

onsdag den 31 maj 2023

USA:s skuldtakskris allt närmare en lösning

Efter segdragna förhandlingar verkar USA:s skuldtakskris äntligen vara på väg att avväjas. Ett förslag på kompromiss behandlas nu i kongressen och förhoppningsvis tas beslutet innan regeringen får slut på pengar och USA inte längre kan fullfölja sina åtaganden. Ett misslyckande skulle få svåröverskådliga konsekvenser och marknaden har med oro följt arbetet med att nå en överenskommelse. Sid 3

Kollaps för bostadsbyggande väntas bli ett sänke för BNP

Bostadsbyggandet har fortsatt att falla brant i början av året och under första kvartalet mer än halverades antalet byggstartar jämfört med 2021. Vår prognos är att bostadsinvesteringarna kommer att minska svensk BNP med 0,7 procent per år både 2023 och 2024. Sid 4

Hur länge håller svensk arbetsmarknad emot?

Arbetsmarknaden har visat oväntad motståndskraft under våren, även i hårt drabbade branscher som bygg och detaljhandel. Givet vår bedömning att BNP faller med en procent i år är det dock troligt att sysselsättningen börjar falla under andra halvåret och att arbetslösheten stiger efter sommaren. Sid 5

Högre vinster, oroliga investerare

För femte kvartalet i rad kom farhågorna om sänkta vinstprognoser på skam efter den nyligen avslutade rapportperioden. Skillnaden mellan sentimentet bland investerare och bolagens verklighetsbeskrivningar, har inte varit större på många år. Det konstaterar SEB:s Esbjörn Lundevall i sin börskrönika på sid 7

De ekonomiska kostnaderna av Erdogans seger

Erdogans seger i det turkiska presidentvalet innebär ytterligare fem år av hans styre. Möjligheterna till omläggning av räntepolitiken är små och inflationsutsikterna förblir extremt dåliga, medan valutaskulder gör att det finansiella systemet är i ett utsatt läge. Turkiets ekonomi ser alltmer sårbar ut. Sid 9

Utsläppsrätter viktigt verktyg för minskade utsläpp

EU:s politiker har på ett imponerande sätt hållit uppe och till och med stärkt sina klimatambitioner mitt i den värsta energikrisen på 40 år genom en uppdatering av EU:s klimat-, energi- och transportlagstiftning där handeln med EUA (utsläppsrätter), är det kanske viktigaste verktyget. Sid 12

Finansiella prognoser sid 2

Redaktörer:

Elisabet Kopelman
070-655 30 17
elisabet.kopelman@seb.se

Cecilia Kohonen
070-763 79 95
cecilia.kohonen@seb.se

Ögat kan förutom research även innehålla information från SEB FICC Sales, vilket i så fall anges.

Kontakta Ögat på:
ogat@seb.se

Vår syn på kort sikt
(slut kvartal 2, 2023)

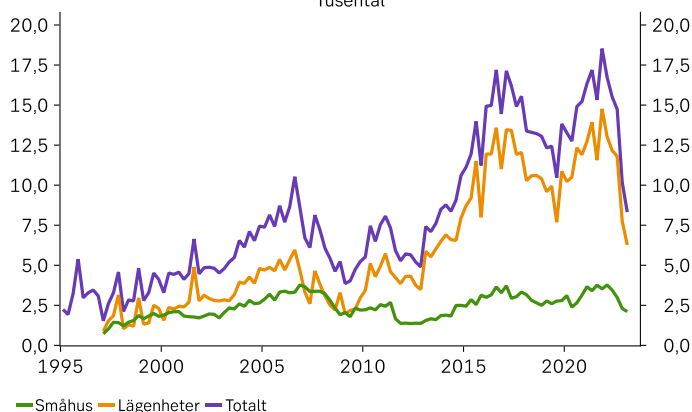
Sv. styrränta: ↗ (3,75%)

2-årsränta: ↗ (3,05%)

EUR/SEK: ↘ (11,40)

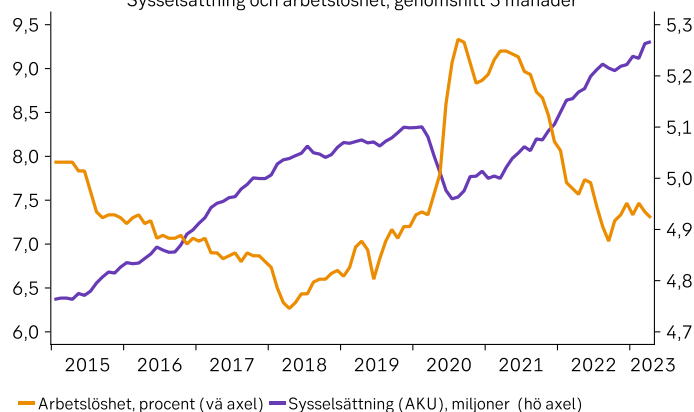
USD/SEK: ↘ (10,46)

Brant fall för antal påbörjade bostäder
Tusental



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Oväntad motståndskraft i svensk arbetsmarknad
Sysselsättning och arbetslöshet, genomsnitt 3 månader



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Valutaprognoiser*

Riktning kv.4	30-May	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24
EUR/SEK ↗	11.63	11.70	11.25	10.90	10.70
USD/SEK ↗	10.83	10.93	10.14	9.65	9.30
GBP/SEK ↘	13.47	13.15	12.64	11.98	11.63
NOK/SEK ↗	0.97	0.99	1.00	0.98	0.98
JPY/SEK ↗	7.75	8.54	8.17	7.84	7.63
CAD/SEK ↗	7.97	7.98	7.62	7.36	7.21
AUD/SEK ↗	7.08	7.33	6.94	6.75	6.61
CHF/SEK ↗	12.00	12.19	11.60	11.12	10.81
PLN/SEK ↘	2.57	2.52	2.41	2.34	2.30
CNY/SEK ↗	1.53	1.61	1.54	1.49	1.47
DKK/SEK ↗	1.56	1.57	1.51	1.46	1.44
EUR/USD ➡	1.07	1.07	1.11	1.13	1.15

Ränteprognoiser, %*

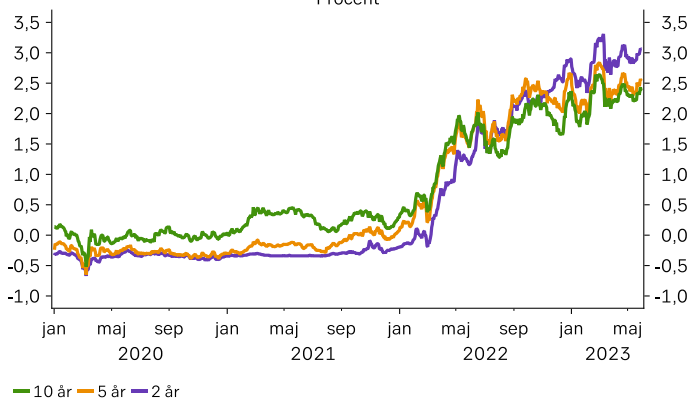
	30-May	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24
Styrränta*					
USA (övre intervall)	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25
EMU (depositränta)	3.25	3.50	3.75	3.75	3.75
Sverige	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75
Norge	3.25	3.50	3.75	3.75	3.75
Storbritannien	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25
Statsobligationer***					
2 år Sverige	3.00	3.05	3.00	2.85	2.65
5 år	2.47	2.50	2.53	2.48	2.43
10 år	2.32	2.35	2.45	2.50	2.60
Utländska obligationsräntor***					
2 år Tyskland	2.82	2.84	2.73	2.57	2.48
2 år USA	4.51	4.20	3.98	3.58	3.23
10 år Tyskland	2.38	2.45	2.40	2.35	2.30
10 år USA	3.71	3.50	3.40	3.30	3.20

Centralbanker

	USA	EA	UK	Sverige
Nästa möte	14 juni	15 juni	22 juni	29 jun
Räntebesked	oför. +25pkt		oför. +25pkt	
Ny ränta, %	5.00-5.25	3,50**	4.50	3.75

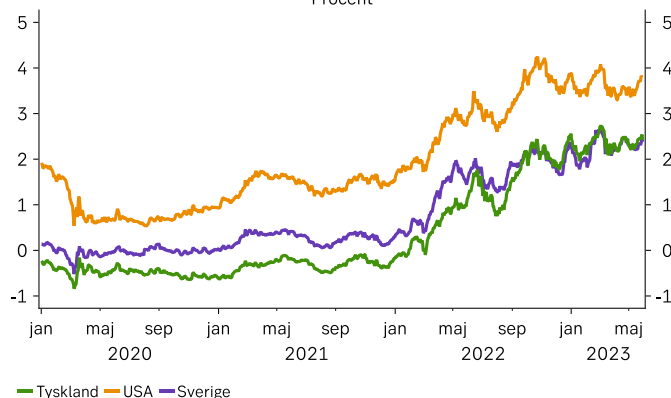
* I dag, resp vid kvartalsslut, ** inlåningsränta, *** konstant löptid, ej faktiska obligationer

Svenska obligationsräntor
Procent



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

10-åriga obligationsräntor
Procent



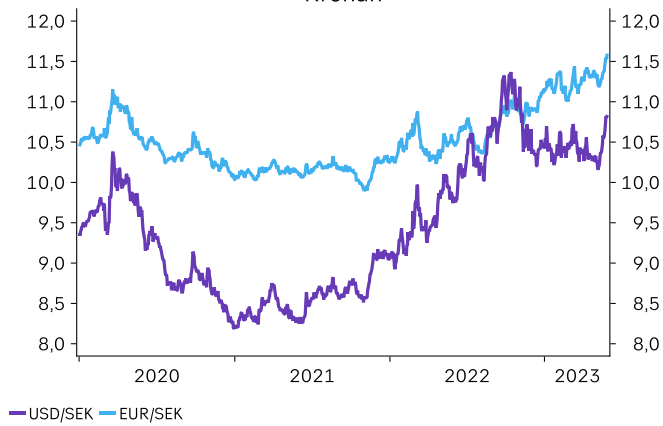
Källa: Macrobond Financial AB, U.S. Department of Treasury, Macrobond, SEB

