

## Internationell översikt



# Orolig värld fortsätter hoppas

Inbromsningen fortsätter men den ser olika ut i olika länder. USA mjuklandar efter att ha visat överraskande motståndskraft, euroområdet kräftgång fortsätter medan utsikterna för Kina har stabiliserats. Svag efterfrågan och höga räntor ger en fortsatt syrefattig tillväxtmiljö. Geopolitisk oro innebär nedåtrisker men lägre inflation, hög sysselsättning och stigande reallöner ger trots allt hopp. Styrräntetoppen är nådd och sänkingscykeln inleds av Fed i mitten av nästa år.

Kriget i Mellanöstern adderar till ett redan osäkert geopolitiskt läge med ytterligare mänskligt lidande från ett växande antal konflikter. Hamas-Israel-krigets närhet till oljeproducerande länder bidrar till den ekonomiska oron och riskerar också att minska omvärldens finansiella och militära stöd till Ukraina. Huvudscenariot är dock att de ekonomiska konsekvenserna blir begränsade. Inflationsutvecklingen är fortsatt den kanske mest avgörande faktorn för konjunktur, räntor, börs och andra tillgångspriser. Stramare finansiella förhållanden under tredje kvartalet, bl a högre långräntor, förstärker effekterna av redan höga styrräntor och ger centralbanker en hjälpsam hand att kyla av ekonomin och sänka inflationstrycket. Men de ger också en ökad osäkerhet kring hur mycket åtstramning ekonomierna – och det finansiella systemet – mäktar med.

### Små revideringar i spretande omvärld

Den senaste statistiken pekar på att huvudscenariot i vår augustiuppdatering håller, d v s att en djup konjunktursättning kan undvikas. Kinas tillväxtutsikter har förbättrats något och tillväxtekonomierna håller generellt sett emot relativt väl. Avmattningen i OECD-länderna är tydlig, men med stora skillnader mellan länder och sektorer, där USA bromsar in och euroområdet fortsätter att stagnera. Höga räntor och priser tynger konsumtion och bostadsbyggande. Företagen ser enligt indikatorer dystert på framtiden och produktionen utvecklas svagt. Frågetecknen kring nivåer på räntetoppar och takten i inflationsnedgångar börjar rätas ut och våra prognosrevideringar är relativt små.

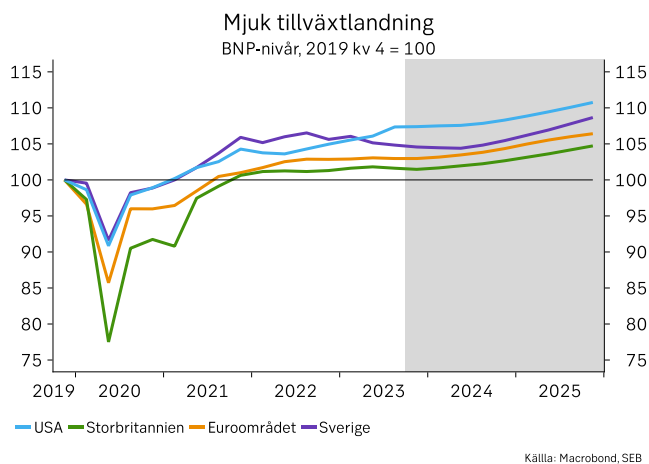
### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

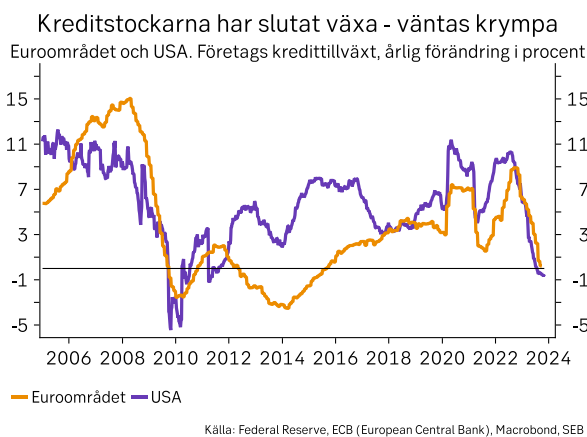
Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity

**Global tillväxt på 3 procent i 3 år.** USA:s tillväxt har åter överraskat positivt men inbromsningen kommer kring årsskiftet. Euroområdet, där tillväxttalen redan ligger kring noll, växer med ca 0,5 procent 2023 och 2024. Kommande kvartal blir svaga, men USA och euroområdet undviker en recession. Global BNP ökar med ca 3 procent per år 2023-2025, vilket är relativt svagt i ett historiskt perspektiv. Även om tillväxten kommer att vara måttlig ett tag till är effekten av snabba räntehöjningar och inflationschock hittills förvånansvärt begränsad. Frågan om vi har underskattat motvinden och eftersläpningen med vilken penningpolitiken verkar har ännu inte besvarats.



## Monetär åtstramning under tredje kvartalet

Finansiella förhållanden stramades åt oväntat mycket under tredje kvartalet i år. Hushåll, företag och stater möter t ex påtagligt högre realräntor samtidigt som tillgångsvärden pressats och amerikanska dollarns styrka bestått. Feds beräkningar visar att en amerikansk real 10-årig statsränta steg hela 0,7 procentenheter under tredje kvartalet och att den har fortsatt stiga i oktober till 2,1 procent, den högsta nivån sedan hösten 2007.

