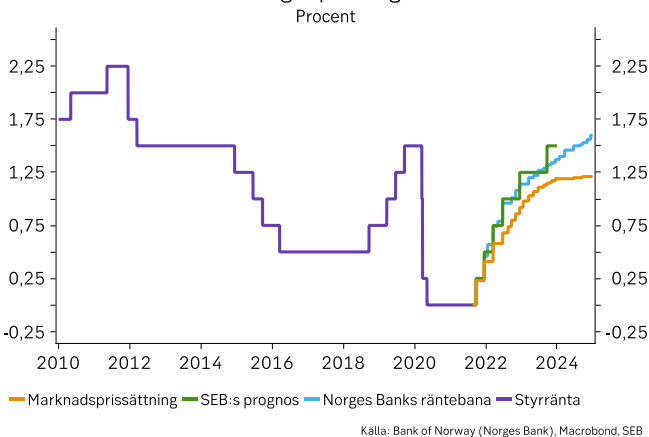
Snabb förbättring på arbetsmarknaden med lyfta restriktioner



Fallande inflation hindrar inte Norges Bank från räntehöjning



Förväntningar på Norges Bank



och det finanspolitiska stödet som presenterades i juni ifjol, med syfte att öka incitament för investeringar, ut att ha stöttat sektorn. Vi räknar med en liten nedgång i oljeinvesteringar 2021 och ett ökat tapp 2022 innan nya satsningar lyfter investeringarna 2023. En återhämtning i bostadsinvesteringarna bidrar till att fastlands-investeringar ökar svagt både 2021 och 2022.

Något mer dämpad prisutveckling

Efter att ha närmast sig toppen från februari 2017 och en årlig ökningstakt på 12,5 procent i mars har priserna på befintliga bostäder visat en något lugnare utveckling. I juli föll säsongsrensade priser med 0,2 procent och årstakten dämpades till 8,5 procent. Vi ser nedgången i ljuset av Norges Banks tydliga signaler om att en räntehöjning närmar sig och en bättre balans mellan utbud och efterfrågan som följd av det senaste årets kraftiga prisuppgång. Det här förväntas fortsätta dämpa prisuppgången under hösten och vi har reviderat ned vår årsprognos för befintliga bostäder något till 8,7 procent under 2021. Under kommande år väntas bostads-priserna stabiliseras när stigande räntor dämpar efterfrågan och stigande bostadsinvesteringar ökar utbudet.

Inflationen ligger kvar under målet. Den underliggande inflationen enligt KPI-JAE har fallit från en årstakt på 3,7 procent i augusti ifjol till 1,1 procent i juli. Förra årets kronförstärkning är den viktigaste drivkraften men baseffekter från stora prisökningar under förra våren har bidragit till det dramatiska förloppet. Nedgången har i stora drag varit i linje med både vår och Norges Banks prognos och vi båda bedömer att KPI-JAE nu är nära botten. Utsikterna förblir osäkra och inflationen påverkas fortfarande av en del ovanliga prisrörelser. Varupriser ökar fortfarande i en relativt hög takt och tidigare kronförstärkning kan trycka ned inflationen lite till. Samtidigt är den senaste tidens kronförsvagning en uppåtrisk för prognosen mot årsskiftet. Sammantaget, när nedåtrycket från växelkursen klingar av i början på nästa år stiger den underliggande inflationen svagt. Gradvis högre löneökningar bidrar också till att inflationen stiger under 2022 och 2023. Vår bedömning är att KPI-JAE hamnar något över Norges Banks prognos 2023, men vi delar bankens syn att inflationen ligger kvar under målet. Stigande el-priser har tryckt upp KPI under sommaren och terminer tyder på att priserna förblir höga fram till nästa vår innan KPI-inflationen faller.

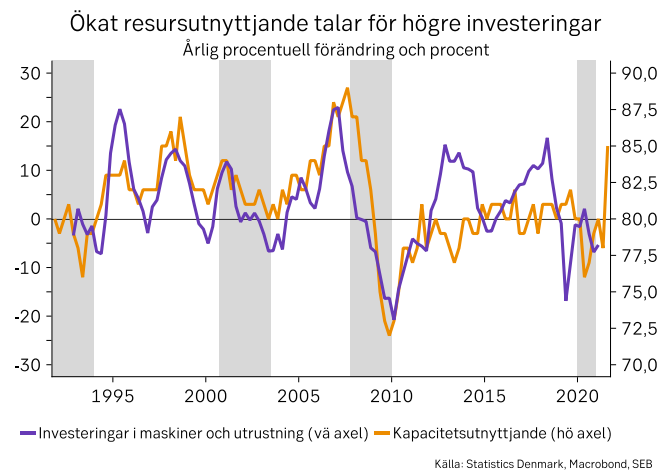
Norges Bank levererar enligt plan

Ett flexibelt inflationsmål gör att Norges Bank kan fokusera på tillväxt och finansiell stabilitet; inflation under målet utgör inget hinder för att höja räntan. Som följd av en snabbare ekonomisk återhämtning och senaste årets stigande bostadspriser reviderade Norges Bank återigen sin räntebana vid mötet i juni och tidigare lade räntehöjningar. Enligt bankens plan i juni höjs räntan redan nu i september och därefter ytterligare tre gånger till 1,0 procent i juni 2022. Höjningstakten väntas sedan bromsas in betydligt och vid slutet av 2024 ser Norges Bank en styrränta strax över 1,5 procent. Vid sitt mellanmöte i augusti bekräftade Norges Bank en septemberhöjning men presenterade inte några nya prognoser eller räntebana. Förnyad osäkerhet kopplad till virusutbredningen verka än så länge inte ha påverkat Norges Banks snabba höjningsplaner. Så länge inga nya restriktioner införs är vår bedömning att Norges Bank kan leverera enligt sin plan. Banken är angelägen om att lämna krisräntan bakom sig när produktionsgapet väntas stängas redan i höst. Att huspriserna fallit något snabbare än vad Norges Bank hade i sin prognos i juni bör inte heller vara ett bekymmer givet att banken har förutspått en betydligt lugnare utveckling framöver. Vi ser en styrränta på 0,50 procent vid slutet av det här året, 1,25 procent slutet 2022 och 1,50 procent slutet 2023. Norges Bank sticker därmed tydligt ut i centralbanksvärlden.