Aktiemarknaden: OMXS30, index



Källa: Nasdaq OMX Nordic, Macrobond, SEB

Kronan



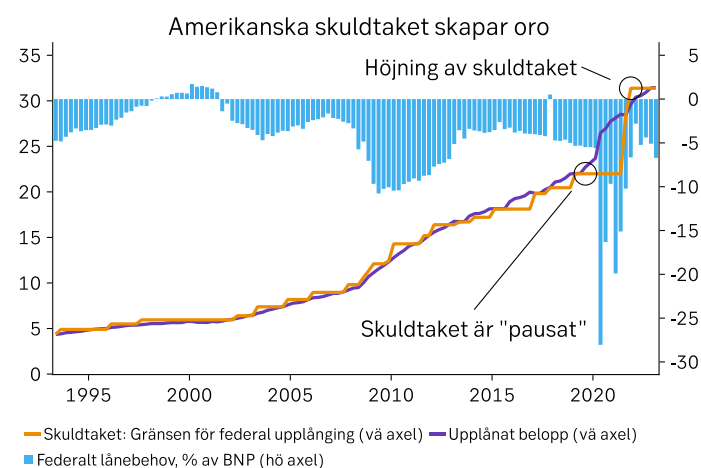
Källa: ECB (European Central Bank), Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

USA:s skuldtakskris allt närmare en lösning

Efter segdragna förhandlingar verkar USA:s skuldtakskris äntligen vara på väg att avväjas. Ett förslag på kompromiss behandlas nu i kongressen och förhoppningsvis tas beslutet innan regeringen får slut på pengar och USA inte längre kan fullfölja sina åtaganden. Ett misslyckande skulle få svåröverskådliga konsekvenser och marknaden har med oro följt arbetet med att nå en överenskommelse.

Skuldtaket reglerar hur mycket USA:s federala regering får låna. Det infördes under första världskriget för att underlätta för USA-administrationen att hantera sin löpande finansiering. Innan dess behövdes kongressens godkännande varje gång det skulle lånas mer pengar. Förändringen innebar att regeringen får sköta upplåningen själv så länge den totala skulden håller sig under en fastställd nivå. Skuldtaket har sedan dess höjts vid mängder av tillfällen i takt med att USA:s offentliga utgifter har vuxit och budgetunderskotten ackumulerats till ett allt större lånebehov. Ibland har höjningarna gått smärtfritt (särskilt när det parti som innehar presidentposten också haft en majoritet i kongressens båda kamrar) men ibland har det krävts långa och svåra förhandlingar.

Nu ligger skuldtaket på hisnande 31 400 miljarder USD och det taket slog USA faktisk i redan i januari i år. Sedan dess har regeringen lyckats hanka sig fram med hjälp av omflyttning av resurser och genom att tömma ett konto på ett antal hundra miljarder dollar som finns hos centralbanken Federal Reserve. Nu är dock även dessa pengar slut och finansdepartementet har i sin senaste beräkning angivit den 5 juni som det datum då USA, om inga nya lån får tas, riskerar att inte längre kunna möta sina finansiella åtaganden. Även om det inte går att säga exakt hur ett sådant scenario skulle spela ut, har finansminister Janet Yellen återkommande varnat för enormt allvarliga konsekvenser på både kort sikt (såsom inställda pensioner och missade betalningar på statsskulden) och lång sikt (misstro mot USA, dyrare upplåning och hotad ställning för dollarn).



En kompromiss har nåtts

Nu har dock, som så många gånger för, en uppgörelse nåtts i elfte timmen. Förhandlingarna har i huvudsak skett mellan Vita huset, ibland av president Biden personligen, och republikanerna i Representanthuset, ledda av talmannen Kevin McCarthy. Den innebär i stora drag att man pausar skuldtaket i två år från det att det nåddes i januari 2023. Det anges alltså inget nytt tak i antal dollar, utan uppgörelsen innebär att regeringen får fortsätta att låna till den

1 januari 2025 och sedan anpassas det nya taket till nivån där den faktiska skulden då ligger. Det kan tyckas vara ett lite underligt tillvägagångssätt men det har använts flera gånger förr, till exempel under pandemin. Att taket pausas i två år var viktigt för Vita huset. Republikanernas ursprungliga förslag var ett år, vilket hade inneburit en ny skuldtaksförhandling mitt under pågående presidentvalkampanj. Det var något demokraterna och president Biden absolut ville undvika och som de nu alltså slipper.

Priset för den tvååriga höjningen blev begränsningar i de federala utgifterna (förutom försvarsutgifter som tillåts öka), stramare regler i en del sociala program och snabbare tillståndsgivning i ett antal energiprocesser som republikanerna varit angelägna om. Många drar därmed en lättnadens suck och hoppas att man än en gång i sista stund lyckas undvika en situation där den amerikanska staten inte kan leva upp till sina åtaganden och de långtgående globala ekonomiska konsekvenser en sådan situation hade medfört.

Inget är klart förrän allt är klart

Det återstår dock några moment innan vi kan vara säkra på att krisen avväjts. Uppgörelsen mellan Vita huset och representanthusets talman McCarthy är viktig men frågan måste också godkännas i kongressens båda kamrar. Onsdagen den 31 maj röstar representanthuset och i skrivande stund är det inte klart hur omröstningen slutar. McCarthys ställning inom det egna partiet är svag. Det krävdes 15 (!) omröstningar innan han antogs som talman och det finns kritiska röster inom det republikanska partiet som menar att McCarthy sålt sig för billigt i uppgörelsen om skuldtaket. Även en och annan demokrat har vädrat missnöje med att det inte blev en ren höjning ("clean raise"), dvs. en höjning utan tillhörande villkor, vilket var demokraternas utgångsbud.



Huvudscenariot är ändå att uppgörelsen bör kunna antas av representanthuset och att det därefter ska kunna gå något lättare att få förslaget igenom senaten där demokraterna har majoritet. I det extremt polariserade politiska klimat som idag råder i USA kan dock vad som helst hända. Det finns många sätt för slipade politiker att dra ut på beslutsprocesser de i grunden inte gillar och i det här fallet är det nu kort om tid kvar till den 5 juni när pengarna beräknas vara slut. Sammanfattningsvis har vi kommit ett stort och hoppingsivande steg närmare en lösning på skuldtakskrisen men inget är klart förrän allt är klart.

Vill du veta mer?

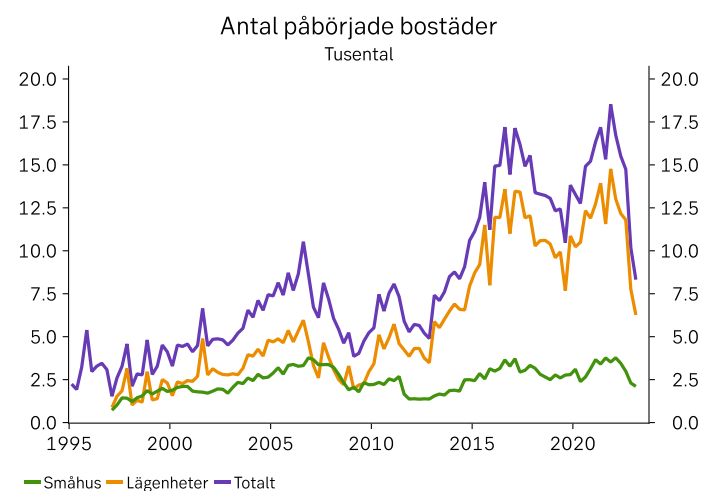
Vill du veta mer om skuldtaket, hur det fungerar och vad som händer om USA någon gång faktiskt inte klarar av att höja taket i tid utan faktiskt ställer in sina betalningar, rekommenderas SEB:s Makropodd. I avsnittet från den 23 maj ([här](#)) går vår USA-ekonom Elisabet Kopelman, i dialog med undertecknad, igenom allt du behöver veta om detta underliga inslag i den amerikanska ekonomiska politiken. Trevligt lyssning!

Jens Magnusson

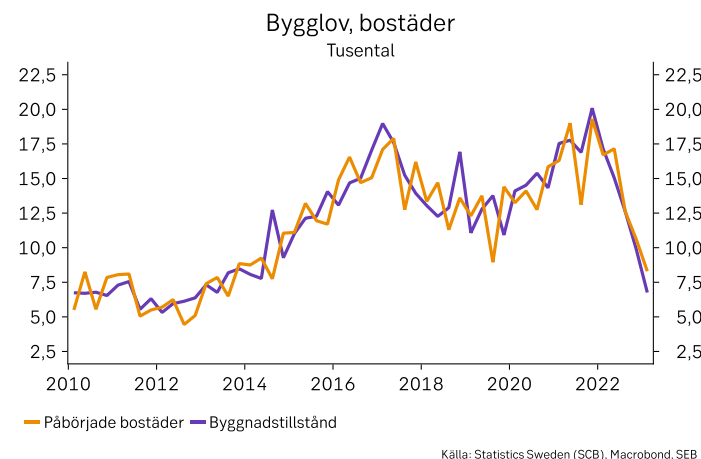
Kollaps för bostadsbyggande väntas bli ett sänke för BNP

Bostadsbyggandet har fortsatt att falla brant i början av året och under första kvartalet mer än halverades antalet byggstartar jämfört med 2021. Vår prognos är att bostadsinvesteringarna kommer att minska svensk BNP med 0,7 procent per år både 2023 och 2024. Prognosen förutsätter att byggstarterna är på väg att stabiliseras och riskerna är större på nedsidan.