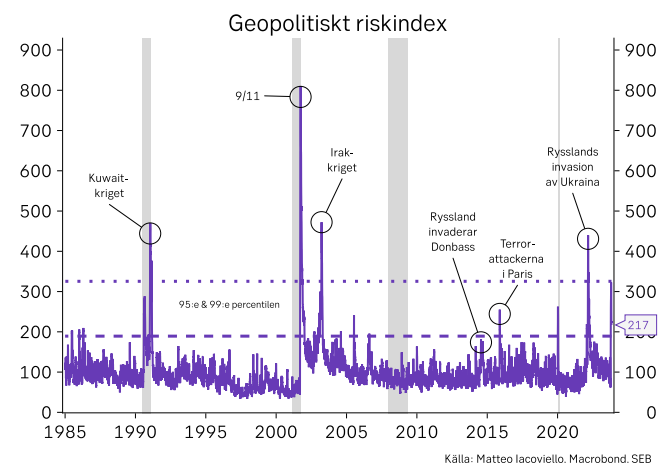


**Bankers företagsutlåning har tvärnitat** i både USA och euroområdet och speglar främst att kreditefterfrågan har gått ned snarare än att banker inte kan eller vill låna ut pengar. Detta är ett naturligt inslag i den penningpolitiska transmissionsmekanismen under en höjningscykel. Både Feds och ECB:s låneundersökningar indikerar att kreditefterfrågan fortsätter att minska framöver. Utvecklingen i kreditspreadar ger i nuläget inte heller anledning till oro trots påtagliga utmaningar för kommersiella fastigheter.

**Fenomenet med kraftig monetär åtstramningseffekt**, via de finansiella förhållandena och inte enbart via förändringar i styrräntan, har infallit sent i centralbankernas åtstramningscykel: BNP-tillväxten har redan bromsat in och inflationstrycket faller. Stark arbetsmarknad och sparbuffertar från pandemin samt i USA:s fall mindre räntekänslighet från långa bindningstider för bolån kan förklara motstånd-

kraften hos hushållen. För företagen har välfyllda orderböcker från pandemiåren bidragit till mjukare inbromsning. Arbetsmarknaden ser dock ut att vara på väg att försvagas nu och USA-hushållens sparande är på låga nivåer i ett läge där sparrisverna nu är på väg att tömmas. Det finns därför skäl att befara att effekten på den reala ekonomin och det finansiella systemet kan bli större nu än under åtstramningscykelns inledning. Det talar för att centralbanker kommer att avstå från nya höjningar, trots att den underliggande inflationen ligger kvar en bit över inflationsmålet, och i stället höja beredskapen för monetära lättnader under 2024.

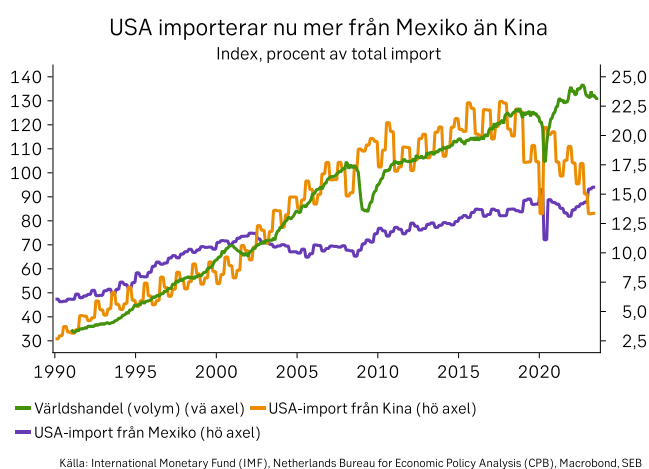
**Det är en komplicerad verbal balansgång** som de flesta centralbanker befinner sig i. Fed-chefen Powell orsakade t ex starka marknadsreaktioner, med fallande räntor, svagare dollar och stigande börser, när novemberbeslutet kommenterades. Centralbankerna är väl medvetna om att en bekräftad styrräntetopp göder förväntningar om kommande sänkningar samtidigt som smärtsamma minnen från prognosmissar för inflationen tidigare under cykeln manar till försiktighet. Om de finansiella förhållandena i närtid backar tillbaka för mycket från graden av åtstramning kan en skärpning av kommunikationen väntas. Samtidigt verkar de flesta centralbanker också ha viss tillförsikt i att redan genomförda höjningar ännu inte har fått full åtstramningseffekt vilket i nuläget minskar behovet av nya höjningar.



## Ökade geopolitiska spänningar

Globala spänningar har tilltagit och säkerhetspolitiska kriser har blivit mer frekventa. Det för in komplicerade och svårtolkade, ofta binära, frågor i den ekonomiska analysen vilket kräver ödmjukhet i bedömningarna på både kort och lång sikt. Medan det mänskliga lidandet från krig är odiskutabelt och omfattande, är de ekonomiska konsekvenserna svåranalyserade och bygger på osäkra antaganden. Vi fortsätter att anta att kriget i Ukraina blir långvarigt men inte eskalerar på ett sätt som sätter nya stora spår i råvarupriserna. Slutsatsen för konflikten i Mellanöstern är likaså att den inte sprids ytterligare med större konsekvenser för energi- och andra råvarupriser.

