



Innehåll

Januari 2024

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Inflationsrisker	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	16
Aktiemarknaden	17
Tema: Den nya världen	18
USA	22
Tema: USA:s ödesval	25
Japan	28
Kina	29
Emerging markets	30
Euroområdet	32
Tema: Tyskland	35
Storbritannien	38
Norden	39
Sverige	40
Norge	44
Danmark	46
Finland	48
Baltikum	49
Litauen	50
Lettland	51
Estland	52
Nyckeltal	53
Kontaktuppgifter	58



Efterlängtade räntesänkningar i orolig värld

Efter några riktigt utmanande år för världsekonomin tas nu steg mot ökad stabilitet. Inflationen faller på bred front och öppnar vägen för lägre räntor, bättre vardagsekonomi för hushållen, lägre kostnader för företagen, stabilare konsumtion och på sina håll möjligheter till en mer aktiv finanspolitik.

Flera av de senaste årens orosmoln har i olika grad skingrats. Energipriserna fortsätter visserligen att variera, inte minst i Sverige där vintern hittills varit kall, men prisbilden har stabiliserats rejält och vi räknar inte med att de extrema pristopporna från 2022 kommer tillbaka. Även den stress i globala värdekedjor vi såg under 2021 och 2022 är i stort sett borta. Läger man därtill att den lika sällsynta som efterlängtade mjuklandningen för USA:s ekonomi ser ut att vara inom räckhåll, förstår man nästan Federal Reserve-ledamoten Christopher Waller när han i ett tal nyligen utbrast att "För en makroekonom är det här nästan så bra det kan bli".

Nåja, allt är förstås inte frid och fröjd bara för att en viss stabilisering äntligen kan skönjas. Tvärtom är världsekonomin i ett fortsatt skört tillstånd och även om USA undviker recession, är tillväxten på många håll syrefattig och riskerna är många. Givet hur överraskade de flesta blev av styrkan i inflationens uppgångsfas, kan vi heller inte vara säkra på hur dess nedgångsfas ser ut. Drabbas inflationsnedgången av bakslag minskar möjligheten för centralbankerna att sänka räntan och vi kan snabbt ha ett helt annat scenario för tillväxt, räntor och finansmarknader. Vi vet heller inte med säkerhet hur mycket av den redan genomförda penningpolitiska åtstramningen som slagit igenom på ekonomin, och vad som eventuellt återstår.

Till den makroekonomiska osäkerheten ska också läggas de politiska och geopolitiska riskerna. Kriget i Ukraina går snart in på sitt tredje år och även om den direkta ekonomiska påverkan på omvärlden har minskat

fortsätter konflikten att bidra till både mänskligt lidande och global osäkerhet. Detsamma gäller konflikten i Gaza, angreppen på handelsfartyg i Röda havet, attackerna och motattackerna mellan Iran och Pakistan, Nordkoreas nya och hätskare retorik mot Sydkorea samt det alltmer spända läget mellan Kina och Taiwan. Dessa konflikter, och andra exempel på ökad spänning mellan världens länder och regioner, ger både kort- och långsiktiga effekter. Det finns många tecken på att vi kan vara på väg in i en ny ekonomisk-politisk världsordning där politik, säkerhetsaspekter och en önskan om "strategiskt oberoende" tar över från de senaste decenniernas globaliserings- och liberaliseringstrend.

2024 är också ett så kallat supervalår. Över halva jordens befolkning bor i länder som har val i år, vilket aldrig tidigare har hänt. Presidentvalet i USA är mest uppmärksammat men även Indien, Storbritannien, Sydafrika, Ryssland, Indonesien, Bangladesh och en rad andra folkrika och viktiga länder håller nationella val, och i Europa har vi även val till EU-parlamentet. Det blir med andra ord massor av både ekonomi och politik som vi ser fram emot att tillsammans med er följa under året.

I denna utgåva av *Nordic Outlook* erbjuder vi fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Den osäkra inflationsutvecklingen
- Den nya ekonomisk-politiska världen
- USA:s ödesval
- Tyskland – EU-motorn som hackar

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 22

Tron på en mjuklandning stärks av att inflation och löneökningar dämpats. Ekonomin och arbetsmarknaden har förblivit motståndskraftiga, och Fed kan sänka räntan i maj utan att ekonomin gått in i en recession.

Kina | sid 29

Utan betydande tillväxtkatalysator spår vi fortsatt svag tillväxt närmaste två åren. Fastighetssektorn har fortsatta problem och lågt förtroende i den privata sektorn begränsar hushållens utgifter. Vi räknar med en BNP-tillväxt på 4,6 procent i år.

Euroområdet | sid 32

BNP-tillväxten väntas stegras under andra halvåret 2024 och en större sättning kan därför undvikas. Höstens överraskande snabba inflationsnedgång fortsätter vilket sannolikt får ECB att sänka räntan redan i mars i år.

Storbritannien | sid 38

Hög inflation och stigande räntor sätter tydliga spår i den brittiska ekonomin, och tillväxten blir låg i år. Inflationen faller tillbaka, men arbetsmarknaden är stram och lönetillväxten hög. Bank of England börjar sänka räntan under sommaren i år.



Internationell översikt

Ökad ekonomisk förutsägbarhet i fortsatt orolig värld

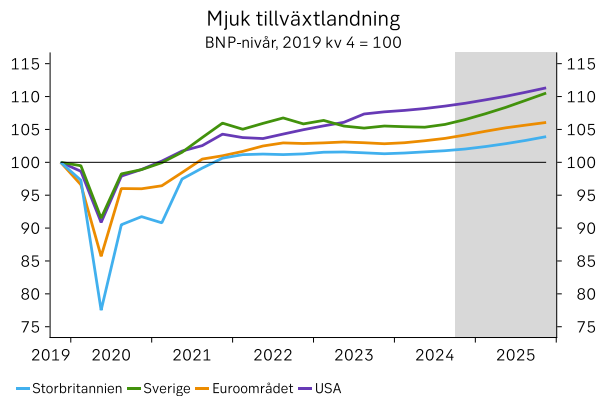
Trots det spända geopolitiska läget går vi in i 2024 med ett visst mått av optimism när flera ekonomier under hösten och vintern tagit steg i rätt riktning. Inbromsningen går i stort sett som väntat, riskerna är balanserade och mjuklandningsscenarioet lever. Inflationssnedgången ger hopp om lägre räntor, i vissa fall redan under våren. Sysselsättningen ligger kvar på en hög nivå och hushållens köpkraft kommer tillbaka. Utvecklingen skuggas dock av nya konflikter, ett rekordvarmt 2023 och ökade spänningar när relationer mellan länder, handel och industripolitik omvärderas.

Ett nytt år har inletts med minst sagt blandade intryck. Den ekonomiska förutsägbarheten har visserligen ökat men det är i en alltmer oförutsägbar värld. Det globala säkerhetspolitiska läget är allvarligt och har försämrats ytterligare på senare tid med fortsatta ryska angrepp på Ukraina, tydliga spridningsrisker från kriget mellan Hamas och Israel med attacker mot transporter i Röda Havet och ökade spänningar i Östasien. Samtidigt finns det goda skäl till ekonomisk optimism när inflationsfallet nu infrias i enlighet med våra tidigare prognoser. Det påskyndar även centralbankernas räntesänkningar och ger en mindre restriktiv penningpolitik 2024-2025.

De globala ekonomiska utsikterna är överlag positiva. Tillväxten 2024 blir visserligen syrefattig, främst i Europa, och arbetsmarknaden försämras, om än måttligt. Men grunden läggs för en återhämtning 2025, trots en miljö med förhöjd säkerhetspolitisk oro. Vi fortsätter att ha en, jämfört med konsensus, mer positiv syn på inflationen vilket är avgörande för våra centralbanksprognoser. Vi bedömer att det inte krävs stora BNP-fall för att få ned inflationen. Först ut att sänka räntan blir ECB i mars följt av Fed och Riksbanken i maj. Detta ger stöd till räntekänsliga sektorer. Lägre inflation ökar hushållens köpkraft. En mer förutsägbar ekonomisk värld ger stöd till riskaptit och globala börser samtidigt som konsumtion och investeringar stimuleras.

Inte en riskfri värld. Snabba vändningar är förenade med risker. Den räntevägg som centralbankerna rest kan ge fördröjda negativa effekter på både

realekonomin och det finansiella systemet. Vi ser också en risk för bakslag i inflationsbekämpningen på sikt med påföljande omprisning av räntesänkingsförväntningar. Supervalåret 2024 kan medföra stora förändringar kring globalt ekonomiskt och säkerhetspolitiskt samarbete samt steg mot en än mer polariserad värld om USA-valet leder till ett presidentskifte.



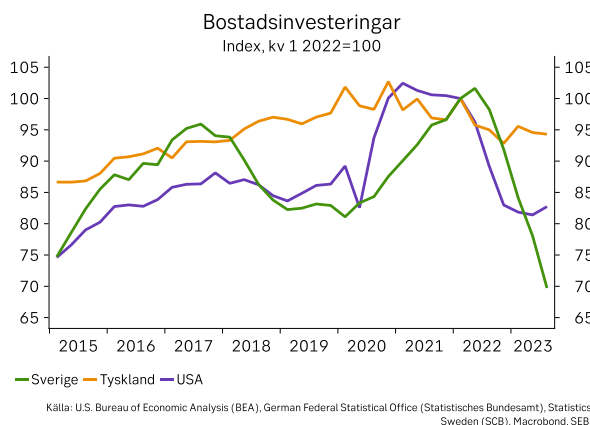
Vi ser en tydlig tillväxtinbromsning i flera länder men den är förvånansvärt mild i jämförelse med de senaste årens chocker och kriser. Skillnaderna mellan länder och sektorer består men prognosrevideringarna är totalt sett små. Flera länder lyckas mjuklanda och undviker betydande ekonomiska nedgångar och kraftigt stigande arbetslöshet. Detta scenario går stick i stäv med historiska mönster som snarare visat att hög inflation endast kunnat bringas under kontroll till priset av en kraftig nedgång i ekonomin. Statistiken så här långt ger stöd åt att den här cykeln kan vara ett undantag och vi fortsätter att tro att en mjuklandning är möjlig. Likväl kvarstår faktum: En global tillväxt på 3 procent eller lägre är syrefattig ur ett historiskt perspektiv.

Global BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring

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

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

USA-styrka och tyska svagheter. USA:s tillväxt och arbetsmarknad har fortsatt att visa motståndskraft samtidigt som inflation och löneökningar har dämpats. Under slutet av förra året och en bit in på det här året väntar vi oss en inbromsning av kvartalstillväxten som ändå håller sig på plus. I euroområdet står ekonomin och stampar kring nollstrecket. Tyskland går sämst när svag global efterfrågan, höga energipriser och en bakbunden finanspolitik sänker tillväxten (se Tema sid. 35). Indikatorbilden pekar på en svagare utveckling över lag, men ingen kollaps. Bostadsinvesteringar har varit ett tillväxtsänke i många länder men andra investeringar, inklusive de offentliga, har varit förvånansvärt starka. Tillväxtekonomierna (EM) växer något mer stabilt men Kina kämpar i motvind med att få i gång efterfrågan när hushållen sparar, problemen fortsätter i fastighetssektorn och geopolitiska spänningar dämpar handeln.

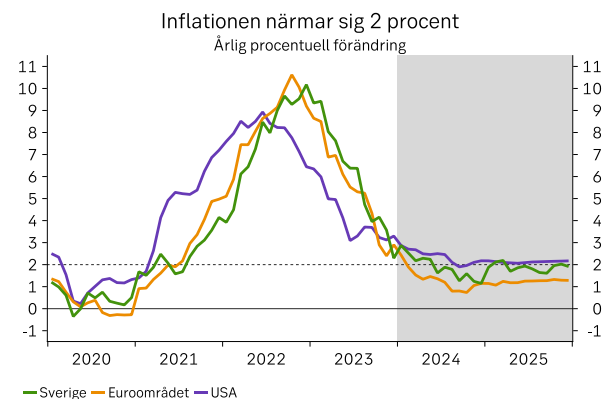


Inflationsutvecklingen helt avgörande

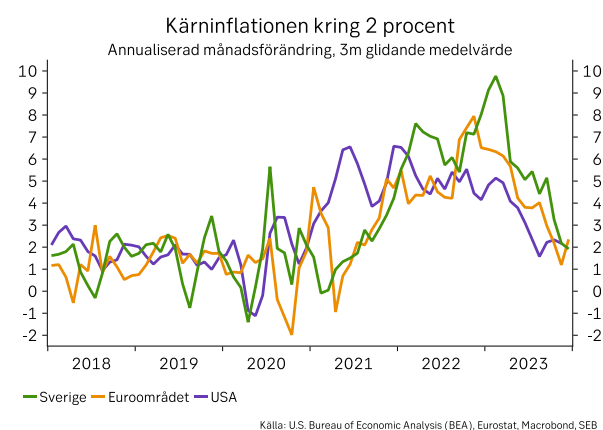
Vid sidan av förändringar i det säkerhetspolitiska läget är inflationen den faktor som blir avgörande för penningpolitik och räntor, hushållens köpkraft och företagets investeringar. Även om det fortfarande finns frågetecken kring underliggande pristryck för tjänster och från löner, pekar utvecklingen ändå på att inflationen faller tillbaka mot centralbankernas mål. Vår prognos innebär att både total- och kärninflation hamnar nära Feds, ECB:s och Riksbankens mål inom några månader. Svagare konjunktur och höga lagernivåer tvingar många företag att avstå prishöjningar och anpassa produktionsnivåer. Baseffekter (när en ny månad med låg inflation ersätter en höginflationsmånad i årsförändringstalen) spelar också roll, men vi ser en bredare nedgång i inflationen.

Prismomentum är i fokus. Inflationen på årsbasis ger en bakåtblickande bild av prisutvecklingen och visar inte fullt ut den senaste tidens inflationsnedgång. För att fånga aktuellt prismomentum är den månatliga prisförändringen (eller förändringen de senaste tre månaderna för att jämma ut utvecklingen något) mer i

fokus. Uppräknat till årstakt hamnar inflationen då nära 2 procent enligt senaste utfallen och vi tror att trenden fortsätter nedåt. Det innebär att vi om ett par månader bör ha inflationstal som även de databeroende centralbankerna kan se som tillräckligt uthålligt låga för att påbörja en räntesänkingscykel.



Både utbuds- och efterfrågefaktorer stödjer en lägre inflation. De två senaste årens räntehöjningar har haft effekt och dämpat efterfrågetrycket i ekonomin. Från kostnadssidan faller breda producentpriser, bl a genom att de flesta råvarupriser fallit och globala värde- och transportkedjor normaliserats. I skrivande stund utgör händelserna i Röda havet en osäkerhetsfaktor som kan ge kortsiktiga produktionsstörningar och inflationsimpulser. Vi bedömer dock inte dessa störningar i sig som tillräckligt omfattande för att i grunden kunna förändra bilden av en fallande global inflation.

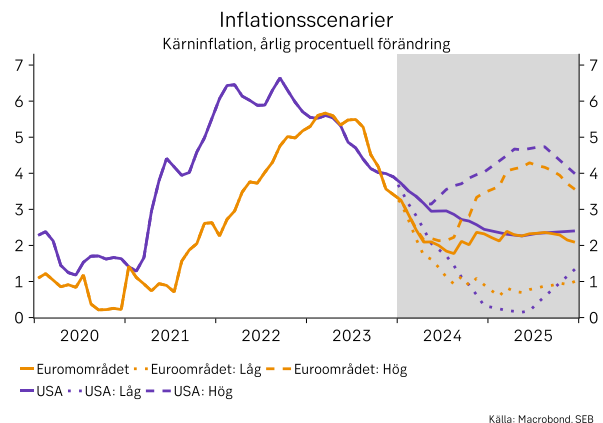


Ny inflationsmiljö? De senaste årens chocker och kriser har tydligt visat att en inflation på eller nära 2 procent inte är självklar. Även om inflationen är på väg ner är många krafter nu i rörelse som kan förändra inflationsmiljön framöver, på både upp- och nedsidan. Energiomställningen är ett exempel som under i alla fall en övergångsperiod kan ge högre och mer volatila priser. Likaså kan AI-utvecklingen öka produktiviteten (lägre inflation) men där är genomslaget i tid och rum osäkert.

Hög sannolikhet för positiva inflationsutfall

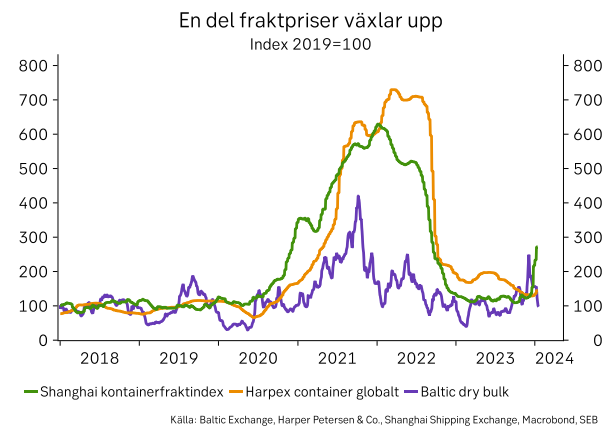
Att inflationsnedgången den senaste tiden överraskat positivt i Europa tolkar vi som ett tecken på att även efterfrågekrafter nu mattats av i takt med lägre ekonomisk aktivitet. Något högre löneökningar än historiska mönster i flera västländer är en oro men att vi nu är i ett läge där inflationskrafterna på mer bred front verkar i samma riktning gör att vi på kort sikt ser något större sannolikhet för att inflationen överraskar på nedsidan än på uppsidan. Inflationsutsikterna omgärdas dock i nuläget av ovanligt stor osäkerhet. Denna riskbild och vad som skulle kunna utlösa en lägre, eller högre, inflationsbana illustreras nedan (och i tema på sid. 12).

Underskattar vi inflationens fallande trend? Kraften i de senaste årens inflationsuppgång överraskade de flesta. Vi har under framför allt hösten också sett att den nedåtgående trenden varit kraftig, i en del fall överraskande kraftig, och att de höga inflationssiffrorna var tillfälliga. Men även om inflationstakten bromsar in ligger prisnivån kvar långt över sin historiska trend och i huvudprognosen kommer de flesta priser också ligga kvar på en hög nivå. Men det är inte säkert och om vi ändå tänker oss att en tredjedel av prisuppgången på varor och livsmedel men även delvis tjänster skulle reverseras, då faller kärninflationen till under 1 procent i slutet av 2024 och ligger kvar på den nivån även 2025 samtidigt som total inflation går under nollstrecket. En sådan utveckling skulle spä på efterfrågan via realinkomster och större räntesänkningar. Vi skulle troligen även få en högre tillväxt i länder med hög räntekänslighet, som de nordiska.



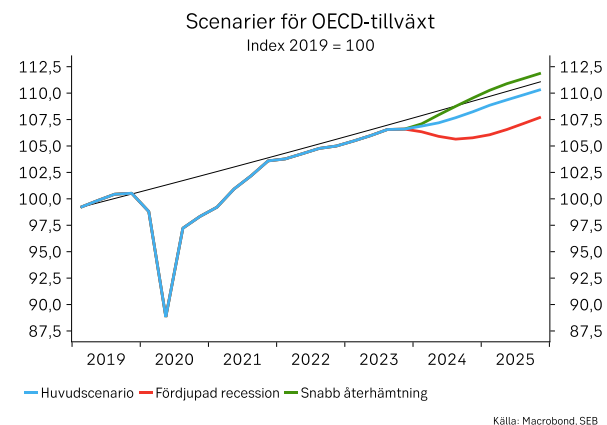
Geopolitiken kan ge ny inflationsbrasa. Energiprischocken 2022 var ett tydligt exempel på hur snabbt ekonomiska förutsättningar kan ändras. I ett höginflationsscenario antar vi en utveckling som liknar 1970-talet där inflationen steg i två cykler, båda utlösta av stigande oljepriser. Vi räknar i detta fall med att den andra vågen (tvärtemot situationen på 1970- och 80-talet) blir mildare än den första och att den drivs av

högre energi- och matpriser med spridningseffekter till andra varor och tjänster. Med en kraftigare prisuppgång kommer centralbankspolitiken att än hårdare ställas inför dilemmat att strama åt för att få kontroll över inflationen, samtidigt som tillväxten växlar ner ytterligare. Både korta och långa räntor kommer att stiga och hushåll, som redan är finansiellt pressade, drar ner på konsumtionen och bostadsprisfallet tar åter fart, särskilt i räntekänsliga ekonomier.



Balanserad riskbild för global tillväxt

I *Nordic Outlook*-uppdateringarna under 2023 såg vi riskerna som balanserade eller något på nedsidan. Underskattad räntekänslighet, geopolitik och finansiella risker var drivande i våra nedåtsscenarier förra året. Det genomgående temat för positiva tillväxtscenarier var kopplade till positiva inflationsöverraskningar.



Alternativa inflationsbanor kan ge bättre eller sämre tillväxt.

En hel del frågetecken kring inflation, centralbankspolitik och tillväxtinbromsning har klarnat och vi ser riskbilden för våra positiva respektive negativa scenarier som balanserad. Inflationen spelar huvudrollen i båda scenarier denna gång. Tillväxtscenarierna är inte direkt kopplade till de alternativa inflationsscenarierna som dock illustrerar möjliga förlopp (se tema sid. 12). Som beskrivits ovan, ger en snabbare inflationsnedgång bättre realinkomster och snabbare

räntenedgångar som krattar manegen för att investeringar ska växla upp. Å andra sidan är det geopolitiska läget mer uppskruvat än på länge och stora svängningar i t ex marknadsprissättning på räntemarknaden och höstens börsuppgång, ger en oro för bakslag. Skulle konflikterna i Mellanöstern eskalera, med stigande energi- och fraktpriser som följd, ligger en repris på inflationsuppgången 2021-2022 nära. Givet att bl a arbetslösheten är relativt låg i många länder ser vi mindre uppåtpotential i det positiva scenariot jämfört med avvikelserna på nedsidan i det negativa.

Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

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

Källa: SEB

Växande rivalitet förändrar världen

Det globala samarbetet utsätts för flera prövningar. Efter 30-40 år med avreglering inom global handel och en tillväxt i multilaterala samarbeten, tar världen nu steg i omvänd riktning. Pandemin, kriget i Ukraina och ökade spänningar mellan t ex USA och Kina visar på sårbarheten i globala värdekedjor och vilka risker som byggts upp inom ett antal strategiska områden. Den tidigare optimistiska (eller naiva) synen att handel demokratiserar världen och omöjliggör konflikter överges nu och i stället införs handelshinder, tullar och subventioner.

Globalisering ersätts av regionalisering och fragmentering.

Utvecklingen drivs delvis av en vilja att korrigera tidigare misstag och marknadsmisslyckanden men den har också tydliga inslag av protektionism, där politiker vill gynna den inhemska produktionen och ta tillbaka nationell kontroll över industripolitiken (se Tema sid. 18). Hur stora förändringarna blir och vilka de ekonomiska effekterna blir, på kapitalflöden, investeringar, priser mm, är osäkert, men det är frågor som vi måste förhålla oss till framöver. Det är speciellt viktigt för små exportberoende länder som de nordiska att EU utgör en stark röst när nya regelverk mejslas ut.

Räntesänkningar präglar 2024-2025

Flera centralbanker bekräftade i slutet av 2023 att styrräntetoppen nåtts samtidigt som dörren öppnades – t ex av Fed – för en mindre åtstramande penningpolitik framöver och sänkt styrränta. Realräntefall och stigande börser har redan bidragit till mindre strama finansiella förhållanden. Våra styrränteprognoiser från i

höstas har bekräftats med stöd av ett fortsatt kärninflationsfall och fallande inflationsförväntningar. ECB blir först ut av centralbankerna att sänka räntan i mars medan t ex Fed och Riksbanken avvaktar till maj. Bank of Japan går en egen väg och överger sin minusränta under året men ligger kvar på extremt låga 0,10 procent i slutet av prognosperioden. Även om räntetoppen i t ex USA enligt senaste marknadsprissättningen bedöms bli mindre utdragen, är den inte extremt kort i ett historiskt perspektiv. Med en Fedsänkning i maj blir den 9 månader lång och topparna har sedan 1990-talet varierat mellan 5 och 18 månader.

Centralbanker

Styrräntenivåer i slutet av året i procent

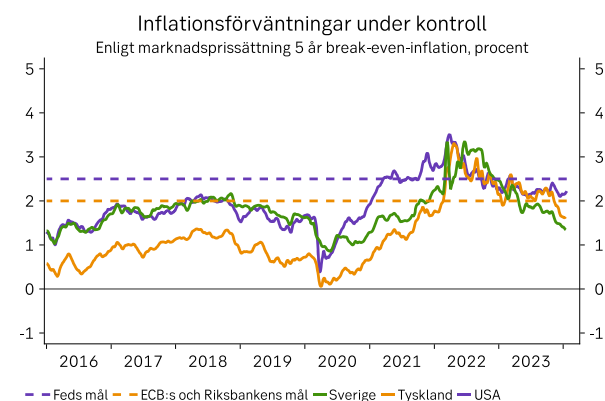
	18 jan	2024	2025
Federal Reserve	5,50	4,00	3,00
ECB*	4,00	3,00	2,00
Bank of England	5,25	4,00	2,75
Norges Bank	4,50	4,00	3,00
Riksbanken	4,00	3,00	2,25

*Inlåningränta

Källa: SEB

Centralbankerna behöver förhålla sig till det faktum

att (1) korta realräntor just nu stiger med fallande inflation i en miljö med lägre aktivitet och (2) neutrala reala räntan kan återgå till de låga nivåerna före pandemin vilket gör politiken mer restriktiv ju längre styrräntan ligger kvar på dagens nivåer. Vår prognos för t ex USA:s och euroområdet kärninflation visar att inflationsmålen nås under prognosperioden. Det minskar behovet av en restriktiv penningpolitik, d v s styrräntor över 2-2,5 procent. Stressen för högre inflation på lång sikt p g a strukturella förändringar, t ex en mer fragmenterad världsekonomi och energiomställningen, dämpas av att marknads långsiktiga inflationsförväntningar varit överraskande stabila under inflationschocken. De har t o m varit i en fallande trend de senaste två åren.



Källa: Macrobond, SEB

Senare i år väntas Fed dra ner på takten i minskningen av sin balansräkning (kvantitativ åtstramning, QT). Beslutet är inte i första hand penningpolitiskt motiverat utan relaterat till det finansiella systemets behov av kortfristig likviditet. När tillgångsköpen genomfördes, t ex i samband med pandemin, fanns tre skäl: (1) signalera att policyräntan skulle förbli låg under lång tid, (2) pressa ned långräntan och (3) säkra finansiell stabilitet. QT-politiken har varit mindre betydelsefull som penningpolitiskt verktyg och i stället motiverats av en vilja att normalisera centralbankernas balansräkningar och därigenom minska mängden överskottslikviditet. Hänsyn till finansiell stabilitet är dock viktig för hur snabbt centralbankerna går fram i denna process.

Energi: Lägre men ändå höga priser
Olja och framför allt europeiska gaspriser har fallit rejält sedan toppen i augusti 2022. Trots det är efterfrågan på naturgas fortfarande 15 procent lägre än normalt i Europa, om vi bortser från tillfälliga vädereffekter. En förklaring är att energi fortfarande är dyrt med naturgas- och elpriser ca 60 respektive 110 procent över det genomsnittliga priset 2010-2019. Till det kommer att Europas kostnadsläge försämrats relativt omvärlden. Europeiska energipriser använder relativt dyr gas och på toppen av det har CO₂-skatter ökat, medan många andra länders energikostnad utgår från billigare kol. USA har t ex klart lägre naturgaspriser och i de flesta fall är påslaget av miljöskatter lägre. Hushållen har svårt att i någon större utsträckning variera sin energikonsumtion på kort sikt, men denna relativa energiprisförändring är något som påverkar företag och bidrar till att efterfrågan fortsatt är lägre än normalt. Prognosen för gas och olja avviker inte särskilt mycket jämfört med dagens pris. Oljepriset ligger mellan 85 och 90 dollar per fat 2024-2025 och priset på naturgas stabilt på 40 dollar per MWh.

Centralbankspolitiken styr lågräntor
Positiva inflationsövertäckningar i höstas och marknadsförväntningar om tidigare och snabbare räntesänkningar fick långa räntor att falla rejält i slutet av förra året. Nedgången sedan toppen i oktober 2023 innebär att de styrräntesänkningar som ligger i vår prognos i stort sett har diskonterats. Med långa räntor på redan låga nivåer är den fortsatta nedåtpotentialen begränsad och en fortsatt nedgång kräver troligen att marknaden prisar in ännu fler centralbankssänkningar. Kvantitativa åtstramningar (QT) begränsar också nedåtpotentialen. Det finns vidare en osäkerhet kopplad till stora underskott, framför allt i USA. Men vi tror trots allt inte att emissionsvolymerna kommer att vara en

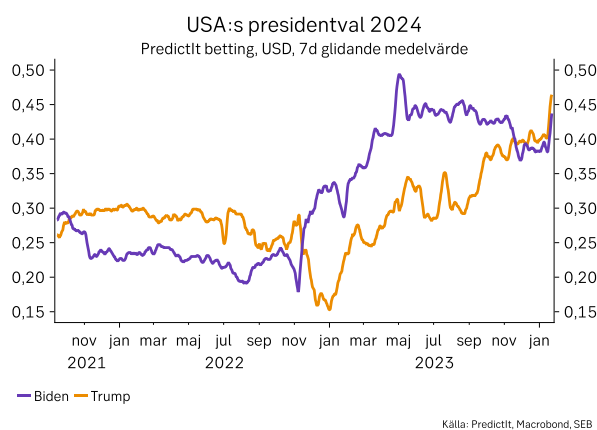
drivande faktor de kommande åren när USA bl a väntas emittera mer korta papper för att lätta på trycket för längre löptider och Fed väntas minska QT-volymerna tidigare än marknaden väntat sig. Vi väntar oss att USA:s 10-åriga statslåneränta faller till 3,60 procent mot slutet av 2025. Den tyska motsvarigheten ligger då på 2 procent.