Antalet påbörjade bostäder fortsatte att falla snabbt under början av året och byggstarterna har nu mer än halverats jämfört med nivåerna under 2021. I vår prognos i Nordic Outlook från början av maj antar vi att antalet påbörjade bostäder kommer att stabiliseras men den fortsatt snabba nedgången talar för att riskerna är större på nedsidan.

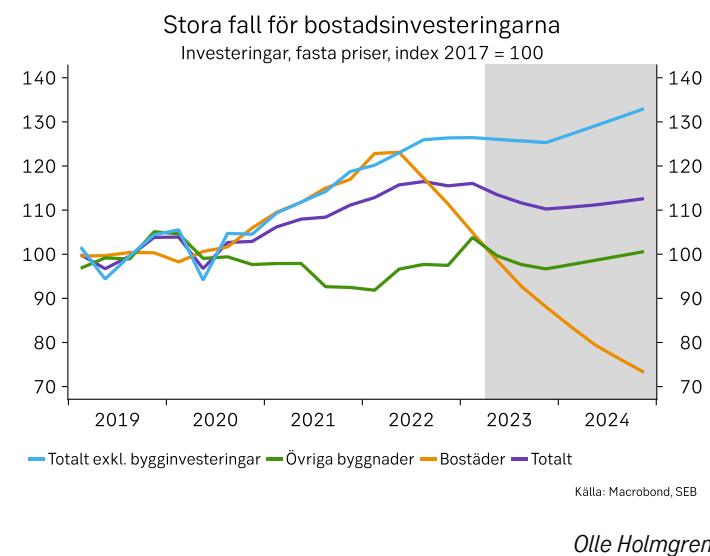


En lite större nedgång för antalet bygglov stöder att fallet kan bli större. Bygglovsstatistiken förändras dock i regel nästan samtidigt som antalet byggstartar och är därför inte någon ledande indikator. Däremot bekräftar uttalanden från många bostadsutvecklare att väldigt få nya projekt planeras samtidigt som tidigare planer tillfälligt läggs på is. Förutom minskad efterfrågan och fallande huspriser så har priserna på byggmaterial också stigit betydligt under de senaste 1-2 åren.



Antalet påbörjade lägenheter påverkar både BNP-tillväxt och sysselsättning med en fördröjning. Det tar i genomsnitt ungefär knappt 5 kvartal att färdigställa en bostad. Följden blir att bostadsinvesteringarna gradvis kommer att falla under det närmaste året, även om byggstarterna stabiliseras. Vår prognos är att bostads-

investeringarna, allt annat lika, kommer att minska svensk BNP med 0,7 procent per år både 2023 och 2024. Riskerna för en större nedgång är betydande men det är inte osannolikt att regeringen inför stödåtgärder, även om det kan ta ett tag innan dessa kommer på plats. Regeringen har hitintills argumenterat för strukturella reformer som förbättrar bostadsmarknadens funktionssätt. Sådana åtgärder tar dock tid att både implementera och få effekt på byggandet. Om läget på bostads- och fastighetsmarknaden blir alltför svårt går det därför inte utesluta åtgärder som går snabbare att dra igång. Högre och utökade rot-avdrag är en möjlig åtgärd, till exempel skulle avdraget kunna innefatta även flerbostadshus. Någon form av investeringsstöd är en annan möjlighet, även om flera regeringspartier tidigare varit motståndare till det sistnämnda.

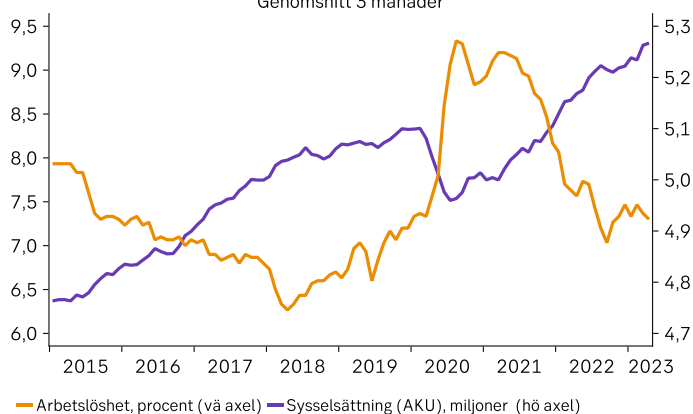


Hur länge håller svensk arbetsmarknad emot?

Arbetsmarknaden har visat oväntad motståndskraft under våren, även i hårt drabbade branscher som bygg och detaljhandel. Indikatorer tyder på fortsatt stigande sysselsättning under de närmaste 3-4 månaderna. Givet vår bedömning att BNP faller med en procent i år är det dock troligt att sysselsättningen börjar falla under andra halvåret och att arbetslösheten stiger efter sommaren.

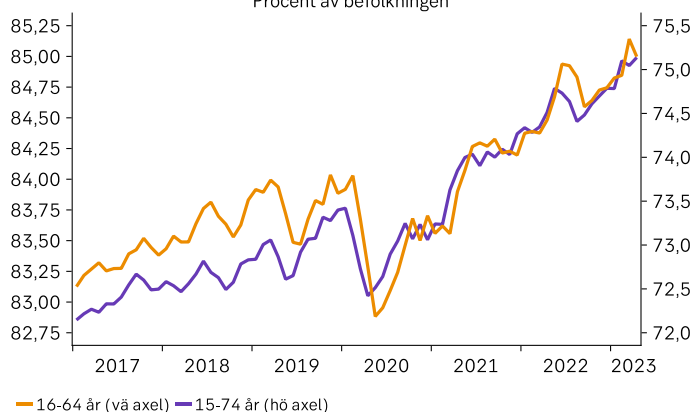
Den svenska arbetsmarknaden har förblivit oväntat stark under våren och även om nedgången i arbetslösheten har stannat av ökar sysselsättningen fortfarande.

Sysselsättning och arbetslöshet
Genomsnitt 3 månader



Återhämtningen efter pandemin har varit mycket stark och att arbetslösheten är lite högre än före pandemin förklaras av ett ökat arbetskraftsdeltagande medan sysselsättningen stigit till den historiska trenden.

Stigande arbetskraftsdeltagande
Procent av befolkningen

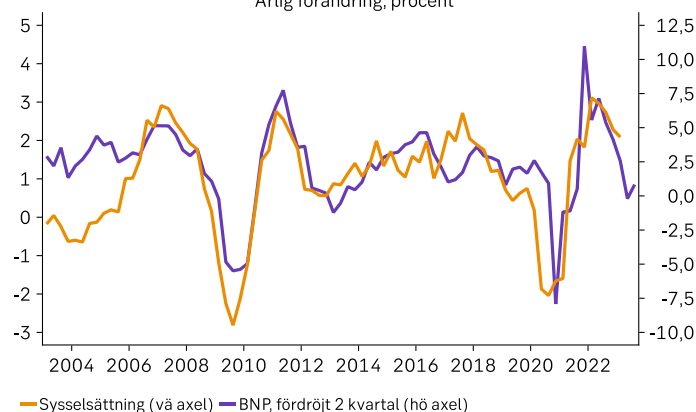


Fallande BNP bör ge fallande sysselsättning

Sambandet mellan tillväxt och sysselsättning finns men är långt ifrån entydigt. Normalt är det ungefär två kvartals fördröjning mellan BNP och sysselsättning men under pandemin påverkades arbetsmarknaden nästan samtidigt som BNP, medan sambandet ser ut att ha varit nästan normalt under återhämtningen. Att arbetsmarknaden fortsatt att vara stark förklaras delvis av att BNP också varit starkare än väntat. Inbromsande BNP talar för att sysselsättningen kommer att bromsa in och om vår prognos om en recession är riktig

är det troligt att sysselsättningen faller under andra halvåret om det normala sambandet följs.

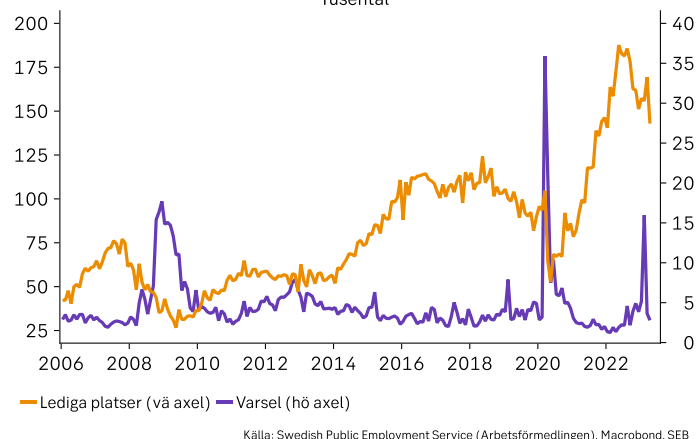
BNP och sysselsättning
Årlig förändring, procent



Kortsiktiga indikatorer än så länge motståndskraftiga

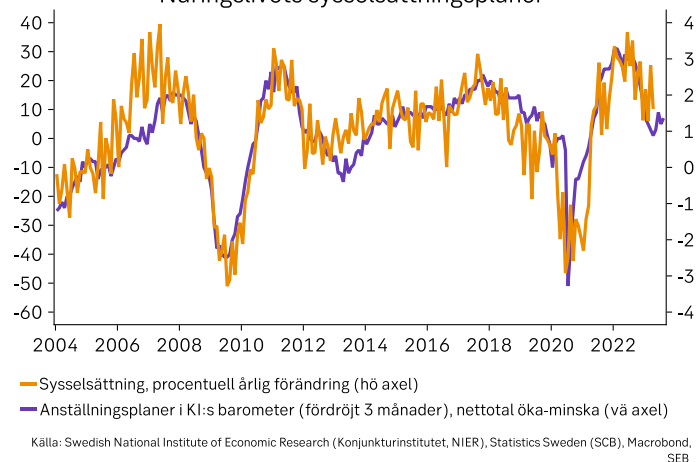
Normalt pålitliga indikatorer för sysselsättningen under de närmaste 3-4 månaderna tyder än så länge på en ganska mild inbromsning och att sysselsättningen fortsätter att växa. Antalet varsel brukar stiga snabbt när arbetsmarknaden försvagas men förutom en tillfällig spik i februari (som förklaras av ett stort varsel från ett enda företag) har varslen än så länge bara ökat till de relativt låga nivåerna mellan 2015 och 2019.