**En mer splittrad värld.** Osäkerhet kring t ex globala samarbeten, tullar, handelshinder och klimatfrågor påverkar länders och företags beteende och framtidsplaner. Dessa osäkerheter adderas till andra omvärldsförändringar, som t ex behovet av lagerbuffertar och en förbättrad riskhantering efter pandemin. Effekterna är dock svåra att mäta och vi ser sällan snabba kast i t ex handelsflöden. Även om det nya geopolitiska klimatet och de högre kraven på produktionssäkerhet påverkar handelsflöden är antalet varor som *de facto* begränsas av t ex USA och Europa ännu relativt få. Ett tecken på förändrade handelsflöden är dock att USA:s import från Mexiko nu gått om den från Kina för första gången sedan början av 2000-talet (med undantag för ett kvartal under pandemin).

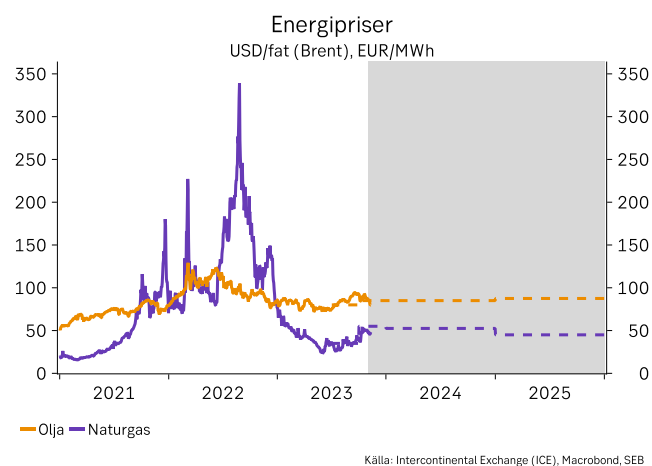


### Ingen Mellanöstern-eskalering enligt oljepriset

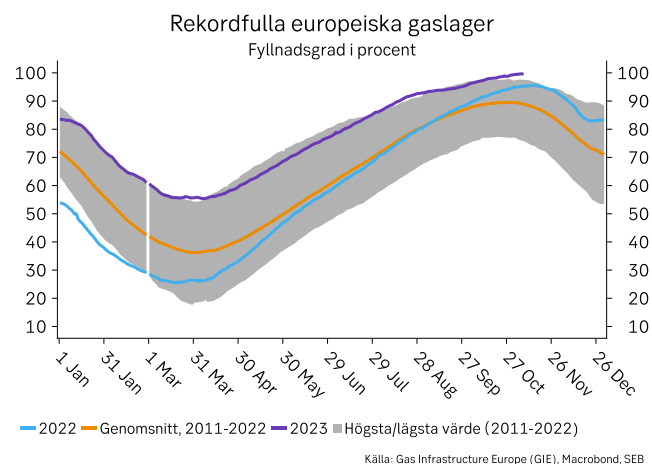
Oljepriset, som steg från ca 75 till över 95 USD/fat under tredje kvartalet, har nu backat till ca 80 USD/fat vilket är samma nivå som i början av året. Detta trots krisen i Mellanöstern. Priset har hållits uppe av att bl a Saudiarabien begränsat produktionen och även av en stark efterfrågan på destillerade produkter som fått raffinaderier att gå för högtryck. Att konflikten i Mellanöstern ska sprida sig är en fortsatt oro men efter en initial uppgång verkar oljemarknaden inte vara alltför nervös. Den har också lugnats bl a av saudisk reservkapacitet och att andra producenter som Venezuela väntas öka produktionen kommande år.

### Svag tillväxt 2024 ger små energiprisförändringar.

Oljemarknaden förväntar sig svagare tillväxt, svagare efterfrågan på olja och fallande behov av olja från OPEC när andra oljeproducenter ökar produktionen. Sammantaget talar detta för lägre oljepris men vi tror att Saudiarabien och Ryssland kommer att fortsätta att begränsa produktionen för att balansera marknaden. Det innebär att de själv-påtagna begränsningar som t ex Saudiarabien har för närvarande, dvs att producera 9 miljoner fat/dag, ligger fast.



**Rekordfulla europeiska gaslager.** Marknaden för flytande naturgas, är viktig för Europa efter att importen via pipelines från Ryssland minskat rejält. Priset ligger fortfarande på dubbla nivån jämfört med innan Rysslands angrepp på Ukraina. Med lägre gasanvändning och ökad import har europeiska lager fyllts till rekordnivåer. Vintern är alltid oviss och det går inte att avskrika energiprisrelaterade problem kommande månader. Det mest sannolika scenariot är dock att regionen klarar vintern väl och i vår prognos för naturgaspris är en viss riskpremie för vintern redan inbakad.