Kronvändningen har börjat
EUR/USD bottnade i september 2022 efter att dollarn uppvisat en nästan 15-årig styrka. Stora delar av eurons appreciering mot dollarn kom relativt tidigt efter vändningen och under 2023 var den fortsatta vägen upp för euron volatil. Vi tror på en högre EUR/USD under kommande år drivet av bättre riskaptit och bättre räntedifferens i takt med att Fed nödvändigtvis inte sänker före ECB, men i en snabbare takt. I ett bredare valutaperspektiv väntar vi oss att ekonomier (och valutor) som gått svagt p g a hög räntekänslighet får en omvänd effekt när räntor sänks under 2024 och 2025. Det gör att t ex JPY, NOK, NZD och AUD blir vinnare. Även SEK bör gynnas trots att merparten av kronförstärkningen troligen kom redan i slutet av 2023.

Stöd för krona och krone på kort och lång sikt.
Vändningen för den svenska kronan i slutet av fjolåret var kraftig och kom efter en svag inledning 2023 där vi nådde runt 12 kronor mot euron, men där vi sen slutade på drygt 11,10. Vår prognos är att kronförstärkningen, efter en paus, kommer att fortsätta drivet av mjuklandning i USA, kommande räntesänkningar och förbättrad riskaptit som ett sådant scenario väntas medföra. Vi tror även på kronstöd in i 2025, men då mer med stöd av att den räntekänsliga svenska ekonomin bör växa snabbare, d v s omvänt utvecklingen när räntor snabbt höjdes och ekonomin bromsade in rejält. Samma faktorer talar för norska kronen som dessutom får stöd av att Norges Bank går senare och långsammare fram med sina räntesänkningar.

Supervalåret 2024
I år kryddas den geopolitiska osäkerheten med att länder med totalt mer än halva jordens befolkning, drygt 4 miljarder, går till val. Till viss del kan denna siffra ge en överdriven förhoppning om förändring när bara drygt hälften av valen bedöms vara fria. Valet i Taiwan för ett par veckor sedan (som tillhör kategorin fria val) har drivit upp osäkerheten kring Kinarelationen då det mer Kinakritiska regeringspartiet DPP segrade. Högst på årets politiska agenda hamnar dock utan tvekan USA:s presidentval i november. Det mesta pekar på en returmatch mellan sittande president Biden och före detta president Trump. Presidentvalet i USA är viktigt ur flera internationella perspektiv, som Parisavtalet, Nato och

stöd till Ukraina (se tema sid. 12). Till det kommer val i flera andra folkrika nationer (8 av de 10 folkrikaste) som t ex Indien, Pakistan, Bangladesh, Indonesien, Mexiko och Ryssland. I EU sker även val till EU-parlamentet. Även om politiska förändringar ofta tar tid, sker nu valen i ett läge med geopolitiska spänningar och pågående krig samtidigt som nya regelböcker skrivs kring handel, miljöfrågor, globala samarbeten och konfliktlösning. Det gör att årets många val kan spela en större roll än vanligt. Vi ser också att det i många länder finns ett ökat stöd för nationalistiska partier vilket kan försvåra internationella samarbeten framöver.



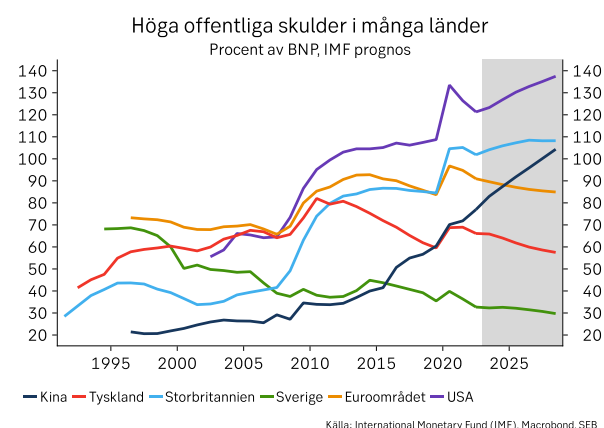
Aktier har en del kvar att ge

Börsavkastningen förra året, efter höstens uppgång, överraskade nog de flestas förväntningar från när året började. Uppgången, som drevs av tron på en mjuklandning, lägre inflation, lägre långräntor och heta AI-aktier, letar nu nya drivkrafter. Om huvudscenariot för världsekonomin slår in är den viktigaste drivkraften vinsttillväxt, men det kommer sannolikt att dröja ett par kvartal innan vi ser en sådan effekt på globala börser. Vi väntar oss en viss volatilitet när vinster ska ta över som drivkraft, framför allt i vänteläget innan vi ser att BNP-tillväxten växlar upp. Redan högt värderade aktier, framför allt teknikaktier, behöver bevisa sitt värde i vinster. Börsscenariot är att en uppgång kan inledas när räntesänkingscykeln startar. Medan vi väntar på makroåterhämtningen riktas istället fokus mot "2023-förlorare" som nordiska bolag, småbolag och fossilfri energi.

Finanspolitik med fokus på nödvändigheter

Trots en syrefattig konjunktur blir finanspolitiken i stort sett neutral de kommande åren vilket underlättar för centralbankernas räntesänkningar. Redan hög offentlig skuldsättning begränsar på många håll manöverutrymmet och har då och då under det senaste halvåret uppmärksamats som ett orosmoln på finansmarknaderna. I flera fall utgör dessutom finanspolitiska regelverk, en del pausades under pandemin och

energikrisen, begränsningar för hur expansiv politiken kan bli. Länder som Sverige och Tyskland, med relativt låg skuldsättning och som drabbats ganska relativt hårt tillväxtmässigt det senaste året, skulle kunna föra en mer aktiv finanspolitik. I de fallen är det snarare kombinationen av regelverk och politisk vilja som utgör begränsningen. Den politisk viljan som dock kan förstärkas av att inflationen nu faller och därmed försvinner som begränsande faktor för t ex svensk finanspolitik. Utrymmet för höjda bidrag eller sänkta skatter begränsas dock även av behov av att satsa mer på försvar, säkerhetspolitik och grön omställning i kölvattnet av det spända geopolitiska läget och förra årets rekordtemperaturer.



Tema:

Inflationsrisker

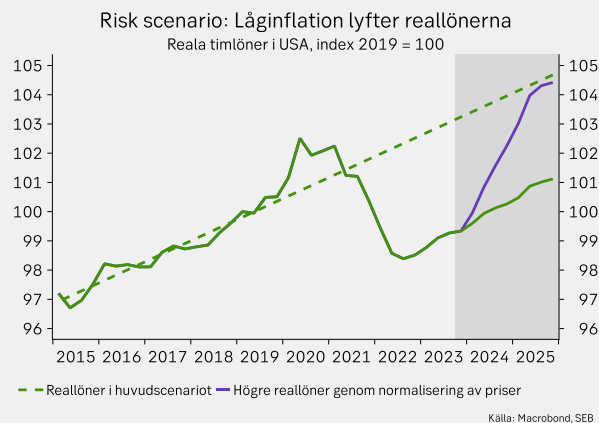
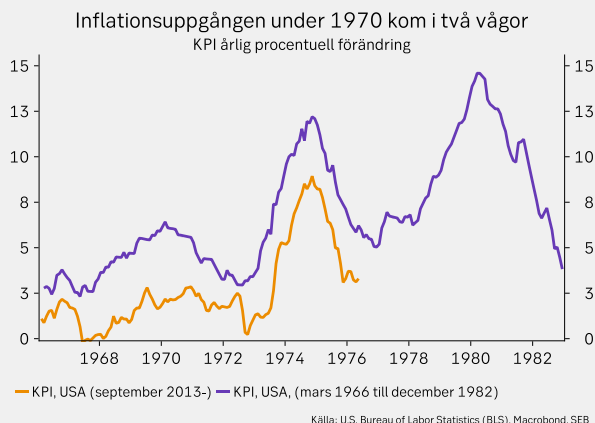
Underskattar vi nedåtkrafterna eller kommer en ny våg?

Inflationen är tydligt på väg ned runt om i världen och både vi och marknaden räknar med att den under 2025 ligger nära centralbankernas mål, efter en kort period med inflation under målen. De senaste årens stora prisökningar utgör dock ett tydligt trendbrott jämfört med den långa perioden av mycket stabil inflation som inleddes i mitten av 1990-talet. Den här temaartikeln lyfter fram det som vi ser som de främsta riskerna i våra prognoser och ger exempel på hur scenarier med låg- respektive hög inflation kan se ut. Fokus i artikeln är på USA och euroområdet men riskerna är snarlika i de flesta länderna, inklusive Sverige. Riskerna under de närmaste 12-18 månaderna bedöms vara störst på nedsidan.

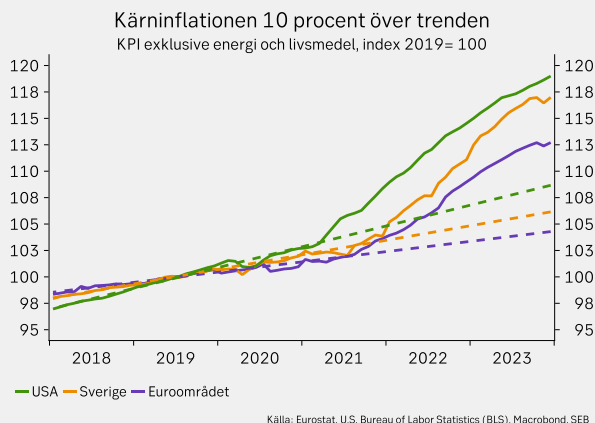
Inflationskraften har överraskat. Kraften i de senaste årens inflationsuppgång har överraskat både centralbanker och prognosmakare. Startpunkten för uppgången var exceptionell med extremt stora finanspolitiska stimulanser som ökade efterfrågan samtidigt som nedstängningar gav stora produktions- och transporstörningar. Pandemin följdes av kriget i Ukraina med kraftiga prisökningar på energi och livsmedel.

Uppgången var tillfällig trots allt. Under det senaste 6-12 månaderna har inflation och inflationsförväntningar fallit snabbt och det mesta tyder på att uppgången var tillfällig. Det råder dock stor osäkerhet om hur långt inflationstakten kommer att falla eller om en del av prisuppgångarna till och med kan komma att reverseras. Samtidigt visar de senaste åren att låg inflation inte kan tas för givet och det komplicerade geopolitiska läget gör att risken för nya produktions- och prisstörningar inte är obetydligt. Bl a har utvecklingen under 1970-talet tagits upp som ett exempel. Då kom inflationen i två vågor där båda uppgångarna inledningsvis drevs av att oljepriset steg. Med dessa risker som utgångspunkt har vi tagit fram riskscenarier för inflationen i euroområdet och USA.





Nedåtrisk: Delar av prisuppgången under 2021-2023 reverseras. Inflationstakten har saktat in men prisnivån är fortfarande långt över trenden som rådde fem år före pandemin. Reallöner är samtidigt, trots en viss återhämtning, långt under sin historiska trend och den nedgången förklaras inte av fallande produktivitet.



Trots snabbt stigande löner kompenseras bara en mindre del av prisuppgångarna och vår huvudprognos ger vid handen att reallönerna fortsätter att ligga långt under trenden från före pandemin. Högre vinstmarginaler i näringslivet har bidragit till prisuppgången även om det finns betydande skillnader mellan olika branscher. Priserna på både livsmedel och andra varor ligger 15 procent över trenden från före pandemin samtidigt som hyror och andra tjänster ligger knappt 10 procent högre. Huvudprognosen är att t ex varupriser generellt inte kommer att falla, vilket är i linje med det historiska mönstret. Men om vi ändå antar att knappt 30 procent av avvikelsen från trend sluts under de närmaste två åren skulle reallönerna återgå till trenden 2015 - 2019. Det skulle medföra att kärninflationen tillfälligt faller till nära noll i slutet av 2024 och därefter stiger till ca en procent i slutet av 2025. Den totala inflationen faller till strax under noll under samma period.

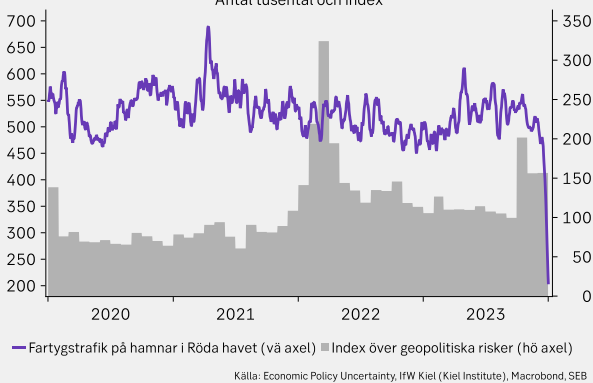
Dynamiken för euroområdet blir snarlik på totalen men det finns skillnader i hur olika delar av KPI reagerar. Även om ursprunget till inflationsuppgången är detsamma, går det inte blunda för att de finanspolitiska stimulanserna påverkat efterfrågan i väsentligt större grad i USA än inom euroområdet. Resursutnyttjandet har dessutom varit och är mer stramt i USA. Det bidrar till att det antagligen finns en större efterfrågekomponent i USA:s inflation vilket bidrar till att reverseringen för exempelvis tjänstepriser blir mindre i euroområdet. I gengäld påverkades varupriserna i euroområdet i högre grad av de höga energipriserna, varför nedgången för varupriser är större i euroområdet än i USA. Mätt som kärninflation blir scenariot lika för båda.

Reallöner i euroområdet påverkas starkt av energipriser, vilket bidragit till att de i utgångsläget fallit mer än i USA. Pristoppen är passerad sedan länge men kvardröjande effekter av prisregleringar och olika kontraktsformer gör att energikomponenten i inflationsmättet rör sig trögt. Antagligen finns det motverkande faktorer men det innebär att reallöner återhämtar sig lite snabbare mot slutet av prognoshorisonten, när energipriserna fortfarande håller KPI under 2 procents årlig ökningstakt.

Uppåtrisk: Ny geopolitisk oro. Att bestämma magnituden för effekterna av en ny geopolitisk kris, som skapar en andra våg med stigande råvarupriser samt produktions- och transportproblem, är svårare än för scenariot med låg inflation. Höginflationsscenarioet påminner om det som hände på 1970-talet där inflationen steg i två cykler, båda utlösta av kraftigt stigande oljepriser. Till skillnad från 1970-talet antas nu den andra vågen av prisuppgångar bli mer begränsad än den första. Scenariot antar att internationella priser på livsmedel och varor stiger till en nivå som är 10 procent högre än toppnivåerna 2022, medan priserna på olja, naturgas och el stiger med 30 procent från nuvarande nivåer. Prisuppgången på bearbetade varor drivs av en

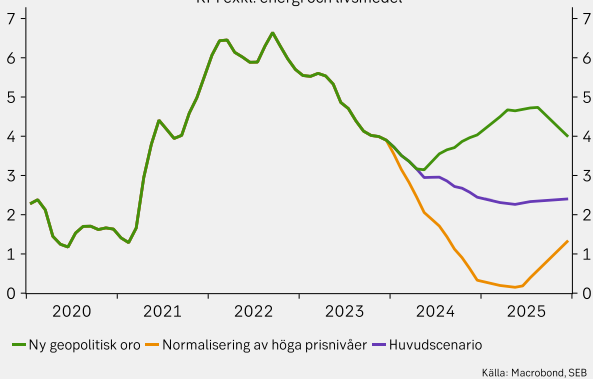
kombination av andra ordningens effekter från ökade priser från energi och andra insatsvaror, och av utbudsrestriktioner orsakade av hinder för världshandeln. Högre inflationsförväntningar bidrar till att lönerna i detta scenario ökar snabbare. Priserna på livsmedel och andra varor ökar under drygt ett och ett halvt år med fem procent mer än i grundscenariot, medan tjänstepriserna ökar med tre procent mer. Resultatet blir att kärninflationen i USA stiger till drygt 4,5 procent under 2024 för att därefter falla tillbaka mot slutet av 2025. En snabb uppgång för energipriserna gör att den totala inflationen stiger till 5,5 procent i början av nästa år för att därefter falla tillbaka något.

Risk scenario: Geopolitiska risker ger andravåg av prisökningar
Antal tusental och index



Även i scenariot med en andra inflationsvåg blir avvikelserna för USA och euroområdet snarlika, även om dynamiken ser lite annorlunda ut. Olika institutionella förutsättningar brukar innebära att ekonomin i USA responderar både snabbare och med större volatilitet än i europeiska ekonomier. Typexemplet är de snabba förändringarna på arbetsmarknaden och anpassningen av löner. Det syns dock också i en större variation när man jämför olika delar i KPI-korgen.

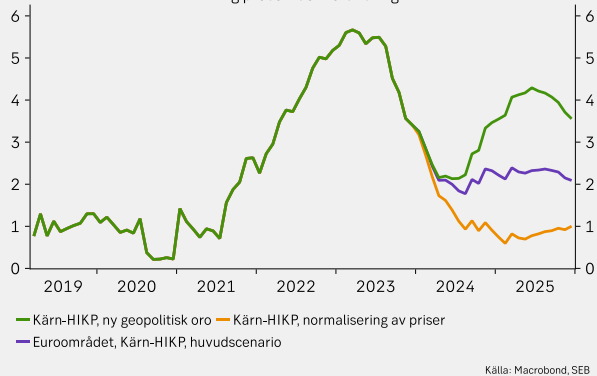
Riskscenarier för kärninflationen i USA
KPI exkl. energi och livsmedel



USA har i utgångsläget ett stramare resursutnyttjande, vilket även i detta scenario bidrar till att tjänstepriserna reagerar kraftigare på olika spridningseffekter.

I gengäld påverkas euroområdets utsatta energiläge av att varupriserna påverkas i större utsträckning. Även livsmedel och energin ger större bidrag till inflationen och trots en lägre kärninflation blir euroområdets KPI-avvikelse större i det högre scenariot jämfört med USA.

Riskscenarier för kärninflationen: Euroområdet
Årtlig procentuell förändring



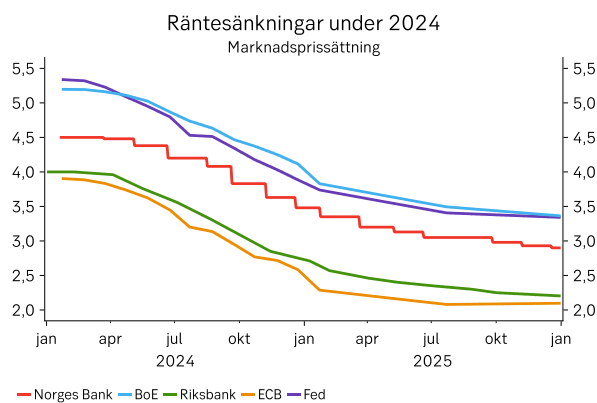
Symmetriska scenarier kan ge asymmetrisk penningpolitisk reaktion. De två olika scenarierna ger en i stort sett symmetrisk bild i förhållande till vårt huvudscenario. Men den penningpolitiska responsen kan bli något annorlunda. I scenarier där prisnivåer delvis reverseras återställs i viss utsträckning relativpriser och det går säga att vissa priser varit omotiverat höga. Vinstmarginaler faller medan löneandelen återtar förlorad mark. Den lägre inflationen förbättrar hushållens köpkraft utan att centralbankerna behöver stötta efterfrågan ytterligare, även om det sannolikt innebär att styrräntor kan sänkas något tidigare och något mer under prognostiden. I scenariot med en andra våg kommer däremot centralbankerna att behöva agera mer kraftfullt för att ytterligare dämpa inflationen, bl a drivet av kompensationskrav från kommande avtalsrörelser. Det kan ske antingen via ytterligare höjd ränta eller genom att hålla den hög under en lång tid framöver. I jämförelsen med 1970-talets andra våg är det viktigt att komma ihåg att vi då hade en annan penningpolitisk regim och att med dagens system borde en andra våg begränsas relativt snabbt.

Räntemarknaden

Centralbanker i förarsätet

Långa räntor har redan diskonterat den kommande räntesänkingscykeln och fallit till nivåer som innebär att nedsidan framöver är begränsad så länge marknaden inte prisar in lägre styrräntor än vad vi har i våra prognoser. Kvantitativ åtstramning (QT) och ökade emissioner väntas pressa upp svenska räntor och öka ränteskillnaden mot Tyskland. Att Norges Bank sänker senare och ökade emissioner begränsar nedsidan för norska obligationer.

Inflationsöverskraskningar på nedsidan och lägre styrränteförväntningar ledde till kraftiga obligationsräntefall under fjärde kvartalet i fjol. Räntekurvorna i USA, euroområdet och Skandinavien är inverterade med långa räntor som redan handlas på låga nivåer. Långränteutvecklingen kommer i första hand att bero på hur förväntningarna på den kommande räntesänkingscykeln utvecklas.



USA-räntor: Fokus på styrränteförändringar.

Historiskt sett tenderar långa räntor att ha en fallande trend genom hela räntesänkingscykeln. Givet redan låga långräntenivåer är nedsidan relativt liten även om Fed sänker styrräntan till vår prognos på 2,75-3,00 procent i slutet av 2025. Tydligare svaghetstecken på arbetsmarknaden kan tillfälligt få långa räntor att falla mer, till nivåer som inte är hållbara om en mjuklandning bekräftas under året. Obligationsutbudet kommer inte att vara en viktig drivkraft för obligationsräntor 2024, särskilt då det dämpas av att Fed sannolikt bromsar QT-politiken. Den 10-åriga statsräntan ligger på 3,80

procent i mitten av 2024 innan den sjunker något till cirka 3,60 procent 2025.

Euroområdet: Bara lite lägre långräntor. Vår prognos är att Europeiska centralbanken (ECB) kommer att börja sänka styrräntorna i mars och att inlåningsräntan når 2 procent i slutet av 2025. Långa räntor i kärnländerna är redan låga och vi förväntar oss endast mindre rörelser nedåt under de kommande två åren. ECB har beslutat att värdepappersinnehaven ska minska i snabbare takt från och med juli, vilket tar bort en del effekt av lägre korta räntor. Vår prognos är att tyska 10-årsräntan fluktuerar runt 2 procent under 2024 och 2025.

10-åriga statslåneräntor

Procent

	Jan 18	Jun 2024	Dec 2024	Dec 2025
USA	4,14	3,80	3,70	3,60
Tyskland	2,31	2,10	2,00	2,00
Sverige	2,28	2,35	2,30	2,40
Norge	3,59	3,50	3,25	3,15

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: QT pressar upp räntan. Efter att gradvis ha ökat, minskade den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland mot slutet av fjolåret. Vi förväntar oss att den uppåtgående trenden återupptas. Riksbanken indikerade tydligt att statsobligationsförsäljningarna kommer att öka igen i februari och vi räknar med att månadsvolymerna höjs från 5 till 7-8 miljarder kronor. Riksgälden kommer troligen också att successivt öka obligationsutbudet under 2024 när Riksbanken ska tillföras nytt kapital (ca 40 miljarder kronor) och p g a ett större statligt budgetunderskott. Ränteskillnaden mot Tyskland för 10-åriga obligationer väntas stiga till 30 räntepunkter i slutet av 2024.

Norge: Tryck uppåt från utbudet. Hög kärninflation och depreciering av kronen ledde till att Norges Bank förlängde höjningscykeln in i december med ökad ränteskillnad mot Tyskland som resultat. Oro för växelkursen och att kärninflation rör sig nedåt i långsammare takt talar för att Norges Bank kommer att sänka räntan senare än ECB. Dessutom kommer obligationsutbudet att öka med 20-30 miljarder till 100-110 miljarder NOK i år, varav en stor del kommer att vara i den långa änden av räntekurvan. Det ger ett tryck mot en brantare räntekurva, d v s långa räntor stiger mer än korta, och minskar potentialen för att ränteskillnaden mot Tyskland ska krympa. Vi väntar oss att den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland kommer att vara i stort sett oförändrad på 125 räntepunkter i slutet av 2024, och minska något till 115 i slutet av 2025.

Valutamarknaden

Kronans vändning har börjat

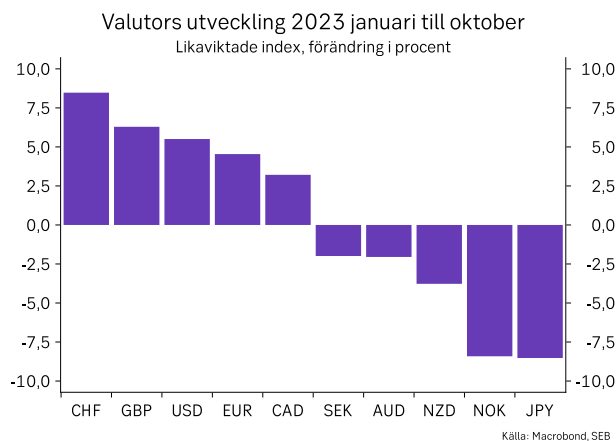
Kronsvagheten vändes som väntat till styrka i slutet av fjolåret när centralbankerna med Fed i spetsen allt tydligare ansågs vara färdiga med räntehöjningscykeln. Vi förväntar oss att valutor som varit svaga under höjningscykeln ska stärkas när räntesänkingscykeln inleds. Det innebär bl a starkare svensk krona, norsk krone och japansk yen. EUR/USD-botten kom redan i september 2022 men resan uppåt under 2023 var svängig. Vi väntar oss att EUR/USD avslutar 2024 på en högre nivå än när året började.

Starkare krona och krone i år. Vändningen för den svenska kronan kom på allvar i november-december i fjol. Förstärkningen var kraftig och kom efter en svag kronutveckling under året, i slutet av september t o m rekordsvag mot euron. En del av apprecieringen från slutet av fjolåret har i början av i år reverserats. Vår bedömning är att i takt med att centralbankerna går mot räntesänkningar kommer kronans styrka att komma tillbaka. EUR/SEK ligger därmed på en lägre nivå i slutet av 2024 än när året började. Den främsta drivkraften är inledningsvis att USA-ekonomin mjuklandar och att Fed successivt sänker räntan. Det ger stöd i form av relativ räntedifferens, och ännu mer genom att global riskapitet förbättras, i likhet med vad som hände slutet av 2023.

Kronstöd även på sikt men med nya drivkrafter. Kronan bör få stöd även in i 2025 men då i ökad grad av att räntesänkningar snabbare får en positiv effekt på den räntekänsliga svenska ekonomin. Samma faktorer talar för en starkare norsk krone. För kronen finns än starkare argument i början av året då Norges Bank förväntas ge extra stöd genom senare och färre räntesänkningar när inflationen faller långsammare än i övriga G10 länder. Den största risken för vårt scenario om starkare SEK och NOK är om amerikansk ekonomi hårdlandar. Det skulle innebära vikande global riskapitet och initialt svagare SEK och NOK. Dock visar en analys av tidigare liknande perioder att både SEK och NOK oftast endast tappar initialt för att sedan stärkas ännu mer. En hårdlandning behöver därmed inte innebära att SEK och NOK slutar 2024 svagare än vid årets början, men däremot att de under en kortare period riskerar att tappa betydligt.

Räntehöjningscykeln tydlig drivkraft för valutor i fjol.

När vi summerar 2023 var drivkraften fram till november räntehöjningscykeln. Valutor som backades av länder med relativt liten räntekänslighet (CHF, GBP, USD och EUR) fick stöd medan räntekänsliga valutor som JPY, NOK, NZD, AUD och SEK gick svagt.



Räntesänkingscykeln i år trolig drivkraft i andra riktningen.

Förväntningarna är stora på att räntesänkingscykeln kommer inledas i år och den stora frågan är hur snart och hur fort sänkningarna kommer. I ett mjuklandningsscenario där räntorna kan sänkas i ett lugnt och kontrollerat tempo bör i princip motsatt utveckling mot 2023 kunna materialiseras på valutamarknaden. Det är en sådan utveckling som var dominerande på valutamarknaden under november och december 2023 men nu i början av 2024 stött på en viss rekyl. När väl räntesänkingscykeln åter börjar vara en drivkraft kommer JPY följt av NOK, NZD och AUD att vara vinnarna. Även SEK bör kunna gå bra men en del av kronans appreciering kom redan i slutet av 2023, varför utrymmet för att gå starkare i år troligen är lite mindre.

Valutakurser

	18 Jan	Jun 24	Dec 24	Dec 25
EUR/USD	1,09	1,12	1,14	1,18
USD/JPY	148	139	132	127
EUR/GBP	0,86	0,91	0,93	0,97
EUR/SEK	11,39	11,15	10,95	10,75
EUR/NOK	11,44	11,15	11,05	10,90
USD/SEK	10,49	9,96	9,61	9,11
USD/NOK	10,54	9,96	9,69	9,24

Källa: Bloomberg, SEB

EUR/USD och Fed vs ECB. EUR/USD bottnade i september 2022 efter en ca 14-årig nedgång. Resan uppåt var svängig i fjol, men vi väntar oss att EUR/USD kommer att fortsätta en långsam uppgång under 2024, driven av riskapitet och bättre räntedifferens när Fed sänker mer, men inte nödvändigtvis tidigare, än ECB.

Aktiemarknaden

Mer uppsida 2024

Den starka avkastningen för globala aktier 2023 överraskade många investerare när recessionen uteblev. Under 2024, i takt med att ekonomin återhämtar sig, kommer avkastningens drivkraft att skifta från värdering till vinster. Det kan leda till viss initial turbulens, men vi förväntar oss ytterligare ett positivt börsår med cykliska bolag i täten.