Varsel och nya lediga platser
Tusental



En annan pålitlig indikator, anställningsplanerna i Konjunkturinstitutets barometer, ger samma bild – arbetsmarknaden har mattats från höga nivåer men sysselsättningen ser ut att fortsätta att växa i relativt god takt åtminstone under sommaren.

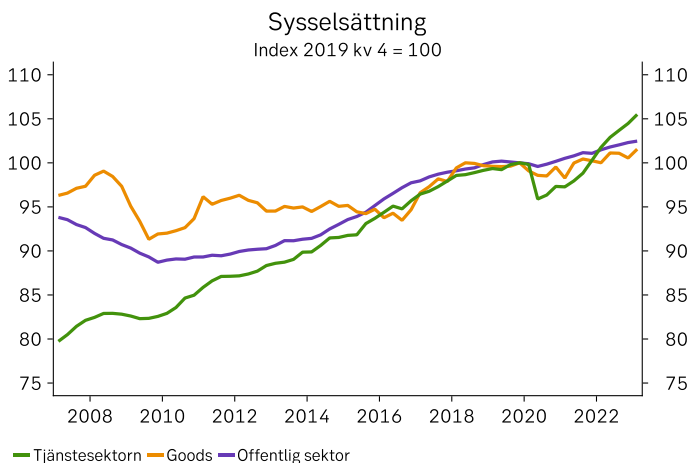
Näringslivets sysselsättningsplaner



Vi räknar med att arbetslösheten gradvis stiger efter sommaren till 8,5 procent i början av nästa år. Sysselsättningen vänder samtidigt nedåt och faller med i genomsnitt knappt 0,5 procent under 2024.

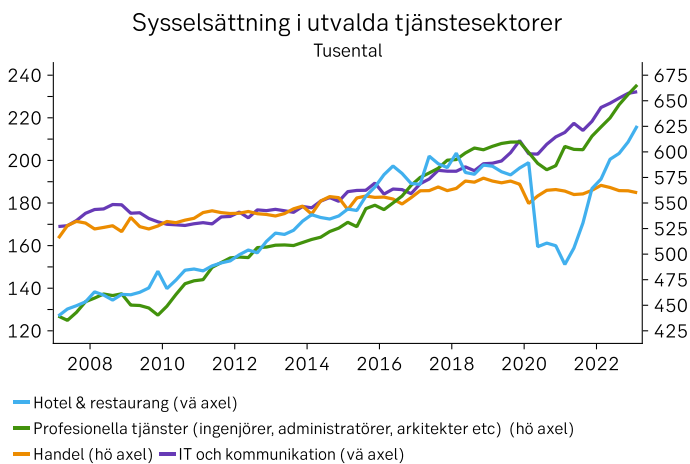
Bred uppgång för tjänster – stabilt i bygg och handel

Uppgången i sysselsättningen drivs i nuläget framför allt av en stark ökning inom tjänstesektorn där sysselsättningen stigit till en nivå ovanför trenden från åren före pandemin.



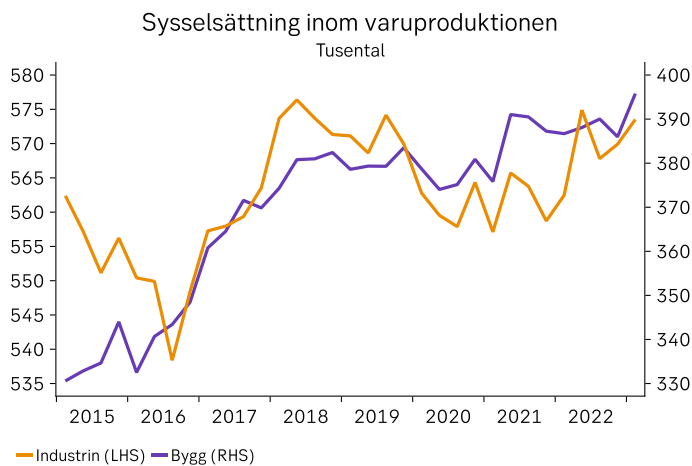
Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Uppgången för tjänstesektorn är bred med stora uppgångar för professionella tjänster och IT/kommunikation. Hotell och restauranger har nästan helt återhämtat fallet under pandemin och även inom handeln, som har varit hårt pressad under det senaste året, har sysselsättningen än så länge hållits uppe.



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Sysselsättningen i varuproduktionen har varit ganska oförändrad sedan 2017 där industrin återhämtat en liten nedgång under pandemin. Inbromsningen i bostadsbyggandet har än så länge inte lett till någon nedgång för sysselsättningen i byggsektorn.



Source: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Olle Holmgren

Högre vinster, oroliga investerare

För femte kvartalet i rad kom farhågorna om sänkta vinstprognoser på skam efter den nyligen avslutade rapportperioden. Skillnaden mellan sentimentet bland investerare och i finansiell media på den ena sidan, och bolagens verklighetsbeskrivning på den andra, har inte varit större på många år.

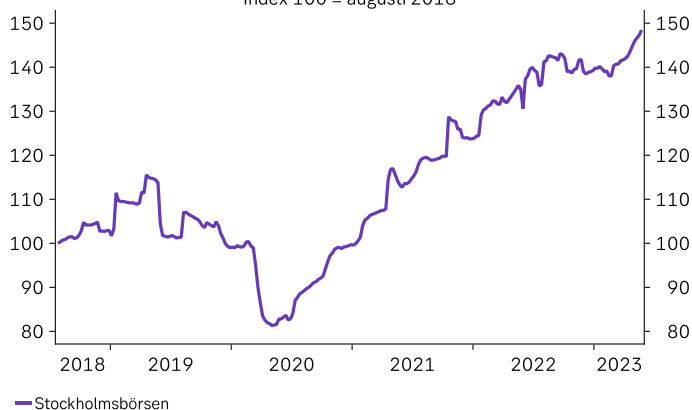
En viktig förklaring till skillnaderna ligger sannolikt i den klivna bilden mellan olika sektorer, det råder kris för bostadsbyggare, fastighetsbolag och sällanköpsvaror. De på Stockholmsbörsen dominerande branscherna verkstad, banker och hälsovård lever i en betydligt mer gynnsam miljö. Stabila vinstutsikter, lägre inflationstryck och neutrala värderingar talar för en försiktigt positiv börsutveckling under återstoden av året. I ett mycket kortsiktigt perspektiv kan frågor kring amerikanska skuldtafsproblematiken påverka utvecklingen och sentimentet bland investerare tyngs även av oro för att överdrivet aggressiva centralbanker ska orsaka en negativ tillgångsprisspiral.

Vinstras, var god dröj

Varningarna för en nära förestående, konjunkturrellt driven vinstrecession har duggat tätt de senaste 15 månaderna. Makrofokuserade strategier har varnat för att vinstprognoserna måste justeras ner, i synnerhet inför var och en av de senaste 5 rapportperioderna. Återigen trotsar verkligheten dessa dystra prognoser. Det var inte bara en överväldigande övervikt av positiva resultatövertäckningar för första kvartalet. Orderingången visar remarkabel tillväxt och någon avmattning syns inte heller i inledningen av andra kvartalet. I de fall inledningen av andra kvartalet kommenterats är det från industrins sida i princip genomgående positiva ordalag som beskriver läget. De industri-företag som vågar sätta upp prognoser för helåret har i flera fall justerat upp dessa. För verkstadsindustrin i Norden har vi justerat upp vinstprognoserna för 2023 med cirka 12 procent över rapportperioden, inklusive vissa uppjusteringar inför rapporterna. Efter de senaste uppjusteringarna är den väntade vinsttillväxten för innevarande år 25 procent.

Framför allt är det verkstadsindustrin som skiner, men inte enbart. Även bankerna har haft ännu en ovanligt bra rapportperiod med stora positiva prognosjusteringar, liksom hälsovårdssektorn. Svaga branscher som konsument, fastighet och bygg överskuggas helt av styrkan inom verkstad, bank och hälsovård.

Stockholmsbörsens vinstprognoser 12 mån framåtblickande
Index 100 = augusti 2018



Källa: Bloomberg, SEB

Krisbranscher väger lätt

De mest problemtyngda branscherna fastigheter, bostadsbyggande och konsumentvaror är inte särskilt viktiga för börsindex eller aggregerade vinster. På Stockholmsbörsen väger fastigheter och bygg samt konsument, sällanköpsvaror och detaljhandel sammanlagt knappt 13 procent. Verkstadsindustrin utgör 34 procent, banker 8 procent och hälsovårdssektorn 7 procent. Dessa starka sektorer överskuggar med god marginal ovan nämnda problembanscher.