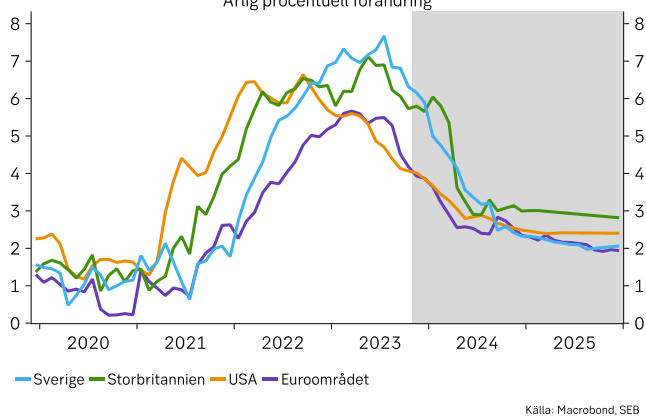
### Fallande priser men olika dynamik

Att inflationstakten fortsätter ner mot 2 procent är helt avgörande för prognosen och synen på framtiden. Vi närmar oss nu en inflationstakt på eller strax under 3 procent i både USA och euroområdet. Kärninflationsmättet, som är mest i fokus för centralbankerna, ligger dock ca 1 procentenhet högre än den övergripande KPI-inflationen. Tidigare höga pris- och ränteuppgångar slår igenom med fördröjning på t ex hyror och lönekrav och har av centralbanker specifikt pekats ut som nyckeln till de kvarvarande inflationsproblemens omfattning. När baseffekter får stora genomslag i inflationen på årsbasis ger inflationsdynamiken månad till månad, eller kvartal till kvartal, en bättre bild av

underliggande inflationstrender och blir därmed viktig för när räntan kommer att sänkas.

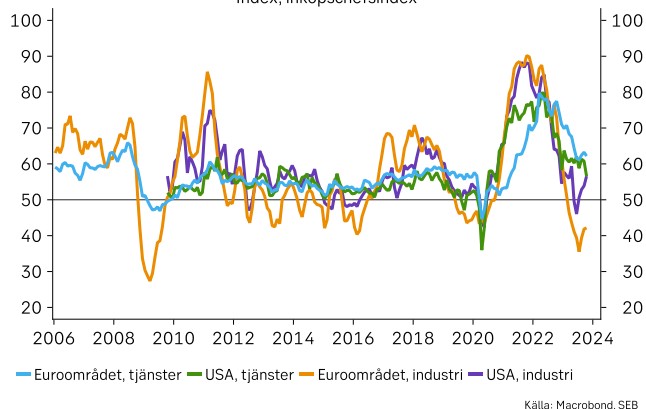
**Inflationens drivkrafter mattas tydligt av.** Inflationskrafterna försvagas nu även om flera risker kvarstår. Priser på internationellt handlade varor har fallit rejält. Framför allt gäller det råvarupriser men även producentprisstatistiken (PPI) för insatsvaror visar på en tydlig prisnedgång. För konsumentvaror har PPI-priserna precis börjat vika i Europa. Energiläget ser förhållandevis bra ut i jämförelse med i fjol men elpriserna är fortfarande väsentlig högre än för ett par, tre år sedan.

Kärninflationen på väg ner, målen nås sent under 2025  
Årlig procentuell förändring



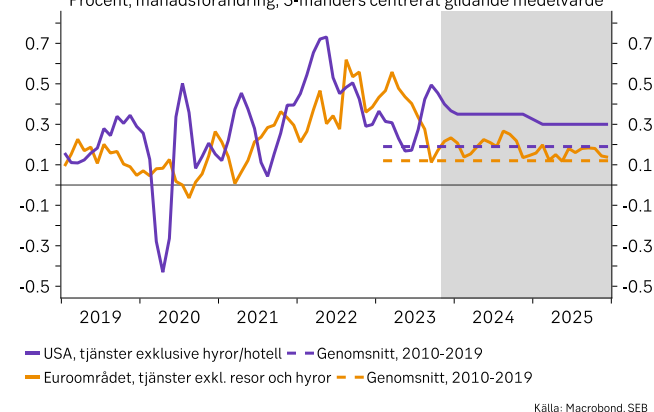
**Splittrade prisförväntningar.** I företagens prisförväntningar kvarstår skillnader mellan olika sektorer. Tillverkningsindustrin tror att priserna kommer att falla medan tjänsteföretagen tror på högre priser, om än i mindre utsträckning än tidigare. Att tjänsteprisuppgången inte ger med sig är, tillsammans med stor osäkerhet kring kompensationskrav för att återställa reallöner, den enskilt största risken ur ett inflationsperspektiv. Möjligen tillsammans med riskerna förknippade med höga hyreshöjningar. Ett exempel på kvardröjande lönerisker fick vi nyligen från USA där en bilstrejk avslutats som resulterade i en löneökning på 25 procent över en period på drygt 4 år.

Uppfattning om insatspriser  
Index, inköpschefsindex



**Skillnader mellan USA och Europa.** De senaste månaderna har inflationsbilden börjat spreta lite mer och vi ser sedan en tid tillbaka några nya trender. USA:s ekonomi är fortsatt motståndskraftig och i Storbritannien ökar lönerna snabbt. I båda fallen kan utvecklingen göda inflationen. I euroområdet visar statistiken att pristrycket mattats väsentligt det senaste halvåret och i dynamiken under hösten har vi sett bredbaserade överraskningar på nedsidan för tjänstepriser. I USA ligger avmattningen däremot primärt bland varor medan tjänstepriserna fortfarande stiger mer än normalt. Det är fortfarande höga prisökningar i euroområdet jämfört med de senaste decennierna men avmattningen har skett betydligt snabbare än vad vi förväntat oss och de sker lite i kontrast mot enkätundersökningarnas förhöjda prisförväntningar.