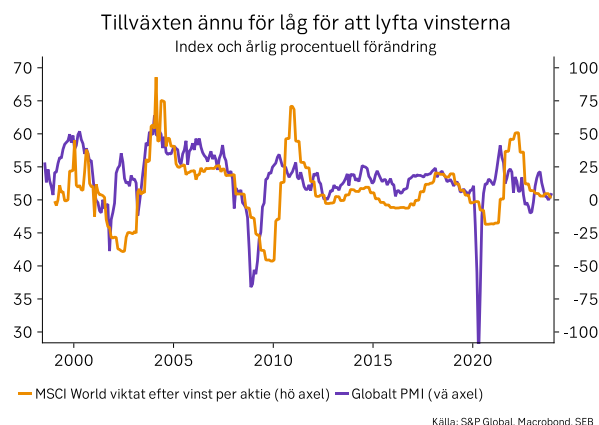
Ur ett aktieperspektiv fanns det tre nyckelfrågor under 2023. Den viktigaste frågan som investerare behövde få rätt på var något som inte hände. I början av året var investerarna positionerade för en recession i spåren av räntehöjningar och inflationschock. Det visade sig att recessionen avvärjdes eftersom inflationen till stor del hade sitt ursprung på utbudssidan och har fallit tillbaka utan recession. Det resulterade i högre värderingar när investerare positionerade om sig för mindre negativa tillväxt- och ränteutsikter än väntat.

Den andra nyckelfrågan var om investerarna skulle anamma AI-hypen eller inte. Det gjorde de, vilket fick kurserna för AI-relaterade bolag att stiga trots redan höga värderingar. Vår bedömning är att investerarna gjorde rätt då; a) det verkligen är en revolutionerande teknik och b) teknikaktier stöds av hög vinsttillväxt.

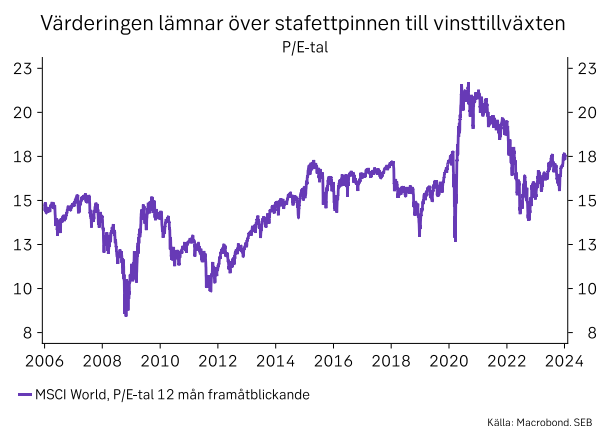
Tredje nyckelfrågan var om Kinas återöppnande skulle få tillväxten att sätta fart. Det gjorde den inte, främst på grund av att krisen på fastighetsmarknaden drog ner ekonomin igen, ihop med såväl råvaror som EM-aktier.

Nytt år, nya frågor att besvara

2024 dyker en ny uppsättning frågor upp. Omprisningen av utsikterna på räntemarknaden är i stort sett klar och värderingen av globala aktier ligger nu i den övre delen av intervallet före pandemin och långt över den historiska medianen. Om den amerikanska 10-årsräntan faller under 3,5 procent kommer aktiemarknaderna troligen se detta som signal om recessionsrädsla på räntemarknaden och korrelationen mellan börs och räntor sannolikt att bli den omvända, d v s att aktier inte längre reagerar positivt på lägre räntor. Om ekonomin inte försvagas kan det visa sig att räntemarknaden redan har prisat in för många sänkningar.



Vinsttillväxt tar över stafettpippen från värdering som drivkraft men det kommer sannolikt att dröja några kvartal innan en ekonomisk återhämtning öppnar upp för högre vinster. När det händer kommer det att vända åtminstone en av fjolårets huvudtrender. En kinesisk återhämtning skulle kunna påskynda en positiv utveckling globalt, men de ekonomisk-politiska förutsättningarna verkar inte finnas på plats. Samtidigt behöver de höga värderingarna av teknikaktier få stöd av vinster i takt med att räntestödet avtar. Med en förväntad EPS-tillväxt (vinst per aktie, 12 månaders framåtblickande) på nära 25 procent i den globala tekniksektorn, är det stödet på plats.



Vi kan få att se en viss volatilitet när stigande vinster tar över från högre värdering som den främsta drivkraften för avkastning, särskilt om det uppstår ett gap mellan räntebotten och inledningen av en vinstuppgrederingscykel. På kort sikt begränsar det uppsidan för aktiemarknaden i ett bredare, globalt perspektiv.

Vårt huvudscenario är dock att en global återhämtning kan inledas när räntesänkingscykeln startar, och att vinsttillväxten kommer att göra det möjligt för globala aktier med cykliska bolag i spetsen att leverera en avkastning på 5-10 procent i dollartermer. I väntan på en makroåterhämtning, rekommenderar vi exponering mot billiga relativa förlorare under 2023 som Norden, småbolag och fossilfri energi.

Tema:

Den nya världen

Steg mot geopolitiskt orienterad ekonomisk-politisk agenda

Marknadsekonomins roll som förändringskraft nedprioriteras allt oftare samtidigt som nationell säkerhetspolitik och geopolitisk rivalitet i en växande grad överskuggar utformningen av ekonomisk politik. Vi ser också en tilltagande fragmentering av världsekonomin och en stark och artikuleraad strävan bland världens ledande ekonomier att göra sig mindre beroende av varandra. Utvecklingen är inte entydig men tydliga steg tas mot en mer geopolitiskt orienterad ekonomisk-politisk agenda, inte minst i USA.

Utvecklingen riskerar att få långtgående konsekvenser för den globaliserade ekonomin och den världsordning vi har lärt känna under de senaste 30-40 åren och tvingar nu såväl företag som finansiella institutioner att förbereda sig för i vissa fall snabba och betydande verksamhetsförändringar i sina operativa miljöer.

De senaste årens många kriser, inte minst pandemin, klimat- och energikrisen och ett nytt allvarligt säkerhetspolitiskt läge, har åskådliggjort utmaningar i den globaliserade marknadsekonomins funktionssätt och dess strategiska försörjningskedjor. Många av dessa brister behöver åtgärdas i både offentlig och privat sektor och "just-in-time"-tänkande balanseras med "just-in-case"-tänkande. De genomgripande omställningar av våra samhällen som t ex klimatkrisen kräver har även skapat ytterligare aptit för politisk interventionism.

Det handlar om att skapa nya samverkansformer mellan privata och offentliga aktörer, stötta enskilda industriella sektorer, styra handelsflöden eller att omforma marknader för att åstadkomma önskade politiska resultat. Det är dock inte alldeles enkelt för politiska system runt om i världen att driva uthållig och förutsägbar politik som skapar förutsättningar för privata aktörer att investera och bidra till att lösa långsiktiga globala systemproblem. Det är heller inte en lätt balansgång att kombinera marknadskrafter med tilltagande politisk styrning.

Den ökande grad av politiska ingrepp i ekonomin som vi nu ser riskerar att på sikt även inkludera delar av ekonomin som inte är strategiskt viktiga ur ett säkerhetsperspektiv. Utvecklingen sker parallellt med mer synliga sprickor i våra demokratiska system som ofta drivs av en ökande motsättning mellan att ta tillbaka nationell kontroll och fortsatt internationalisering.

Risken är att denna utveckling driver på den fragmentering av världsekonomin som redan pågår. Det skulle innebära ytterligare effektivitetsförluster, tappad innovationskraft och sämre utsikter för att lösa globala utmaningar som klimatkrisen. Särskilt hårt drabbas små öppna ekonomier som t ex de nordiska och baltiska.



Nytt amerikanskt ekonomiskt ledarskap

Världen har tagit steg in i en ny tidsålder med stora skiften och tvära avbrott. En förnyad strategisk konkurrens – ekonomisk, ideologisk, teknologisk – mellan världens två största ekonomier USA och Kina avslutar en era av ekonomisk hyperglobalisering som varit dominerande sedan 1991 (Sovjetunionens kollaps) och 2001 (Kinas inträde i världshandelsorganisationen WTO). Den "geopolitiska freden" möjliggjorde för multinationella företag att utveckla ett effektivt system av globala värdekedjor.

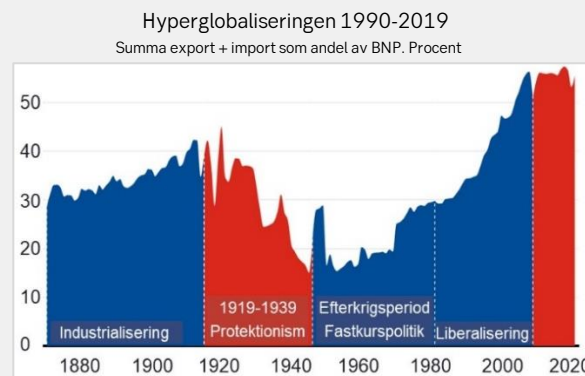
När världens största ekonomi USA nu omprövar sitt globala ekonomiska ledarskap och lägger tonvikten vid säkerhetspolitiska överväganden och statens roll i marknadsekonomin går utvecklingen snabbt mot ett nytt system. Den nya amerikanska hållningen kan komma att kraftfullt påverka globala handels- och investeringsflöden och fungera som modell för andra länder. Därmed har omställningen potentiellt långtgående konsekvenser för den världsordning vi känner och för den globala ekonomin.

Ett av de tydligaste tecknen på ett skifte i den globala ekonomiska politiken är de storskaliga industripolitiska satsningar som görs i många ledande ekonomier. Detta förändrar verksamhetsmiljöer för både företag och finansiella institutioner och innebär att vi rör oss bort från en värld som betonat vikten av globalt samarbete och betydelsen av marknadsekonomi som positiv förändringskraft. I stället sätts nu nationalstatens strategiska behov i fokus. Internationella beroendenskap ses som en svaghet som politiker aktivt vill åtgärda och marknadsekonomin underordnas andra intressen.

Detta är en värld i behov av nya globala spelregler eftersom de vi har inte längre efterlevs till fullo. Tills vi har sådana är det "den starkes rätt" som riskerar att råda. Därmed liknar denna situation det tillstånd världsekonomin befann sig i före 1945. Givet de många år av globalisering, regelbaserad världsordning och ekonomisk integration som vi har bakom oss kan omställningen till det nya förväntas bli både påfrestande och utmanande för många länder och företag.

Den USA-ledda globalisering vi har sett de senaste 30-40 åren förkastades som ideal av USA i april 2023 i ett numera historiskt tal av USA:s nationella säkerhetsrådgivare Jake Sullivan. Talet¹ blev omedelbart känt som "New Washington Consensus." Medan det gamla samförståndet utnyttjade globala institutioner och t ex WTO:s ekonomiska regelbok, föredrar den nya

konsensus strategiska värdebaserade allianser och geopolitiska handelsavtal framför frihandel och ekonomisk multilateralism. USA tycks därmed ta steg bort från långvariga åtaganden för ekonomisk internationalism och fria och öppna marknader som varit ledstjärnor för USA:s ekonomiska politik sedan slutet av det kalla kriget.



Sullivans huvudbudskap är att *dels* USA:s utrikespolitik utvecklades i en tid som nu tillhör historien, *dels* att staten ska spela en större roll i marknadsekonomin, *dels* internationell makt bestäms av den inhemska ekonomins styrka. Sullivan hävdar t o m att globaliseringen och marknadsekonomin försvagat USA. Allianser med andra länder måste därför uppdateras för att spegla dagens och de närmaste decenniernas utmaningar. USA:s kongress delar rimligen Vita husets slutsatser. Nyckelfrågan är om global handel är ett nollsummespel där "den enes bröd är den andres död" som vissa säkerhetspolitiska experter antyder eller om alla är vinnare av global handel som flertalet ekonomer hävdar.

Ett område där den nya amerikanska hållningen manifesteras är inom handelsområdet där WTO, multilateralism och frihandel får allt lägre prioritet. Mycket handlar om att minimera kinesiskt inflytande där Mexiko, inte Kina, sedan en tid tillbaka är USA:s största handelspartner. I ett uppmärksammat tal från 2022 utvecklade USA:s finansminister Janet Yellen det nya handelspolitiska tänkandet. Hon använde bl a begrepp som "friend-shoring of supply chains" för att beskriva hur handelsrelationer med länder som står USA nära ska stärkas i syfte att minska riskerna i strategiska försörjningskedjor och i den amerikanska ekonomin.

Industripolitik – en kraft att räkna med

Ett annat område som präglas av den nya amerikanska hållningen är det industripolitiska, som under president Biden gjort entré i amerikansk politik på bred front med Inflation Reduction Act, Chips and Science Act och Infrastructure Act.

¹ Se "Renewing American Economic Leadership", April 27, 2023.

Enligt McKinsey kommer den federala nivån över de kommande tio åren finansiera närmare 2 biljoner dollar² via dessa tre program som sammantaget har förmåga att forma amerikansk ekonomi och USA:s teknologiska utveckling och styra globala investeringsflöden. En stor del av president Bidens eftermäle väntas handla om dessa storskaliga satsningar.

I både Kina och EU, och i många andra stora ekonomier, finns liknande tänk runt handel och industriella satsningar. Kinas "Dual Circulation Strategy" handlar också om att öka landets oberoende genom att bli drivna inhemsk konsumtion och fortsätta att klättra i industriella och teknologiska värdekedjor. Man har också pekat ut ett antal nyckelteknologier inom vilka man vill öka inhemsk industriell kapacitet. EU försöker precis som USA och Kina att öka sitt oberoende under parollerna *strategisk autonomi* och *teknologisk suveränitet* och har sjösat en klimatorienterad industripolitik och satsningar på batterier och halvledare. EU har dock inte på samma sätt som USA förkastat globalisering och här finns än så länge en större acceptans för handel med Kina.

Syfte med dessa industripolitiska satsningar är att korrigera för marknadens oförmåga att skapa en önskad utveckling och att återta strategisk industriell och teknologisk kapacitet som företag av effektivitetsskäl förlagt till andra delar av världen. Baksidan av myntet är att politiken riskerar att skapa nya problem om det politiska systemet brister i termer av tillräcklig information eller färgas av politiska val. Det blir nu politikens uppgift att allokerar resurser och avgöra utformning av leveranskedjor eller vilka marknader, branscher och innovationer som har framtiden för sig.

Pandemin och den nya säkerhetspolitiska ordningen har visat att nationella och globala säkerhetsutmaningar kan behöva prioriteras och där kan olika typer av handelsrestriktioner vara verktyg som ger ökad stabilitet. Men risken finns att man slår ut den fria konkurrensen och den positiva drivkraften att marknadsdrivna fram de bästa lösningarna. Det sker också till ökade kostnader samt risken att restriktioner och subventioner även kan komma att omfatta vad som ses som icke strategiska varor

Sett i backspegeln: före 2020 fanns möjligen en förenklad bild av att ömsesidiga beroenden via fördjupade ekonomiska och finansiella samarbeten i slutändan skulle ge ökad stabilitet och färre militära konflikter. Systemkriserna som påverkar alla världens

länder – en accelererande klimatkris, pandemin och det snabbt försämrade säkerhetspolitiska läget – blev ett bryskt uppvaknande. Det blev tydligt att ökad ekonomisk och finansiell integration inte per automatik leder till demokratisering och värdegemenskap.

Två eller flera konkurrerande block?

Systemkriserna blev katalysatorer som har satt världsekonomin i en rörelse mot ökad fragmentering. Det är en utveckling som inte bara kan hota den ekonomiska och finansiella stabiliteten, utan även en risk för att hantera nya systemkriser som t ex pandemier. Förtroendeklyftor mellan länder har vuxit inom t ex områden som teknikutveckling och AI medan tillgången på kritiska naturresurser blir strategiska och säkerhetspolitiska brickor i ett pågående globalt politiskt spel.



Västvärldens dominans ifrågasätts och utmanas till del idag

av regionala stormakter och länder som försöker hitta minsta gemensamma nämnare för utökat och fördjupat samarbete: ekonomiska, finansiella, ideologiska, teknologiska, politiska, säkerhetspolitiska. Kina och Ryssland signalerar att man vill fördjupa sitt bilaterala samarbete även om förutsättningarna för och substansen i detta inte är helt tydligt. Indien är exempel på en växande maktfaktor i internationell politik som nu väger mellan öst och väst.

Det globala syd – med BRICS-länderna Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika som kärna – har en gemensam nämnare: minska främst USA:s men även Europas dominans i internationella organisationer och ekonomiska, finansiella och ideologiska inflytande. BRICS-samarbetet har nyligen expanderat. Fler länder visar intresse för denna sammanslutning. Saudiarabien, UAE, Egypten, Iran och Etiopien är nya medlemmar; en brokig samling länder med oskarp agenda och låg beslutskraft. Det ökade intresset för BRICS indikerar dock att länder nu ser över sina strategiska relationer och sprider sina ägg i fler korgar i en alltmer svårtolkad tid där USA:s internationella engagemang inte längre är en självklarhet.

² "Reinvesting in America", McKinsey & Co. 2024

Fragmenteringens kostnader

Politikerdriven geoekonomisk fragmentering påverkar världsekonomin negativt genom olika kanaler. Handelsrestriktioner och statlig stödpolitik snedvrider konkurrens med minskade stordriftsfördelar som följd (sämre resursutnyttjande och högre kostnader). Begränsningar i t ex teknologiöverföring, standardsättning och globala samarbeten ger sämre förutsättningar för att lösa t ex klimatkrisen och kommande pandemiutbrott och för att kontrollera potentiella avigsidor med AI-revolutionen. Det ligger i farans riktning att en reglerad handel med vissa råvaror kan försvåra en global omställning till den gröna ekonomin.

Produktionskedjor förändras. Vi ser tecken på regionalisering och diversifiering och att parallella strukturer byggs upp. På tvärs mot förväntansbilden ser vi dock i vissa fall också allt längre och komplexa kedjor. När tecknen ökar på att direktkopplingarna mellan USA/EU och Kina minskat, ersätts de av indirekta kopplingar, d v s länder som har ekonomiska, finansiella och ideologiska relationer i varierande utsträckning med båda blocken. Exempel på länder som gynnsats av det uppkomna läget är Vietnam, Indien och Mexiko. Att världen går mot allt längre globala värdekedjor p g a den nya säkerhetsordningen bekräftas av en ny BIS-studie som konstaterar att värdekedjor förlängts de senaste två åren, särskilt för varor som tillhandahålls av kinesiska leverantörer och som efterfrågas av amerikanska kunder.

Även om avglobalisering inte går att med säkerhet bekräfta framträder bilden av fragmentering allt tydligare. Vi ser i nya handels- och direktinvesteringsdata att processer pågår som leder till att världen tar steg mot konkurrerande block med USA respektive Kina som de tydliga "gravitationscentra". IMF konstaterar att, baserat på röstningar i FN, två block utkristalliseras: "västblocket" med i första hand USA och Europa och "östblocket" med Kina och Ryssland. Övriga världen har hittills inte uppvisat tydligt mönster för vilket block man vill tillhöra.

Tydliga tecken på ökad fragmentering efter 2022

Förändring i tillväxttakt. Procentenheter

	Inom blocken	Mellan blocken	Utanför blocken
Handel	-1	-5	-2
Direktinvesteringar	-2	-3	+5

Källa: "Cold War II", IMF 11 december 2023, SEB. Baserat på röstningar i FN utgör det hypotetiska "västblocket" USA, Europa, Kanada, Australien och Nya Zeeland. I "östblocket" ingår Kina, Ryssland, Belarus, Mali, Nicaragua och Syrien.

Sammanställning av statistik avslöjar:

- (1) antalet diskriminerande statliga interventioner som påverkar global handel noterade ett nytt rekord 2023 på 228 enligt data från Global Trade Alert;
- (2) global handel har enligt IMF fallit sedan Rysslands attack på Ukraina i februari 2022 men den har fallit ännu snabbare mellan väst- och östblocket än inom blocken, från en tillväxttakt på 3 procent före Ukrainakriget till -2 procent, ett fall på 5 procentenheter (tillväxttakten i handeln inom blocken har samtidigt fallit från 2,2 till 1,7 procent enligt IMF);
- (3) tillväxttakten i direktinvesteringar har fallit mer mellan blocken än inom – notera att länder utanför blocken har sett en tydlig ökning av direktinvesteringar.

Fragmenteringens kostnader för världsekonomin kan mätas både i kort- och långsiktiga effekter. IMF:s beräkningar, som är osäkra, antyder ett globalt BNP-tapp på 2,5 till 7 procent. På lång sikt drabbas världsekonomin av olika typer av effektivitetsförluster vilka är svåra att omsätta i konkreta siffror: färre skalfördelar p g a mindre specialisering/kunskapsutbyte, finansiell fragmentering som höjer det globala priset på kapital och fördyrar investeringar i t ex digital och fysisk infrastruktur och nödvändiga gröna klimatinvesteringar.

Risken för finansiell fragmentering har ökat som en direkt effekt av bl a en frysning av ryska centralbankens tillgångar. Detta har sannolikt varit en bidragande faktor till att Kinas centralbank fortsatt att minska sitt innehav av amerikanska statspapper. Fragmenteringen riskerar att försämra tillgången på globalt investeringskapital och höja realräntan. Även begränsningar i rörlighet för arbetskraft och stängda gränser inverkar negativt på möjligheten till önskad kunskapsöverföring, innovation och hjälp med att lösa växande demografiska problem, d v s sjunkande födelsetal och åldrande befolkningar.

Vi står nu mitt i förändringen och bilden är inte entydig. Vi vet inte än hur alla strömningar kommer att påverka helheten. Vi ser visserligen allt jämnt exempel på internationellt samarbete och fortsatt globalisering. Lika tydligt är dock att marknadsekonomin roll som förändringskraft underordnas andra intressen, att nationella industripolitiska satsningar i strid med WTO ökar och att fragmenteringen av den globala ekonomin som ett resultat tilltar. Detta kan i förlängningen leda till ökade kostnader och mer inflation. Företag och finansiella institutioner behöver i ökande grad bevaka utvecklingen och ta steg för att förbereda sig på i vissa fall viktiga verksamhetsförändringar i sina operativa miljöer de närmaste åren.

USA

Mjuklandning ger Fed-sänkning i maj

Ekonomi och arbetsmarknaden har förblivit motståndskraftiga samtidigt som inflation och löneökningar dämpats. Det stärker tron på en mjuklandning, där Federal Reserve kan sänka räntan i maj utan att ekonomin gått in i en recession. Fördröjda effekter från höga räntor och avtagande stöd från pandemi-buffertar får tillväxten att bromsa in under första halvåret följt av en gradvis återhämtning under årets andra halva. Presidentvalet är en osäkerhetsfaktor för 2025.

Tillväxten väntas ha växlat ned under fjärde kvartalet (presenteras 25 januari). För hela 2023 spås en ökning på 2,4 procent, aningens över vår novemberprognos. Ekonomi väntas bromsa in ytterligare under första halvåret i år följt av en acceleration under årets andra halva och tillbaka till trendtillväxt under loppet av 2025. BNP-prognosen för 2024 justeras upp med 0,5 procentenhet till 1,6 procent och är oförändrad på 1,8 procent för 2025. Bedömningen är liksom tidigare att USA undviker en recession med fallande BNP. En sådan mjuklandning har historiskt varit svår att åstadkomma. Vi ser skäl till optimism även om vissa risker kvarstår.

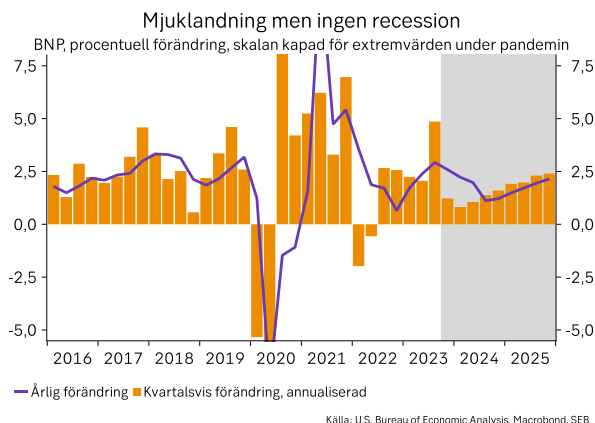
Nyckeltal

Procentuell förändring

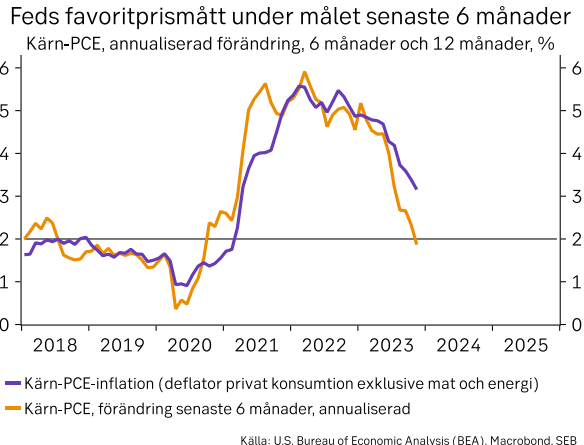
	2022	2023	2024	2025
BNP	1,9	2,4	1,6	1,8
Arbetslöshet*	3,6	3,6	3,9	4,0
Löner	5,3	4,3	3,8	3,1
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	5,2	4,1	2,1	2,0
Offentligt saldo**	-3,7	-8,2	-8,0	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	121	123	127	132
Fed funds rate, % ***	4,50	5,50	4,00	3,00

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

Snabb inflationsnedgång lättar på trycket för Fed. Att inflationen fallit trots att ekonomin förblivit stark stärker vår tro på att inflationen kan bringas under kontroll utan en betydande uppgång i arbetslösheten.



Feds favorit-inflationsmått är deflatorn för privat konsumtion exklusive mat och energi, kärn-PCE. Detta mått ligger för de senaste sex månaderna nu under Feds mål på 2 procent. Vår tes, att inflationskrafterna avtar när ekonomin går från ett överhettat till ett mer normalt läge, har därmed fått stöd. Stark produktivitetstillväxt och positiva utbudseffekter har hjälpt till. Förbättrade realinkomster när inflationen faller samt lägre räntor väntas ge ny medvind för konsumtion och investeringar under senare delen av 2024 och under 2025 och uppväga motvind från arbetsmarknaden. Högre omvärldsefterfrågan talar för en gradvis återhämtning i exporten.

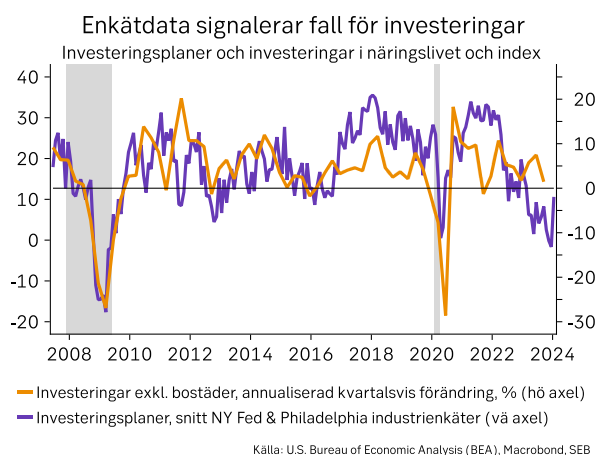


Långa och osäkra laggar från Feds höjningar

Fördröjda effekter från Feds räntehöjningar är den främsta nedåtrisen för USA:s ekonomi. Höjningscykler tenderar att blottlägga spänningar i finanssektorn. Fjolårets kris bland medelstora regionala banker avvärjdes av Fed, men det är för tidigt att blåsa faran över för nya omgångar av bankstress. Hybridarbete, outhyrda kontorsytor och stora lånefall under 2024 har väckt oro kring lån till kommersiella fastigheter. Att Fed står redo att börja sänka räntan minskar dock risken för kreditproblem. Starka balansräkningar bland hushåll och företag bidrar också till motståndskraften. Kreditvillkoren i banksektorn har sedan starten på ränte-

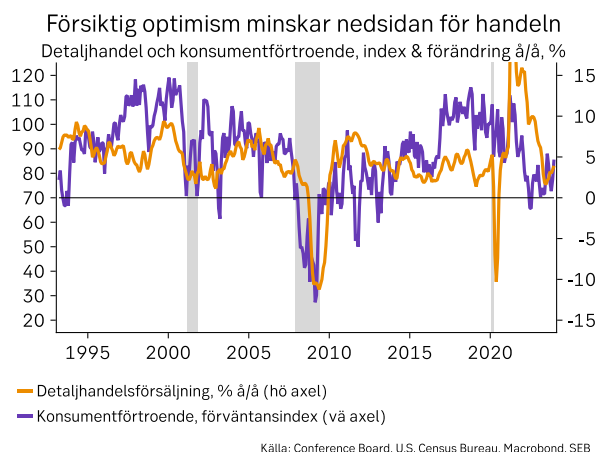
höjningarna stramats åt på ett sätt som historiskt sammanfallit med recessioner. Takten i åtstramningen har dock avtagit och utlåningen stiger återigen.

Kortsiktig nedåtrisk för näringslivets investeringar. Vi har sannolikt inte sett den fulla effekten på efterfrågan från Feds höjningar ännu. Enligt Feds indikator för finansiella förhållanden kommer tidigare åtstramningar ha en negativ BNP-effekt på ca 1 procentenhet för det kommande året. Investeringsplaner i regionala industrienkäter föll i fjol och indikerar risk för ytterligare nedgång i närtid. Höga räntor dämpar även offentligt subventionerade investeringar i den gröna omställningen. Bostadsinvesteringarna vände dock upp kvartal tre ifjol, efter två års stadig nedgång, och nya fall för bolåneräntor talar för att bostadsmarknaden är nära en botten. Indikatorer för näringslivet signalerar lägre tillväxt men inte recession. ISM-index har stabiliserats på nivåer i linje med fallande aktivitet i industrin och dämpades tydligt för tjänstesektorn i december. Konsumentförtroendet har vänt upp igen.