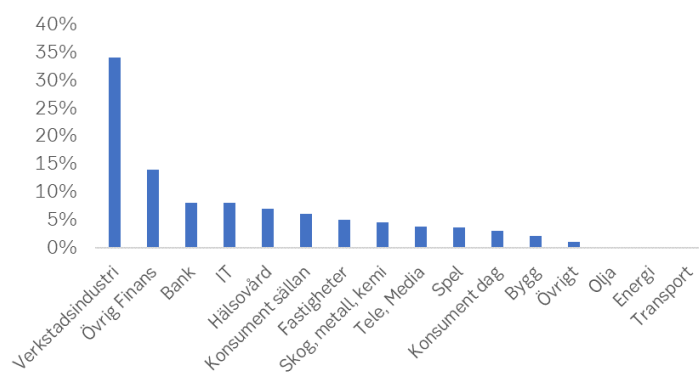
Många investerare och ekonomijournalister tycks även vara överdrivet fokuserade på konjunkturutvecklingen i Sverige, som sticker ut negativt i en internationell jämförelse, när börsbolagens utsikter ska bedömas. För de stora industribolagen är andelen försäljning i Sverige ofta mindre än 5 procent och den delen är i sin tur ofta relaterad till produkter till annan exportindustri.

Positiva drivkrafter sammanfaller

Vår prognos är fortfarande, trots att vi varit tvungna att skjuta på tidpunkten upprepade gånger, att även industrisektorn ska drabbas av den allmänna konjunkturförsvagningen. Vi ställer oss däremot tveksamma till om detta är rätt fokus för investerare idag? Oavsett om det blir i tredje kvartalet 2023 eller första kvartalet 2024 som industrikonjunkturen viker på allvar menar vi att de något mer långsiktiga utsikterna är betydligt viktigare.

Det finns flera faktorer som bidrar till en positiv vinstutveckling på kort sikt. Återöppnandet av Kina efter fjolårets extrema covid-nedstängningar. Det stora prisfallet för energi, i synnerhet i Europa, men även andra delar av världen. Kraftig förbättring av tillgången på halvledare och transportkapacitet som ifjol tyngde tillväxten. Effekten av de förbättrade leveranskedjorna är särskilt positiv för fordonsindustrin, men inte begränsad till denna. Men det är inte enbart kortsiktiga faktorer som gynnar vinstutvecklingen. Det finns även tecken på mer långsiktigt gynnsamma strukturella trender för nordisk verkstadsindustri.

Krisbranscher väger lätt i index
Andel i procent



Början på ny tillväxtepok för industrin?

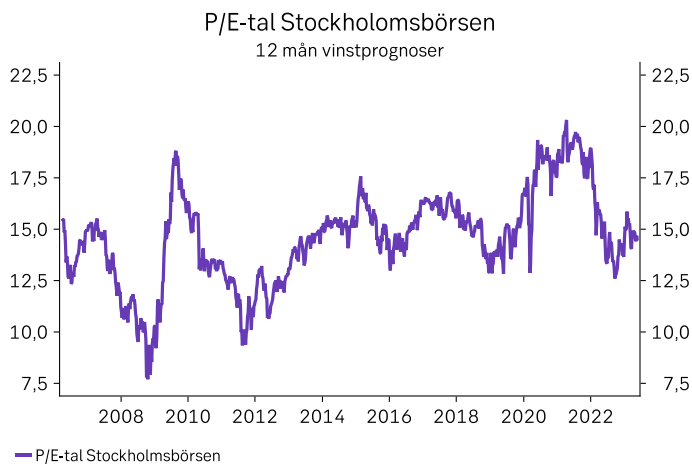
Flera trender sammanfaller nu till att skapa en våg av investeringar inom tung industri, infrastruktur och energi. Det är en miljö som kan förväntas vara klart gynnsam för nordisk investeringsvaruindustri. Vi ser goda förutsättningar för en ny supercykel fram till 2030, potentiellt ännu mer gynnsam för nordiska börsbolag än den i samband med Kinas snabba industrialisering och urbaniseringsperiod 2002-2012. Kraftfulla politiska insatser i USA för att driva på denna utveckling talar för att effekten kan bli mest påtaglig och snabb på andra sidan Atlanten.

Vi räknar med en acceleration i den årliga organiska tillväxten för nordiska investeringsvarubolag till 5,6 procent 2022-2030. Det är en dramatisk förbättring från 2,7 procent 2012-2022 och till och med bättre än de 4,8 procent som noterades under 2002-2012. Drivkrafterna är en blandning av faktorer men främst

hållbarhetsrelaterade investeringar såsom elektrifiering och energiomställning med mera samt en global flytt av produktionsinfrastruktur och ökad automation.

Värderingar varken lockar eller avskräcker

Värderingarna ligger för närvarande inom normalintervallet och föranleder i sig varken en positiv eller negativ inställning till aktiemarknaden idag, det blir andra faktorer som avgör utvecklingen. De stora bolagen på Stockholmsbörsen värderas till P/E 14,4 på 12 månaders framåtblickade konsensusprognosen. Det är 1,3 enheter under snittet de senaste tio åren.



Källa: Bloomberg, SEB

Inflation och centralbanker i fokus

Inget har varit mer i fokus bland aktieinvestorer de senaste två åren än inflationen och centralbankernas, i flera avseenden märkliga, inställning till och kamp mot densamma. De flesta ledande indikatorer för inflationen inklusive priskomponenterna i ISM (inköpschefsindex i USA) pekar på att vi redan har det värsta bakom oss. Europa tenderar att ligga tidsmässigt efter USA men följer ett snarlikt mönster. I räntemarknaden syns den avtagande inflationsoron redan tydligt, i synnerhet i USA har långa marknadsräntor kommit ner från toppnoteringarna i oktober 2022. Inflationsförväntningarna för kommande 10-årsperiod toppade redan i april 2022.

Ett större orosmoln för aktiemarknaden i närtid är centralbankerna och risken att de i sin iver att bekämpa en redan avtagande inflation, utan att invänta effekterna av de höjningar som redan skett, ska orsaka en negativ tillgångsprisspiral. Vi ser idag flera exempel på eftersläpande effekter från de räntehöjningar som redan genomförts, exempelvis oron kring amerikanska regionbanker och en närmast global kris i fastighetsbranschen. Varken amerikanska småbanker eller fastighetsbolagen har någon stor direkt betydelse för vinstutvecklingen i Norden, men problemen kan få betydande spridningseffekter. Detta har redan skapat en viss oro i aktiemarknaden och det finns en inte obetydlig risk att investerare kan börja spekulera i ett mer allvarligt policymissstag, vilket potentiellt kan sänka index tillbaka mot bottenivåerna från september/oktober 2022 igen.

Esbjörn Lundevall

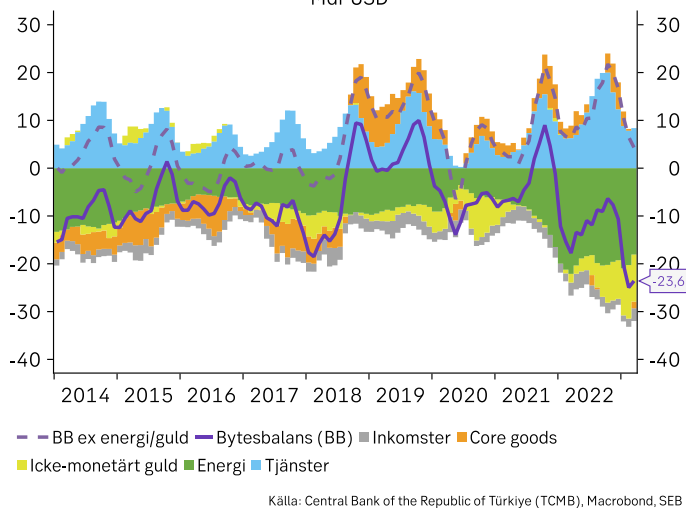
De ekonomiska kostnaderna av Erdogans seger

Erdogans seger i det turkiska presidentvalet på söndagskvällen innebär ytterligare fem år av hans styre. Vi spår en viss kortsiktig minskning av bytesbalansunderskottet när energi- och guldimport dämpas samtidigt som ekonomin svalnar. Samtidigt är utsikterna till en omläggning av räntepolitiken små, vilket gör att inflationsutsikterna förblir extremt dåliga medan valutaskulder gör att det finansiella systemet är i ett utsatt läge. Särskilt oroande är den korta perioden till lokalvalen nästa år där vi förväntar oss en upprepning av regeringens dyra valstrategier samt fortsatt användning av utrikespolitik för inrikespolitiska vinster. Inför Erdogans tredje presidentperiod ser Turkiets ekonomiska grundbultar alltmer sårbara ut.

Centralbanksfinansierat bytesbalansunderskott

Turkiet har nu fem år till av Recep Tayyip Erdogans styre framför sig och det finns en hel del att oroa sig för inom det ekonomiska området samt inom inrikes- och utrikespolitik. Ackumulerade obalanser efter valet och regeringens politik har lämnat den turkiska ekonomin i en prekär position. Med stöd av en rad kapitalkontroller och regleringar har liran visserligen varit relativt stabil den senaste tiden, men riskpremier på andra tillgångar, exempelvis stats- och företagsobligationer samt statens creditswappar, har ökat.

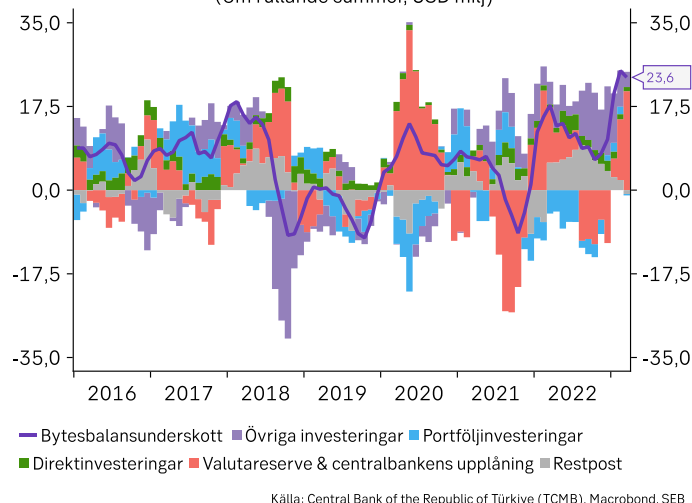
Turkiet: Bytesbalansen (rullande 3m summor)
Mdr USD



Bytesbalansunderskottet ökade kraftigt inför valet. Även om balansen för s.k. kärnkategorier har fortsatt visa överskott har den aggregerade balansen tyngts av import av energi och icke-monetärt guld samtidigt som varuexporten (netto) sjunkit och visar underskott.