Olika prismomentum mellan USA och Euroområdet  
Procent, månadsförändring, 3-månaders centererat glidande medelvärde



**Sverige sticker delvis ut.** På kort sikt har svensk inflationsstatistik stuckit ut något på den höga sidan. Bl a verkar växelkursgenomslaget vara starkare än vad vi tidigare bedömt. På marginalen sätter det större press på Riksbanken även om inflationsutvecklingen i euroområdet den senaste tiden på sikt bör avspegla sig i positiva överraskningar även i Sverige.

**Trots skillnader: liknande nedgång framöver.** Även om vi ser något mer spretande drivkrafter för inflationen mellan ekonomier och regioner kvarstår våra prognoser att nedgången ser ganska snarlik ut. Tillväxten i OECD-ekonomierna bromsar in och när väl arbetsmarknaden svalnar dämpas lönetrycket. Väl fungerande leveranskedjor bidrar också till att det generella pristrycket lättar. Men sett över hela perioden bedömer vi ändå att kostnadsläget är högre än decennierna före pandemin varför inflationen inte går tillbaka under 2 procent enligt kärnmåttet.

**Kan inflationsdynamiken ändra centralbanksordningen?**

Att efterfrågan faller bör rimligtvis lätta på pristrycket. Osäkerheten kring genomslaget från råvarupriser till konsumentpriser, förväntningarnas roll för utvecklingen och framför allt vårens löneförhandlingar, gör att vi inte vill dra ner inflationsprognosen i euroområdet alltför mycket. I det

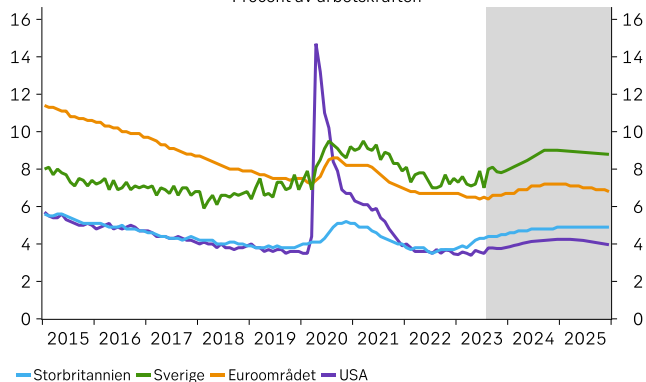


läge ECB och andra centralbanker nu befinner sig, väger kostnaden för att alltför tidigt deklarera seger över inflationen alltför tungt jämfört med att avvakta ytterligare. En andra våg av inflationsstyrka kan inte helt uteslutas vilket gör att även ECB dröjer med att blåsa faran över. Men även om slaget inte är vunnet så rymmer inflationsprognosen för euroområdet en del nedåtrisker. Om de infrias, samtidigt som USA-tillväxten fortsätter att överraska positivt, kan vi få en utveckling där ECB sänker räntan tidigare än Fed. Marknadsprissättningen har gått i den riktningen de senaste veckorna och pekar på att ECB sänker först.

## Några svaga tillväxtkvartal på väg

Inbromsningen i spåren av högre räntor och höga priser slår igenom i olika takt och vid olika tidpunkter. De delar som tyngt utvecklingen i euroområdet hittills, konsumtion och bostadsbyggande, fortsätter att gå trögt ytterligare några kvartal och även de amerikanska hushållen bromsar in när arbetsmarknaden mattas. Pandemibuffertar hos hushållen och välfyllda orderböcker hos företagen ger fortfarande ett visst stöd för tillväxten men kraften minskar gradvis. Höga priser gör att hushållen måste betala mer för en mindre volym, vilket avspeglats i historiskt stora skillnader i konsumtionsutveckling i nominella och reala termer. Nu när reallönerna börjat stiga igen får konsumtionen ökat stöd men utrymmet för en mer rejäl uppväxling begränsas av att sparkvoten redan fallit. Vi ser också dämpade indikatorer för företagen och en industriproduktion som minskar. Höga räntor har dock främst slagit mot bostadsinvesteringar medan övriga investeringar får en skjuts av de delar av ekonomin som går bättre, bl a inom grön omställning samt energi- och försvarsinvesteringar. Även en del offentliga investeringsprogram som lanserades under pandemin ger fortsatt ett visst stöd.

Arbetslösheten stiger, men måttligt  
Procent av arbetskraften

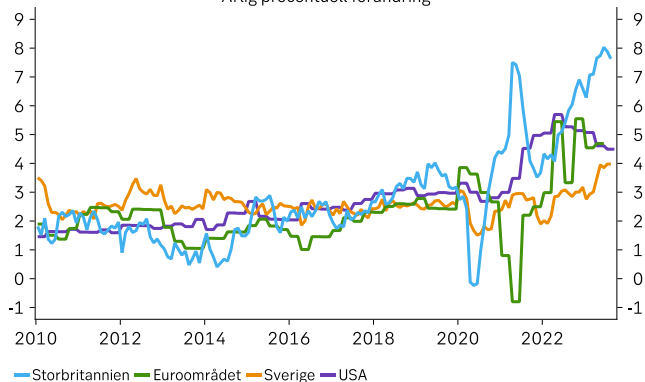


Källa: Macrobond, SEB

**Stark arbetsmarknad försvagas.** Sysselsättningen har fortsatt att överraska positivt och arbetsmarknaden har visat motståndskraft med låg arbetslöshet på många håll. Men det finns tecken i både USA och Europa på att det är väg