Motståndskraftiga men inte helt immuna hushåll.

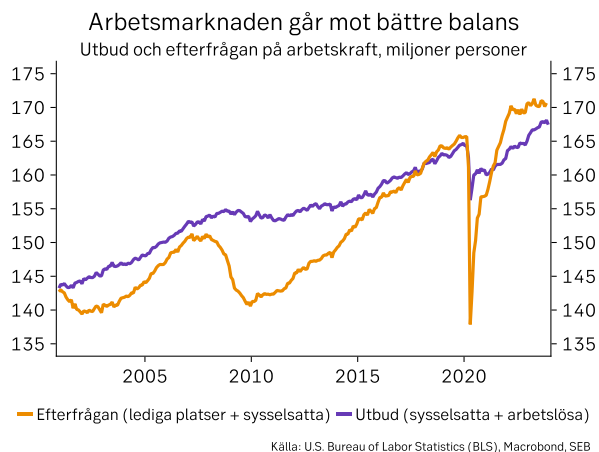
Långa räntebindningstider på bolån har mildrat effekten av Feds höjningar. Därtill lades ca en tredjedel av lånen om under pandemin till räntor på som lägst 2,5-3,0 procent på 30 år. Räntekänslig konsumtion, som bilar och vitvaror, har dock hamnat under press. Stödet från de stora sparbufferterna från pandemin väntas avta. Bedömningarna av hur mycket reserver som återstår och hur dessa är fördelade bland hushållen är osäkra. Att insättningar på sparkonton, de mest likvida reserverna, är tillbaka på nivån innan pandemin, och att fler hushåll fått problem att sköta sina lån kan vara ett tecken på bufferterna koncentrerats till välbeställda hushåll med troligtvis lägre konsumtionsbenägenhet. Prognosen är att privat konsumtion bromsar in från 2,2 procent i fjol till 1,8 respektive 1,7 procent under 2024 och 2025, tydligt under snittet innan pandemin kring 2,5-3,0 procent.



Blandade signaler från arbetsmarknaden

Dynamiken på arbetsmarknaden är en annan risk. Sysselsättningen har de senaste 3 månaderna ökat med i snitt 165 000 jobb per månad, något under takten innan pandemin, när arbetsmarknaden var stark men inte överhettad. Icke konjunkturkänsliga sektorer, hälso- och sjukvård, utbildning och offentlig sektor, står dock för en växande del av anställningarna, medan efterfrågan inom andra sektorer dämpats. Företagen drar också gradvis ned på tillfälligt anställda, vilket brukar vara ett förbud om en svagare arbetsmarknad. I samma riktning pekar mer pessimistiska bedömningar hos hushållen i konsumentmätningar. Anställningsplaner bland småföretag tyder på fortsatt dämpning på kort sikt men till en alltjämt hyfsad takt.

Måttlig uppgång i arbetslösheten. Mönstret från tidigare konjunkturcykler är att ca 0,5 procentenhet högre arbetslöshet utlöste en negativ spiral på arbetsmarknaden och i ekonomin. Prognosen är att arbetslösheten toppar kring 4 procent. Det är i linje med Feds syn på långsiktig jämviktsarbetslöshet, men tangerar historiska tröskelförändringar för en recession.



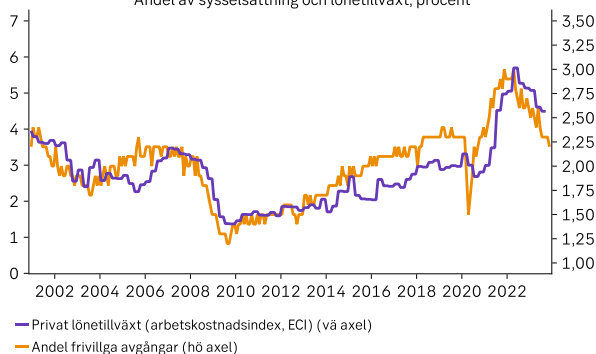
Högre arbetslöshet i fjol förklarades dock helt av en ovanligt stark ökning av arbetsutbudet. Detta speglade ökat arbetskraftsdeltagande, men framför allt snabb

befolkningsstillväxt från immigrationen. Deltagandegraden sjönk i december efter att ha varit oförändrad i 4 månader och vi tror nu att den planar ut när efterfrågan försvagas. Immigrationen är en osäker faktor; det politiska trycket för en åtstramning är dock stort. Prognosen är att arbetsutbudet växer i en mer normal takt kommande år medan sysselsättningen bromsar in.

Arbetsmarknad i bättre balans minskar lönetrycket.

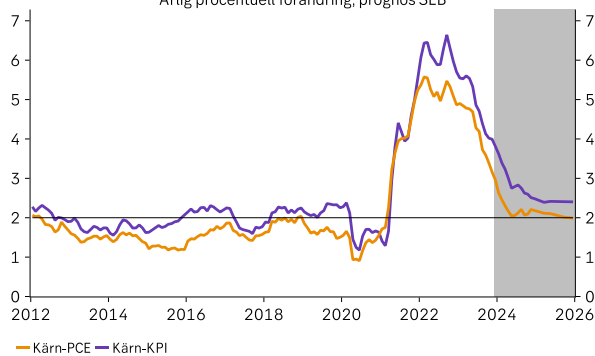
Efterfrågan på arbetskraft enligt lediga platser och annonser är fortfarande stark men närmar sig mer normala nivåer. Det har tillsammans med stigande utbud varit tillräckligt för att få löneökningarna att vända ned. Lönerna stiger fortfarande snabbare än innan pandemin, men vi förväntar oss att de saktar av till en takt förenlig med inflationsmålet när arbetsmarknaden fortsätter att normaliseras. Bedömningen får stöd av nedgången i frivilliga avgångar och av lägre premier för personer som byter jobb, två mått som brukar korrelera med löneutvecklingen. Indikatorer som planerade löneförändringar bland småföretag signalerar dock vissa kortsiktiga uppåtrisker.

Frivilliga avgångar indikerar minskat lönetryck
Andel av sysselsättning och lönetillväxt, procent



Kärn-PCE-inflation på målet i år. Vi har bara gjort små ändringar i inflationsprognosen sedan NO-uppdateringen i november. Fjolårets nedgång drevs av fallande energipriser samt normaliserade värdekedjor och förnyad prispress på varor inklusive begagnade bilar. Hyror är nu den främsta drivkraften på uppsidan och har ökat snabbare de senaste månaderna. Nya hyreskontrakt fortsätter dock att indikera ytterligare fall för hyresinflationen i KPI framöver. Priser på övriga tjänster stiger alltså snabbare än före pandemin, men uppgången bör mattas i takt med att löneökningarna fortsätter att växla ned. Prognosen är att inflationen enligt kärn-KPI planar ut något över målet 2025 och att kärn-PCE är tillbaka på 2 procent i vår. Att kärn-inflationen har fallit snabbt i förhållande till olika indikatorer är liksom geopolitiken en uppåtrisk.

Feds favoritmått tillbaka på målet i vår
Årtlig procentuell förändring, prognos SEB



Fed börjar sänka i maj. Fed har signalerat att räntan ska förbli restriktiv tills man får övertygande bevis på att inflationen uthålligt är på väg tillbaka mot målet men att lägre inflation kan motivera sänkningar för att undvika en åtstramning via stigande realränta. KPI-inflationen steg lite snabbare på månadsbasis i december men de främsta drivkrafterna, så som hyror, väger mindre tungt i PCE-måttet. Vi räknar med att Fed-ledamöterna drar ned sina styrränteprognoser ytterligare vid mötet i mars och att räntan börjar sänkas i maj. Styrräntan väntas ligga i intervallet 3,75-4,00 procent i slutet av i år och nära en normal nivå på 2,75-3,00 procent i slutet av 2025. Bedömningen av neutral ränta efter pandemin är osäker, men Fed-ledamöternas median-estimat är alltså kvar på 2,50 procent. Feds balansräkning fortsätter att bantas genom att inte alla förfallande obligationer återinvesteras. Neddragningen, för närvarande 95 mdr dollar per månad, ska styras av nivån på reserver i banksystemet och kan enligt planen fortsätta även efter att räntan börjat sänkas. Vi tror att Fed fattar beslut om att trappa ned takten innan sommaren och att den helt avslutas i början av 2025.

Fortsatt stora budgetunderskott. Kongressens ledare och Vita Huset har enats om en rambudget för 2024 men denna har ännu inte permanent accepterats i kongressen. Budgeten innebär begränsade nedskärningar från 2023 och prognosen är att finanspolitiken blir i stort sett neutral under 2024. USA:s statsskuld har stigit till nya rekordnivåer som andel av BNP men någon lösning på de grundläggande problemen (höga och växande utgifter för socialförsäkringssystemet, otillräckliga skatteintäkter efter upprepade skattereformer och stigande räntekostnader för skulden) är inte i sikte. Presidentvalet i november kommer att sätta ramarna för finans-, handels-, säkerhets- och klimatpolitiken efter 2024. Trump ser i nuläget ut att ha tagit ledningen, men utgången är alltså osäker. Läs mer i temat på sid 25.

Tema:

USA:s ödesval

Risker för omvärlden från handel och säkerhet

Presidentvalet 5 november ser ut att bli ännu en jämn seniormatch mellan Joe Biden, 81 år, och Donald Trump, 77 år. Valet kan få omvälvande konsekvenser för både USA och omvärlden. En ny mandatperiod med Trump kan innebära en radikal omstöpning av den amerikanska statsapparaten, starten på ännu ett handelskrig och ökad osäkerhet kring global säkerhetspolitik. Biden kommer sannolikt få mindre möjlighet att sätta avtryck i politiken under en andra mandatperiod. I denna artikel diskuteras de viktigaste hållpunkterna fram till valet och vad vi kan vänta oss från de två huvudkandidaterna.

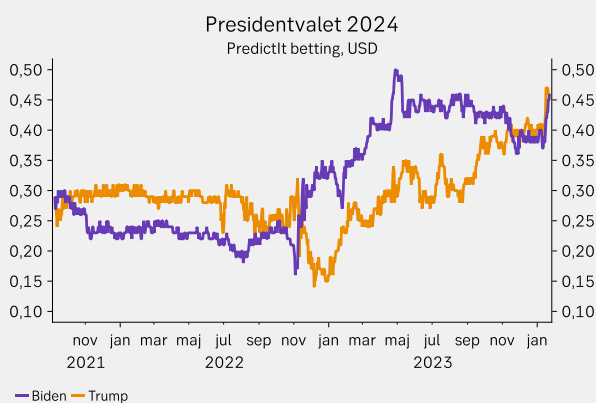
Trump vann stort i de första nomineringsmötena i Iowa och har enligt de senaste opinionsmätningarna en nästan ointaglig ledning på 66 procent mot ca 12 procent för Nikki Haley. Ron DeSantis (11 procent) har nu hoppat av och stödjer Trump. Haley har satt sitt hopp till New Hampshire 23 januari. Lyckas hon inte bättre där kan loppet vara avgjort. Trump leder även knappt över Biden i mätningarna sedan slutet av fjolåret. Enligt vadslagingsbyrån PredictIt väger det mycket jämnt.

Trump har åtalats i fyra olika mål, men dessa kommer sannolikt inte ha någon påverkan på primärvalen. Rättegången rörande Trumps roll i 6-januari-stormningen av Kapitolium, startar tidigast 4 mars, dagen innan super-tisdagen 5 mars, då över en tredjedel av delegaterna fördelas. Av de övriga tre åtalen kommer de två viktigaste – åtalen kopplade till dels Trumps hantering av hemliga dokument från Vita huset, dels försöken till valpåverkan i Georgia – att inledas tidigast i maj respektive augusti. Åtalen ser ut att ha gynnat Trump i opinionen, men detta kan ändras. Två tredjedelar av Trumps Republikanska anhängare säger visserligen att de skulle rösta på honom även om han fälls för brott, men bortfallet skulle ändå kunna vara stort nog för att skada hans möjlighet att vinna.



Två delstater, Colorado och Maine, har förbjudit Trump att ställa upp med hänvisning till konstitutionens 14:e tillägg som tillkom efter inbördeskriget och som förbjuder upprorsmakare att inneha offentliga ämbeten. Frågan ligger nu på Högsta domstolens bord. Huvudtipset är att HD-domarna hellre låter väljarna bestämma än att Trump utestängs från valet.

I slutänden kommer valet att avgöras av förmågan att mobilisera kärnväljare och attrahera mittenväljare i ett fåtal så kallade swing states. Tredje-partskandidater är en joker i leken, genom möjligheten att stjäla röster i dessa nyckelstater. Detta bedöms vara en större risk för Biden än Trump. Oavsett utfall kommer USA att förbli splittrat; den siste presidenten som vann över 60 procent av rösterna var Richard Nixon på 1970-talet. Valsystemet gör att det inte ens krävs 50 procent.



Trumps kandidatur är unik och kontroversiell, givet rättsprocesserna och anklagelserna för att ha försökt ändra valutslaget 2020. Trumps planer på en radikal omdaning av den, enligt hans anhängare, korrumperade statsapparaten beskrivs av hans motståndare som ett hot mot kompetensen och oberoendet inom statsförvaltningen eller till och med första stegen mot en diktatur. I slutet av sin första mandatperiod presenterade Trump "Schedule F". Denna innebar att tiotusentals tjänster i statsapparaten skulle ha klassificerats om, vilket skulle ha gjort det möjligt att byta ut dem mot personer lojala med Trump. Konservativa organisationer, med Heritage-stiftelsen i spetsen, har tagit fram en agenda för en ny republikansk mandatperiod, Project 2025. Enligt Project 2025 ska presidentens makt över statsapparaten stärkas genom att kraftigt beskära eller lägga ner olika departement och myndigheter. I projektet ingår en detaljerad plan för de första 180 dagarna och rekrytering av personal för en ny administration. Project 2025 är inte officiellt knutet till Trump men flera av de inblandade har nära relationer till hans kampanj.

Trumps första period präglades av kaos. Inför en ny period kommer Trump sannolikt att vara bättre förberedd, vad gäller både personal och planer. Att Trump lyckades utse en ny konservativ majoritet i Högsta domstolen och tillsätta många domare på lägre nivåer kan också underlätta för honom även om domarna inte alltid kan förväntas döma till hans fördel. Trumps möjlighet att få igenom sin politik i kongressen kommer liksom för Biden dock att begränsas av krav på kvalificerad majoritet (60 procent) i senaten i många frågor som inte direkt kan kopplas till budgeten, där det räcker med enkel majoritet. Presidenten har däremot större frihetsgrader i utrikespolitiken.

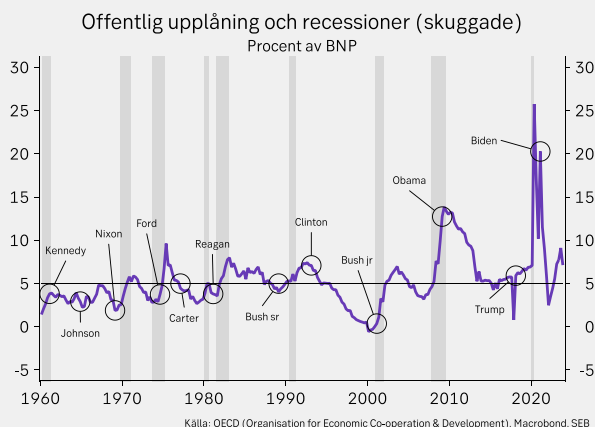
Hur marknaden kommer att reagera på ett omval av Trump är osäkert. Finansmarknader har svårt att pris-sätta långsiktiga politiska risker. Skattesänkningar och avregleringar under Trumps första mandatperiod möttes av positiva reaktioner på börsen, men det är inte självklart att detta skulle upprepas i rådande miljö med kvarstående inflationsrisker och växande oro för USA:s ohållbart stora budgetunderskott. Trumps planer för handels- och säkerhetspolitiken kommer sannolikt att ha större påverkan på omvärlden.

Ett nytt handelskrig verkar sannolikt. Trump har luftat planer på att införa generella importtullar på 10 procent. Det är troligt att andra länder skulle svara på detta med egna restriktioner, vilket skapar risk för ett eskalerande globalt handelskrig. Nya slitningar med Kina är också att vänta. Trump planerar att fasa ut import från Kina av nödvändiga varor inom elektronik, stål och läkemedel inom en fyraårsperiod samt förbjuda kinesiska företag att äga amerikansk infrastruktur inom energi och teknologi. Utvärderingar av de tullar som infördes under Trumps första mandatperiod pekar mot att de vinster som gjordes av direkt berörda industrier, så som stålindustrin, mer än uppvägdes av ökade kostnader för importtunga verksamheter i senare tillverkningsled. Men även Bidens politik har protektionistiska drag. Tullarna mot Kina har behållits och Inflation Reduction Act (IRA) har inneburit nya utmaningar i handelsrelationerna med EU (läs mer i *Nordic Outlook* augusti 2023).

Minskad invandring står liksom 2016 högt på Trumps lista med begränsningar av både asyl- och arbetskraftsinvandring. Ur ett ekonomiskt perspektiv kan skärpta regler för arbetskraftsinvandring bli ett tillväxthinder genom att försvåra tillgången på kvalificerad arbetskraft. Skärpningarna kan även bli ett problem för Fed så länge som inte efterfrågan på arbetskraft mattats. Snabb befolkningstillväxt på grund av högre invandring bidrog i följ till en mindre överhettad arbetsmarknad.

Även Biden är dock under press att hantera migrationsflödet över gränsen mot Mexiko.

Behovet av en stramare finanspolitik är en hjärtefråga för Republikanerna men den historiska erfarenheten är att underskotten snarast stigit under republikanska presidenter. Förklaringen är delvis att de sammanfallit med ekonomiska kriser men också dyra krig samt skattesänkningar. Därtill har republikaner i opposition blockerat utgiftsexpansioner under demokratiska presidenter medan demokraterna inte fokuserat på att begränsa utgifter under republikanska presidenter. Hoten mot långsiktigt hållbara statsfinanser kommer främst från stigande räntekostnader på den höga och växande statsskulden samt galopperande utgifter inom socialförsäkringssystemet. Kongressen har hittills inte visat förmåga att enas om reformer av pensioner och sjukvård och vi räknar inte med att detta förändras under nästa mandatperiod. Nya skattesänkningar skulle ytterligare förvärra läget. Trump genomförde under sin första period stora skattesänkningar för både bolag och individer. Delar av dessa löper ut efter 2025 men kommer sannolikt att förlängas. Nya skattesänkningar kan dock komma att finansieras med ökade tullar. Att Biden lovat att inte höja skatter på inkomster under 400 000 dollar gör dock att intäktsidan inte väntas se mycket bättre ut under Biden heller.



Kan Fed påverkas? Centralbanken Feds ordförande Powell pressades hårt av president Trump att sänka räntan. Powells mandatperiod som Fed-chef går ut 2026. Han löper liksom Yellen före honom risken att då bytas ut. Trumps möjlighet att påverka majoriteten i Fed, och åstadkomma en radikal omdaning av politiken, begränsas dock av att mandatet för 5 av de övriga 6 ledamöterna i Fed-styrelsen löper bortom 2030.

Tvårvändning i klimatfrågan. Trump väntas rulla tillbaka Bidens klimatregleringar och gröna subventioner inom IRA. Klimatpolitiken styrs, liksom många andra frågor, dock i stor utsträckning på delstatsnivå. De klimatinvesteringar som dragits i gång

med stöd av Bidens klimatpaket IRA har i många fall lokaliserats till republikanska delstater och privata satsningar. Ovilja att skada lokalt näringsliv och arbetstillfällen minskar sannolikheten för att redan påbörjade investeringar stoppas.

Risk för omvärldskonsekvenser. En seger för Trump kan på många områden få ännu större konsekvenser för omvärlden än för USA. Europa kommer, givet ett större utrikeshandelsberoende, att drabbas hårdare av ett handelskrig än den relativt slutna USA-ekonomin. På det säkerhetspolitiska området vill Trump se en omprövning av Nato och är kritisk till stödet för Ukraina. Trump har dock enligt en ny lag inte rätt att själv besluta om att lämna Nato. Trump väntas också besluta om att ånyo gå ur Parisavtalet.

En andra period för Biden väntas bli mindre radikal. I senaten är det fler demokratiska än republikanska platser som är uppe till omval och prognoserna pekar på att Demokraterna tappar sin majoritet. Biden skulle därmed tvingas förhandla med en helt eller delvis republikanskt styrd kongress, med små möjligheter att få igenom sin ekonomiska politik. Bidens valslogan är "avsluta jobbet" ("finish the job"). Biden genomförde under sina första två år stora delar av den ekonomiska politik han gick till val på 2020: Ett stort stimulanspaket samt de tre reformpaketen för infrastruktur, halvledare och klimatinvesteringar. Väljarna är dock inte nöjda. Enligt opinionsundersökningar associerar ungefär hälften Bidenomics med högre inflation och/eller skattehöjningar. Börsen, som Trump såg som sin främsta värdemätare, har gått bättre under Biden, men det har inte hjälpt opinionssiffrorna. Det har inte heller fjolårets kombination av sjunkande inflation och fortsatt starka arbetsmarknad. Möjligen står den höga prisnivån i fokus för väljarna liksom det faktum att inflationen sköt i höjden under Bidens mandatperiod och delvis som ett resultat av Bidens egen stimulanspolitik. En annan stöttesten i opinionen, vid sidan om Bidens ålder, är att Demokraterna är splittrade kring stödet för Israel.

Rätten till abort är en av de frågor där Republikanerna går i otakt med stora delar av väljarkåren, vilket har lett till oväntade segrar för demokrater i republikanska delstater. Det är dock oklart i vilken mån Biden kan kapitalisera på detta. Delstatsframgångar i abortfrågan har även byggt på stöd från republikanska kvinnor som kanske inte är beredda att stödja Biden i presidentvalet.

Japan

Lönetillväxt avgör

Bank of Japans exitpolitik

BNP-tillväxten 2024 och 2025 upprätthålls främst av inhemsk efterfrågan som delvis uppväger en syrefattig global aktivitet. Vårens löneutfall avgör både BNP-tillväxt och Bank of Japans (BoJ) tidpunkt för att överge minusräntan. Vi räknar med att BoJ höjer räntan under våren 2024 men penningpolitiken förblir klart expansiv under hela prognosperioden.

Högre prisökningstakt och stor global osäkerhet dämpade hushållens konsumtion och investeringsaktiviteten under andra halvåret 2023. Regeringens nya stimulanspaket, som godkändes i november på totalt 119 miljarder dollar (2,8 procent av BNP), mildrar effekterna och stöttar köpkraft och tillväxt. Paketet omfattar stöd till företag med syftet att påskynda omställningen till en mer säker och grön och digital ekonomi. Hushåll med små marginaler får kontantstöd, inkomst- och fastighetsskatten sänks tillfälligt och energistödet förlängs till senvåren.

Höstens utveckling visar att återhämtningen är skör och att nedåtriskerna dominerar. Det säkerhetspolitiska läget kräver rejält utökad försvarsbudget de närmaste åren, vilket adderar tillväxtkraft till ekonomin. Vår bedömning är att BNP-tillväxten blir 1,2 procent både i år och 2025, dvs strax över trendtillväxten som antas ligga på 0,5-1,0 procent. Den demografiska motvinden – snabbt åldrande befolkning – utgör en tillväxtbroms.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	1,0	1,7	1,2	1,2
Arbetslöshet*	2,5	2,6	2,5	2,4
KPI	2,5	3,2	2,1	1,3
Offentligt saldo**	-6,8	-5,6	-3,7	-2,6
Offentlig bruttoskuld**	260	255	252	251
Styrränta, %***	-0,10	-0,10	0,10	0,10

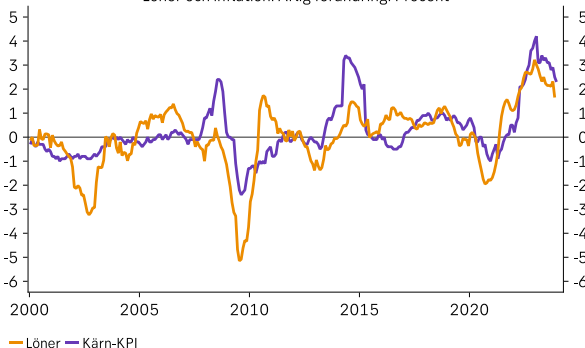
*% av arbetskraften, **% av BNP, ***vid årets slut. Källa: IMF, SEB

Företagens vinster har kunnat upprätthållas med stöd av sjunkande råvarupriser och yens kraftiga försvagning 2022-2023 med 22 procent (mot en valutakorg). Detta väntas fortsätta stimulera företag till både högre lönetillväxt (se nedan) och ökade investeringar. Hemflytt av verksamhet för att minska sårbarheten i globala värdekedjor och ökad automatisering för att adressera problemen med den stora arbetskraftsbristen lyfter Japans investeringar samtidigt som företagens satsningar på digitalisering väntas öka produktiviteten.

Arbetsmarknaden förväntas förbli påtagligt stram.

Utvecklingen drivs av att tjänstekonsumtionen, som gynnas av en normalisering efter covid-restriktioner, gradvis ökar och av en svag yen som stimulerar inhemsk turism. Samtidigt minskar arbetskraftsutbudet p g a åldrande befolkning. Det finns en bred samsyn i ekonomin – inklusive bland företagen – om behovet av högre lönetillväxt. Lönetillväxten noterade sin högsta takt vid årsskiftet 2022-2023 med 3,2 procent men har därefter backat tillbaka. Fackens riktmärke för vårens löneavtal är "5 procent eller mer". Vår bedömning är att lönetillväxten kan nå upp till ca 3 procent vilket ökar inflationstrycket något.

Vårens löneförhandlingar avgörande för Japans penningpolitik
Löner och inflation. Årlig förändring, Procent



Källa: Macrobond, SEB

BoJ:s monetära kursändring går i ultrasmå steg. Det välkomnas av omvärldens tillgångsmarknader, vilka under många år dragit stora fördelar av billig yen-finansiering. I höstas tog BoJ nya steg för att göra styrningen av avkastningskurvan (YCC) mer flexibel – med lyckat resultat och utan stora långränserörelser. Vi räknar med att BoJ överger minusräntan nu i vår, men att penningpolitiken förblir expansiv. Utformningen av politiken, och en förstärkning av yenen, underlättas av att andra centralbanker väntas sänka styrräntorna under 2024 och 2025. Vår prognos är att USD/JPY ligger på 132 i slutet av 2024 och 127 i slutet av 2025.

Kina

Låg tillväxt trots finanspolitiskt stöd

Utan en betydande tillväxtkatalysator spår vi fortsatt svag tillväxt under vår prognoshorisont, trots ett finanspolitiskt lyft i början av året. Svagheten beror främst på att fastighetssektorn fortfarande har problem samt att lågt förtroende inom den privata sektorn begränsar hushållens utgifter. Vi räknar med en BNP-tillväxt på 4,6 procent i år och 4,4 procent nästa år.

Baseffekter skönmålade en annars svag BNP-tillväxt 2023. Trots relativt hög tillväxttakt 2023 har den underliggande tillväxten – om man räknar bort baseffekter – legat närmare 3,5 procent. Den måttliga ökningen av den ekonomiska aktiviteten efter det första kvartalet 2023 (efter slutet av Covid-restriktionerna) avstannade då utgifter och investeringar från hushåll och privata företag uteblev. Fastighetskrisen och obestånd bland vissa fastighetsutvecklare satte press på det finansiella systemet och regeringen rullade ut en uppsjö av monetära och fastighetsrelaterade åtgärder som kan ha avvärjt en snabbare försämring, men som inte bidragit till att höja tillväxtutsiktorna väsentligt.

Nyckeltal

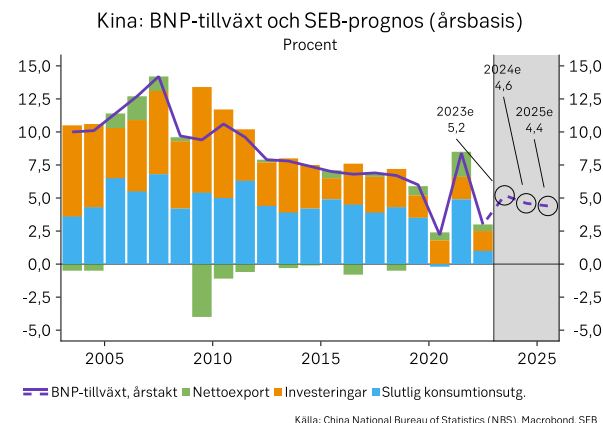
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	3.0	5.2	4.6	4.4
Inflation	1.8	0.4	1.3	1.9
Budgetsaldo*	-4.7	-4.9	-4.7	-5.0
1-årig låneränta, %**	3.80	3.45	3.45	3.45
7d omvärd reporänta, %**	1.80	1.7	1.7	1.7
USD/CNY**	6.36	7.1	6.8	6.5

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

Tillväxtkatalysatorer saknas i stort sett eftersom privata sektorns förtroende förblir dämpat. Det är osannolikt att finans- och penningpolitiken kommer räcka för att stärka tillväxten, utan det krävs troligen att även aktiviteten i den privata sektorn tar fart. En svag arbetsmarknad och begränsad löneökning – samtidigt som hushållen fått sig en ordentlig törn av fastighetskrisen – bör fortsätta att dämpa sentimentet och i

slutändan hålla tillbaka konsumtionen under vår prognoshorisont. Samtidigt kommer en global nedgång och pågående handelskonflikter med både USA och EU att begränsa efterfrågan på kinesiska varor och begränsa exportbidragen till BNP.