Finansieringen av bytesbalansen ser också ansträngd ut. Under förra året finansierades underskottet till viss del av en ovanligt stor volym oklassificerade flöden (s.k. "net errors & omissions"). I år har det till övervägande del varit försäljning av statens valutareserv och centralbankens egen upplåning som betalat för regeringens försök att stimulera ekonomin inför valet. Eftersom regeringens växelkurspolitik har dominerat över mer ortodoxa penningpolitiska verktyg för inflationsmål, har detta vägt tungt på centralbankens reserver.

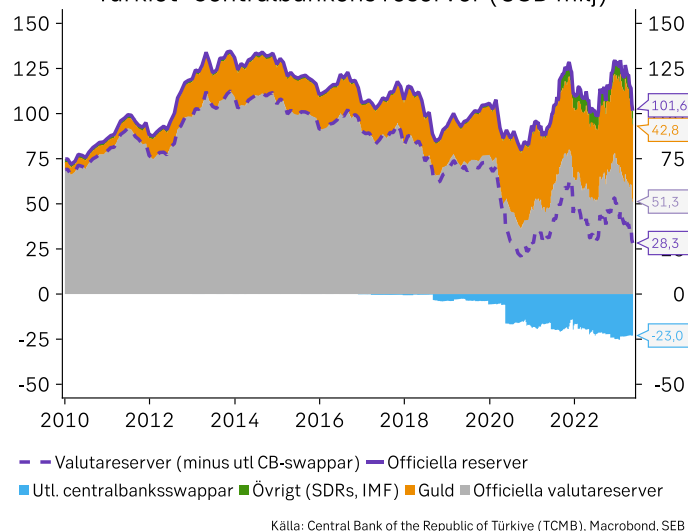
Turkiet: Finansiering av bytesbalansen
(3m rullande summor, USD milj)



Centralbankens valutareserver döljs av en icke transparent sörja av swappar

Även om nyhetsrubriker tenderar att fokusera på Turkiets negativa valutareserv (netto), som vanligtvis utesluter lånade reserver från både inhemska banker samt utländska centralbanker, kan den vara missledande när det gäller centralbankens förmåga att försvara valutatan. Finansieringen som kommer från centralbanker i Gulf-länderna och Asien är visserligen av begränsad användning, eftersom de till stor del är i de respektive ländernas egna valuta, men de lokala bankernas swappar och likviditetsinsättningar ("reserve requirement") hos centralbanken är användbara. Om dessa medel skulle behöva användas så har lokala banker ingen makt att hindra centralbanken från att godtyckligt använda dessa instrument i sin "liraliseringspolitik". Medan guldreserverna kanske inte är lika likvida som hårdvaluta, har dessa ändå sålts i stor utsträckning under de senaste veckorna.

Turkiet: Centralbankens reserver (USD milj)



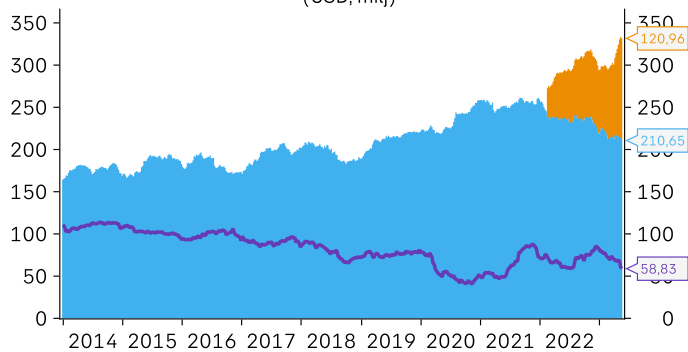
Ett relaterat problem är den ökande bristen på transparens kring storleken – och i förlängningen kvaliteten – på Turkiets centralbanksreserver. Det finns lite indikationer om man tittar på valutareservens sammansättning, men en myriad av olika publikationer ger några men inte alla delar av pusslet.

De total utländska ansvarsförbindelserna ökar

Samtidigt som införandet av s.k. valutaskyddade lirakonton kan ha bidragit till att hejda viss efterfrågan på utländsk valuta så har detta också kommit att bli en stor och växande gömd förpliktelse i utländsk

valuta för staten (sk "contingent FX liabilities"). Totalt uppgår valutaskyddad inlåning för närvarande till mer än dubbelt så mycket som centralbankens bruttovalutareserv. Större uttag från dessa konton, eller en större depreciering av valutan, skulle kunna visa sig vara utmanande och eventuellt finansiellt destabiliserande.

Valutarelaterade inlåningskonton och bruttovalutareserver (USD, milj)

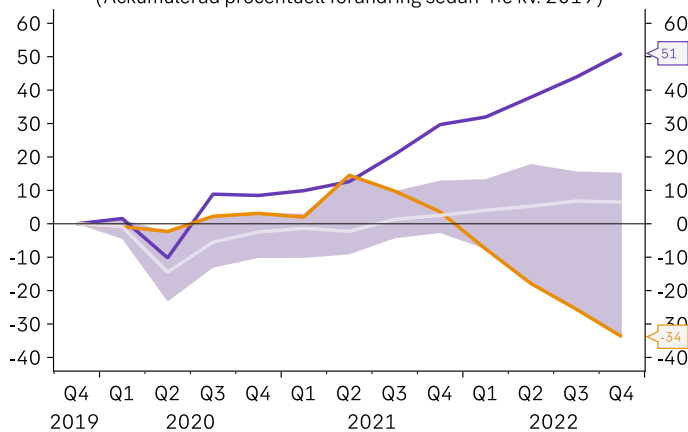


— Centralbankens bruttovalutareserver — Valutasäkrade inlåningskonton
■ Inlåningskonton i utl valuta (ex valuta-säkrade)

Källa: Banking Regulation & Supervision Agency of Türkiye, Central Bank of the Republic of Türkiye (TCMB), Macrobond, SEB

Även om liran har hållit sig relativt stabil under flera månader, har den höga inflationen inneburit en reell appreciering av liran, vilket kan ha bidragit till försämringen av handelsbalansen för varor. En viss kontrollerad depreciering av liran är därför av betydande intresse för den exportberoende industri- och turistsektorn, men även en marginell depreciering kan alltså bli en börda för staten med tanke på storleken på den valutaskyddade inlåningsstocken.

Hushållskonsumtion i 16 EM-länder (Ackumulerad procentuell förändring sedan 4:e kv. 2019)



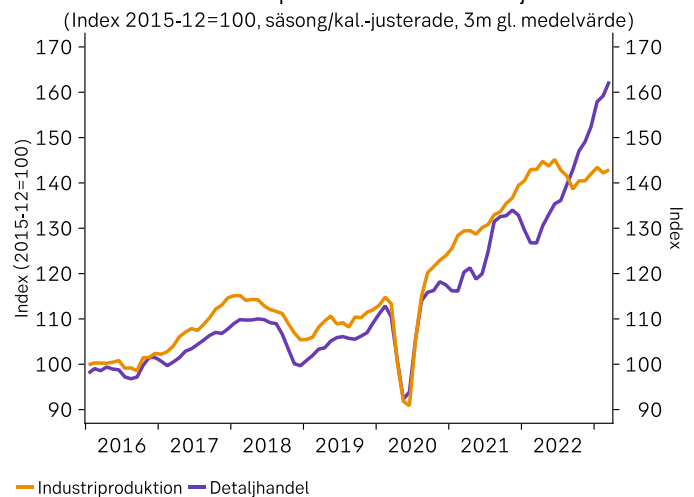
— EM Median — UKR — TUR — Högsta, Lägsta

Källa: Turkish Statistical Institute (TurkStat), Ukraine State Statistics Service, Macrobond, SEB

Skifte från konsumtion till sparande är nödvändig, men inflationen äter upp besparingarna

Hushållens konsumtion har varit den främsta BNP-drivkraften under de senaste åren. Den ackumulerade tillväxten i hushållens konsumtion sedan 2019 är i magnitud större än den nedgång som Ukraina erfarit efter Rysslands invasion. Ett annat tecken på att Turkiets tillväxtmodell är ohållbar är till den grad detaljhandeln har frikopplats från industriproduktionen. En övergång från hushållskonsumtion till sparande vore önskvärd, men listan över investeringsalternativ som skyddar mot inflation blir tunnare och tunnare.