att vända. Bl a minskar antalet lediga platser, antalet varsel ökar och sysselsättningsökningen bromsar in. Tidigare problem med arbetskraftsbrist kan ha bidragit till ett hamstringsbeteende från arbetsgivare, ett beteende som på en svagare arbetsmarknad kan bytas till sin motsats när personalomsättningen åter mattas. Att tjänstesektorerna fortsatt visa motståndskraft är en viktig förklaring till den styrka vi hittills sett men även till att vi nu väntar oss en avmattning på arbetsmarknaden när hushållen tvingas hålla igen. På vissa håll, däribland i en del europeiska länder som Tyskland och Sverige, stiger nu arbetslösheten, men uppgången blir ändå måttlig. Även i USA har en försiktig uppgång börjat skönjas från mycket låga nivåer men en positiv utveckling för arbetskraftsutbudet gör att det kan ske utan att sysselsättningen faller. Även löneutvecklingen går i lite olika riktning beroende på hur lönebildningen fungerar i de olika länderna.

Varierande löneutveckling  
Årlig procentuell förändring

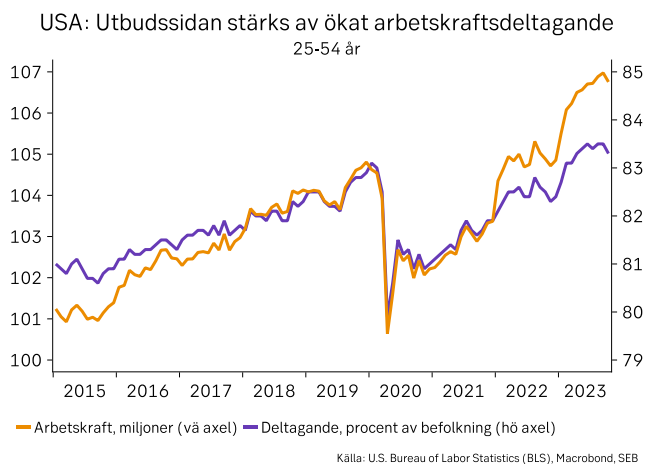


Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, U.K. Office for National Statistics (ONS), Macrobond, SEB

**USA bromsar in, till slut.** Tillväxtstyrkan har fortsatt att överraska till och med tredje kvartalet i år men mycket pekar på inbromsning framöver. Svagare realinkomstutveckling dämpar konsumtionen samtidigt som arbetsmarknaden försvagas måttligt. Förutom högre räntor som slår mot bl a bostadsinvesteringar, minskar även företagens investeringsvilja. Arbetsmarknaden går mot bättre balans. Att löneökningstakten mattas trots att sysselsättningen ökar är ett positivt strukturellt tecken som bidrar till att vi tror att både lönetryck och inflation kan normaliseras utan att ekonomin går in i en recession.

## Euroområdet spretar när industrin har mest motvind.

Tillväxten har legat i genomsnitt kring nollstrecket fyra kvartal i rad och BNP föll med 0,1 procent tredje kvartalet i år. Tyskland, som drabbats hårt av energikrisen och är mer exponerat mot en svag global industrikonjunktur, går svagast; BNP har fallit tre av de senaste fyra kvartalen. Utsikterna är generellt svaga men fallande inflation och stabilare (om än relativt höga) energipriser ger visst ljus i slutet av tunneln.



### Mild nedgång, måttlig återhämtning 2024-2025.

Mjuklandningsscenario, vilket innebär att USA och euroområdet undviker en djupare recession, ser ut att hålla. Likväl utmanas det nu av historiska kopplingar mellan inverterade räntekurvor och stigande arbetslöshet i USA, två faktorer som båda brukar leda till en recession. Men även om historien talar emot en mjuklandning är världen långt från normal mot bakgrund av de senaste årens pandemi, räntesvängning, volatila energipriser och globala spänningar. Att dessutom USA:s utbudssida verkar svara bra på en hög efterfrågan på arbetskraft, med stigande sysselsättningsgrad, gör att arbetslöshetsuppgången i huvudsak snarare beror på att fler söker jobb än att sysselsättningen faller. Dessutom ser vi att produktiviteten i USA har förbättrats den senaste tiden. Även om vi ser en uppväxling mot slutet av prognoshorizonten måste tillväxten betecknas som måttlig och svagare än en normal återhämtningssykel. Utbudssidan sätter begränsningar, hushållens inkomster utvecklas svagt och finanspolitiken saknar muskler i och med redan höga skulder. Penningpolitiken är mer försiktig när sänkningarna väl kommer i gång och en redan hög sysselsättning gör att mängden lediga resurser är begränsad. På den positiva sidan finns tidigare nämnda utbudsfaktorer; att arbetsutbudet förbättras i flera länder och att produktiviteten verkar ta fart.

### Kinesisk tillväxt har bottnat, utmaningar består

Kinas ekonomi står inte helt på fast mark efter vårens tillväxtoro och problem i fastighetssektorn. Att tredje kvartalets tillväxt överraskade positivt ger visst hopp men samtidigt har en stor del av den övriga statistiken sedan i somras överraskat på nedsidan. Även om tillväxten stabiliserats och nya finanspolitiska stöd presenterats, präglas utsikterna av flera svagheter. Hushållen håller igen och investeringarna är svaga när problem i fastighetssektorn minskar bostadsinvesteringarna. Även svaga lokala och regionala finanser håller tillbaka infrastrukturinvesteringar. När de rikare länderna bromsar in möter även exporten motvind, en del av ekonomin som varit ett draglok sedan

pandemin. Därutöver tillkommer strukturella faktorer som trycker ner tillväxten på sikt. Kina saknar en stark välfärdsstat och finanspolitiken utövar mer utbuds- än efterfrågerelaterade stimulanser, vilket bidrar till försiktiga hushåll. Investeringar hämmas också av den osäkra institutionella och geopolitiska miljön. Regionala myndigheter står med hög skuldbörda inför svåra refinansieringsutmaningar och har svårt att öka investeringarna. Sammantaget talar detta för lägre tillväxt framöver och därmed minskade bidrag till global BNP-tillväxt.

### BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM Årlig procentuell förändring

|                             | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Kina                        | 3,0        | 5,2        | 4,6        | 4,5        |
| Indien                      | 7,2        | 6,5        | 6,3        | 6,2        |
| Brasilien                   | 2,9        | 2,9        | 1,8        | 2,0        |
| Ryssland                    | -2,1       | 2,0        | 1,5        | 1,3        |
| <b>EM-ekonomier, totalt</b> | <b>3,7</b> | <b>4,1</b> | <b>4,0</b> | <b>4,1</b> |

Källa: IMF, SEB

**Variande EM-utsikter.** Som vi noterat i vår senaste Emerging Markets Explorer ser det i flera tillväxtekonomier ut som att tillväxtsvackan har bottnat, med framför allt Indien som undantag som fortsatt att gå starkt. Där, men också i Brasilien, har konsumentförtroendet växlat upp. Dock förblir bilden splittrad. Indien främjas av både inhemska och externa faktorer som gör att vår tillväxtprognos ser lite ljusare ut än för många andra länder. Indiens gynnsamma geopolitiska ställning har öppnat upp för ett förbättrat klimat för utländska direktinvesteringar. Den höga inflationen fortsätter att vara en utmaning, även om förändringstalen kommit ner 10-20 procentenheter sedan toppen efter Rysslands invasion av Ukraina. Trots inflation över målen har räntesänkningssykeln redan kommit i gång i flera länder som Brasilien, Polen och Ungern. I vissa fall drivet av en kombination av lägre inflationsförväntningar och, i takt med att inflationen fallit, högre realräntor. Men de finansiella förutsättningarna för EM-länderna kan komma att bli mer bräckliga än nuläget visar. Centralbankerna sänker räntan i en osäker tid och snabba finansiella kast, drivet av geopolitisk oro och volatila inflationsutfall i framför allt USA och euroområdet, skulle kunna sätta press på finansiella tillgångar i regionen. Vårt basscenario är därför inflationsprognoser som låter centralbankerna sänka räntorna i måttlig takt men att ett lägre styrränteläge lämnar EM mer sårbart för externa chocker.

### Globala spänningar ökar nedåtrisker

I Nordic Outlook augusti var riskbilden neutral samtidigt som vi bedömde att avvikelserna från huvudscenariot är större i ett sämre scenario jämfört med ett bättre. Anledningen är

främst att vi på uppsidan ser en begränsad potential i och med en i utgångsläget låg arbetslöshet. Det gäller även om vi i bl a USA sett en positiv utveckling med stigande arbetskraftsdeltagande. Ytterligare uppskruvade globala spänningar samt ökad osäkerhet kring hur ekonomier klarar av de stramare finansiella förhållandena sedan i somras, gör att vi i denna rapport återigen ser något större nedåtrisker än uppåtrisker för vår prognos.

### Olika scenarier för OECD-området

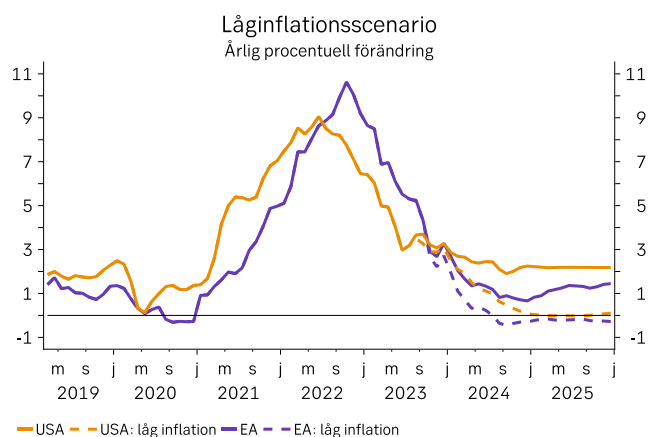
BNP-tillväxt, procent

|                   | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------|------|------|------|
| Huvudscenario     | 1,6  | 1,2  | 2,0  |
| Negativt scenario | 1,5  | -0,6 | 1,3  |
| Positivt scenario | 1,6  | 2,5  | 2,4  |

Källa: SEB.

**Geopolitik ger nedåtrisker.** När vi tolkar ekonomiska data från de senaste månaderna har utvecklingen varit i stort sett i linje med vad vi väntat oss vilket talar för en symmetrisk riskbild. Men precis som att vi i våras såg osäkerhet från finansiell stress när ett antal regionala USA-banker gick omkull, ser vi nu en ökad osäkerhet från den geopolitiska utvecklingen och risken att striderna mellan Israel och Hamas sprids. Rysslands invasion av Ukraina har påmint oss om hur omfattande de ekonomiska konsekvenserna kan bli av att energiförsörjningen störs. När och hur stort det fulla genomslaget från tidigare räntehöjningar blir är även det en fråga som alltjämt är svårbedömd, liksom hur stora sparbuffertar hushållen egentligen har kvar och hur hårt den extra sencykliska åtstramning vi nu har från stigande långräntor slår. Att ränteuppgången sker samtidigt som inflationen är på väg ner ger en extra åtstramande effekt eftersom realräntor då stiger mer än vad som är fallet om man bara tittar på de nominella räntenivåerna.