Danmark

Snabbt återöppnande

Tillväxten fortsätter förbättras drivet av snabbare återöppning än väntat. Vi höjer BNP-prognosen 2021 men sänker den något för 2022. Vår prognos innebär att BNP-nivån 2023 ligger över sin långsiktiga trend. Lönetillväxten ökar i takt med att arbetsmarknaden förbättras. Kronens fortsatta styrka kommer troligtvis att leda till en styrräntesänkning 2022, men vi tror att Nationalbanken på kort sikt kommer att fortsätta ingripa på valutamarknaden.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,1	3,6	4,1	2,5
KPI	0,4	1,4	1,4	1,7
Löner	1,9	2,4	3,1	3,5
Offentlig sektors saldo*	-3,0	-2,0	0,0	2,0
Offentlig sektors skuld*	44,0	41,0	38,0	35,0
Bytesbalans*	7,5	7,5	8,0	7,5
Styrränta (CD rate), %	-0,50	-0,50	-0,60	-0,60
EUR/DKK**	7,44	7,43	7,43	7,46

*% av BNP **Slutet av året Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB

Tillväxten tillbaka till förkristrend. Enligt preliminära BNP-indikatorer var tillväxten andra kvartalet 2021 oväntat hög: 2,2 procent. Återöppnandet har gått snabbare än väntat, vilket lett till en framtung uppväxling i ekonomisk aktivitet. Under sommaren har borttagandet av restriktioner fortsatt i något snabbare takt än vi tidigare räknat med och i september ska nästan alla begränsningar vara borta. Vi har reviderat upp vår BNP-prognos för 2021 från 3,0 till 3,6 procent samtidigt som vi sänker prognosen för 2022 från 4,5 till 4,1 procent. År 2023 räknar vi med att BNP återgår till sin långsiktiga trendtillväxt.

Vaccination förutsättning för fullt återöppnande. Det snabba återöppnandet återspeglar en gynnsam trend i pandemin. Ökningen av covid-19-fall som noterats i flera europeiska länder i sommar har i stort lyst med sin frånvarande i Danmark trots spridningen av delta-varianten. Vaccinationer fortsätter hålla nere sjukhusinläggningar. Danmark har med nära 66 procent en av de högsta vaccinationsgraderna när det gäller andel av befolkningen som är fullt vaccinerad. Vi räknar med en fullständig återöppning av ekonomin innan slutet av 2021.

Robust konsumtionsmönster består. Under våren 2021 ökade konsumentförtroendet kraftigt i takt med bedömningen att det nuvarande ekonomiska läget förbättrades. Positiva drivkrafter finns därmed kvar. Arbetslösheten minskade med nära en procentenhet, bostadspriserna visar fortfarande tvåsiffriga ökningstal och bankerna fortsätter att lätta på kreditvillkoren. Samtidigt nådde hushållssparandet ny rekordhög nivå på 12,9 procent under första kvartalet. Vi förväntar oss därför att privat konsumtion fortsätter uppvisa mycket starka tillväxttal under de kommande kvartalen.

Bostadsmarknaden kyls av. Bostadsmarknaden tycks ha svalnat något under sommaren efter att ha skjutit i höjden i våras. Lägenhetspriserna i Köpenhamn har sjunkit, men utbudet av bostäder för försäljning är fortfarande mycket begränsat och bankerna verkar villiga att förlänga bolån. Det sk Systemriskrådet har hittills inte meddelat åtgärder för att strama åt tillgången på bolån och under sommaren har 30-åriga fasta bolåneräntor åter sjunkit.

Investeringar återhämtar sig. Företagsinvesteringar kommer sannolikt att återhämta sig kraftigt från pandemins bakslag och återgå till en mer normal roll som drivkraft för inhemsk efterfrågan. Kapacitetsutnyttjandet har nått sin högsta nivå sedan 2008 efter att i nästan ett decennium fastnat i ett neutralt läge. Företagsledare är mer optimistiska än vid något annat tillfälle sedan globala finanskrisen och vinster ligger på rekordnivåer. Flera förutsättningar är således på plats för en betydande ökning av investeringarna framöver.

Löneinflation kommer att stiga. KPI-inflation ligger nu under 2 procent medan kärninflationen är under 1 procent. Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten har fallit från strax över 6 procent till nästan 5 procent på bara några månader. Företag ser svårigheter att locka till sig arbetskraft trots att arbetslösheten fortfarande ligger 2 procentenheter över lägstannivån för den senaste cykeln. Vi räknar med att lönerna stiger med 3,5 procent 2023.

Trolig räntesänkning 2022. Den ekonomiska politiken stöder fortfarande tillväxten, men regeringen är under växande tryck för att införa en blygsam skärpning av budgeten för 2022, som kommer att presenteras inom kort. Den danska kronan fortsätter att stärkas och centralbanken har ingripit med nya valutainterventioner under sommaren med mer än 50 miljarder danska kronor. Det har visserligen återställt banksektorns likviditet men interventionerna är fortfarande ca 25 miljarder mindre än interventionen i motsatt riktning förra året. Vi räknar med en räntesänkning på 10 punkter 2022 men först efter en fullständig reversering av 2020 års interventioner, dvs. på kort sikt fortsätter Nationalbanken att sälja danska kronor.