En expansivare finanspolitik otillräcklig för att höja tillväxten. I den mån aktivitetsökningen efter slutet av Covid-restriktionerna har passerat, är det osannolikt att tillväxten i tjänstesektorn kommer att öka nämnvärt, även om finanspolitiken till viss kommer att ge stöd under början av detta år. Detta inkluderar ökningen av det allmänna budgetunderskottet i oktober i fjol med en extra emission på 1 biljon yuan i statsobligationer, vilket borde dämpa de lokala myndigheternas finansiering av infrastrukturutgifter. Vi räknar med att regeringens budgetunderskott dämpas något under innevarande år jämfört med förra.

Ekonomisk politik målsätter stabilitet snarare än att uppnå hög tillväxt. Framtida ekonomisk-politiska beslut kommer att vara avgörande för de ekonomiska utsiktorna och utgör risker på både på upp- och nedsidan i våra tillväxtprognoser. Å ena sidan har beslutsfattare visat en vilja att stimulera efterfrågan för att undvika vad Japan fick erfaras under 1990-talet, då nedgångar i offentlig och privat efterfrågan ledde till en deflationsspiral. Men som vi har hävdats tidigare är Kinas finanspolitiska utrymme relativt begränsat och högre BNP-tillväxt än vad vår prognos innebär skulle kräva ett återupplivande bland konsumenter och privata företag. Deflationen i KPI-priserna återvände i slutet av fjolåret men även kärninflationen förblir dämpad. De steg som måste tas för att lyfta förtroendet skulle kräva mer omfattande reformer, ett osannolikt resultat under vår prognoshorisont. Samtidigt bör utländska utflöden från Kina fortsätta på grund av regulatorisk oro, låg inhemsk efterfrågan och geopolitiska risker. Bland de senare ser vi ökade spänningar kring Taiwansundet samt ökad kinesisk-amerikansk rivalitet som huvudrisker 2024.

Emerging Markets Räntesänkningarna har börjat

Trots geopolitiska vinnare som Indien och Mexiko blir tillväxten bland EM-länderna måttlig till stor del p g a av Kinas utveckling. Räntesänkingscykeln är på väg trots stora räntesvängningar i Ryssland och Turkiet. Lägre inflation öppnar för finanspolitiska nedskärningar 2024. Det möjliggör mindre strama monetära villkor men geopolitik - Ukraina, Mellanöstern och Taiwan – och kvardröjande inflationstryck kan göra processen utdragen.

Lägre inflation banar väg för fler räntesänkningar i år.

BNP-tillväxten bland de EM-länder vi följer blev totalt sett något högre 2023 än 2022, trots svag utveckling i Kina (se sid. 29) och många andra länder. Det lägre inflationstrycket banade under förra året väg för centralbankerna att antingen börja sänka räntorna eller åtminstone indikera framtida räntesänkningar inom en snar framtid. Bortsett från stora räntesvängningar i länder som Ryssland och Turkiet ligger EM-centralbankerna före utvecklade ekonomier i räntecykeln. För tillfället fortsätter BNP-tillväxten att se relativt blygsam ut. Inget av de EM-länder vi följer förutom Brasilien och Turkiet har ännu kommit tillbaka till sin förpandemiska trend.

Nyckeltal

BNP, procentuell förändring på årsbasis

	2022	2023	2024	2025
Emerging markets (aggregat)	3,7	4,3	4,1	4,0
Indien (räkenskapsår)	7,2	7,0	6,7	6,3
Brasilien	2,9	3,0	1,8	2,0

Källa: IMF, SEB

Låg tillväxtpotential bland EM – men inte för alla. På

grund av bland annat svagare global efterfrågan, pågående geopolitiska risker och global fragmentering pressas BNP-tillväxten under prognosperioden. Med undantag för guld och i viss mån även koppar har råvarupriserna fallit eller i stort sett legat still, vilket ger råvaruproducenterna endast ett begränsat uppsving framöver. Enligt vår uppfattning ser den potentiella BNP-tillväxten för de flesta EM-länder ut att ligga kvar

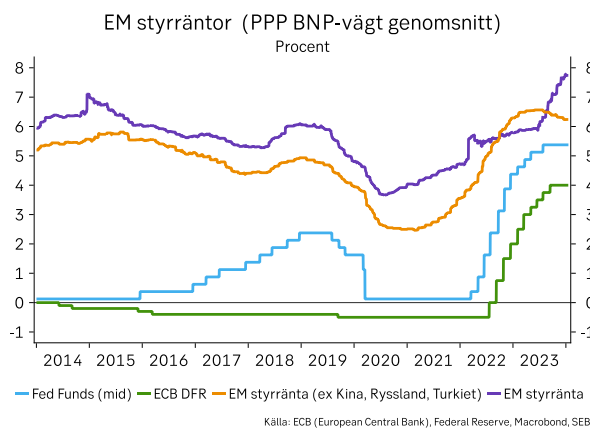
på de historiskt låga nivåer som nåddes under pandemin. Ändå finns det fickor av optimism i Asien såväl som i Latinamerika som drar fördel av geopolitiska konflikter genom att ha handelsrelationer med både väst- och östblocket (se temat på sid. 18).

BNP kvartal 3 2023				
Tillväxttakt, nivå relativt förpandemisk trend/nivå				
Land	% år/år	% kv/kv	% kv 4 2019 trend	% kv 4 2019 nivå
India	7,5	2,2	-3,6	17,6
Philippines	5,6	3,3	-10,9	8,5
China	5,3	1,0	-2,1	20,0
Indonesia	5,1	1,0	-5,1	11,3
Turkey	4,5	0,3	8,8	23,3
Russia	4,2	0,9	-3,7	3,9
Malaysia	3,3	2,6	-5,2	12,9
Mexico	3,3	1,1	-1,3	5,2
Singapore	2,8	1,7	-1,9	11,4
Brazil	2,5	0,1	1,8	7,2
Thailand	1,5	0,8	-11,8	1,3
Poland	0,6	1,5	-6,4	10,6
Hungary	-0,3	0,9	-10,0	5,0
South Africa	-0,5	-0,2	-3,6	0,7
Czech Republic	-0,8	-0,6	-13,4	-1,6
Ukraine	-0,9	0,7	-33,8	-27,1

Source: National sources, Macrobond, SEB

Indien är hittills en av de få positiva tillväxthistorier som drar nytta av både inhemska och externa faktorer. Lägre inflation öppnar även för Indiens centralbank att börja sänka räntorna under andra kvartalet i år. Vi ser ökade investeringar och starkare export. Vi förväntar oss att den indiska BNP-tillväxten blir 6,4 procent under räkenskapsåret 2024 och 6,2 procent nästa år. Vi tror också att den sittande regeringen kommer att bli omvald i år, vilket bör indikera politisk stabilitet även om det fortfarande finns en oro för försvagade demokratiska institutioner.

Betydligt lägre inflation i Centraleuropa. Tjeckien, Ungern och Polen har alla befunnit sig i lågkonjunktur under året, vilket har minskat inflationstrycket. Den årliga inflationen är nu 12-18 procentenheter under toppen efter den ryska invasionen av Ukraina. Ändå utgör osäkerheten kring den finanspolitiska inriktningen i Polen (efter valet av en ny mer EU-vänlig regering) och det underliggande inflationstrycket och lönetillväxten fortsatta risker i regionen. Vi ser trots detta utrymme för ytterligare räntesänkningar under 2024, även om Polens centralbank kan överraska åt det mer hökaktiga hållet på kort sikt. Uthålliga politiska förändringar i Polen kommer sannolikt att ta tid och frågetecken kring koalitionens stabilitet och det tidigare regerande Lag- och rättvisepartiets fortsatta inflytande i politiska institutioner innebär att politiska risker kvarstår.



Oro över hållbarheten hos Turkiets ekonomisk-politiska inriktning. Turkiet upplevde en stor ekonomisk-politisk förändring efter valet i juni i fjol och ny centralbanksledning har höjt styrräntorna med 34 procentenheter sedan dess. Under samma tid har dock försämrade inflationsförväntningar i hög grad eroderat den reala penningpolitiska inriktningen. Trots en reporänta på 42,5 procent väntas den årliga inflationen nå 70 procent under första kvartalet i år. Pågående oro över uthålligheten i penningpolitiken begränsar investerarens förtroende och förklarar liras fortsatta depreciering.

Mexiko kan dra nytta av global fragmentering men den ekonomiska politiken pressar tillväxten. I

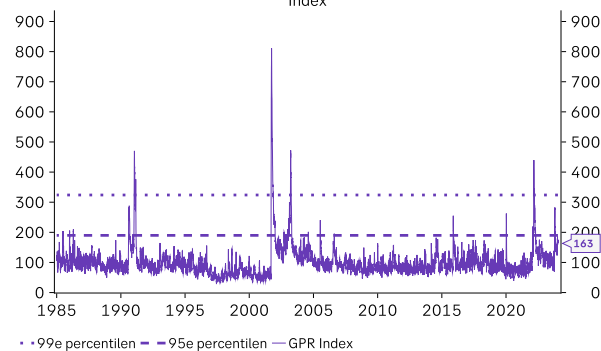
Latinamerika höjde högaktiga centralbanker räntorna avsevärt under 2023. Brasilien, med betydligt lägre både inflation och inflationsförväntningar inledde sin räntesänkingscykel redan förra året. Mexiko ser ut att inleda sina sänkningar under första halvåret. Därav följer att både realen och peson tappat i värde under förra året. I Mexiko väntas valen i år resultera i att den sittande partikandidaten står som vinnare. Landet ser ut att dra nytta av globala återhämtningsansträngningar och geopolitiska förändringar. Dock lär en nationalistisk regeringspolitik och hittills strama monetära villkor begränsa uppsidan i BNP-tillväxten.

Geopolitiska risker är fortfarande i fokus. Betydande geopolitiska risker påverkar våra prognoser.

Möjligheten, eller t o m ökad sannolikhet, för en andra mandatperiod för Donald Trump får betydande effekter på EM via internationell politik, konflikter, handel och finansmarknader. Israel-Gaza-kriget som startade i oktober förra året – och den oroliga utvecklingen generellt i Mellanöstern – har hittills bara haft marginella effekter på finansmarknaderna, trots den humanitära katastrofen. Oljemarknaderna tycks redan ha diskonterat en upptrappning av kriget i Mellanöstern – eller så speglar de marginella oljeprisrörelserna stora oljelager och vikande efterfrågan. Attacker mot

kommersiell sjöfart i Röda havet - och i vilken utsträckning dessa kommer att påverka leveranskedjor och kostnader - samt oro över intensifierade strider på Israels norra gräns mot Hizbollah i Libanon är pågående risker på kort sikt. En upptrappning är inte vårt huvudscenari, men det är oklart i vilken utsträckning marknads-prissättningen fullt ut fångar regionens betydande risker.

Geopolitiskt riskindex (en veckas glidande medelvärde)
Index



Källa: Matteo Iacoviello, Macrobond, SEB

I kriget mellan Ryssland och Ukraina har växande oro över västvärldens fortsatta finansiering av Ukraina och försörjning av militär utrustning ökat osäkerheten om krigets utgång. Ryssland har till stor del förvandlats till en krigsekonomi och Wagner-revolten förra året verkar inte ha påverkat Rysslands förmåga att föra krig. En republikansk administration skulle sannolikt innebära ännu mindre stöd för Ukraina och ett eventuellt inledande av förhandlingar med Ryssland.

Förnyade spänningar mellan Kina och Taiwan. Efter presidentvalet i januari väntar vi oss förnyade spänningar mellan Kina och Taiwan. Den kinesiska regeringens nuvarande fokus på ekonomin och pågående utrensningar inom militären väntas minska risken för en allvarlig konflikt på kort till medellång sikt. Ändå lämnar detta fortfarande scenarier för försämrade relationer mellan de två regeringarna (inklusive kinesiska militära manövrar som stör taiwanesisk handel) och ekonomiska sanktioner.

Inkilad mellan väst- och östblocken. Även om vi inte förväntar oss något större utflöde av dollartillgångar med avseende på EM-centralbankernas valutareserver ser vi en fortsatt övergång till andra tillgångar som uppfattas som möjligen fredade för västerländska sanktioner. Det gäller speciellt om USA och EU går vidare med tanken att använda beslagtagna ryska statliga tillgångar för att stödja Ukraina ekonomiskt.

Euroområdet

Svag tillväxt och politiska utmaningar

BNP väntas ha fallit under andra halvan av 2023, men tillväxten stegras under andra halvåret 2024 och en större sättnings kan därför undvikas. Höstens överraskande snabba inflationsnedgång fortsätter och är en viktig pusselbit för att konsumtion och investeringar ska växla upp framöver. Inflationsnedgången får ECB att sänka räntan redan i mars i år.

Tillväxten i euroområdet bromsade in 2023 och BNP föll marginellt tredje kvartalet. Nedgången bedöms ha fortsatt även under fjärde kvartalet. Sammantaget är indikatorbilden fortsatt svag och utsikterna varierar mellan länder och sektorer. Särskilt Tyskland har utvecklats svagt till följd av en syrefattig industrikonjunktur, medan mer tjänsteberoende Spanien har haft relativt höga tillväxttal och tagit igen det stora pandemitappet. Den senaste tiden har dock utvecklingen inom tjänstesektorn försämrats. Indikatorer är sammantaget svaga och pekar på fallande ekonomisk aktivitet, även om det ännu inte fullt ut återspeglas i hårddata.

Nyckeltal

Procentuell förändring

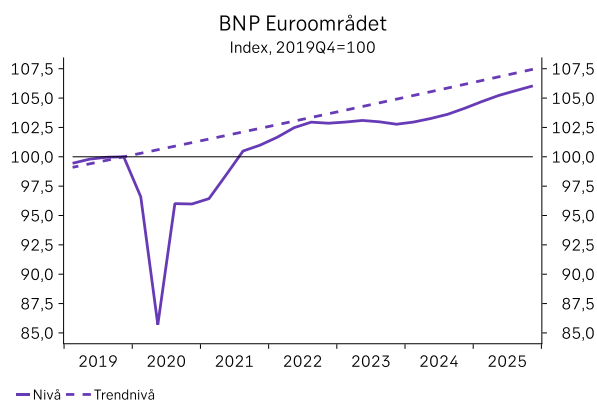
	2022	2023	2024	2025
BNP	3,4	0,5	0,5	1,8
Arbetslöshet*	6,7	6,5	6,8	6,8
Löner	4,5	5,3	4,3	3,3
KPI	8,4	5,4	1,3	1,2
Offentligt saldo**	-3,6	-3,1	-2,7	-2,4
Offentlig bruttoskuld**	90,9	89,6	88,5	87,2
Inlåningsränta, %***	2,00	4,00	3,00	2,00

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

Svagt avslut på 2023 och teknisk recession. Vår bedömning är att euroområdet andra halvåret 2023 hamnade i en teknisk recession (fallande BNP två kvartal i rad, data för fjärde kvartalet publiceras 30/1). Helåret 2023 växer BNP med endast 0,5 procent och

den svaga tillväxten är förhållandevis bredbaserad. Svag utländsk efterfrågan innebär att exporten faller. Även höga exportpriser, drivet av bl a energi, bidrar till den svaga exportutvecklingen. Hög inflation och höga räntor har försämrat hushållens köpkraft vilket dock delvis motverkas av en stark arbetsmarknad och höga nominella löneökningar. Investeringarna dämpas till följd av penningpolitikens genomslag på ekonomin.

Uppväxling, men i måttlig takt. Även om tillväxten är fortsatt syrefattig lättar motvinden och vi får i år, framför allt under andra halvåret, en viss uppväxling. Något bättre global efterfrågan gynnar exporten. Att inflationen fortsätter falla innebär att vi sett slutet på ECB:s räntehöjningscykel och en serie räntesänkningar inleds redan i mars i år. I kombination med nominella löneökningar över det historiska genomsnittet ökar åter konsumtionsutrymmet. Ökade investeringar relaterade till den gröna omställningen och digitaliseringen bidrar också till BNP-tillväxten på lite sikt. Det stora reallönefallet, som skedde då inflationen tog fart, och effekterna av de senaste årens kraftigt stigande räntor, innebär dock att återhämtningen blir svag. Samtidigt väntas finanspolitiken överlag stramas åt de kommande åren när de flesta länders manöverutrymme begränsas av redan höga skulder och finanspolitiska regelverk. EU-länderna väntas från och med i år återigen behöva förhålla sig till striktare regler för budgetunderskott och offentlig skuldsättning (regler som pausades under pandemin). Sammantaget stiger BNP med drygt 0,5 procent både 2023 och 2024 och strax under 2 procent 2025. I slutet av prognosperioden har BNP-nivån fortfarande inte nått trendnivån.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Skillnad mellan länder. Tyskland, med sitt stora naturgasberoende, har i större utsträckning än övriga stora euro-ekonomier drabbats av effekterna av Rysslands invasion av Ukraina. Energipriserna är fortsatt höga och sätter både hushåll och företag (särskilt de energiintensiva) under press. Svag efterfrågan från omvärlden, särskilt lägre tillväxt i Kina, och mer strukturella utmaningar i den viktiga

bilindustrin har ytterligare dämpat produktionen. Den inhemska politiska turbulensen och budgetkrisen i slutet av 2023 har bidragit till att skapa ett osäkert investeringsklimat (se temaartikeln "Tyskland – EU motorn som hackar" sid. 35). Länder som Frankrike, Spanien och Italien har tillväxtmässigt klarat sig bättre efter pandemin även om de också har påverkats av hög inflation och stigande räntor.

BNP-prognoser

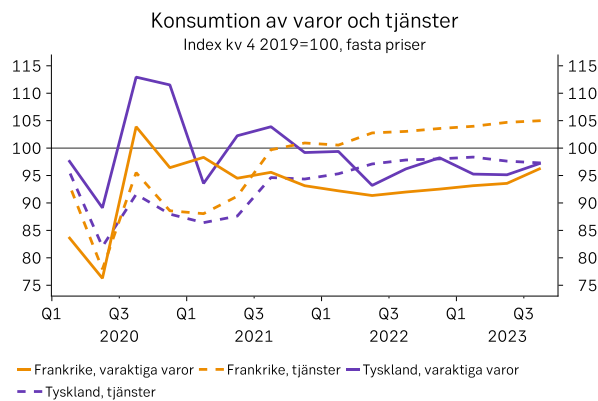
Årlig procentuell förändring

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

Källor: Eurostat, SEB

Arbetsmarknaden fortsatt motståndskraftig. Trots att tillväxten bromsat in rejält har arbetsmarknaden varit motståndskraftig med hög sysselsättningstillväxt. Utvecklingen är i linje med omvärlden och inte unik för euroområdet. En robust tjänstesektor och brist på kvalificerad arbetskraft kan delvis förklara varför arbetslösheten knappt har stigit. Att företagen behåller sina anställda trots sämre tider i syfte att inte riskera att stå utan arbetskraft när konjunkturen vänder kan också vara en förklaring. Trots att ekonomin tydligt bromsar in är vår bedömning att ovanstående faktorer bidrar till att arbetslösheten endast stiger måttligt under prognosperioden, för att i slutet av 2025 börja falla igen. På sikt kommer demografiska utmaningar i allt större utsträckning att påverka utvecklingen på arbetsmarknaden. En större andel äldre i befolkningen kommer att hålla tillbaka arbetskraftsutbudet och pressa ner arbetslösheten.

Konsumenterna får det bättre från ett svagt läge. Den höga inflationen och ECB:s snabba räntehöjningar har dämpat hushållens konsumtion som mer eller mindre stagnerat. Sedan Rysslands invasion av Ukraina är det framför allt konsumtionen av varor som gått trögt, medan tjänstekonsumtionen till följd av ett uppdämt behov efter pandemin gått bättre. Att inflationen fortsätter att falla 2024 samtidigt som löneökningarna blir relativt höga och arbetslösheten endast stiger måttligt, ses som viktiga förklaringar till varför konsumtionen och tillväxten växlar upp. Minskat finanspolitiskt stöd motverkar dock uppgången i konsumtionen något.

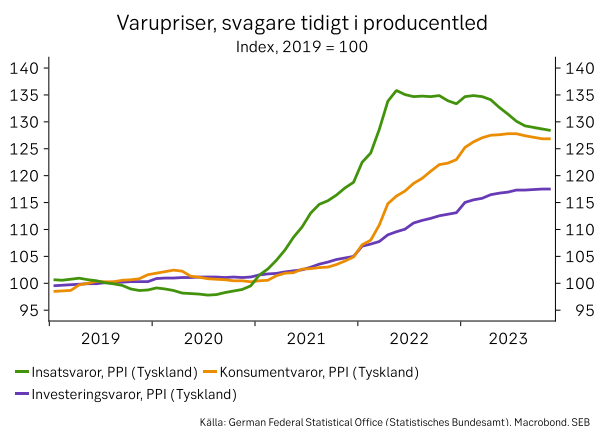


Politiska risker lika viktiga som de ekonomiska. På kort sikt ligger fokus på den fortsatta inflationsnedgången, tidpunkten för ECB:s första räntesänkning och hur mycket ekonomin bromsar in eller till och med faller. Längre fram i prognoshorisonten blir politiken, och riskerna kopplade till politiken, allt viktigare; nationellt, på EU-nivå och globalt. Den inrikespolitiska turbulensen i Tyskland har ökat sedan författningsdomstolens besked innan jul om att delar av budgeten stred mot konstitutionen, vilket har inneburit nya förhandlingar inom regeringen och motvilliga nedskärningar i budgeten för 2024 (se temaartikeln "Tyskland – EU-motorn som hackar" sid. 35). I 2024 års EU-val ser högerpopulistiska partier ut att gå framåt vilket ökar risken att det kan bli svårt med samarbete och att forma majoritet i parlamentet. Det kan också bli svårt att ta EU-samarbetet och EU:s utvidgningsfrågor framåt om länder som Ungern fortsätter att lägga in veton mot olika förslag. Länder som har fått klartecken att inleda förhandlingar med EU, som Ukraina och Moldavien, riskerar att få en lång förhandlingsprocess. Det amerikanska presidentvalet i november i år kan få betydande effekter på EU:s inrikes- och utrikespolitik. En isolationistiskt och protektionistiskt inställd amerikansk president kan innebära både lägre export och ökade försvarsutgifter för redan ansträngda offentliga finanser i ett flertal länder i EU.

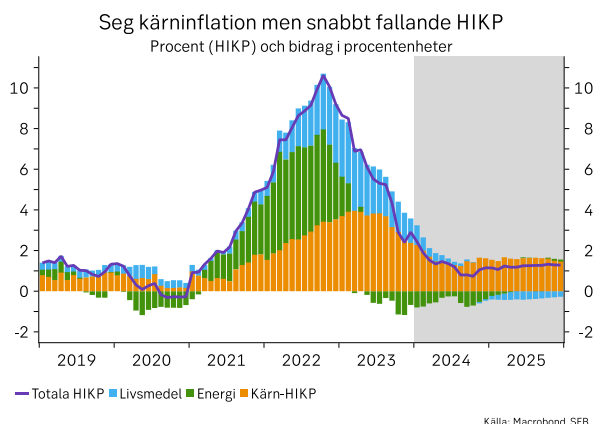
Tydligt lägre inflationstakt

Inflationen har sedan toppnoteringen i slutet av 2022 fallit, drivet både av stora baseeffekter och en nedgång i energipriser. Den viktiga kärninflationen, dvs. inflationen exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak, har under andra halvåret 2023 vänt ner överraskande snabbt vilket ger positiv tillväxtkraft och tidigare räntesänkningar. Tjänstepriserna har ökat långsammare än väntat och avståndet mellan tjänste- och varuinflation har därmed krympt.

Producentpriser faller, men ännu i begränsad omfattning för konsumentvaror. Prisutvecklingen i olika delar av produktionsprocessen skiljer sig fortfarande åt. Producentpriserna för insatsvaror har toppat och därefter tydligt gått ner. Denna bild stämmer även med prisförväntningarna enligt inköpschefsindex som signalerar fortsatta prisfall för insatsvaror, även om nedåtkraften tycks ha minskat den senaste tiden. Samma utveckling syns ännu inte för konsumentvaror i producentledet, vilket tyder på att det kan finnas prisökningar kvar i systemet och att avmattningen i det slutliga konsumentledet blir utdragen.



Kärninflationen tillbaka på ECB:s mål till våren. Trots att riskerna för högre inflation fortfarande är betydande indikerar den snabba nedgången att eventuellt efterfrågetryck har minskat mer än förväntat. Kärninflationen faller nu snabbare än bedömningen i november, även om nedgången fortfarande är långsammare än för total inflation. I takt med att baseffekter minskar blir skillnaden mellan de båda inflationsmåttarna mindre och både total inflation och kärninflation faller under 2 procent under början av våren.



Löneökningarna blir avgörande. Prisutvecklingen inom tjänstesektorn och den fortsatt höga löneökningstakten är, tillsammans med risken för en ny energiprischock, de största uppåtriskerna för inflationsprognosen. Våren

2024 kommer många nya löneavtal förhandlas fram och dessa blir avgörande för det inhemska inflationstrycket på sikt. Vår bedömning är att risken för en pris-lönespiral är låg, men högre löneökningar än väntat riskerar att fördröja nedgången i kärninflationen.

Våren inleds med räntesänkningar. De senaste månadernas inflationsnedgång, särskilt för kärninflationen, har gett stora avtryck på finansiella marknader med lägre marknadsräntor som följd. Inga fler räntehöjningar från ECB är att vänta och tidpunkten för den första räntesänkningen har flyttat allt närmare i tiden. Trots höstens mer gynnsamma inflationsutfall kommer ECB behålla ett stramt tonläge fram till de faktiskt sänker räntan. Fortsatt fallande inflation, särskilt kärninflationen, och att redan beslutade löneökningar inte blir alltför höga, är kriterier som behövs för att ECB ska börja sänka räntan. ECB närmar sig en punkt där de känner sig komfortabla med inflationsnedgången på både kort och lång sikt och vår bedömning är att räntan sänks redan i mars 2024. Att ekonomin är svag i euroländerna är inte en avgörande faktor, men allmänt svag efterfrågan och att arbetsmarknaden försvagas gör att ECB:s oro för nya inflationsimpulser minskar. Sammantaget kommer ECB att sänka räntan fyra gånger med totalt 100 räntepunkter under 2024 och lika mycket 2025. Räntan kommer därmed att ligga på 2,0 procent i slutet av prognosperioden.

Tema:

Tyskland

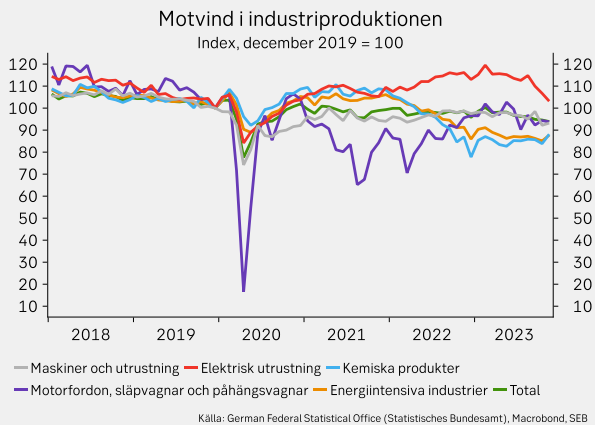
EU-motorn som hackar

Den tyska tillväxtmodellen utmanas från flera håll. Energikrisen, svag global tillväxt, ökad fragmentering, kinesisk avmattning och en svag regering med bakbunden finanspolitik har skakat om den tyska tillväxtmodellen. Den svaga ekonomin och den inrikespolitiska turbulensen har ökat både det politiska missnöjet och stödet för det främlingsfientliga partiet AfD inför valet 2025. Tyskland behöver en handlingskraftig regering som kan genomföra reformer som ökar tillväxten på sikt. Även för Sverige är den tyska ekonomin viktig eftersom det sker mycket handel med Tyskland. Drygt 10 procent av svensk varuexport går till Tyskland, medan 17 procent av svensk varuimport kommer från Tyskland.

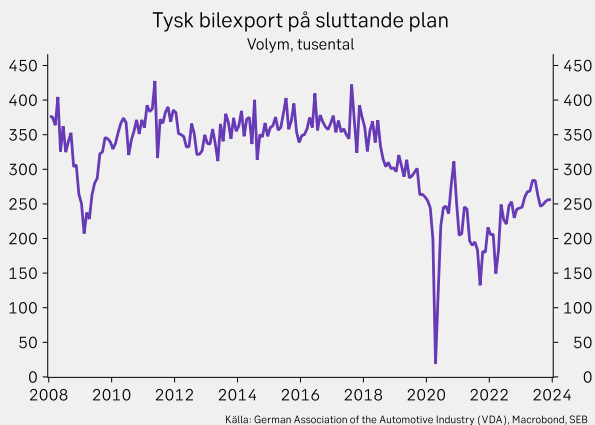
Tysk BNP-återhämtning svagast av de stora. Under inledningen av pandemin och även under fasen när ekonomierna i euroområdet öppnades upp såg det ut som att tysk ekonomi hade klarat sig relativt bra. En bit in i 2021 började Tyskland halka efter övriga större euroekonomier vilket sammanfaller med Rysslands invasion av Ukraina. Tysk BNP ligger nu runt samma nivå som fjärde kvartalet 2019. Förra året var ett särskilt tungt år då tysk BNP på marginalen väntas ha krympt. Det är framför allt hushållens konsumtion och exporten som har bidragit negativt, medan investeringarna som helhet i princip stagnerat.