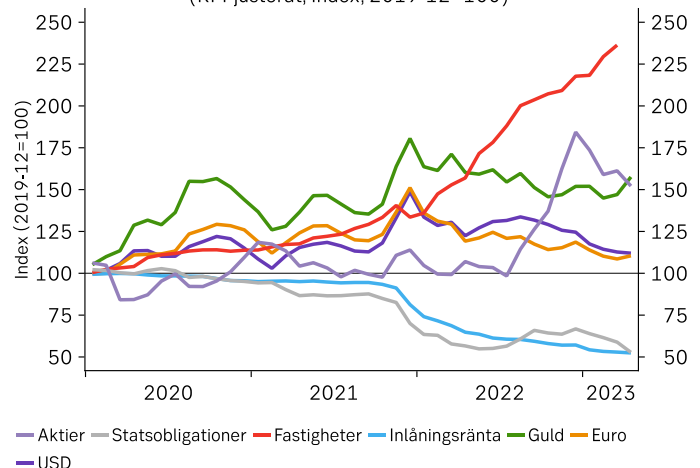
Turkiet: Industriproduktion och detaljhandel



Källa: Turkish Statistical Institute (TurkStat), Macrobond, SEB

Sökandet efter inflationssäkra tillgångar har drivit investerare till främst aktier, fastigheter och guld. Den turkiska aktiemarknaden är notorisk för plötsliga utbrott av volatilitet medan extrema prisökningar på fastigheter har gjort det för dyrt för många privatinvesterare samt väckt frågor om huruvida fastigheter befinner sig i en bubbla. Nyligen införda bankregleringar syftar bland annat till att begränsa investeringar i guld.

Turkiet: Tillgångspriser (KPI-justerat, Index, 2019-12=100)



Källa: Turkish Statistical Institute (TurkStat), Macrobond, SEB

Bytesbalansunderskottet kan förbättrats något i år

Efter den extrema ökningen av bytesbalansunderskottet väntar vi oss att det dämpas något under kommande månader. Regeringen kommer sannolikt tillåta ekonomin att tillfälligt svalna. En kombination av lägre energipriser, en regleringsdriven lägre efterfrågan på guld samt sommarsäsongens högre turismintäkter, bör resultera i ett mer hanterbart underskott än under det senare halvåret. I vilken grad regeringen kommer att tillåta ekonomin att sakta ner är dock sannolikt kopplat till dess valutsikter i nästa års lokalval.

De första tre månaderna av i år har tagit det ackumulerade bytesbalansunderskottet till cirka 24 miljarder USD, mer än hälften av de 40,7 miljarder USD (4 procent av BNP) som IMF väntar sig 2023. Vi ser en viss uppåtrisk, men om vi antar att ovanstående faktorer mildrar excesserna något, förväntar vi oss en bytesbalans 2023, som andel av BNP, i storleksordningen -4,5 procent av BNP.

Inflationen är utom kontroll

Sedan slutet av 2021 har Turkiets konsumentprisstegringar varit i nivå med Zimbabwe, och dess bana påminner mer om Argentina, Libanon och Venezuela än gruppen med centrala EM som landet brukade tillhöra. Given regeringens uttalanden ser vi ytterst få indikationer på en ekonomiskpolitisk vändning i närtid. Erdogan har klart uttryckt sin avsikt att fortsätta som tidigare och att inte gå tillbaka till inflationsmålpolitiken. Vi ser därför inte mycket till uppåtrisk för styrräntorna för närvarande. Centralbankens penningpolitiska operationer har visserligen skiftat mot något högre räntor, och bankernas inlåningsräntor ligger på cirka 24 procent jämfört med reporäntan på 8,5 procent. Utan en återgång till en riktig inflationsmålsriktad penningpolitik är det osannolikt att vi kommer att se en varaktig sänkning av inflationstrycket.

mot en djupare kris kan vara en kortsiktig fördel, har den också tagit bort en trubbig korrigerande mekanism.

Nästa valcykel och sårbarheter för externa chocker

Turkiet kommer att ha lokalval 2024, och mycket står på spel när regeringen ska vinna tillbaka Ankara och Istanbul. Båda deras respektive borgmästare Imamoglu och Yavas är potentiella politiska motståndare även nationellt och oppositionens kontroll över de två större städerna är en betydande politisk nagel i ögat på Erdogan. Det finns därför en risk att han kommer att försöka upprepa sina tidigare ekonomiska valstrategier för att finansiera ytterligare en överhettning med vilka medel som helst, något som utan tvekan kommer att belasta Turkiets centralbanksreserver ännu mer.

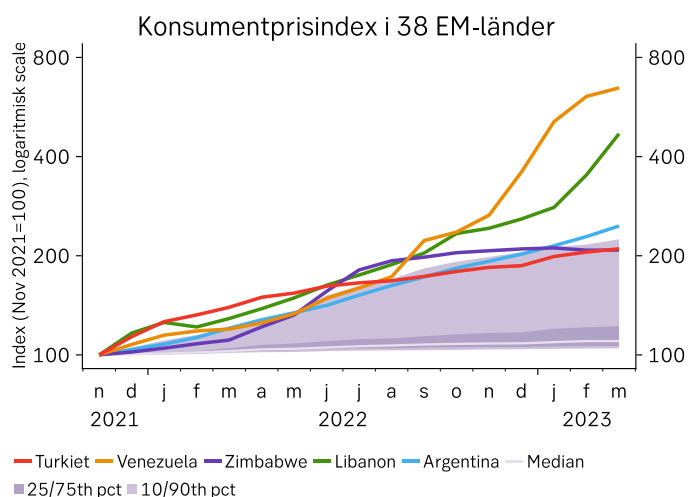
Politiskt kommer Erdogan att behöva sin kommande tredje mandatperiod för att antingen hitta en värdig efterträdare eller ändra landets konstitution för att tillåta honom en ytterligare presidentperiod. Utan en supermajoritet i parlamentet kan det bli en utmaning. Vi hävdade tidigare inför årets val att kostnaderna att förlora makten för Erdogan och hans omgivning är mycket höga, eftersom de nästan säkert skulle riskera åtal efter att ha lämnat regeringen. Detta kan sannolikt fortfarande bli fallet om fem år. Trots att nuvarande konstitution sätter stopp för Erdogan att ställa upp i fler presidentval kan han försöka hitta ett sätt att stanna kvar vid makten, trots risker för en ökad ekonomisk och politisk instabilitet.

Trots att många av Turkiets väljare nog skulle vilja se ett skifte i den ekonomiska politiken är det osannolikt att det är så den sittande makten tolkar valsegern. I stället förväntar vi oss att Erdogan ska se sitt omval, om än under extrema auktoritära institutioner och i avsaknad av fria och rättvisa val, som en upprättelse för sin politik inom ekonomi och utrikesområdet.

Med centralbanksreserver på rekordlåga nivåer (oavsett hur de beräknas), ett avgörande kommande lokalval och pågående behov av utländsk finansiering, kommer Turkiet under en tredje Erdoganperiod sannolikt att fortsätta etablera bättre relationer med icke-västliga länder. Detta tyder på ännu närmare relationer med Kina, Gulfstaterna och möjligen även Ryssland. Utrikespolitiken kommer sannolikt att spela en viktig roll i nästa valkampanj. Med tanke på användbarheten av Sveriges Nato-ansökan för den inrikespolitiska agendan är det möjligt att Erdogan kan tänka sig att skjuta på beslut i frågan till efter valet 2024. Andra områden där vi förväntar oss kontinuitet är i pågående konflikter med Grekland, särskilt när det gäller utvinning av naturresurser i Medelhavet, såväl som militära aktiviteter i Syrien och Irak. Vad gäller Syrien kan Erdogan eventuellt gå med på Arabförbundets strävan att föra Assad tillbaka från kylan, vilket kan vara priset för framtida ekonomiskt stöd. Ett fortsatt skifte av Turkiets externa finansieringskällor till icke-västliga länder skulle kunna bidra till ytterligare separation mellan Turkiet och dess NATO-allierade i såväl utrikespolitik som ekonomiska frågor. Turkiets relationer med Ryssland kommer sannolikt att komma under lupp när G7-länderna spänner bågen ytterligare i det ekonomiska kriget med Putin.

Kombinationen av den politiska miljön, försämrade ekonomiska fundamenta, den kommande valcykeln och förväntade utrikespolitiska utmaningar gör Turkiet sårbart för olika chocker, såväl inhemska som externa. Myndigheterna har varit anmärkningsvärt skickliga på att undvika djupare kriser för tillfället, men det försämrade finansiella försvaret gör detta allt svårare ju längre tiden går utan en policyomvändning. I och med att Erdogan går in på sin tredje mandatperiod ter det sig som om tiden inte är på Turkiets sida.

Erik Meyersson

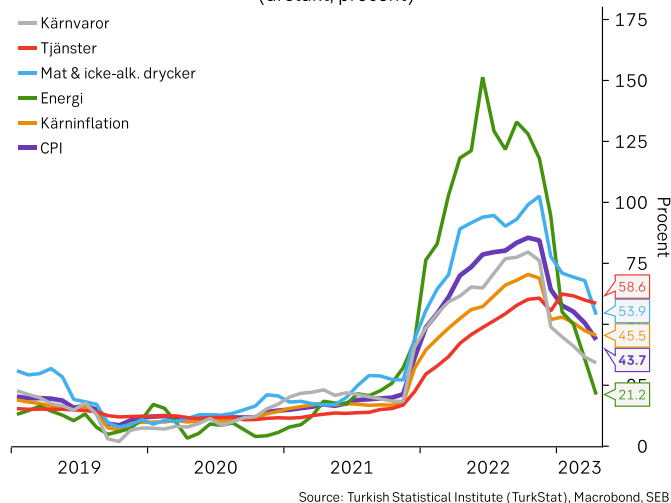


Källa: Argentina National Institute of Statistics & Censuses (INDEC), Lebanese Central Administration of Statistics (CAS), Zimbabwe National Statistics Agency, Central Bank of Venezuela (Banco Central de Venezuela), Turkish Statistical Institute (TurkStat), Macrobond, SEB

Det är oklart vad som krävs för att den turkiska regeringen faktiskt ska låta centralbanken höja räntorna. Enligt vår uppfattning har konventionella räntehöjningar stigmatiserats politiskt, är förknippade med flera karriäravslut för regeringsmedlemmar och centralbankschefer, och alltför långt från Erdogans personliga makroekonomiska preferenser. Det kan dock fortfarande bli en sista utväg om en finanskris ser oundviklig ut.