Finland

En måttlig återhämtning

Recessionen 2020 var en av de måttligaste vi sett i euroområdet men återhämtningen har samtidigt varit mindre imponerande. I år växer BNP med måttliga 3,2 procent och växlar ner till 3,0 procent 2022. Därefter, 2023 växlar tillväxten ner till sin långsiktiga trendtakt och växer med 1,6 procent.

Starkt andrakvartal och krisfallet nästan återtaget. Finska ekonomin tappade en del under inledningen av 2021. BNP föll med 1,8 procent i årstakt första kvartalet men en återhämtning under andra kvartalet innebär att BNP nästan nådde tillbaka till nivån innan pandemin. Tittar man på en bredare palett ekonomiska indikatorer är den övergripande återhämtningen mindre imponerande än t ex grannländer som Sverige och Estland. Tillväxten väntas trots allt landa över 3 procent både 2021 och 2022. År 2023 når ekonomi tillbaka till sin långsiktiga trend.

Ett av få länder som inte drabbats så hårt av mindre turism. Jämfört med Sydeuropa så är turismens bidrag till BNP relativt litet. Befolkningen har istället gärna flytt till ett varmare klimat under semestrar. Men i år har många valt att stanna hemma vilket varit i linje med myndigheternas syn på utlandsresor. Nu har mycket av det som normalt spenderas utomlands istället gått till konsumtion i landet vilket gett en positiv skjuts upp för både varu- och tjänstebanscher. Med tanke på osäkerheten kring Covid-19 bedömer vi att denna utveckling fortsätter ett tag till. I år växer privat konsumtion med 3,5 procent och bromsar därefter in till 3,2 respektive 1,5 procent 2022 och 2023.

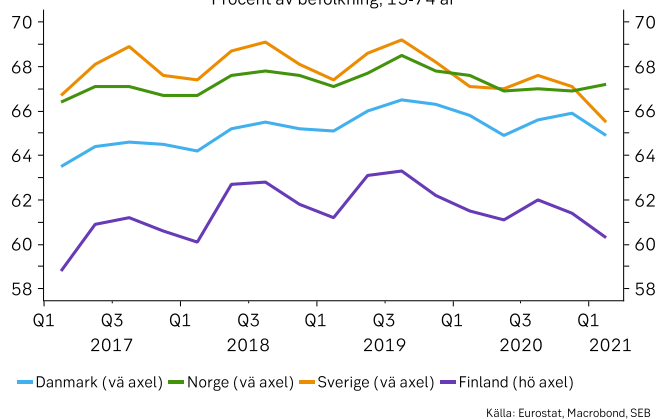
Exporten fortsätter att förbättras i linje med global ekonomi. Tillverkningsindustrin lyckades undvika en större sättning i produktionen under våren 2020 men därefter har utvecklingen varit mindre imponerande. När en bredbaserad uppgång lyft produktionen över förkrisnivån i flera länder, ligger den finska produktionen fortfarande under nivån 2019. Till viss del kan det förklaras av en svag utveckling för den viktiga pappersindustrin. Förbättrat sentiment och orderböcker pekar på en bättre utveckling under andra halvåret när industriproduktionen och exporten tar ett kliv upp. Tillverkningsindustrin kommer också att gynnas av ökade exportpriser. Till det kommer att nettoexporten förbättras tack vare en långsam importuppgång. Exporten ökar 2021 med 5,8 procent och bromsar in till 5 respektive 4 procent 2022–2023.

Investeringarna ökar mest inom byggsektorn. Under andra kvartalet i år var antalet påbörjade nybyggnationer av bostäder rekordhøgt vilket även gäller för antalet nya bygglov. Även om få trots på ökade investeringar inom näringslivet i år så har företagens efterfrågan på lån växlat upp vilket trots allt tyder på en viss aktivitet och att företagen vill utnyttja det låga ränteläget. Regeringen försöker sig på en balansgång genom att stötta ekonomin tillräckligt men samtidigt hålla ner underskott och skuld. Mer investeringar ses allmänt som en nödvändighet för att hålla upp tillväxten kommande år då produktiviteten är låg och den arbetsföra befolkningen minskar. I år ökar investeringarna med 2,3 procent.

Arbetsmarknaden återhämtar sig. I juni föll arbetslösheten under 8 procent för första gången sedan pandemikrisen bröt ut. Den nedåtgående trenden väntas fortsätta men förkrisnivån nås inte förrän 2023. Mer problematiskt än att få ner arbetslösheten är att öka arbetskräftsdeltagandet som är klart lägst bland de nordiska länderna och mer i linje med Sydeuropa. Antalet lediga platser var under andra kvartalet 50 procent högre än för ett år sedan och 20 procent högre än 2019.

Den offentliga skulden kvar på en hög nivå. Den finska regeringen har inte varit den mest spendersamma under krisen men offentliga finanser har trots det fått en smäll. Den offentliga skulden faller inte under 70 procent av BNP under prognoshorisonten.