Den viktiga industrin utmanas. Den för Tyskland så viktiga industrin (industrin väger nästan 30 procent av förädlingsvärdet jämfört med t ex 17 procent i Frankrike) har kämpat i motvind de senaste åren. Såväl konjunkturella som strukturella faktorer ligger bakom den svaga utvecklingen. Rysslands invasion av Ukraina har i stor utsträckning drabbat energiintensiva företag som drabbats av de höga energipriserna. Beroendet av rysk naturgas behöver minska och en nödvändig energiomställning står för dörren.

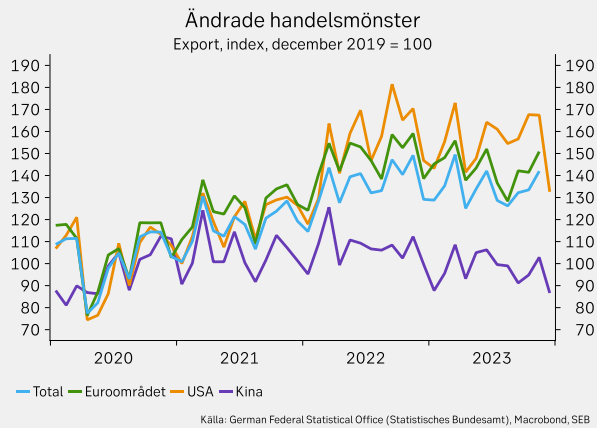


Bilindustrin försöker hitta rätt väg. Den stora bilindustrin är under press med höga kostnader, lägre efterfrågan och ökad konkurrens från Kina, särskilt vad gäller elbilar, som exporteras alltmer utomlands och inte minst till Europa. Ökade geopolitiska risker och mer protektionistiska inslag i världshandeln kan också bli kännbara för den tyska bilindustrin som har en stor exportandel och stor betydelse för den totala exporten: motorfordon – där bilar ingår – står för drygt 15 procent av total export.

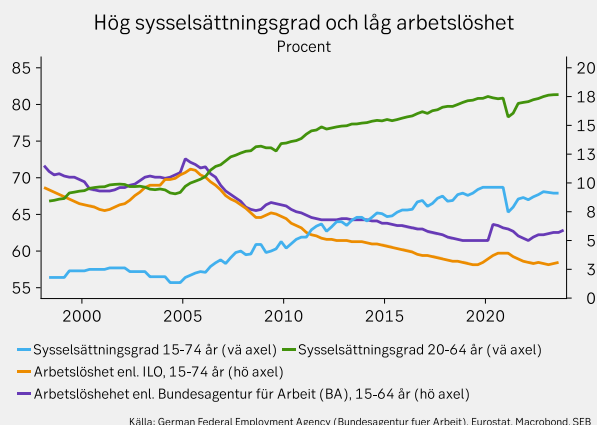


Jobbigt att vara exportberoende när global efterfrågan viker. En allt lägre global efterfrågan och högre energipriser har haft negativ inverkan på den tyska exporten som har fallit. Exportens andel av BNP uppgick år 2022 till drygt 50 procent och eftersom en stor andel av exporten består av bilar, maskiner etc. slår det hårt

mot industriproduktionen. Det är framför allt exporten till Kina som faller. Att kinesisk tillväxt blir lägre har stor påverkan på tysk export eftersom Kina är en av Tysklands viktigaste exportpartner, tillsammans med USA, Frankrike och Nederländerna. Samtidigt har exporten över tid skiftat till andra stora handelspartners som USA, vilket kan hänga ihop med den ökade fragmenteringen av världsekonomin.



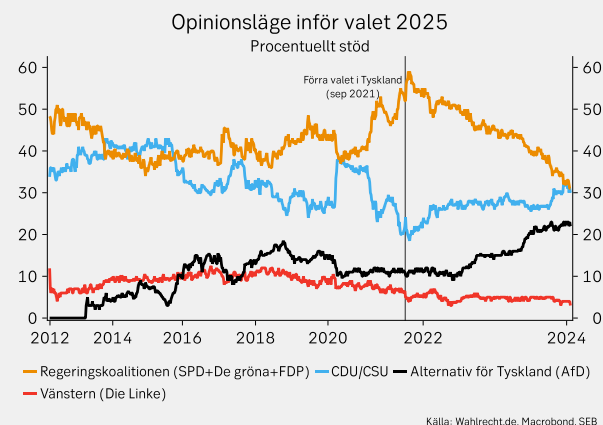
Stark arbetsmarknad. Trots svag ekonomisk aktivitet har den tyska arbetsmarknaden varit motståndskraftig. Arbetslösheten är på låga nivåer, även om den enligt vissa mått har ökat något den senaste tiden till följd av den svaga konjunkturen. Brist på kvalificerad arbetskraft inom framför allt tjänstesektorn är en av förklaringarna. Tyskland har stora demografiska utmaningar med en hög andel äldre som kommer att hålla tillbaka arbetskraftsutbudet framöver. Migrationen har till viss del avhjälpt de demografiska utmaningar som landet står inför, men på lite sikt blir demografin en faktor som mer och mer håller tillbaka tillväxten. Sysselsättningsgraden ligger på historiskt höga nivåer även om den inte återhämtat sig helt efter pandemin för åldersgruppen 15-74 år. I åldersgruppen 20-64 år har dock sysselsättningsgraden återhämtat sig och ligger till och med på något högre nivåer än innan pandemin. Förklaringen till att sysselsättningsgraden stigit över tid har att göra med Hartz-reformerna (benämnda efter Peter Hartz som ledde den kommitté som låg bakom reformerna) som gjordes på arbetsmarknaden i början av 2000-talet i syfte att öka jobbsökandet, stärka incitamenten för arbetslösa att acceptera arbete samt öka arbetskraftsdeltagandet, särskilt för kvinnor och äldre.



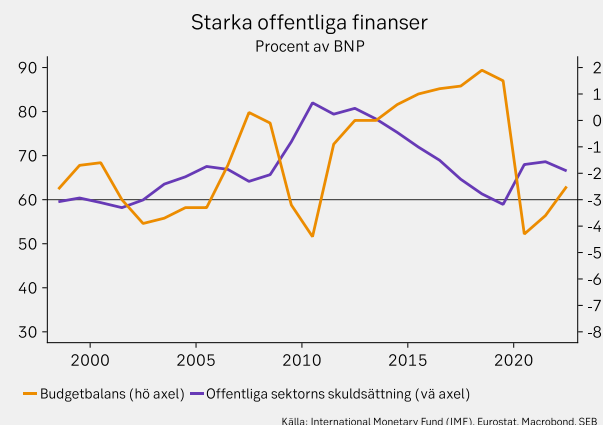
Fortsatt inrikespolitisk turbulens. Förra året var ett utmanande år för den tyska regeringen. Trafikljuskoalitionen (die Ampel-Koalition) med Socialdemokraterna (SPD), Miljöpartiet (die Grünen) och Liberalerna (FDP) hade problem att enas om både ekonomiska frågor och lagförslag som den viktiga uppvärmningslagen strax innan sommaren. Förslaget innebar att nyinstallerade värmesystem till övervägande del ska drivas med förnybar energi. Under hösten ökade den inrikespolitiska turbulensen ytterligare då den tyska författningsdomstolen underkände finansieringen av klimat- och investeringsfonden (KTF), vilket skapade stora luckor i budgeten för 2024. Regeringen gick tillbaka till förhandlingsbordet och strax innan jul nåddes en överenskommelse som innebär större besparingar för 2024 än vad som tidigare var planerat. Lagen om skuldbromsen (strukturellt budgetunderskott på högst 0,35 procent av BNP) börjar åter gälla, även om det finns diskussioner, särskilt inom SPD att ändra på regelverket för att öka investeringarna. Den svaga ekonomin och den splittrade regeringen har ökat det folkliga missnöjet. Det syns inte minst i olika opinionsmätningar inför valet 2025, där det främlingsfientliga partiet AfD gått från 10 till 22 procent sedan mitten av 2022. I valen på delstatsnivå förra året gjorde AfD starka val, bland annat i Hessen och Bayern där partiet blev andra respektive tredje största parti. I år fortsätter delstatsvalen med val i Sachsen, Brandenburg och Thüringen.

Politiken får tillväxteffekter. Siffror och olika uttalanden från den tyska regeringen visar att besparingar på 10-17 miljarder Euro måste göras i årets budget. Allt annat lika innebär det lägre budgetunderskott och ett lägre upplåningsbehov. Skuldkvoten väntas nu också falla något snabbare jämfört med tidigare bedömningar. Tyskland är det land med starkast offentliga finanser bland de stora ekonomierna i euroområdet, och en stramare finanspolitik torde öka pressen på övriga länder i euroområdet med sämre

offentliga finanser som exempelvis Italien. De besparingar som den tyska regeringen har presenterat innebär exempelvis gradvis minskning av dieselsubventioner till jord- och skogsbruk, höjd flygskatt, minskade anslag till olika departement, striktare regler för medborgarlön etc. Vår bedömning är att budgetbesparingarna kommer minska BNP-tillväxten med 0,3-0,5 procentenheter.



Viss ljusning i sikte. Även om 2024 ser ut att bli ännu ett utmanande år med nolltillväxt kommer tillväxten åter, framför allt under andra halvåret i år. Hushållens konsumtion återhämtar sig tack vare märkbart stigande realinkomster (arbetsmarknaden är robust, nominell lönetillväxt är hög och inflationen faller). Hushållen har också stora besparingar som kan stötta konsumtionen. Efterfrågan från omvärlden tar fart igen, vilket ökar exporten. Lägre räntor underlättar för investeringarna att öka igen. Det finns således goda skäl att tro på en ökad tillväxt på sikt, även om den kan hållas tillbaka av industrins mer långsiktiga utmaningar och strukturella faktorer som demografi. Det krävs en handlingskraftig och framför allt enad regering för att hantera dessa frågor, egenskaper som nuvarande regering haft svårt att visa prov på. Valet 2025 blir därför viktigt för Tysklands tillväxt på lång sikt.



Storbritannien

Stagnerande tillväxt

Hög inflation och stigande räntor har börjat sätta tydliga spår i den brittiska ekonomin. Hushållens efterfrågan är dämpad, och även om köpkraften förbättras framöver ser tillväxten ut att bli mycket låg under 2024. Inflationen faller antligen tillbaka, men det underliggande inflationstrycket hålls uppe av en fortsatt stram arbetsmarknad och hög lönetillväxt. Bank of Englands räntesänkingscykel inleds därför först under sommaren i år.

Den brittiska ekonomin visade sig förvånansvärt motståndskraftig under det första halvåret 2023, trots ihärdiga motvindar. Men den starka arbetsmarknad som gett stöd åt konsumtionen har börjat svalna av och arbetslösheten ser ut att fortsätta stiga långsamt under kommande år. De sparandebuffertar som hushållen byggt upp under pandemin börjar tunnas ut efter flera år av stigande levnadskostnader.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	4,3	0,5	0,2	1,4
Arbetslöshet*	3,7	4,1	4,6	4,7
Löner	6,0	7,0	3,5	3,5
KPI	9,1	7,3	2,7	1,9
Offentligt saldo**	-5,5	-4,5	-3,9	-3,7
Offentlig bruttoskuld**	102	104	106	107
Styrränta, %***	3,50	5,25	4,00	2,75

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

Uppväxling, men i måttlig takt. En lång period av hög inflation och höga räntor är fortsatt ett sänke för ekonomin. Flera indikatorer pekar på en mycket dämpad produktion kring årsskiftet och kommande kvartal. Dessutom kvarstår flera långsiktiga utmaningar i form av svag produktivitet, investeringar som stagnerat och sjunkande deltagandegrad på arbetsmarknaden. Under andra halvan av 2024 påbörjas dock en återhämtning i ekonomin. Köpkraften börjar långsamt förbättras för hushållen, även om arbetslösheten stiger, och lägre

inflation gör att Bank of England (BoE) till slut kan börja sänka styrräntan. Dessutom ökar efterfrågan i omvärlden, men trots detta blir tillväxten dämpad även detta år. Under 2025 har dock både inflation och räntenivå sjunkit ytterligare och tillväxten växlar upp.

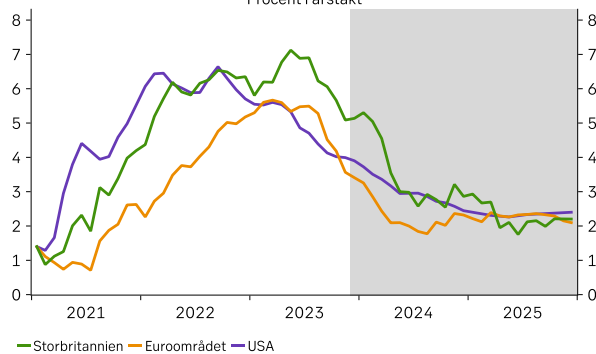
Stram arbetsmarknad börjar kyla av. Vikande tillväxt leder till att arbetslösheten väntas fortsätta stiga långsamt under prognosperioden. Samtidigt fortsätter arbetskraftsutbudet att krympa och strejker med krav på högre lönekompensation väntas fortsätta. Läget på arbetsmarknaden förblir därmed ansträngt i kölvattnet av Brexit och pandemin.

Begränsat stöd från finanspolitiken. Med en redan hög offentlig skuld och höga räntekostnader är utrymmet begränsat för välbehövlig finanspolitisk stimulans. Budgetunderskottet väntas ha landat på 4,5 procent av BNP under 2023 men sjunker till 3,9 procent 2024. I år går Storbritannien dessutom till val, troligen under andra halvåret enligt premiärminister Rishi Sunak. Det politiska läget är splittrat och det saknas övertygande majoritet i parlamentet, vilket ytterligare begränsar finanspolitiken.

Kärninflationen faller långsammare än i andra länder.

Trots att inflationen väntas fortsätta falla under kommande månader hålls den underliggande inflationen uppe av den fortsatt höga lönetillväxten. Under året faller inflationen tillbaka ordentligt men den ligger kvar på 2,7 procent i slutet av 2024.

Kärninflationen väntas falla långsammare
Procent i årstakt



Källa: Macrobond, SEB

Svår balansgång för Bank of England. Med vikande tillväxt och fallande inflation i ena vågskålen och fortsatt hög lönetillväxt och en stram arbetsmarknad i den andra står Bank of England inför en svår balansgång. Risken för en lönedriven återkomst av inflationen är fortsatt icke-försumbar, vilket gör att vi tror att Bank of England avvaktar lite längre med räntesänkningar än t ex Fed och ECB. En serie snabba sänkningar inleds dock i juni och styrräntan sänks till 2,75 vid utgången av 2025.

Norden

Sverige | sid 40

Lägre inflation och fallande räntor minskar nedåtriskerna och talar för att återhämtningen blir starkare. Fortsatt nedgång för bostadsbyggandet och svagare arbetsmarknad verkar dock i motsatt riktning under 2024.

Danmark | sid 46

Bostadspriserna fortsätter att hålla tillbaka bostadsinvesteringarna ett tag till. Konsumtions- och bostadsindikatorerna förbättras dock och tillväxten växlar upp till 3 procent 2025. Arbetsmarknaden är fortsatt stark vilket pressar upp lönerna.

Norge | sid 44

BNP-tillväxten väntas falla i vinter även om en stark efterfrågan från oljesektorn begränsar risken för en stor nedgång. Kärninflationen förblir hög vilket talar för att Norges Bank skjuter upp räntesänkningarna till hösten.

Finland | sid 48

Dämpad global efterfrågan har drabbat den exportberoende tillverkningsindustrin, vilket sätter press på investeringar och arbetsmarknad. BNP krymper med 0,2 procent i år, men vänder upp till 2,0 procent 2025.

Sverige

Lägre inflation ger ökat hopp om vändning

BNP föll under andra halvan av 2023 men även om den ekonomiska aktiviteten blir svag ett tag till verkar en djupare sättning kunna undvikas. Hushållens konsumtion har fallit i linje med 1990-talet men är på väg att bottena. Arbetslösheten stiger en bit till men inflationsnedgången gör att realinkomster stiger och räntor faller. Nästa år stöttar även finanspolitiken. Riksbanken sänker räntan i maj och i år växlar tillväxten upp, särskilt från andra kvartalet.

Sentimentsindikatorer tyder på fortsatt fallande BNP under de närmaste kvartalen men data har återigen varit lite mindre svaga än väntat. Vi räknar med att BNP åter ökar i år, men mycket svagt, efter att förra året ha fallit med 0,4 procent; båda åren är uppreviderade jämfört med vad vi räknade med i november. Lägre inflation och fallande räntor gör att nedåtriskerna minskat betydligt och talar också för en starkare återhämtning. Tillväxten nästa år blir 2,8 procent, tydligt över trend. Samtliga år har reviderats upp jämfört med novemberprognosen. Hög skuldsättning, ofta till rörlig ränta, har medfört att räntehöjningar fick större negativ effekt i Sverige och när räntan nu sänks blir de positiva effekterna också större. Fortsatt nedgång för bostadsbyggandet och svagare arbetsmarknad verkar dock i motsatt riktning under 2024. Positiva inflationsövertäckningar, som fortsätter under våren, får Riksbanken att sänka styrräntan redan i maj.

Nyckeltal

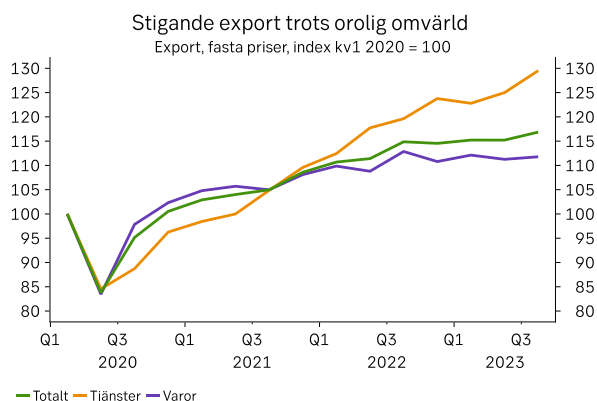
Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,6	-0,4	0,1	2,8
Arbetslöshet*	7,5	7,6	8,6	8,7
Löner	2,8	3,7	3,7	3,5
KPI	8,4	8,5	3,0	1,4
Offentligt saldo**	1,3	-0,3	-2,2	-0,9
Offentlig bruttoskuld**	32,8	31,4	33,0	33,5
Styrränta, %***	2,50	4,00	3,00	2,25

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

Motståndskraft i industrin trots skakig omvärld.

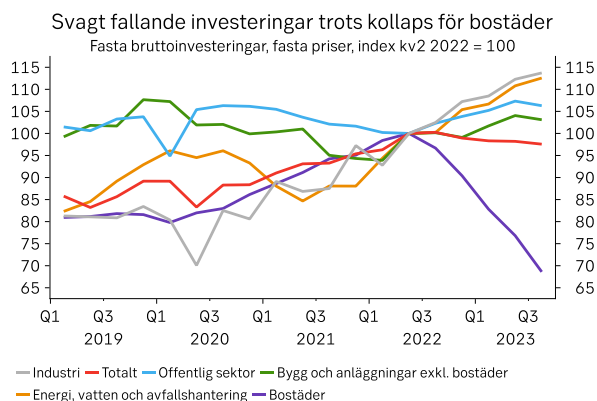
Industrin fortsätter att vara mer motståndskraftig än väntat. Industriindikatorer spretar men PMI har stigit till strax under 50 vilket ger hopp om att en nedgång kan utvikas. Varuexporten har rört sig sidledes sedan början av 2022 samtidigt som en relativt stark tjänsteexport medfört att total export fortsatt att öka. Kortsiktiga indikatorer tyder på stabil export under första halvan av 2024 och det fall som vi tidigare väntat oss verkar i nuläget mindre troligt. Total export ökar med i snitt 1,5 procent 2024, och när den internationella konjunkturen tar fart under 2025, med fem procent.



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

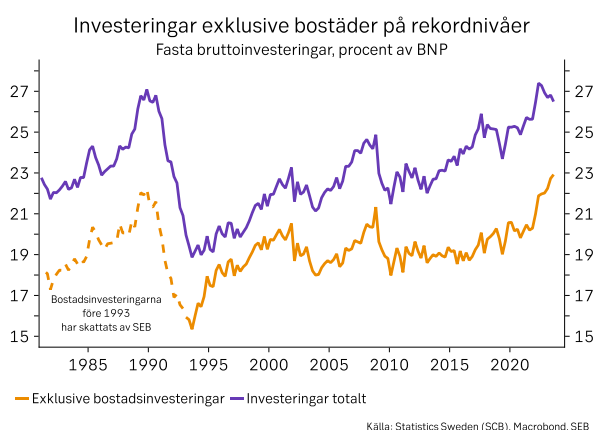
God investeringskonjunktur, förutom bostäder.

Industrins motståndskraft stöttar investeringarna som ökat stadigt de senaste åren. Viktiga faktorer är den svaga kronan, som bidragit till att hålla vinsterna uppe, och den gröna omställningen. Uppgången är relativt bredbaserad men fordon-, maskiner och elektroprodukter är viktiga delar. Även offentliga investeringar har ökat stadigt de senaste 2-3 åren och detsamma gäller investeringar i värme- och energiproduktion. Exklusive bostäder har investeringarna som andel av BNP ökat till nästan 23 procent, den tydligt högsta sedan åtminstone början av 1980-talet.



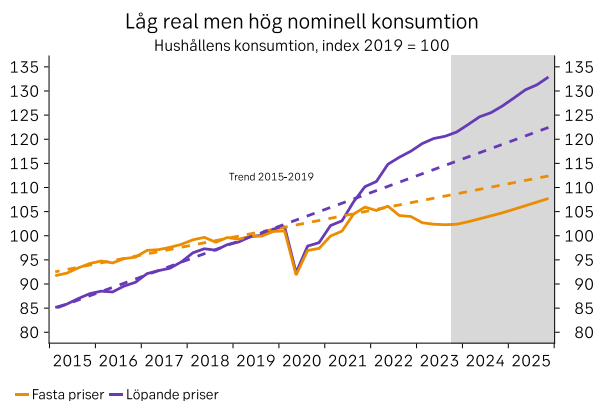
Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Botten ur för bostadsinvesteringar. Trots god investeringsutvecklingen i stort, gör ett brant fall för bostadsbyggandet att totala investeringar minskat gradvis sedan första halvåret 2022. Investeringar i bostäder fortsätter att minska snabbt och det är troligt att uppgången för industri- och offentliga investeringar faller tillbaka en del, om inte annat på grund av att nuvarande nivåer är väldigt höga. Vi fortsätter tro på en tydlig investeringsnedgång 2024, men att fallet blir något mindre än vi tidigare bedömt. Lägre räntor och starkare konjunktur talar för att bostadsinvesteringarna vänder upp under 2025 och den höga räntekänsligheten gör att räntekostnaderna snabbt kommer att börja falla.



Stora konsumtionsfall – i fasta priser

Hushållens konsumtion fortsätter vara den viktigaste faktorn för hur djup och långdragen lågkonjunkturen kommer att bli och lägre inflation och räntor gör att nedåtriskerna fortsätter att minska. I reala termer hade konsumtionen fallit med drygt 4 procent tredje kvartalet 2023 jämfört med mitten av 2022 vilket är i paritet med nedgångarna under de djupa recessionerna i början av 1980- och början av 1990-talet. Nedgången drivs av stigande priser medan nominell konsumtion stigit till nivåer betydligt över den historiska trenden. Den tydligt inbromsade inflationen gör att den viktigaste nedåtdrivkraften för den reala konsumtionen nu avtar betydligt.



Blandade utsikter men konsumtionsuppväxling i höst.

Utsikterna för en fortsatt nominell konsumtionsuppgång är blandade. De senaste två årens reallönefall är rekordstort, men hushållens totala reala inkomster har minskat i mer begränsad takt då bidrag, subventioner och minskade skatter ihop med en mycket stark sysselsättning verkat i motsatt riktning. Sparandet har minskat, men inte dramatiskt och sparkvoten är inte alltför långt under förkrisnivån. Samtidigt har arbetslösheten börjat stiga och konsumentförtroende på mycket låg nivå signalerar att hushållens finanser är fortsatt pressade. Vi räknar med svagt fallande konsumtion under första halvåret i år och att återhämtningen påbörjas under andra halvåret efter att Riksbanken börjat sänka räntan. Under 2025 bidrar en expansiv finanspolitik till att öka hushållens inkomster. Vi antar att sänkta skatter och ökade bidrag, totalt 35 miljarder, ökar inkomsterna med mer än en procentenhet.

Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
Real disponibel inkomst	-0,3	-1,6	0,7	3,5
Privat konsumtion	2,1	-2,6	1,4	3,2
Sparkvot, nivå	13,0	13,6	13,2	12,9

Källa: SCB, SEB

Nedåtpressen på bopriserna minskar. Ett högt utbud av bostäder och låg försäljning av nya bostäder tyder på att bostadsmarknaden ännu inte är helt i balans. Att räntesänkningar nu kommit närmare ger dock stöd till bostadsmarknaden, vilket bland annat återspeglas i SEB:s Boprisindikator som steg ganska tydligt i januari. Bostadspriserna har varit i stort sett oförändrade under 2023 och vi räknar med att trenden sidledes fortsätter under det närmaste halvåret. Från mitten av 2024 räknar vi med gradvis stigande bostadspriser.

Högre arbetslöshet 2024

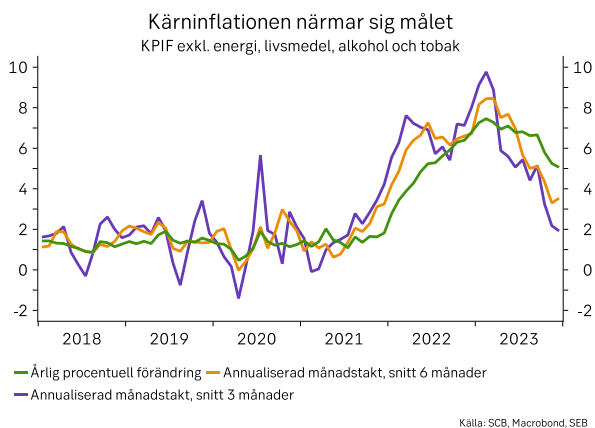
Efter att sedan mitten av 2022 stått emot en ekonomi som växlar ner visar arbetsmarknaden nu tydligare tecken på inbromsning. Arbetslösheten steg under andra halvan av 2023 med drygt 0,5 procentenheter till ca 8 procent och under de senaste månaderna har sysselsättningen vänt ned. Varsel, lediga platser och anställningsplaner i Konjunkturinstitutets (KI) barometer tyder på att arbetsmarknadsförsvagningen fortsätter i år, men utan överdriven dramatik. Vi fortsätter räkna med att arbetslösheten planar ut på ca 9 procent efter sommaren. När återhämtningen tar fart under 2025 faller arbetslösheten gradvis tillbaka.

Lite högre löneökningar, men inte för höga för

Riksbanken. Den svaga arbetsmarknaden bekräftas av fallande indikatorer för resursutnyttjandet. Bristtall enligt KI-barometern och Riksbankens resursindikator har båda fallit tillbaka till historiska snittnivåer från rekordnivåer i slutet av 2021. Nedgången har bidragit till att timlönerna under det senaste halvåret bara ökat med 0,2-0,3 procentenheter mer än genomsnittliga löneavtal. Vi justerade i november ned löneprognoserna för både 2023 och 2024 till 3,7 procent, vilket är 0,2-0,3 procentenheter lägre per år än Riksbankens prognos. Löneökningarna i Sverige fortsätter att se låga ut i ett internationellt perspektiv och svagare arbetsmarknad och lägre inflation talar för att lönerna saktar in under 2025 när nästa avtalsrunda äger rum. Vår prognos på 3,5 procent i totala löneökningar 2025 ligger fast. Behov av en viss reversering av de mycket stora reallönefallen talar för att lönerna fortsätter öka i en högre takt än före pandemin ytterligare några år.

Inflationen tillfälligt under målet

Till slut har även svensk inflation fallit tillbaka. Med hjälp av starka baseffekter från extremt höga elpriser i december 2022 föll KPIF till 2,3 procent i december 2023. Nedgången är delvis tillfällig och baseffekter från energi kommer att lyfta inflation i början av 2024. Kallt väder har dessutom fått vinterns elpriser att stiga betydligt, även om nivåerna är långt ifrån topparna 2022. Terminspriserna tyder dessutom på att elpriserna faller tillbaka under våren-sommaren vilket i kombination med fallande bränslepriser talar för att energipriser faller med nästan tio procent under 2024.

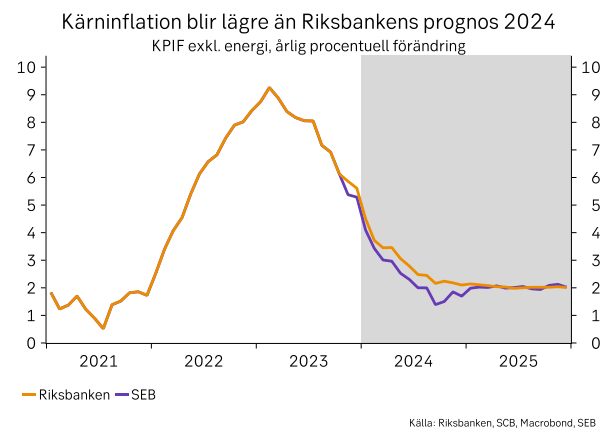


Senaste inflationsutfallen pekar i rätt riktning. Även den underliggande inflationen har saktat in betydligt de senaste månaderna och KPIF exklusive energi var i december 5,3 procent, 4,0 procentenheter lägre än toppnivån från februari förra året. Jämfört med för ett år sedan är kärninflationen fortfarande betydligt högre än Riksbankens mål, men månatliga prisförändringar har legat nära två procent, även om starka säsongs-

effekter gör bedömningen osäker. Nedgången drivs främst av baseffekter på livsmedel och andra varor, men det finns tecken på att även tjänsteinflationen är på väg att avta. Nedgången i Sverige släpar fortfarande efter euroområdet, men gapet har minskat de senaste månaderna. Indikatorer tyder på att nedgången fortsätter i år, t ex är planerna på att höja priserna i detaljhandeln bara svagt högre än före pandemin.