Turkiet: konsumentpris- och kärninflation

(årstakt, procent)



Misslyckandet med regeringens inflationspolitik står i kontrast med hur framgångsrikt (åtminstone på kort sikt) man lyckats isolera ekonomin från många av dess konsekvenser. Medan många andra tillväxtmarknader sannolikt skulle ha upplevt en finanskris vid det här laget har Turkiet inte gjort det. Även om denna motståndskraft

Utsläppsrätter viktigt verktyg för minskade utsläpp

EU:s politiker har på ett imponerande sätt hållit uppe och till och med stärkt sina klimatambitioner mitt i den värsta energikrisen på 40 år. Det så kallade 55%-paketet, som är en del av REPowerEU, är ett initiativ för att uppdatera EU:s klimat-, energi- och transportlagstiftning. "55%" syftar på målsättningen att minska nettoutsläppen av växthusgaser med minst 55 procent fram till 2030.

Ett av förslagen i 55%-paketet innefattar en reform av handel med utsläppsrätter (EUA, European Union Allowances), som är ett av de viktigaste verktygen för att minska utsläpp av växthusgaser. Handelssystemet, ETS (European Union Emissions Trading Scheme), har funnits sedan 2005 och har sedan dess utvecklats och utökats till att omfatta fler sektorer och även länder utanför EU, som exempelvis Norge. ETS täcker cirka 45 procent av EU:s totala utsläpp och innefattar 10 000 företag (13 000 anläggningar) inom industri- och energiproduktion samt flygsektorn. I Sverige omfattas cirka 740 anläggningar inom industri och energiproduktion samt 20 luftfartygsoperatörer av kravet att redovisa utsläpp och överlämna utsläppsrätter. Sedan handelssystemet infördes har utsläppen inom EU minskat med drygt 40 procent i dessa sektorer.

Sänkt tak ger incitament att minska utsläpp

ETS är ett så kallat "cap-and-trade"-system med ett utsläppstak kopplat till klimatmålen enligt Parisavtalet. Taket avgör hur många utsläppsrätter som sedan kan fördelas mellan de som omfattas av systemet, vilket huvudsakligen sker genom auktionering. I vissa fall delas utsläppsrätterna ut gratis, exempelvis om det finns risk för så kallat koldioxidläckage, dvs om det finns risk att verksamheten vid krav på full betalning av EUA i stället flyttar verksamheten till länder med mindre strikta regler för utsläpp. Utrymme för handel skapas när stiger företag har under- eller överskott av dessa rätter. En EUA medger rätten att släppa ut växthusgaser motsvarande 1 ton koldioxidkvalenter. Genom att successivt sänka taket minskar utbudet av EUA, varpå priset stiger och skapar incitament för företag att minska utsläppen, snarare än att köpa utsläppsrätter.

Reformen av ETS innebär lite förenklat att:

- Utsläppsminskningmålet höjs från -43 till -62 procent till 2030.
- Att utsläppstaket sänks med 4,3 procent per år under perioden 2024-2027 och med 4,4 procent 2028-2030, jämfört med dagens nivå om -2,2 procent per år för hela perioden
- Nya sektorer omfattas, bland annat sjötransporter som inför gradvis under 2024-2026.
- Gradvis utfasning av gratis EUA för vissa sektorer
- Ökad finansiering för utfasning av fossila bränslen, via EU:s moderniseringsfond och innovationsfond.

Källa: Europeiska Rådet

Framtungt utbud ger kortsiktig prisnedgång...

Det länge låga priset på utsläppsrätter gjorde att pressen på koldioxidintensiva bolag uteblev, men i takt med att taket sänks mer aggressivt och utsläppsminskningmålet har höjts har prisbildningen förändrats. Att EU:s politiker stärkt sina klimatambitioner mitt i den värsta energikrisen på 40 år har också bidragit. De svåra omständigheterna har mötts med "frontloading" där utbudet av EUA som tidigare planerats för auktionering under senare delen av decenniet flyttas fram till att istället auktioneras ut under de kommande 2-3 åren. Utbudet av EUA kommer till följd av detta att öka något under 2024 och 2025, vilket kommer pressa ned priserna på EUA i år. Dock innebär detta att utbudet minskar kraftigt från 2026 och framåt, det vill säga man skjuter problemet framför sig.

...men utbudsbrist driver priserna uppåt 2024

Risken är naturligtvis att vi om några år kommer se nya reformer och politiska ingripanden som åter ändrar spelplanen, men i dagsläget är vår prognos att den förväntade utbudsminskningen några år framåt i tiden kommer slå igenom i priserna redan nästa år, beroende på i vilken utsträckning deltagarna i auktionerna har framtidssäkrat sina kommande utsläpp genom tidiga köp av EUA. I slutet av 2024 är vår bedömning att sk utility-bolag som tillhandahåller grundläggande hushållstjänster (exempelvis energi- och vattenbolag), har säkrat nära 50 procent av sina utsläpp för 2026 och 17 procent av 2027, och att de kommer ha svårt att hitta EUA-säljare för resterande delar. Vi har för närvarande en prognos för EUA-priset på 105 euro/ton för 2024, men om vi tar hänsyn till hela åtstramningen med det minskade utbudet från 2026 och framåt bör priset förmodligen ligga närmare 130 euro/ton.

Mycket görs, mer behövs

Utöver prisökningen på utsläppsrätter kommer åtgärder inom områden som energieffektivisering och förnybar energi att vidtas, alla med syfte att minska utsläppen av växthusgaser. Åtgärder inom energieffektivisering är inte alltid lätta att identifiera, medan investeringar inom exempelvis sol- och vindkraft är enklare att se och utvärdera, där solenergiinstallationer är snabba, och vindkraften har längre ledtider. Vår bedömning är att EU och Storbritannien behöver tredubbla antalet anläggningar för förnybar energi, och att ett högre pris på utsläppsrätter kommer att påskynda och underlätta denna utbyggnad.

Läs gärna också vår råvaruanalytiker Bjarne Schieldrops analys i ämnet; "Utility forward hedging will likely drive EUA prices rapidly higher in 2024"

Cecilia Kohonen

Kontakter

FICC Sales Stockholm

Valuta +46 8 506 232 34

Räntederivat +46 8 506 232 37

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 8 506 232 34

FICC Sales Göteborg / Malmö

Valuta +46 31 774 90 60

Räntederivat +46 31 774 91 00

Råvaror +46 8 506 233 91

Risk Advisory +46 31 774 91 10

Disclaimer

Informationen och bedömningarna i denna rapport har tagits fram av SEB Research, en avdelning inom SEB divisionen Large Corporates and Financial Institutions inom Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) ("Banken").

Rapporten är inte avsedd som investerings- eller finansieringsanalys och inte heller som investeringsrådgivning enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Innehållet i nyhetsbrevet är avsett för kunder med hög nivå av kunskap inom det finansiella området. Innehållet i rapporten är baserat på uppgifter från källor som Banken bedömer som tillförlitliga. Banken svarar dock inte för fullständigheten eller riktigheten av informationen. Informationen utgör inte något erbjudande om att köpa eller sälja några finansiella instrument. Hänvisning till finansiella instrument som getts ut av SEB ska därför i förekommande fall betraktas som marknadsföring. Den som tar del av informationen uppmanas att basera sina eventuella investeringsbeslut på undersökningar man själv bedömer vara nödvändiga, t.ex. genom att – i förekommande fall – ta del av investeringsanalys som tagits fram av Banken eller att läsa den produktinformation som finns tillgänglig. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Finansiella instrument kan både stiga och falla i värde och det är inte säkert att du får tillbaka investerat kapital. Faktablad och informationsbroschyr eller prospekt finns på www.seb.se. Banken förbehåller sig rätten att när som helst ändra innehållet i rapporten. Banken är inte ansvarig, i den utsträckning gällande lag tillåter, för vare sig direkt eller indirekt skada som beror av användandet av denna information.

Materialet riktar sig inte till personer vars medverkan kräver ytterligare prospekt, registrerings- eller andra åtgärder än vad som följer av svensk rätt. Det åligger var och en att iaktta sådana restriktioner. Materialet får inte distribueras i eller till land där distribution kräver ovan nämnda åtgärder eller strider mot reglering i sådant land. Materialet riktar sig således inte till fysiska eller juridiska personer hemmahörande i USA eller i något annat land där publicering eller tillhandahållande av materialet är förbjudet eller strider mot tillämpliga bestämmelser i landet.

Banken eller Bankens anställda kan äga eller på annat sätt ha intressen i finansiella instrument som nämns i rapporten, och banken kan även ha uppdrag (t.ex. inom Corporate Finance) från utgivare av sådana instrument. Enligt Bankens rutiner för hantering av intressekonflikter är dock SEB Research och dess anställda oberoende i förhållande till sådana innehav och uppdrag, t.ex. genom informationsbarriärer gentemot de enheter inom Banken där sådana intressekonflikter kan uppkomma.

Ögat innehåller även separata artiklar med information från SEB Corporate Sales, för vilka särskilda villkor gäller. Material från SEB Corporate Sales utgör inte oberoende objektiv analys och omfattas därmed inte av ovan nämnda rutiner för undvikande av intressekonflikter. Artiklar från Corporate Sales ska ses som information, inte investeringsrådgivning, och tillhandahålls utan anpassning till den enskilde kundens investeringar eller förhållanden i övrigt. Ersättning till anställda inom Corporate Sales kan, delvis, spegla resultatet för respektive enhet inom Sales. SEB tar, så långt lagen medger, inget ansvar för aktiviteter eller förpliktelser som uppkommer till följd av spridning av rapporten till andra än den avsedda mottagaren.

Upphovsrätt och andra immateriella rättigheter till sammanställningen innehas av Banken.