Arbetskräftsdeltagandet behöver öka
Procent av befolkning, 15-74 år



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2.9	3.2	3.0	1.6
Privat konsumtion	-4.7	3.5	3.2	1.5
Export	-6.7	5.8	5.0	4.0
Arbetslöshet*	7.8	7.8	7.2	6.8
Löner	1.8	2.4	2.2	2.0
HIKP	0.3	2.0	1.5	1.2
Offentligt saldo**	-5.4	-4.0	-2.5	-2.0
Offentlig bruttoskuld**	69.2	71.0	70.5	70.0

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

Baltikum

Litauen

Litauen fortsätter visa robust tillväxt efter ett relativt litet tapp 2020. Sanktionerna mot Belarus utgör en risk men de ekonomiska effekterna blir troligen måttliga. Arbetsmarknaden förbättras tydligt.

Sida 48

Lettland

Återhämtning fortsätter och exporten gynnas av stark efterfrågan på byggmaterial. Arbetsmarknaden förbättras men höga löneökningar kan skapa konkurrenskraftsproblem. Trög vaccinering innebär risker för återhämtningen.

Sida 49

Estland

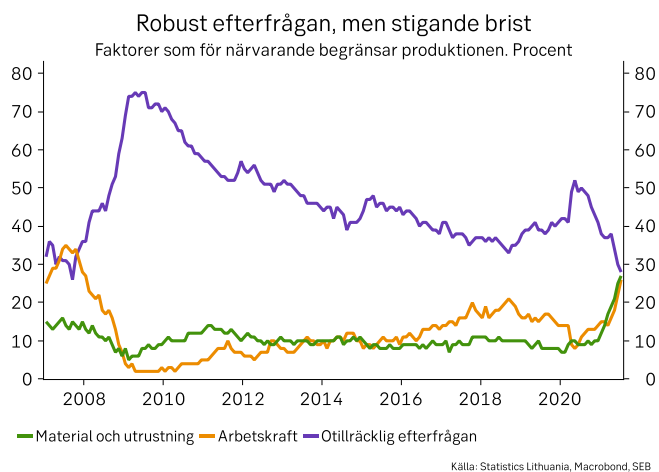
En snabb återhämtning medför att BNP redan är tillbaka på nivån före krisen. Framöver hämmas dock tillväxten av utbudsrestriktioner. Stora utbetalningar från pensionssystemet är nu på väg och kommer att lyfta konsumtionen.

Sida 50

Litauen

Geopolitisk spänning ovanpå pandemin

BNP-tillväxten var något svagare än väntat under andra kvartalet trots stark industriproduktion, detaljhandel och byggande. Rådande sanktioner mot Belarus kommer att ha en viss inverkan på ekonomin. Sysselsättningen fortsätter att öka under de kommande kvartalen. Inflationen toppar i vinter på över 5 procent. Bostadspriserna stiger och diskussioner om vilka åtgärder som kan förhindra överhettning påbörjas. Finanspolitiken styrs av återhämtningens styrka.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-0,9	4,3	3,6	3,3
Hushållens konsumtion	-2,0	4,1	4,2	3,4
Export	0,0	10,2	4,4	4,2
Arbetslöshet*	8,5	7,2	6,6	6,2
Löner	10,1	9,5	7,5	6,5
HIKP	1,1	3,4	3,5	2,3
Offentlig sektors saldo**	-7,4	-6,4	-3,2	-2,8
Offentlig sektors skuld**	47,1	48,6	47,9	50,5

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

En robust sommar för Litauens ekonomi. Få begränsningar, snabb återhämtning av hushållens konsumtion och förvånansvärt stark industriproduktion har gett stöd till tillväxten de senaste månaderna. Även om BNP-tillväxten på 0,4 procent under andra kvartalet i år låg under vår prognos bör man ha i åtanke att tillväxten var hela 2,2 procent under första kvartalet; euroområdet visade en nedgång på 0,3 procent. Vaccineringen ligger något efter de nordiska och västeuropeiska länderna och delvarianterna skapar oro. Vi sänker vår BNP-prognos 2021 från 4,6 till 4,3 procent p g a BNP-utfallet för andra kvartalet men vi är försiktigt optimistiska för andra halvåret i år. Nästa år räknar vi med att BNP stiger med 3,6 och 2023 med 3,3 procent.

Tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande är på rekordnivåer när produktionen redan ligger 15 procent över nivån före pandemin. En avmattning i tillväxttakten är dock oundviklig under de kommande månaderna. För det första arbetar företagen redan med rekordhög kapacitetsutnyttjande. För det andra väntas problemen med leveranskedjor kvarstå till åtminstone i slutet av året. För det tredje är antalet företag som uppger arbetskraftsbrist historiskt högt. Allt detta talar för att investeringarna bör öka de närmaste åren.

Hanterbar inverkan av försämringen i förhållandet till Belarus.

EU:s sanktioner mot Belarus har hittills haft en mycket försumbar inverkan på ekonomin, men en starkare effekt förväntas av USA:s sanktioner. Transitering och hantering av belarusiskt kaliumgödsel kommer sannolikt att upphöra i december, vilket leder till en kraftig minskning av exporten av järnvägs- och lasthanteringstjänster. Den uppskattade effekten bedöms vara nära 0,3 procent av BNP. Spänningarna gentemot Belarus ökar dock fortfarande och ytterligare negativa ekonomiska effekter är därför möjliga.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Arbetslösheten var 7,4 procent under andra kvartalet. Även om den fortfarande ligger över nivån som rådde före pandemin är vakansgraden historiskt hög. Vi håller fast vid prognosen att arbetslösheten når sin "för-pandeminivån" först 2023. Genomsnittlig bruttolön väntas stiga med 9,5 procent i år, endast marginellt lägre än 2020. Till skillnad från de senaste två åren kommer lönen i privat sektor att öka mer än den i offentlig sektor nästa år. Vi räknar med att den månatliga minimilönen stiger med minst 9,5 procent 2022.