Hög tjänsteinflation ger viss, men övergående, oro.

Den än så länge höga tjänsteinflationen skapar viss osäkerhet, men minskade eller till och med negativa effekter från tidigare höga energipriser och måttliga löneökningar talar starkt för att den är på väg ned. Fortsatt stora hyresökningar till följd av högre räntor samt höjda administrativa priser och offentliga taxor motverkar inflationsnedgången och är den tydligaste uppåtrisken. Vi räknar med att KPIF exklusive energi faller till strax under två procent mot slutet av 2024 för att därefter stiga och vara ungefär i linje med inflationsmålet under 2025. Lägre energipriser gör att KPIF hamnar under målet redan till sommaren och närmar sig en procent i slutet av i år. Under 2025 ökar KPIF i samma takt som kärninflationen.



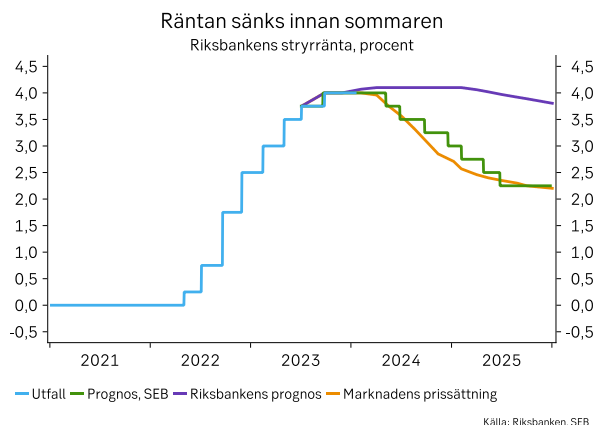
Prisreversering och kronan ger osäkerhet. På samma sätt som för euroområdet är osäkerheten stor om hur långt inflationen kommer att falla och en eventuell prisreversering i euroområdet (se Tema sid. 12) kommer med stor sannolikhet att bli snarlik i Sverige. Kronförstärkningen i slutet av förra året minskar uppåtrisken betydligt även om växelkursen, enligt våra modeller, kommer att fortsätta bidra till högre inflation under större delen av 2024.

Räntan sänks redan innan sommaren

Riksbankens prognos från november antydde en relativt hög sannolikhet för ytterligare en räntehöjning i början av 2024 (10 räntepunkter högre räntebana). Efter att kärninflationen överraskat på nedsidan i november, tillsammans tydliga förväntningar på närstående ECB-

och Fed-sänkningar, har direktionen i tal och intervjuer spelat ned räntebanan. Sannolikheten för att Riksbanken höjt klart i denna cykel är mycket hög. Sannolikheten för räntesänkningar i år är också hög, men tidpunkten och takten är osäker. Direktionen har antytt att man vill säkerställa att inflationen är i linje med målet före räntesänkning vilket. Det talar för att marknadens förväntningar om en sänkning redan i mars är för optimistiska.

Riksbanken vill inte vara först ut. Vi tror även att direktionen vill undvika att kronan försvagas på nytt och att ECB gärna får sänka först, i alla fall så länge kronan inte stärks betydligt mer. Samtidigt är arbetsmarknad och tillväxt svagare i Sverige och den höga räntekänsligheten gör att priset för att skjuta på räntesänkningarna är högt. Vi har tidigare lagt den första förväntade sänkningen från juni till maj men den svårbedömda januariinflationen ger osäkerhet. Vi räknar med att styrräntan sänks med totalt 100 punkter i år och med ytterligare 75 punkter, till 2,25 procent, under 2025. Inflation och inflationsförväntningar blir avgörande och större sänkningar än 25 punkter i taget kan bli aktuella om inflationen överraskar på nedsidan. Samtidigt kan sänkingscykeln fördröjas om inflationsnedgången blir trögare än väntat. Storleken på de totala räntesänkningarna är i linje med marknadens förväntningar som verkar rimliga i nuläget, om än att marknaden räknar att sänkingscykeln börjar lite tidigt.



Mer QT trots lägre ränta. Trots att Riksbanken om några månader börjar sänka räntan håller vi fast vid vår bedömning att det penningpolitiska beskedet som presenteras i början av februari blir en ökning av statsobligationsförsäljningarna (QT) från 5 till 7-8 miljarder. Direktionen har antytt att balansräkningsminskningen främst ska ses som en normalisering och att räntan är det viktigaste penningpolitiska verktyget. Novembers penningpolitiska rapport var tydlig med att QT kommer att utökas i samband med räntebeskedet i början av februari och flera i direktionen har sagt att

försäljningarna har förbättrat marknadens funktionssätt och dessutom bidragit till att kronan stärkts.

Lägre inflation öppnar för stimulanser 2025

Budgetpropositionen för 2024 innehåller totalt ca 40 miljarder i ofinansierade utgifter och skattesänkningar. Stora delar är ökade bidrag till kommuner och regioner som inte är indexerade och finanspolitiken bedöms vara i stort sett neutral. Vi tror att regeringen presenterar åtgärder för ca 5 miljarder i vårbudgeten i april vilket gör att finanspolitiken i år möjligen blir svagt expansiv. Regeringen fortsätter prioritera inflationsbekämpning och politiken är mycket försiktig. När inflationen nu är på väg ned faller inflationsargumentet men vi tror ändå att regeringen väntar till 2025 innan finanspolitiken läggs om i mer expansiv riktning, delvis på grund av valet 2026. Regeringens och Konjunkturinstitutets beräkningar tyder på relativt stora strukturella budgetöverskott och vi tror på expansiva åtgärder på 60-80 miljarder under 2025, motsvarande 1-1,5 procent av BNP.

Starka finanser trots underskott. Statens finanser fortsatte att vara starkare än väntat under större delen av 2023, men mot slutet av året kom till slut tecken på att skatteinkomsterna påverkas av den svaga konjunkturen. Statens budgetsaldo var 19 miljarder 2023, 12 miljarder lägre än Riksgäldens prognos. Mycket talar för att staten kommer att visa underskott både 2024 och 2025 och även kommunernas finanser försvagas när BNP faller. I år påverkas statsfinanserna dessutom av Riksbankens re-kapitalisering, även om de kraftiga räntefallen i slutet av förra året samt Riksbankens valutasäkringar av valutasäkringen gör att behovet ser ut att vara betydligt mindre än de 80 miljarder som Riksbanken räknade med i oktober förra året. Vi räknar med ett kapitaltillskott på 40 miljarder vilket bidrar till ett finansiellt sparande i den offentliga sektorn på nästan -2 procent i år. Trots underskotten fortsätter finanserna att vara extremt starka och den offentliga skulden stabiliseras på drygt 30 procent av BNP.

Lägre överskottsmål? Regeringen har sagt att överskottsmålet på 0,3 procent av BNP ska utredas. Med en statsskuld på drygt 15 procent av BNP är det troligt med ett lägre mål. Ett underskottsmål på 1,5 procent av BNP skulle leda till att den offentliga skulden stabiliseras på ungefär dagens nivå, men antagligen väljs en mer försiktig linje. Viktigt blir också hur underskotten kommer att fördelas mellan stat, kommuner och pensionsfonder. Sparande i pensionsfonderna beräknas gradvis närma sig 1 procent av BNP igen vilket öppnar för underskott i t ex staten även utan ett negativt mål för sparandet i offentlig sektor.

Norge

Räntesänkningar dröjer

Ekonomi var svag under större delen av 2023, dämpad av måttlig inhemsk efterfrågan. BNP faller under vintern, även om stark efterfrågan från oljesektorn begränsar risken för en kraftig nedgång. Förbättrad real disponibel inkomst, lägre inflation och lättnader i penningpolitiken stöder inhemsk efterfrågan 2025, vilket ger en tillväxt för fastlands-BNP i linje med trend. Kärninflationen förblir hög i en internationell jämförelse, vilket talar för att Norges Bank skjuter upp räntesänkningarna till hösten.

Den ekonomiska aktiviteten har avtagit och kvartalsmässig tillväxt för fastlands-BNP var i stort sett oförändrad under kvartal 1-3 i fjol. Svagheten har drivits av inhemsk efterfrågan, särskilt av kraftigt fallande fastlandsinvesteringar. Hushållens konsumtion dämpar efterfrågan ytterligare på kort sikt. Enligt Norges Banks regionala nätverk faller aktiviteten i vinter, vilket ger ett negativt produktionsgap. Ökande real disponibel inkomst, lägre kostnadsinflation och lättare penningpolitik kommer dock att stödja den inhemska efterfrågan 2025, vilket får fastlandets BNP-tillväxt att återhämta sig från 0,5 procent i år till trendliknande 1,4 procent 2025. Total BNP får stöd av en stark aktivitet i oljesektorn, där tillväxten väntas öka med 2,1 respektive 1,6 procent 2024 och 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	3,0	0,5	2,1	1,6
Fastlands-BNP	3,8	0,9	0,5	1,4
AKU-arbetslöshet*	3,2	3,6	3,9	3,7
Löner	4,3	5,5	4,9	4,0
KPI-JAE inflation	3,9	6,2	4,1	2,5
Styrränta, %	3,50	4,50	4,00	3,00

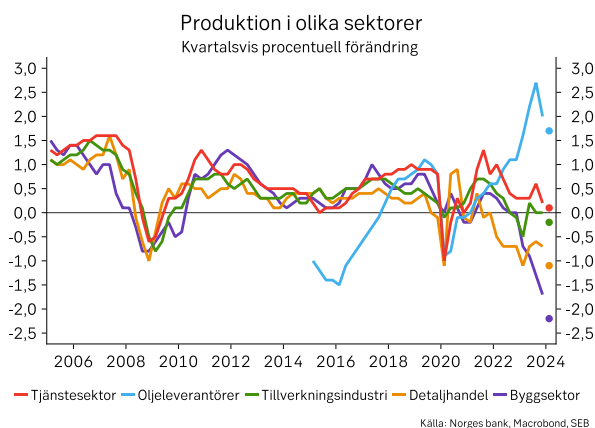
*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Neutral finanspolitik. Den finanspolitiska impulsen beräknas uppgå till 0,4 procentenheter av fastlands-BNP 2024, men justerat för utlandsrelaterade utgifter blir budgeten neutral. Avsaknaden av en kraftigare konjunkturavmattning, som skulle utlösa en mer

påtaglig ökning av arbetslösheten, gör att motståndet mot ökade finanspolitiska stimulanser blir starkt.

Stora skillnader mellan olika sektorer

Företagssentimentet är svagt, även om det fortfarande finns stora branschvariationer. Leverantörer till oljeindustrin fortsätter att få stöd av en cyklisk uppgång i oljeinvesteringar. Oljeinvesteringarna har ökat med 16,8 procent under det senaste året och väntas öka ytterligare med ackumulerade 8,0 procent 2024-2025. Samtidigt har pessimismen inom bygg- och detaljhandeln ökat och den stora tjänstesektorn har blivit mindre optimistisk. Hög investeringsaktivitet under tidigare år kommer att dämpa företagets investeringar och hämma tillväxten, även om vissa projekt relaterade till klimat- och energiomställning kommer att begränsa nedgången. Bostadsinvesteringarna har rasat med 22 procent sedan toppen första kvartalet 2022 och färre byggstarter pekar på ytterligare fall under första halvåret i år. Lägre kostnadsinflation och högre bostadspriser ger stöd åt bostadsinvesteringarna på sikt.



Måttlig exporttillväxt, trots svag norsk krone. Trots förbättrad konkurrenskraft till följd av den svaga växelkursen är exportörerna av traditionella varor blygsamma i sina produktionsförväntningar. Svag tillväxt bland Norges viktigaste handelspartners begränsar efterfrågan, vilket återspeglas i större ledig kapacitet. Svag inhemsk efterfrågan håller samtidigt tillbaka import och nettohandeln väntas bromsa in 2024 för att sedan bli positiv 2025.

Bostadspriserna oväntat motståndskraftiga

Priserna på befintliga bostäder sjönk med 0,3 procent under 2023 vilket är den första årliga nedgången sedan 2008. Priserna trotsade dock de utbredda förväntningarna om en korrigerig i höstas. Svårigheter med säsongrensningar kan tillfälligt ha gett stöd åt priserna, men aktiviteten har ändå hållits uppe väl även om transaktionstiderna har förlängts. Vi räknar med en liten korrigerig i vinter på grund av högre

bostadsräntor och stigande arbetslöshet. På längre sikt pekar ett begränsat utbud av nya bostäder, i kombination med förbättrad köpkraft, på att bostadspriserna accelererar i. Vi förutspår en ökning av bopriserna med 0,9 och 5,3 procent i år och 2025.

Svag uppgång i arbetslösheten

Arbetsmarknaden svalnar, om än gradvis. Enligt Arbeids- og velferisetaten (NAV) steg den registrerade arbetslösheten ifjol 0,2 procentenheter till 1,9 procent. Trenden för antalet nya lediga jobb har fortsatt nedåt, vilket talar för fortsatt ökning. Sysselsättningstillväxten har varit fortsatt positiv men anställningsplanerna har försämrats, vilket tyder på sjunkande sysselsättning under vintern till följd av förväntade uppsägningar inom bygg, detaljhandel och tillverkningsindustrin. Den volatila arbetskraftsundersökningen tyder på att sysselsättningen kommer att stabiliseras senare i år, vilket stöder vår prognos om en relativt mild uppgång i arbetslösheten. Den registrerade arbetslösheten väntas toppa kring 2,5 procent 2025.

Lönerna väntas ha ökat med 5,5 procent i fjol, vilket innebär tre år i rad med negativa eller oförändrade reallöner. Årets löneförhandlingar blir tuffa, med fackförbund som kräver reallöneökningar. De nominella löneökningarna faller tillbaka på grund av lägre inflation, men en stram arbetsmarknad i kombination med hög aktivitet i oljesektorn och förbättrad konkurrenskraft hos exportörerna talar för löneökningar på 4,9 respektive 4,0 procent för 2024 och 2025.

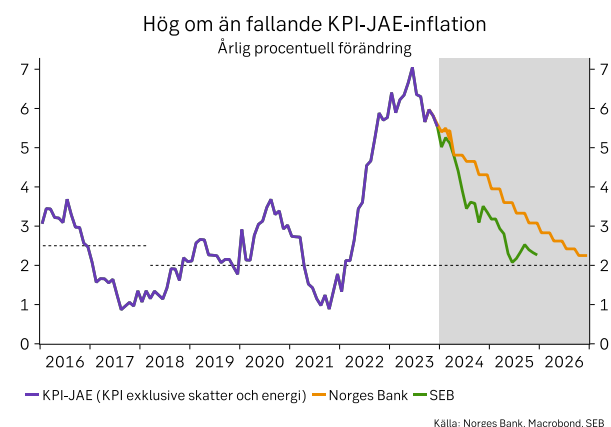
Svag privat konsumtion under vintern

Konsumenternas förtroende är fortsatt nedpressat, vilket återspeglar svaga reala disponibla inkomster och stigande bolåneräntor, men den privata konsumtionen har hållit sig förvånansvärt bra, med stöd av hög anställningstrygghet och högt sparande. En kraftig nedgång i köp av bilar i början av året pekar dock på en nedgång för hushållens konsumtionen på 1,0 procent 2023. En ytterligare nedgång i varukonsumtionen i vinter, vilket återspeglas i ett deprimerat sentiment bland detaljhandeln, talar för att hushållens konsumtionen förblir blygsam 2024. Accelererande reallöneökningar och lägre räntor ger stöd åt konsumtionen senare, men högre arbetslöshet och uppbyggnad av hushållens sparbuffertar begränsar konsumtionstillväxten till 2,1 procent 2025.

Inflationen klart över målet 2024

KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) sjönk till 5,5 procent i december. Inflationen har kontinuerligt dämpats sedan toppen på 7,0 procent i juni förra året

och nedgången har varit något större än väntat. Ändå är inflationen hög jämfört med många andra länder. Den svaga växelkursen har hållit uppe prisuppgången på kärnvaror. Livsmedelspriserna har fortsatt att stiga, justerat för säsongeffekter. Gradvis högre hyror har också bidragit till tjänstepriserna. Dessa faktorer bidrar till en på kort sikt fortsatt hög kärninflation, även om indikatorer fortfarande pekar på en accelererande nedgång från i vår. Avmattning i internationella livsmedelspriser och relaterade insatspriser talar för att livsmedelsinflationen faller snabbt under 2024 och den senaste tidens valutaförstärkning tyder på att trycket uppåt på grund av växelkursen avtar. Vi har sänkt KPI-JAE-prognosen och väntar oss ett mer markant inflationsfall från sommaren jämfört med Norges Bank. Kärninflationen på 4,1 respektive 2,5 procent 2024 och 2025 är fortsatt hög i en internationell jämförelse.



Subventioner har hållit tillbaka energiprisernas inverkan på KPI.

När energipriserna nu faller, blir effekten på KPI därmed ganska liten jämfört med t ex Sverige. KPI-inflationen beräknas uppgå till i snitt 3,9 respektive 2,8 procent 2024 och 2025.

Räntesänkningar från september

Alltför hög inflation och oro för andrahandseffekter från den svaga kronen motiverade en slutlig räntehöjning till 4,50 procent i december. En stram penningpolitik bedöms vara nödvändig för att inflationen ska återgå till målet inom rimlig tid. Norges Bank avser därför att ligga still till tredje kvartalet och därefter gradvis sänka räntan till 3,50 procent i slutet av 2025. Vår förväntan om en snabbare avmattning i kärninflationen i kombination med en betydligt starkare krone än väntat talar för en snabbare sänkningstakt. Men en ihållande kärninflation i början av 2024 och osäkerhet om utfallet av kommande avtalsförhandlingar talar för att räntesänkningarna dröjer till september. Styrräntan väntas ligga på 4,00 respektive 3,00 procent i slutet av 2024 respektive slutet av 2025.

Danmark

I väntan på uppväxling

Indikatorer för konsumtion och bostadspriser förbättras och vi räknar med att tillväxten växlar upp från 1 procent 2023 till 3 procent 2025. Bostadspriserna fortsätter att hämma bostadsinvesteringarna ett tag till. Arbetsmarknaden är stark vilket pressar upp lönerna, men inte till några problematiska nivåer.

Reviderad BNP-data för tredje kvartalet. Sedan Nordic Outlook november har BNP-statistik för tredje kvartalet reviderats; ner med 0,6 procentenheter. BNP sjönk enligt den nya statistiken med 0,7 procent jämfört med kvartalet innan både under andra och tredje kvartalet. Under årets tre första kvartal var BNP fortfarande 1,1 procent högre än 2022, och makroindikatorer pekar på en positiv BNP-tillväxt under fjärde kvartalet. Vi har därför reviderat ner vår BNP-prognos marginellt till 1 procent för 2023 och hållit prognosprofilen oförändrad de kommande åren med en tillväxt på 1,5 procent 2024 och 3 procent 2025.

Nyckeltal

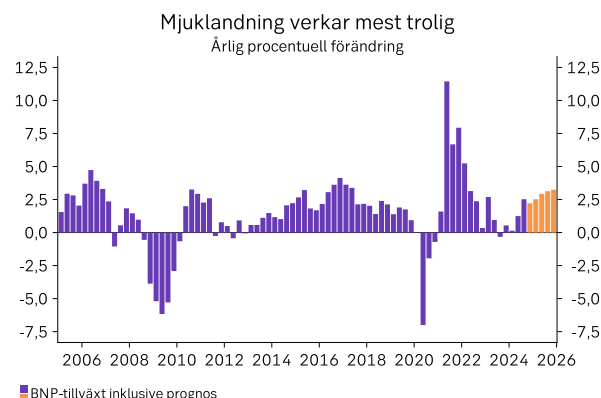
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,8	1,0	1,5	3,0
KPI	7,7	3,3	1,0	1,6
Löner	2,6	3,3	3,6	4,1
Offentlig sektors saldo*	3,4	3,5	3,5	4,0
Offentlig sektors skuld*	30,1	30,0	29,0	27,0
Bytesbalans*	13,3	10,0	9,0	8,0
Styrränta (CD rate), %	1,75	3,60	2,60	1,60

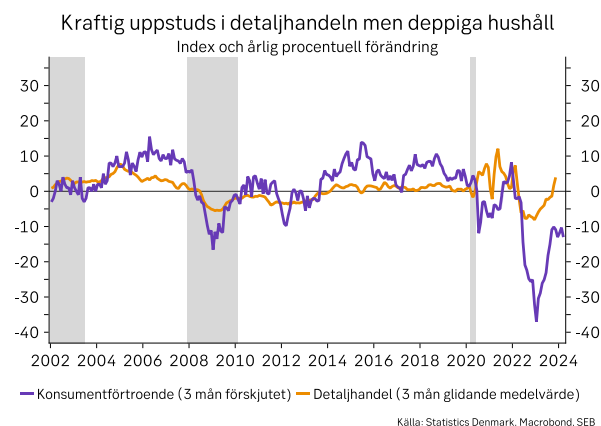
*% av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB

Volatil BNP-indikator bättre än väntat. BNP-statistiken har varit ovanligt volatila de senaste kvartalen eftersom de har påverkats både av en högkonjunkturcykel inom sjöfarten och en ökning av läkemedelsexporten driven av Novo Nordisks framgångar med nya läkemedel mot fetma. Statistikmyndigheter varnar också för att ökad

osäkerhet i säsongsjusterade siffror i spåren av pandemin. Vi är därför försiktiga med att inte övertolka BNP-siffrorna för de senaste kvartalen, särskilt då svagheten verkar stå i strid med andra makrodata.



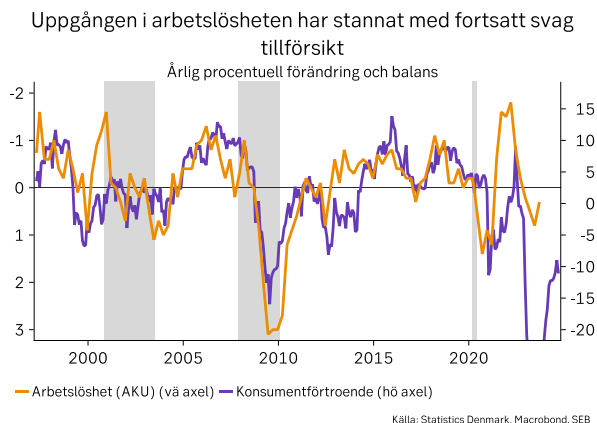
Hopp för detaljhandeln. Nettoexporten har varit den främsta tillväxtdrivkraften de senaste två åren, men hushållens konsumtion visar äntligen livstecken. Detaljhandelsförsäljningen steg med 1 procent i oktober till november, den fjärde månatliga ökningen i rad och de tre månaderna från september till oktober ökade den med 4,9 procent jämfört med de tre föregående månaderna. Medan konsumentförtroendet förblir dämpat, så innebär stigande reallöner och fler sysselsatta att konsumtionsviljan börjar lyfta. Efter nedgången 2022 ökade hushållens konsumtion troligtvis under slutet av 2023 och vi väntar oss att den ökar mer än 3 procent under 2024.



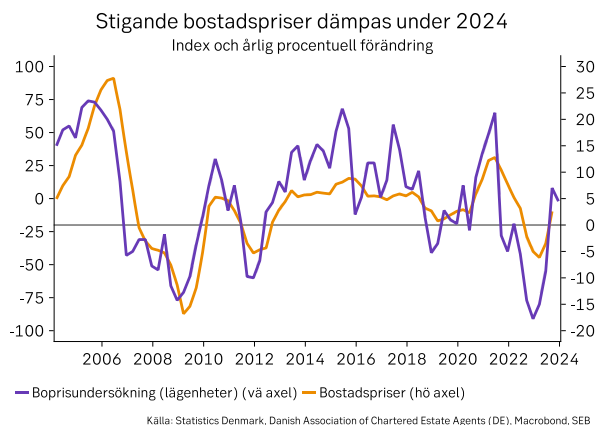
Sysselsättning och reallöner stöttar tillväxt.

Konsumentförtroendet är fortfarande svagt, och det verkar ha frikopplats från normala historiska samband under inflationschocken. Viktigast av allt är troligen att den normala kopplingen från arbetsmarknad till konsumentförtroende verkar ha brutits. Enligt historiska samband ska en sysselsättningsstillväxt på cirka 1 procent, trots en högre arbetslöshet, innebära att konsumentförtroendet skulle vara positivt, inte som nu i nivå med bottennoteringen 2009. Ett förändrat mönster

verkar dock rimligt då arbetslöshet normalt är den främsta drivkraften för förväntad inkomst, medan chocken 2022 i stället kom från överraskande hög inflationen. Icke desto mindre, med total inflation i genomsnitt nära noll under de senaste tre månaderna och reallöner som stiger med runt 3 procent i årstakt, kommer sannolikt konsumentförtroendet att stiga de kommande månaderna.

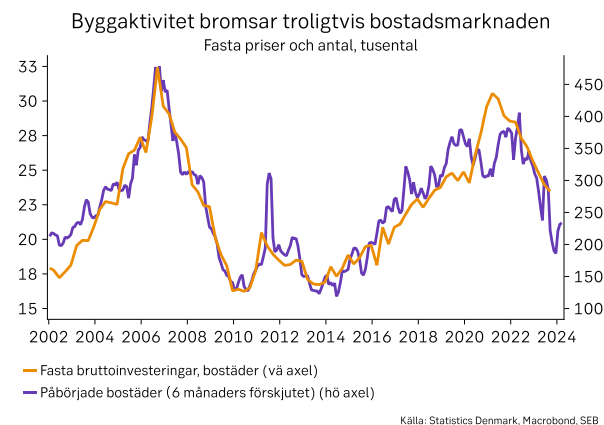


Bopriserna stiger igen. Den 30-åriga bolåneräntan har gått ner de senaste månaderna, genom att räntan på bostadsobligationer gått från 6 till 4 procent. Tillsammans med en lättad av hushållens lånevillkor har det bidragit till att bostadspriserna har börjat stiga igen. Uppsidan för bopriser avtar sannolikt 2024 eftersom transaktioner då inte längre omfattas av den frysning av boendeskatte som nu gäller. Risken för en kris som sprida sig till andra delar av ekonomin har dock minskat.

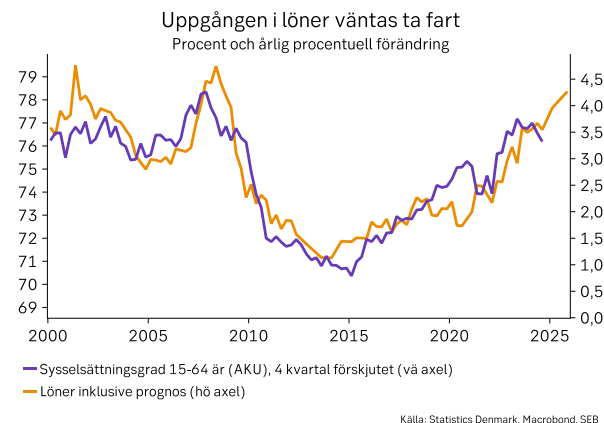


Bostadsbyggandet har minskat med 23 procent jämfört med toppen 2021. Medan bostadspriserna har ökat en aning, håller bygginvesteringar fortfarande tillbaka ekonomin. Bostadsinvesteringarna nådde en topp i början av 2021 och minskade till och med tredje kvartalet 2023 med 23 procent. Vi förväntar oss ingen återhämtning på detta område förrän bostadspriserna har återhämtat sig från den tidigare nedgången. Å andra

sidan har andra företagsinvesteringar nått botten, och ett högt kapacitetsutnyttjande tyder på att det finns uppsida för investeringar i maskiner och utrustning de kommande åren.



Arbetsmarknaden fortsatt stark. Arbetsmarknaden är fortfarande överraskande stark, även jämfört med de senaste BNP-siffrorna. Den totala sysselsättningen växer fortfarande med mer än 1 procent på årsbasis. Arbetslösheten har visserligen stigit, men med mindre än 1 procentenhet, och den väntas falla. Det historiska sambandet mellan sysselsättningsgraden och löner tyder på att löneinflationen kan öka från 3 procent 2023 till mer än 4 procent 2025. Med ett ihållande bytesbalansöverskott på mer än 10 % av BNP, ser vi dock inte en sådan lönetillväxt som problematisk.



Stabil styrränteskillnad. Det kroniska bytesbalansöverskottet ger också en stark grund för kopplingen mellan krona och euro. Frågan är dock om en breddning av styrränteskillnaden till -40 baspunkter var ett steg för långt. DKK/EUR-valutakursen försvagades visserligen tillfälligt under hösten till nivåer där Nationalbanken normalt intervenerar, men den har sedan återhämtat sig och handlas nu mycket nära centralkursen. Vi förväntar oss att både styrränteskillnaden och DKK kommer att vara stabila under 2024.

Finland

Utdragen recession

Under andra halvåret 2023 bedöms den finska ekonomin ha hamnat i recession och helåret 2023 faller BNP med 0,5 procent. Neddtryckt export och fallande investeringar innebär att BNP krymper även 2024. Det dröjer till 2025 innan vi ser en mer betydande återhämtning och BNP ökar då med 2,0 procent.