Inflationen har accelererat. Den årliga HIKP-inflationen steg till 4,3 procent i juli p g a kraftiga energiprisökningar. Samtidigt låg kärninflationen på 2,6 procent; den har varit ganska stabil sedan våren. Som väntat hade nedsättningen av moms från 21 till 9 procent på cateringtjänster fr o m 1 juli ingen inverkan på inflationen. Vi räknar med att inflationen överstiger 5 procent i höst. Inflationen bedöms i genomsnitt bli 3,4 procent i år och något högre – 3,5 procent – nästa år då det redan är klart att hushållens el- och naturgaspriser kommer att stiga och att tjänstepriserna också väntas accelerera något. År 2023 räknar vi med att inflationen går ned till 2,0 procent.

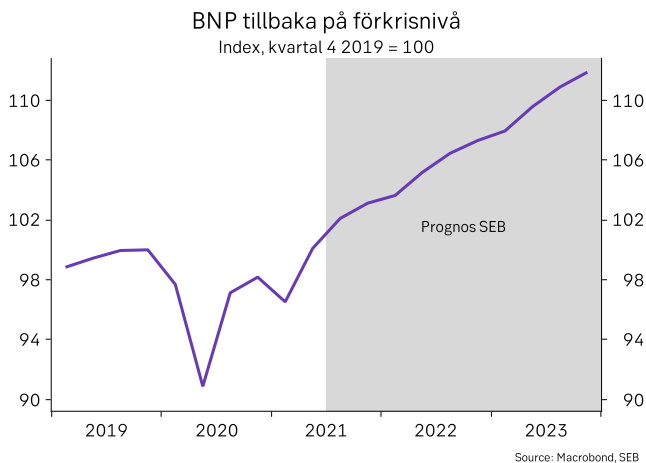
Ökat fokus på bostadsmarknaden. I juli steg genomsnittspriset på lägenheter i Vilnius med 15 procent jämfört med ett år tidigare. De ekonomiska förutsättningarna väntas förbli gynnsam för en historiskt stark bostadstillväxt de kommande kvartalen. Vissa åtgärder från centralbanken väntas dock förhindra att bostadsmarknaden överhettas.

Mindre budgetunderskott vid horisonten. Regeringen kommer att fortsätta sina riktade stimulansåtgärder för privatpersoner och företag men vi antar att utnyttjandet blir relativt lågt. Eftersom man inte tillämpar de finanspolitiska regelverket 2022 kommer årets budgetunderskott att ligga något högre än 3 procent av BNP.

Lettland

Åter på fast mark

Stark tillväxt under andra kvartalet tog ekonomin åter till nivån före krisen. Export och investeringar driver återhämtningen. En långsam vaccinations-takt utgör fortsatt en risk och dämpar delvis produktion och konsumtion. Arbetsmarknaden förbättras och löneökningen kommer att accelerera och ligger över inflationen. BNP ökar med 4,3 procent 2021, 5,2 procent tillväxt 2022 och dämpas till 4,2 procent 2023.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,6	4,3	5,2	4,2
Hushållens konsumtion	-10,0	5,5	6,0	4,7
Export	-2,7	4,9	5,2	4,3
Arbetslöshet*	8,1	7,8	7,2	6,4
Löner	6,2	7,0	7,5	7,5
HIKP	0,1	2,4	2,5	1,8
Offentlig sektors saldo**	-4,5	-8,1	-3,7	-2,1
Offentlig skuld**	43,5	49,2	48,5	46,5

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

Oväntat stark tillväxt. Ekonomin tog ett stort återhämtningskliv när BNP andra kvartalet steg med oväntat starka 10,3 procent jämfört med föregående år. Tillverkningsindustrin ökade med 6,7 procent och tjänstesidan med 11,3 procent och återhämtningens styrka bidrog till att BNP nu ligger över förkrisnivån. Sedan april har vi sett tydliga tecken på en stark återhämtning; tex steg förtroendeindikatorer i juni till en av de högsta nivåerna på mer än ett decennium. Nedgången i juli ser vi främst som att respondenter anpassar sig till det nya normala. Nivån sjönk inom tjänster och tillverkning men förbättrades inom detaljhandel och bygg. I år väntas BNP växa med 4,3 procent. Nästa år stiger tillväxten till 5,2 procent, för att sedan gå ner till 4,2 procent 2023. Återhämtningen förväntas stabiliseras under andra halvåret 2021, men nedåtriskerna är fortfarande förhöjda. Vaccinationsprocessen fortskrider men takten har saktat ner, vilket gör att nya vågor av restriktioner är oundvikliga. De mest drabbade sektorerna som catering, hotell, underhållning och fritid kommer att stabiliseras, men fullständig återhämtning dröjer. Nedgången fortsätter även inom transport- och lagringssektorn, då transitvolymen fortfarande minskar. Byggbranschen står inför överhettningrisker på grund av de stora flödena av EU-medel som är på väg samt andra stora projekt som Rail Baltica. Cirka 65 procent av Lettlands del i EU: s återhämtningsfond på 1,82 miljarder euro landar i olika infrastrukturprojekt.

Byggrelaterad export i blickfånget. Exporten är fortfarande en viktig drivkraft för tillverkningsindustrin medan konsumtionen fortfarande begränsas. I juni steg detaljhandeln med 5,9 procent, men utgiftsmönstret får ändå ses som försiktigt då hushållens insättningar i banksystemet fortsätter att öka. I juni steg varuexporten med 31,7 procent med solida ökning för alla större kategorier utom läkemedel. Tillväxten i trävaruexporten var särskilt spektakulär: 87 procent. Den globala byggboomen skapar stark efterfrågan på olika byggnadsmaterial, inklusive timmer. Den totala industriproduktionen steg med 10,9 procent i juni. Glädjande är att produktionen ökade betydligt inom sektorerna för avancerad och medelavancerad teknik. Utsikterna på medellång sikt är fortfarande klart positiva. De främsta utmaningarna är hur man kommer att hantera arbetskraftsbrist, stigande kostnader och störningar i försörjningskedjan samt infektionsrisker.

Konkurrenskraft kommer sannolikt att hamna än mer i fokus. Under första kvartalet steg lönerna med oväntat höga 9,5 procent. Antalet låginkomsttagare har minskat betydligt, medan de som får mer än genomsnittslönen ökade. Det finns därmed risk för större inkomstskillnader och större ojämlikhet. Även om ekonomin återhämtat sig kommer de finanspolitiska stimulansåtgärderna att vara mer omfattande än förra året. Skatteintäkterna ökade med 8,8 procent under årets första sex månader och vi räknar med att årets budgetunderskott når 8,1 procent av BNP.

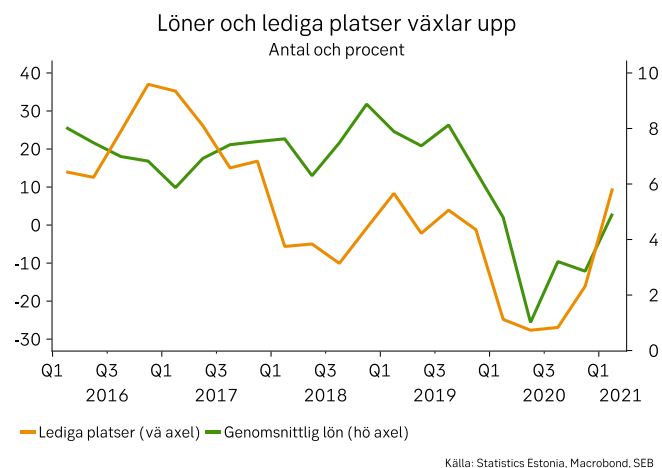
Arbetsmarknaden har passerat det svåraste faset, då andra kvartalets arbetslöshet sjönk med 0,2 procentenheter till 7,9 procent. Trots stark BNP-tillväxt har förbättringarna på arbetsmarknaden varit blygsamma, på grund av strukturella problem, och vi tror därför på att förbättringen sker gradvis.

Högre energi- och matpriser ökar frustrationen. Högre priser för transport, bostäder och mat bidrog till att inflationen blev 2,8 procent i juli. Livsmedelsinflationen har varit bland de högsta i EU, men det finns inget som tyder på en okontrollerad ökning. Efter en period med förhållandevis låg inflation kan det öka frustrationen där försämrad köpkraft bidrar till stigande osäkerhet. Även om inflationen fortfarande är lägre än löneökningen kan vissa stödåtgärder för socialt utsatta grupper behöva övervägas. Vid slutet av året kommer inflationen kommer att toppa strax över 4 procent för att därefter mattas av något.

Estland

Snabb återhämtning med utbudsproblem

Ekonomi har återhämtat sig snabbt. Redan första kvartalet i år passerade BNP förpandeminivån. Drivet av stark export och inhemsk efterfrågan växer BNP med 6,6 procent i år. Dessa krafter fortsätter driva tillväxten till andra halvåret 2022. Därefter begränsas, som tidigare, tillväxtpotentialen av svag produktivitet och arbetskraftsbrist. BNP växer med 4,5 och 2,5 procent 2022 och 2023.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,9	6,6	4,5	2,5
Hushållens konsumtion	-2,3	4,8	7,3	3,5
Export	-5,0	9,5	5,0	5,0
Arbetslöshet*	6,8	6,7	5,8	5,2
Löner	2,9	5,7	6,2	5,5
HIKP	-0,6	3,2	2,7	2,3
Offentlig sektors saldo**	-4,8	-3,8	-2,5	-2,0
Offentlig skuld**	18,2	20,8	24,2	27,5

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

Återhämtningshastigheten har överraskat. Mot alla odds ökade BNP med 5,4 procent under första kvartalet i år jämfört med ett år tidigare drivet av en stor uppgång för IT-sektorn och handeln. Andra kvartalets BNP-siffra publiceras samma dag som denna rapport men med tanke på den låga jämförelsesiffran är en tvåsiffrig tillväxtsiffra trolig. Den ekonomiska aktiviteten väntas vara hög även andra halvåret 2021 p g a den kontroversiella pensionsreformen som kanaliserar en stor del av hushållens sparande till högre konsumtion. Den huvudsakliga risken för vårt optimistiska tillväxtscenario är, föga förvånande, kopplad till covid-19. Estland låg bra till med vaccinationer i våras men processen har stagnerat rejält under sommaren. I mitten av augusti hade bara strax över 50 procent av befolkningen fått en första dos. Regeringen lovar att samhället ska hållas öppet så långt det är möjligt men det kommer att bero på om sjukvården klarar av att hantera ett stigande antal patienter.

Snart ser vi konsekvenserna av pensionsreformen. De som efter pensionsreformen valt att ta ut sin del i den andra pelaren i pensionsystemet får sammantaget 1 miljard euro insatt på sina bankkonton i september. Det är svårt att avgöra hur stor del som kommer att gå vidare in i ekonomin, men vi får sannolikt se en rejäl konsumtionsboom. Privat konsumtion väntas öka med 4,8 procent i år och 7,3 procent 2022. Under 2023 bromsar uppgången in till 3,5 procent, i linje med tillväxten i ekonomin som helhet.