Svag export dämpar hoppet om återhämtning. En stor nedgång i investeringar och export resulterade i att BNP föll med 1,5 procent i årstakt under tredje kvartalet 2023. Den finska tillverkningsindustrin med sitt stora exportberoende har länge varit motståndskraftig mot en dämpad global efterfrågan. Men nu har utvecklingen vänt och orderböckerna har fallit till de låga nivåer som rådde under pandemin. En snabb återhämtning verkar inte heller troligt och kommande kvartal sjunker produktionen ytterligare. Det tvingar företagen att dra ner på sina kostnader, vilket sätter press på investeringar och arbetsmarknad. Exporten stagnerar i år, men växlar upp 2025 till följd av ökad global efterfrågan.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

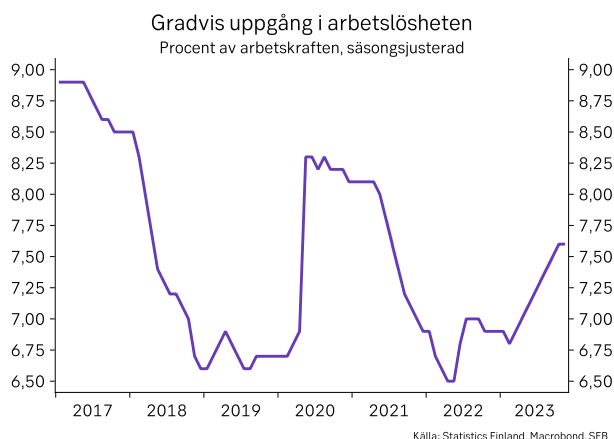
*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Bostadsbyggandet står still och pressar

investeringarna. Antalet byggstartar 2023 föll till den lägsta nivån sedan 2009, trots en viss ökning i slutet av året. Fortsatt låga nivåer för bygglov innebär att även 2024 blir svagt. Bostadspriserna har fallit med 20 procent från toppnoteringarna i mitten av 2021. Fallande

bostadspriser i kombination med högre lånekostnader dämpar omsättningen på bostadsmarknaden och håller tillbaka bostadsutvecklare från att starta nya projekt. Begränsat finanspolitiskt utrymme innebär också mindre stöd från den offentliga sektorn som vanligtvis är aktiv på bostadsmarknaden. Högre räntor innebär att företagen generellt senarelägger sina investeringsplaner, vilket förvärrar läget ytterligare. Eftersom underliggande faktorer inte kommer att förbättras i någon större utsträckning faller investeringarna även 2024 med 1,8 procent, för att sedan växla upp med 4 procent 2025.

Arbetsmarknaden bromsar in. Låg efterfrågan inom tillverkningsindustrin och byggsektorn har resulterat i en första våg av permitteringar och uppsägningar, men hittills med begränsade effekter. Arbetslösheten ökar gradvis och närmar sig nivåer som noterades under efterdyningarna av pandemin. Den faller sedan tillbaka till drygt 7 procent 2025. Trots en uppgång i arbetslösheten kommer lönetillväxten att ligga kvar på historiskt höga nivåer och uppgå till 3,5 procent i år.



Hushållens efterfrågan är dämpad. Trots en relativt robust arbetsmarknad har en urholkning av realinkomsterna inneburit att hushållen hållit tillbaka på konsumtionen. Konsumentförtroendet har fortsatt att försvagas de senaste månaderna, vilket kan resultera i en ytterligare nedgång i detaljhandeln kommande månader. Ljuspunkten är inflationen som i princip stannat av. I år väntas HIKP öka med 1,5 procent, vilket leder till att reallönerna återhämtar sig. Det dröjer dock till 2025 innan konsumtionen växlar upp.

Knepigt läge för regeringen. Den finska regeringen, som tillträdde förra sommaren, förväntades föra en mycket åtstramande politik. Lågkonjunkturen med en stigande arbetslöshet försvårar arbetet med åtstramningar. Möjligheten att stötta ekonomin med mer stöd verkar dock fortfarande osannolik. Det innebär att budgetunderskott kommer att hålla sig inom 3-procentsgränsen i år och nästa år.

Baltikum

Litauen | sid 50

Ekonomi återhämtar sig något, drivet av hushållens konsumtion och statliga investeringar. Dämpad global efterfrågan håller tillbaka exporten, och arbetsmarknaden försämras ytterligare något. BNP väntas öka med 1,5 procent i år.

Estland | sid 52

Ekonomi har hamnat i en djup recession till följd av fallet i exporten och det låga förtroendet hos hushåll och företag. Fortsatt svaga exportutsikter innebär att en snabb återhämtning är mindre trolig. BNP faller med 0,5 procent i år.

Lettland | sid 51

En stark reallöneutveckling stöttar återhämtningen i detaljhandeln och tjänstesektorn. Stigande konsumtion blir den viktigaste drivkraften bakom högre tillväxt i år. Energifriser och geopolitik är de främsta riskerna till vår prognos.



Litauen

I väntan på återhämtning för hushållens konsumtion

Ekonomi återhämtar sig under 2024, om än måttligt, drivet av en återhämtning i hushållens konsumtion. Statliga investeringar stöttar också tillväxten samtidigt som exporten hålls tillbaka av dämpad global efterfrågan. Läget på arbetsmarknaden försämras ytterligare något. Finanspolitiken blir expansiv 2024. Årets president- och parlamentsval slutar sannolikt inte i förändringar av nödvändiga, men impopulära lagar.

Motverkande krafter 2023. Hushållens konsumtion och export sjönk markant förra året. Men en kraftig tillväxt i investeringarna motverkade och BNP föll endast marginellt. Den ekonomiska aktiviteten väntas mattas av i inledningen av 2024, men återhämtas under andra halvåret, delvis till följd av starkare konsumtion. Jämfört med november är våra tillväxtprognoser för 2024 och 2025 oförändrade.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,4	-0,2	1,5	2,8
Hushållens konsumtion	2,0	-1,6	2,8	3,2
Export	12,2	-5,2	1,0	4,0
Arbetslöshet*	5,9	6,6	6,8	6,5
Löner	13,4	12,4	8,5	7,0
Inflation	18,9	8,7	2,0	2,7
Offentlig sektors saldo**	-0,7	-0,6	-2,5	-1,8

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

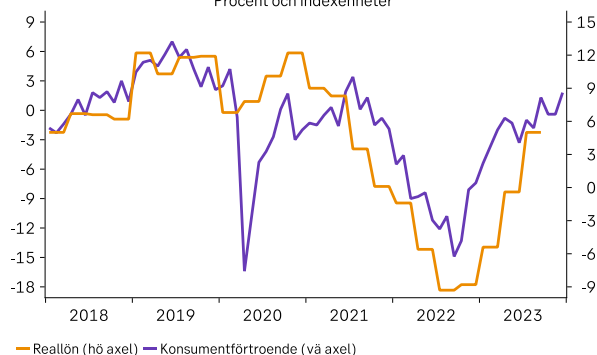
Varuexporten faller, men tjänsteexporten stiger fortfarande. Nedgången i varuexporten är starkt kopplad till en kraftig nedgång i återexporten. Återexporten till Centralasien och Kaukasus som steg i samband med sanktionerna mot Ryssland har sjunkit och är nu nära nivåerna före kriget. Exporten av varor med ursprung i Litauen sjönk också under 2023, men situationen har stabiliserats den senaste tiden. Orderböcker har förbättrats något, och signaler från industrin indikerar någon form av stabilisering i

produktionen på kort sikt. Vidare diversifiering av produkter och marknader håller emot en starkare nedgång i exporten

Rejäl inbromsning av investeringar 2024. Statliga investeringar, backade av EU:s facilitet för återhämtning och resiliens (RRF), fortsätter att stötta ekonomin i år. Byggföretag som arbetar med infrastrukturprojekt är fullbokade, men situationen är en helt annan för företag som arbetar med bostäder och kommersiella fastigheter. Avmattningen i investeringar kan troligen delvis hänföras till tvekan från nya utländska investerare, på grund av ökade geopolitiska spänningar.

Lönetillväxten under tvåsiffrig 2024. I takt med att inflationen avtar förbättras hushållens köpkraft i år. Vi räknar med en total inflation på endast 2 procent 2024. Arbetslösheten stiger endast marginellt som i kombination med reallöneökningen stöttar konsumtionen. Till skillnad från många andra ekonomier är förtroendet bland konsumenter fortfarande historiskt högt, vilket också lyfter konsumtionen. De flesta har bolån med rörlig ränta och därför toppar ränteutgifterna nu för att minska redan under andra halvåret 2024.

Återhämtning i reallöner lyfter konsumtionen
Procent och indexenheter



Källa: European Commission (DG ECFIN), Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

Bostadspriserna undvek en korrigerig under 2023.

Att bostadspriserna inte korrigerats i någon större utsträckning är överraskande, givet de kraftiga räntehöjningarna och den låga aktiviteten på fastighetsmarknaden. Fallande räntor och stagnerande bostadspriser i år, skulle förbättra hushållens ekonomi och stötta bostadspriserna 2025.

Expansiv finanspolitik 2024. Det offentliga budgetunderskottet ökar 2024 då regeringen fokuserar på att stötta låginkomsttagare och offentliganställda. Förra årets försök att förbättra skattesystemets effektivitet och gå från att beskatta arbete till att beskatta förmögenhet och kapital misslyckades. En annan kortsiktig utmaning – finansiering för ökade försvarsutgifter – kan leda till högre skatter.

Lettland

Något ljusare utsikter drivet av inhemsk efterfrågan

Olika signaler indikerar att den ekonomiska aktiviteten bottnade i slutet av 2023. Vi väntar oss en gradvis återhämtning under första halvåret i år, men med bättre fart under andra halvåret. Stabil reallönetillväxt stöttar konsumtionen, medan ökade inflöden från EU-fonder stärker investeringarna. Exporten kämpar dock i motvind även 2024.

Utsiktarna kommer att förbättras. Sedan en tid tillbaka har indikatorer som speglar stämningläget i ekonomin legat under historiskt genomsnitt. Vi tror att ekonomin fortsätter att stagnera i början av 2024, men att vi därefter får en viss tillväxtuppväxling. En stark reallöneutveckling stöttar återhämtningen inom detaljhandeln och tjänstesektorn. Stigande konsumtion bland hushållen blir den viktigaste drivkraften bakom högre tillväxt i år. Lägre räntor ger ytterligare impulser till ekonomin. Energipriser och geopolitisk instabilitet är de främsta riskerna till prognosen.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	3,4	-0,4	2,0	2,7
Hushållens konsumtion	6,4	-1,5	1,6	2,2
Export	10,3	-6,2	2,4	3,2
Arbetslöshet*	6,9	6,5	6,5	6,4
Löner	7,5	11,5	8,2	7,7
Inflation	17,2	9,0	1,4	2,4
Offentligt saldo**	-4,6	-2,6	-2,8	-2,5

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

Exporten och tillverkningsindustrin i fortsatt motvind.

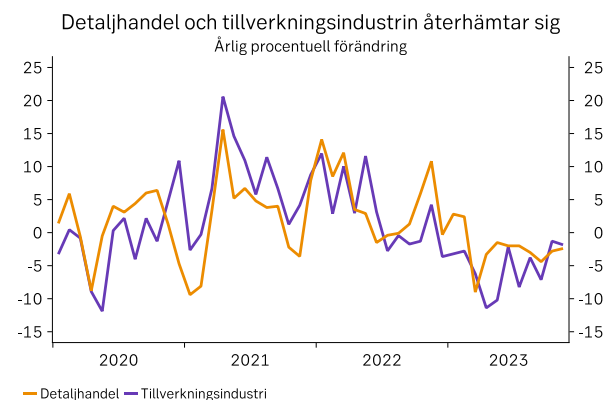
Framöver gynnas exporten av en förbättrad global efterfrågan och lägre räntor, men återhämtningen inom viktiga sektorer som trävaror riskerar att dra ut på tiden, då bostadsbyggandet på stora exportmarknader fortfarande är svagt. Återhämtningen inom tillverkningsindustrin förbli således långsam under året.

Tjänsteexporten har bättre utsikter. På grund av kriget i Ukraina och sanktioner mot Ryssland kommer transithandeln och exporten vara fortsatt under press. En starkare utveckling för jordbruket förväntas i år, även om ogynnsamt väder är en riskfaktor. Ett starkt förtroende hos hushåll och företag stöttar fastighets- och finanssektorn.

EU-medel erbjuder en möjlighet. Enligt statsbudgeten väntas ett historiskt högt belopp av EU-medel – 1,6 miljarder euro – vara tillgängligt 2024. En stor del av dessa medel kommer att tillfalla byggsektorn, där betydande investeringar planeras för att minska klimatförändringarna – investeringar inom kollektivtrafik, modernisering av energinät och förbättringar av byggnaders energi-effektivitet. Medel kommer också finnas för investering i regional infrastruktur, näringslivsfrämjande och innovation samt bostadsbyggande för lägenheter med låg hyra.

Den solida reallöneutvecklingen fortsätter.

Lönetillväxten på 11,5 procent 2023 var något högre än väntat. I år sjunker den till cirka 8 procent. Trots lägre lönetillväxt fortsätter den solida reallönetillväxten när inflationen faller. Nedgången i inflationen beror främst på lägre energipriser, men effekten avtar gradvis. Livsmedelspriserna bör bli mer stabila och prisnivåerna kan i vissa fall gå ner. Tjänsteinflationen förblir relativt hög på grund av stigande lönekostnader. Vi räknar med att inflationen minskar från 9 procent 2023 till 1,4 procent 2024 för att sedan stiga till 2,4 procent 2025.



Källa: Latvian Central Statistical Bureau, Macrobond, SEB

Brist på arbetskraft är fortfarande ett problem. Under tredje kvartalet 2023 ökade arbetslösheten till 6,5 procent. Brist på arbetskraft inom vissa sektorer innebär en kortvarig och begränsad uppgång i arbetslösheten framöver. Arbetslösheten blir runt 6,5 procent i år och nästa år.

Litet finanspolitiskt manöverutrymme. I slutet av förra året antog Saeima (parlamentet) ett treårigt ramverk för statsbudgeten. Huvudprioriteringarna är inre och yttre säkerhet, utbildning och hälsa. Försvarsutgifterna väntas uppgå till 2,4 procent av BNP i år.

Estland

BNP-fallet fortsätter

Ett kraftigt exportfall och lågt förtroende hos hushåll och företag har resulterat i att ekonomin hamnat i en djup recession. Vi räknar med att BNP föll med 3,4 procent 2023. Fortsatt svaga tillväxtutsikter bland viktiga handelspartners innebär att en snabb återhämtning är mindre trolig. BNP faller med 0,5 procent i år och växlar upp med 3,5 procent 2025.

Bred nedgång i exporten. Efterfrågan i Norden, och särskilt Finland och Sverige, är viktiga för Estlands ekonomi. Eftersom BNP i båda ekonomierna faller, delvis drivet av bostadsbyggandet, har stora delar av estländsk tillverkningsindustri stannat av. Nedgången i handeln är dock mer omfattande eftersom exporten även till andra länder har minskat rejält. Exporten faller ytterligare något i år, för att sedan öka med 5 procent 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

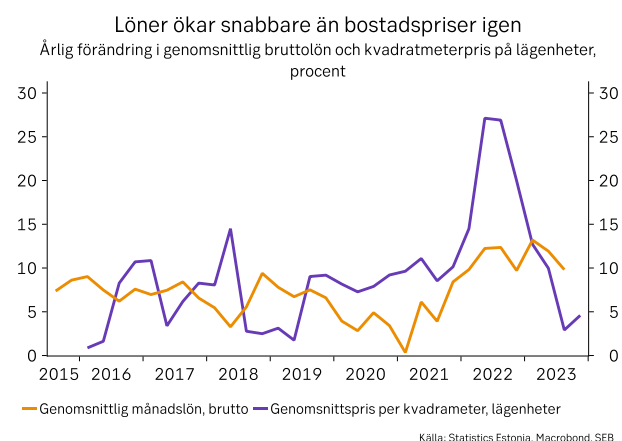
Försämrat läge på arbetsmarknaden. Exportfallet påverkar även arbetsmarknaden eftersom tillverkningsindustrin är den största arbetsgivaren. Sysselsättningen har fallit sedan slutet av sommaren, men nedgången är mindre än väntat givet nedgången i industriproduktion. De senaste åren har bristen på arbetskraft varit problematisk för företagen och de är därför ovilliga att dra ner på antalet anställda i hopp om att konjunkturen förbättras inom en snar framtid. Nuvarande nivåer på sysselsättningen kommer med största sannolikhet inte att upprätthållas vilket leder till en försvagning av

arbetsmarknaden. Det finns fortfarande många lediga jobb inom tjänstesektorn, men på grund av geografiska obalanser kommer byten mellan olika sektorer och inflödet från arbetslösa vara begränsat. Vår bedömning är att arbetslösheten ökar till 8,7 procent 2024, för att sedan falla till 7,5 procent 2025. Lönetillväxten lättar men ligger kvar på 6 procent under prognosperioden. Det innebär att reallönerna åter stiger stadigt, vilket stöttar hushållens konsumtion.

Näringslivets investeringar tillfälligt motståndskraftiga. Näringslivets investeringar har varit relativt motståndskraftiga trots ränteuppgången. Det gäller även nyutlåningen, trots att efterfrågan på finansiering av fastighetsutveckling är betydligt lägre. Att räntorna väntas gå ner framöver bidrar till att upprätthålla investeringsaptiten, även om en nedgång från tidigare nivåer är svårt att undvika.

Byggandet faller men bostadspriserna står emot. I

motsats till de nordiska länderna har bostadspriserna lyckats undvika ett fall. Under fjärde kvartalet 2023 var det genomsnittliga kvadratmeterpriset för en lägenhet 4,6 procent högre än motsvarande kvartal 2022. Vår bedömning är att priserna sannolikt kommer att stagnera i år, givet att arbetsmarknaden inte försämras mer än väntat. Fastighetsutvecklare har dock blivit försiktigare i sina framtidsutsikter, vilket innebär lägre byggaktivitet framöver. Byggsektorn stöts till viss del av den offentliga sektorns investeringar i infrastruktur och försvar.



Oklarheter kring de offentliga finanserna. Regeringen har lättat på sitt tidigare strama tonläge när det gäller de offentliga finanserna. Regeringen antyder nu att några av de skattehöjningar som planerats för 2025 kan skjutas upp och planerar i stället att öka upplåningen för att finansiera budgetunderskottet. Utan några detaljerade planer ännu, räknar vi med att underskottet uppgår till 3,5 procent av BNP 2024 och att den offentliga skulden ökar till 22 procent av BNP.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP OECD	2,9	1,6	1,4	2,0
BNP världen (PPP)	3,3	3,1	2,9	3,1
KPI OECD	9,5	6,7	3,1	2,3
Oljepris, Brent (USD/fat)	99	82	85	88

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr USD	2022	2023	2024	2025
BNP	25 744	1,9	2,4	1,6	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	17 512	2,5	2,2	1,8	1,7
Offentlig konsumtion	3 570	-1,0	2,8	0,5	-0,1
Bruttoinvesteringar	5 476	1,5	2,2	1,6	4,3
Lagerbidrag i % av BNP	157	0,5	-0,4	-0,1	0,0
Export	2 995	7,0	2,7	1,9	1,7
Import	3 966	8,6	-1,7	1,3	3,0
Arbetslöshet (%)		3,6	3,6	3,9	4,0
KPI		8,1	4,1	2,4	2,2
Kärn-KPI		6,1	4,8	3,0	2,3
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,7	-8,2	-8,0	-8,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		121,3	123,1	127,3	131,6

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	13 492	3,4	0,5	0,5	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	7 063	4,2	0,5	1,1	1,7
Offentlig konsumtion	2 899	1,6	0,1	0,7	1,5
Bruttoinvesteringar	3 020	2,6	0,8	0,5	1,9
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	-0,2	-0,1	0,0
Export	7 436	7,2	-0,7	1,0	3,1
Import	7 192	7,9	-1,2	1,6	2,9
Arbetslöshet (%)		6,7	6,5	6,8	6,8
HIKP		8,4	5,4	1,3	1,2
Kärn-HIKP		3,9	4,9	2,3	2,3
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,6	-3,1	-2,7	-2,4
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		90,9	89,6	88,5	87,2

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

		2022	2023	2024	2025
Storbritannien	BNP	4,3	0,5	0,2	1,4
	Arbetslöshet	3,7	4,1	4,6	4,7
	Inflation	9,1	7,3	2,7	1,9
Japan	BNP	1,0	1,7	1,2	1,2
	Arbetslöshet	2,5	2,6	2,5	2,4
	Inflation	2,5	3,2	2,1	1,3
Tyskland	BNP	1,8	-0,3	0,0	1,6
	Arbetslöshet	3,1	3,0	3,5	3,5
	Inflation	8,7	6,0	1,4	1,4
Frankrike	BNP	2,5	0,8	0,6	1,6
	Arbetslöshet	7,3	7,3	7,6	7,6
	Inflation	5,9	5,7	1,4	1,0

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

		2022	2023	2024	2025
Kina	BNP	3,0	5,2	4,6	4,4
	Inflation	1,8	0,4	1,3	1,9
Indien	BNP	7,2	7,0	6,7	6,3
	Inflation	5,7	5,4	5,6	4,4
Brasilien	BNP	2,9	3,0	1,8	2,0
	Inflation	5,8	4,6	4,1	3,8
Ryssland	BNP	-2,1	3,0	1,5	1,3
	Inflation	11,9	5,8	7,0	5,0
Polen	BNP	5,1	0,4	2,7	3,3
	Inflation	16,7	11,8	5,5	4,0

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USA	5,50	5,00	4,00	3,50	3,00
Japan	-0,10	0,00	0,10	0,10	0,10
Euroområdet, inlåningsränta	4,00	3,50	3,00	2,50	2,00
Storbritannien	5,25	5,00	4,00	3,25	2,75

Obligationsräntor, 10 år	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USA	4,14	3,80	3,70	3,65	3,60
Japan	0,61	0,82	0,93	0,94	0,95
Tyskland	2,31	2,10	2,00	2,00	2,00
Storbritannien	4,01	3,80	3,65	3,60	3,55

Växelkurser	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USD/JPY	148	139	132	129	127
EUR/USD	1,09	1,12	1,14	1,16	1,18
EUR/JPY	161	156	150	149	150
EUR/GBP	0,86	0,91	0,93	0,95	0,97
GBP/USD	1,27	1,23	1,23	1,22	1,22

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr SEK	2022	2023	2024	2025
BNP	5 985	2,6	-0,4	0,1	2,8
BNP, dagkorrigerat		2,7	-0,2	0,1	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	2 615	2,1	-2,6	1,4	3,2
Offentlig konsumtion	1 485	0,0	2,3	0,4	0,8
Bruttoinvesteringar	1 618	5,2	-2,0	-3,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	78	1,0	-1,0	0,1	0,2
Export	3 174	6,6	2,6	1,5	5,0
Import	2 986	8,7	-1,1	1,6	5,6
Arbetslöshet (%)		7,5	7,6	8,6	8,7
Sysselsättning		3,1	1,4	-0,8	0,2
KPI		8,4	8,5	3,0	1,4
KPIF		7,7	6,0	1,9	1,9
KPIF exkl. energi		5,9	7,5	2,4	2,0
Timplöneökningar		2,8	3,7	3,7	3,5
Hushållens sparkvot, %		13,0	13,6	13,2	12,9
Real disponibel inkomst		-0,3	-1,6	0,7	3,5
Bytesbalansen, % av BNP		5,8	6,7	6,8	6,0
Budgetsaldo, mdr SEK		164	19	-103	-78
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,3	-0,3	-2,2	-0,9
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		32,8	31,4	33,0	33,5
Finansiella prognoser	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Styrränta	4,00	3,50	3,00	2,25	2,25
3-månaders ränta, STIBOR	4,08	3,55	3,05	2,30	2,30
10-års ränta	2,28	2,35	2,30	2,40	2,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	-3	25	30	40	40
USD/SEK	10,49	9,96	9,61	9,35	9,11
EUR/SEK	11,39	11,15	10,95	10,85	10,75
KIX	125,5	125,0	123,0	120,4	120,5

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	268	1,6	-0,5	-0,2	2,0
Hushållens konsumtionsutgifter	138	1,5	-1,0	0,2	1,5
Offentlig konsumtion	64	0,5	4,0	0,5	1,0
Bruttoinvesteringar	71	3,1	-6,0	-1,8	4,0
Lagerbidrag i % av BNP		2,0	0,6	0,4	0,2
Export	122	3,7	-1,0	0,0	4,0
Import	128	8,5	-6,0	-0,5	3,0
Arbetslöshet (%)		6,8	7,2	7,8	7,3
HIKP		7,2	4,3	1,5	1,5
Timplöneökning		2,4	4,5	3,5	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-2,5	-0,8	-1,0	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,5	-2,5	-2,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		73,3	75,0	76,5	78,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr NOK	2022	2023	2024	2025
BNP	5 705	3,0	0,5	2,1	1,6
BNP (fastland)	3 643	3,8	0,9	0,5	1,4
Hushållens konsumtionsutgifter	1 816	6,2	-1,0	0,3	2,1
Offentlig konsumtion	1 037	1,1	3,0	1,8	1,5
Bruttoinvesteringar	1 124	5,2	-0,5	-2,0	0,1
Lagerbidrag i % av BNP	108	0,7	0,1	0,0	0,0
Export	3 166	4,7	1,8	4,2	2,2
Import	973	12,3	1,8	-0,5	1,7
Arbetslöshet (%)		3,2	3,6	3,9	3,7
KPI		5,8	5,5	3,9	2,8
KPI-JAE		3,9	6,2	4,1	2,5
Årslöneökningar		4,3	5,5	4,9	4,0
Finansiella prognoser	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Folioräntan	4,50	4,50	4,00	3,50	3,00
10-års ränta	3,59	3,50	3,25	3,25	3,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	128	140	125	125	115
USD/NOK	10,54	9,96	9,69	9,44	9,24
EUR/NOK	11,44	11,15	11,05	10,95	10,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr DKK	2022	2023	2024	2025
BNP	2 832	2,8	1,0	1,5	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	1 225	-1,5	0,7	3,2	3,8
Offentlig konsumtion	617	-2,8	0,0	0,7	0,8
Bruttoinvesteringar	616	3,3	-3,0	6,8	6,1
Lagerbidrag i % av BNP	61	0,4	-1,4	-0,5	0,0
Export	1 983	10,9	10,9	7,1	4,1
Import	1 668	6,5	8,9	10,3	4,9
Arbetslöshet (%)		4,8	4,8	4,4	3,6
HIKP		7,7	3,3	1,0	1,6
Timplöneökning		2,6	3,0	3,3	4,0
Bytesbalans, % av BNP		13,3	10,0	9,0	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,5	3,5	4,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		30	30	29	27
Finansiella prognoser	18-jan	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Styrränta	3,60	3,10	2,60	2,10	1,60
10-års ränta	2,48	2,25	2,15	2,15	2,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	17	15	15	15	15
USD/DKK	6,87	6,65	6,54	6,42	6,31
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	67	2,4	-0,2	1,5	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	39	2,0	-1,6	2,8	3,2
Offentlig konsumtion	11	0,4	0,4	0,2	0,0
Bruttoinvesteringar	14	3,6	9,0	2,5	5,0
Export	59	12,2	-5,2	1,0	4,0
Import	60	12,4	-3,5	2,0	4,7
Arbetslöshet (%)		5,9	6,6	6,8	6,5
HIKP		18,9	8,7	2,0	2,7
Löner		13,3	12,4	8,5	7,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,6	-2,5	-1,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,1	38,2	40,0	42,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	39	3,4	-0,4	2,0	2,7
Hushållens konsumtionsutgifter	23	6,2	-1,5	1,6	2,2
Offentlig konsumtion	7	2,8	6,7	4,1	2,7
Bruttoinvesteringar	8	0,6	6,9	5,6	3,7
Export	28	10,3	-6,2	2,4	3,2
Import	30	11,1	-2,7	1,5	2,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,5	6,5	6,4
HIKP		17,2	9,0	1,4	2,4
Löner		7,5	11,5	8,2	7,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-4,6	-2,6	-2,8	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		41,0	39,7	41,0	40,2

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	36	-0,5	-3,4	-0,5	3,5
Hushållens konsumtionsutgifter	19	2,0	-1,8	0,0	3,0
Offentlig konsumtion	7	0,1	0,5	2,0	1,0
Bruttoinvesteringar	10	-3,7	-6,5	-2,0	5,0
Export	31	3,0	-8,0	-1,0	5,0
Import	31	3,2	-6,5	-1,5	4,0
Arbetslöshet (%)		5,5	6,7	8,7	7,5
HIKP		19,4	9,1	3,8	2,5
Löner		11,6	11,2	6,5	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-2,0	-3,5	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		18,4	19,0	22,0	23,5

Jens Magnusson
Chefsekonom
+ 46 70 210 22 67

Daniel Bergvall
Prognoschef
+46 73 523 52 87

Karl Steiner
Analyschef
+46 70 332 31 04

Robert Bergqvist
Tema: Den nya världen
Japan
+46 70 445 14 04

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Pia Fromlet
Tema: Tyskland
Euroområdet
+46 70 739 32 66

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

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

Marcus Johansson
Tema: Den nya världen
+46 70 739 16 04

Cecilia Kohonen
Kommunikatör
+ 46 70 763 79 95

Elisabet Kopelman
Tema: USA:s ödesval
USA
+ 46 70 655 30 17

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 285 517 47

Erik Meyersson
Kina, Emerging markets
+46 70 739 16 83

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Finland, Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 6864 6476

Amanda Sundström
Storbritannien
+46 70 462 20 17

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 2147 9656

Marcus Widén
Tema: Inflation
Makroprognoser
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 23 januari 2024.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 18 januari 2024.

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.