Industrin kämpar med att möta hög efterfrågan. Den tvåsiffriga tillväxten i både industriproduktion och export har fortsatt även om baseffekterna från förra året mattats av. Hög efterfrågan är här för att stanna när orderböckerna är fulla. Stämningläget inom tillverkningsindustrin ligger på nivåer vi inte sett sedan 2007. Sammantaget får vi en uppgång i exporten på 9,5 procent i år. Därefter sker en inbromsning till 5 procent 2022. På sikt kommer dock problem med svag produktivitet inom tillverkningsindustrin återigen att hålla tillbaka utvecklingen. Tillväxtbidraget från nettoexport kommer samtidigt att hållas tillbaka av en importökning som drivs av den tillfälligt höga konsumtionsökningen bland hushållen.

En tudelad arbetsmarknad. Även om arbetslösheten är på väg ned ligger den klart över nivån innan pandemin slog till. Främst förklaras den av fortsatta svagheter inom turistnäringen. I många andra sektorer är dragkampen om arbetskraften lika hård som före krisen vilket ger ett uppåtryck på lönerna. Även om den tidigare låga arbetslöshetsnivån inte nås under prognoshorizonten ökar genomsnittliga löner med 5 procent redan i år.

Investeringar tar rejäl fart. På grund av stora investeringar av ett enskilt stort bilföretag kommer totala investeringar i år att öka med ett tvåsiffrigt tal. Investeringssuppgången stöds även av en acceleration inom byggsektorn efter att bostadsmarknaden återhämtat sig. Den höga efterfrågan på nya bostäder kommer dock att vara kortlivad i och med försämrade demografiska drivkrafter.

Höga energipriser driver upp inflationen. Första halvåret 2021 låg inflationen i genomsnitt under 2 procent. Baseffekter bidrar nu till att HIKP-inflationen stiger andra halvåret och ger en helårssiffra på 3,2 procent. Stark ekonomisk aktivitet under första halvan av 2022 ger fortsatt prisuppgång men totalt sett faller ändå inflationstakten till 2,3 procent för helåret.

Val på agendan. I oktober ska en ny president väljas och val hållas i kommunerna. Även om den ekonomiska effekten väntas bli begränsad väntas valen att vara viktiga för den ekonomiska agendan kommande år. I våras diskuterades t ex budgetnedskärningar men stora skatteintäkter har tonat ned behovet.

Nyckeldata

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP OECD	-4,7	5,1	4,0	2,3
BNP världen (PPP)	-3,4	5,9	4,4	3,4
KPI OECD	1,3	3,2	2,9	2,3
Oljepris, Brent (USD/fat)	43	67,4	62,5	57,5

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr USD	2020	2021	2022	2023
BNP	20 894	-3,4	6,0	4,2	2,1
Privat konsumtion	14 048	-3,8	7,5	2,8	2,3
Offentlig konsumtion	3 078	2,0	1,8	2,4	1,4
Bruttoinvesteringar	4 479	-2,0	7,5	5,1	3,1
Lagerbidrag i % av BNP	-60	-0,6	-0,2	0,6	-0,2
Export	2 123	-13,6	6,7	9,0	4,3
Import	2 775	-8,9	12,9	4,7	4,4
Arbetslöshet (%)		8,1	5,4	3,9	3,4
KPI		1,3	4,4	3,7	2,4
Kärn-KPI		1,7	3,5	3,4	2,3
Hushållens sparkvot (%)		16,6	14,3	8,3	7,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-15,5	-15,0	-8,0	-5,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		127	132	132	133

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	11 359	-6,4	4,6	4,3	2,5
Privat konsumtion	5 905	-7,9	5,0	4,8	2,3
Offentlig konsumtion	2 573	1,4	3,0	0,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 488	-7,4	4,0	5,0	4,1
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	0,1	0,0	0,0
Export	5 177	-9,0	10,0	6,0	4,0
Import	4 751	-8,9	10,0	5,0	4,0
Arbetslöshet (%)		7,9	8,1	7,8	7,4
KPI		0,3	2,3	2,1	1,7
Kärn-KPI		0,7	1,4	1,5	1,5
Hushållens sparkvot (%)		19,5	17,6	13,6	13,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,2	-6,5	-3,9	-3,1
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		98,0	102,5	100,9	98,8

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor		26-Aug	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,10	0,10	0,25	0,25	0,50	0,75

Obligationsräntor

USA	10 years	1,35	1,50	1,80	2,00	2,10	2,20
Japan	10 years	0,02	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10 years	-0,46	-0,35	-0,20	-0,10	0,10	0,20
Storbritannien	10 years	0,69	0,65	0,80	0,90	1,10	1,20

Växelkurser

USD/JPY	110	111	112	113	114	115
EUR/USD	1,18	1,16	1,15	1,13	1,14	1,15
EUR/JPY	129	121	122	118	121	124
EUR/GBP	0,86	0,84	0,83	0,82	0,82	0,83
GBP/USD	1,37	1,38	1,39	1,38	1,39	1,39

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr SEK	2020	2021	2022	2023
BNP	4 977	-2,8	4,6	3,9	2,3
BNP, dagkorrigerat		-3,0	4,6	3,9	2,4
Privat konsumtion	2 187	-4,7	4,7	3,7	2,2
Offentlig konsumtion	1 332	-0,6	1,9	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	1 234	-0,4	6,0	7,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,7	0,6	0,2	0,0
Export	2 221	-4,6	9,6	7,0	4,3
Import	1 991	-5,7	10,7	7,7	5,2
Arbetslöshet (%)		8,8	8,8	7,8	7,5
Sysselsättning		-1,3	1,4	1,6	0,7
Industriproduktion		-3,9	7,0	6,0	3,0
KPI		0,5	1,8	1,4	1,5
KPIF		0,5	2,0	1,5	1,5
Timplöneökningar		1,7	2,8	2,5	2,8
Hushållens sparkvot (%)		17,7	17,9	17,1	16,8
Real disponibel inkomst		-0,6	4,7	3,0	1,5
Bytesbalans, % av BNP		5,7	5,5	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		221	-15	-50	-20
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	-1,2	-0,7	-0,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		39,7	37,6	34,6	32,5

Finansiella prognoser	26-Aug	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,01	-0,10	-0,05	-0,10	-0,05	-0,10
10-års ränta	0,09	0,20	0,30	0,35	0,55	0,65
10-års räntedifferens mot Tyskland	55	55	50	45	45	45
USD/SEK	8,70	8,71	8,65	8,76	8,64	8,52
EUR/SEK	10,23	10,10	9,95	9,90	9,85	9,80
KIX	115,1	114,3	112,9	112,9	112,1	111,2

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	237	-2,9	3,2	3,0	1,6
Privat konsumtion	120	-4,7	3,5	3,2	1,5
Offentlig konsumtion	58	1,2	1,8	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	56	-0,7	2,5	3,5	1,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,2	0,2	0,0	0,0
Exports	85	-6,7	5,8	5,0	4,0
Imports	84	-6,4	5,5	4,0	3,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,8	7,2	6,8
KPI, harmoniserat		0,3	2,0	1,5	1,2
Timplöneökningar		1,8	2,4	2,2	2,0
Bytesbalans, % av BNP		0,8	0,3	-0,2	-0,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-5,4	-4,0	-2,5	-2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		69,2	71,0	70,5	70

Nyckeldata

Norge

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser	26-Aug	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Folioränta	0,00	0,50	1,00	1,25	1,25	1,50
10-års ränta	1,24	1,35	1,40	1,50	1,70	1,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	170	170	160	160	160	160
USD/NOK	8,84	8,71	8,65	8,76	8,64	8,52
EUR/NOK	10,39	10,20	10,10	10,05	10,00	9,95

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr DKK	2020	2021	2022	2023
BNP	2 330	-2,1	3,6	4,1	2,5
Privat konsumtion	1 042	-1,4	2,2	5,0	2,1
Offentlig konsumtion	574	-1,7	0,9	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	521	5,1	6,3	7,7	5,4
Lagerbidrag i % av BNP		-0,1	-0,1	0,0	0,0
Export	1 278	-6,9	6,5	4,7	4,1
Import	1 128	-4,1	5,5	5,6	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,0	4,6	4,2	3,8
KPI, harmoniserat		0,4	1,4	1,4	1,7
Timplöneökningar		1,9	2,4	3,1	3,5
Bytesbalans, % av BNP		7,5	7,5	8,0	7,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	-2,0	0,0	2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,0	41,0	38,0	35,0

Finansiella prognoser	26-Aug	Dec-21	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Inlåningsränta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60
10-års ränta	-0,20	-0,09	0,03	0,10	0,30	0,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	26	26	23	20	20	20
USD/DKK	6,33	6,42	6,46	6,58	6,54	6,49
EUR/DKK	7,44	7,45	7,43	7,43	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	49	-0,9	4,3	3,6	3,3
Privat konsumtion	29	-2,0	4,1	4,2	3,4
Offentlig konsumtion	9	0,6	0,5	0,1	0,3
Bruttoinvesteringar	11	-0,2	7,5	7,5	8
Export	36	0,0	10,2	4,4	4,2
Import	32	-5,3	11,4	5,7	5,5
Arbetslöshet (%)		8,5	7,2	6,6	6,2
Löner		10,1	9,5	7,5	6,5
KPI		1,1	3,4	3,5	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,4	-6,4	-3,2	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		47,1	48,6	47,9	50,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	29	-3,6	4,3	5,2	4,2
Privat konsumtion	16	-10,0	5,5	6,0	4,7
Offentlig konsumtion	6	2,6	3,3	2,8	2,2
Bruttoinvesteringar	7	0,2	3,6	4,7	5,1
Export	18	-2,7	4,9	5,2	4,3
Import	17	-3,3	4,7	5,0	5,0
Arbetslöshet (%)		8,1	7,8	7,2	6,4
Löner		6,2	7,0	7,5	7,5
KPI		0,1	2,4	2,5	1,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,5	-8,1	-3,7	-2,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,5	49,2	48,5	46,5

Estland

Årlig procentuell förändring

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

Research kontakter

Jens Magnusson
Chefekonom
+ 46 70 210 22 67

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 70 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet
Tema: Budget 2022
+46 8 506 231 18

Robert Bergqvist
Japan
Tema: E-valutor
+ 46 8 506 230 16

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 70 352 47 11

Eugenia Fabon Victorino
Kina
+65 6505 0583

Lina Fransson
Norge
+46 70 462 21 31

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Tema: EM-ekonomierna
+46 8 506 231 77

Carl Hammer
Valutamarknaden
+46 8 506 231 28

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
Tema: Inflation
+46 70 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 70 655 3017

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+ 45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland, Finland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Marcus Widén
Euroområdet
Storbritannien
Sverige
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 31 augusti 2021.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 26 augusti 2021.

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

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

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

SEB är en ledande nordisk 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 ett 20-tal kontor världen över med cirka 15500 medarbetare. Den 30 juni 2021 uppgick koncernens balansomslutning till 3 445 miljarder kronor och förvaltad kapital till 2 401 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Macro & FICC Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgroupp.com/sv.