**Snabbare inflationsfall, tillväxten växlar upp.** En snabbare inflationsnedgång i kombination med att löneökningstakten växlar ner till en för centralbanker lugnande takt kan få centralbanker att sänka tidigare än vad vi väntar oss. Det krävs inte särskilt stora förändringar i prognosantagandena för att inflationstakten ska fall ner mot noll till en procent, istället för två. Det kan vara så att vi är för försiktiga med att ta in t ex de positiva inflationssignaler vi fått från euro-området den senaste tiden. Eller så kan priser generellt pressas ner mer framöver. Om vi t ex antar att en tredjedel av de senaste årens prisuppgång på varor och livsmedel, och för USA:s del hyror, reverseras, pekar inflationsprognosen klart lägre med ökad real köpkraft och lägre räntor som följd.



Källa: Macrobond, SEB

### Sverige svagast i Norden

Danmark och Norge har uppvisat mer motståndskraft än Sverige där BNP haft en nedåtgående trend sedan slutet av förra året. Drivkrafterna är likartade, i linje med det globala mönstret, men med olika kraft. Svensk BNP faller 2023 och 2024 när hushållskonsumtionen faller och bostadsinvesteringarna kollapsar. Norsk tillväxt hålls uppe av starka investeringar inom oljesektorn medan hushållen bara gradvis kommer att öka konsumtionen 2024-2025. Den underliggande inflationen faller bara långsamt när lönetrycket är fortsatt högt. För både Sveriges och Norges del ger svaga valutor fortsatta inflationsimpulser. Dansk BNP står emot eftersom hushållens förtroende kommit tillbaka och inflationen fallit till under en procent, vilket ger en extra skjuts för realinkomster. Bostadsinvesteringarna faller och bostadspriserna riskerar att ånyo falla när omsättningen, som minskat p g a skatteförändringar, förskjutit transaktioner till andra sidan årsskiftet. Att regeringen lagt om finanspolitiken ger dessutom lite mer stöd än vad vi tidigare väntat oss.

### BNP-tillväxt, Norden

Årlig procentuell förändring

|               | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| Sverige       | 2,6        | -1,0       | -0,4       | 2,5        |
| Norge         | 3,3        | 1,6        | 0,8        | 1,5        |
| Danmark       | 2,7        | 1,1        | 1,5        | 3,0        |
| Finland       | 1,6        | -0,1       | 0,5        | 1,8        |
| <b>Norden</b> | <b>2,7</b> | <b>0,2</b> | <b>0,5</b> | <b>2,3</b> |

Källa: IMF, SEB

**Reallöner och lägre räntor ger stöd framöver.** I alla de nordiska länderna får tillväxten stöd av förbättrade reallöner och lägre räntor under 2024 och än mer under 2025. Riksbanken tvekar i sin räntesättning men vi tror med knapp marginal att man väljer att ligga still på 4,00 procent i november för att sedan sänka räntan med 50 punkter under 2024 och med ytterligare 100 punkter under 2025. Norges

Bank höjer förmodligen med 25 punkter till 4,50 procent i december, men det är långt ifrån säkert. Osäkerhet kring löneförhandlingar i vår bidrar till att Norges Bank väntar med att sänka till halvåret 2024.

**Exportfall slår hårt mot Baltikum.** De exportberoende baltiska ekonomierna har drabbats hårt av svag utveckling i Norden och Tyskland även om en del tjänsteexport, framför allt kopplade till informations och kommunikationsteknologi, stått emot. Utsikterna ser överlag något sämre ut än i Nordic Outlook augusti. Inflationen, som nådde nära 20 procent i årstakt 2022 är på väg ner mot 2 procent; i Estland blir inflationen dock högre 2024 p g a momshöjning. Löneökningstakten bromsar in men är hög jämfört med övriga länder i eurorådet vilket gör att pressade realinkomster ökar lite snabbare, vilket i sin tur får i gång konsumtionen. Bostadspriser och bostadsinvesteringar backar men övriga investeringar får stöd från bl a EU-fonder.

### BNP-tillväxt, Baltikum

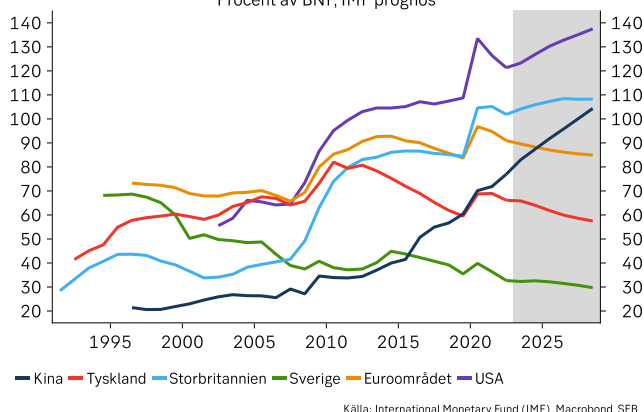
Årlig procentuell förändring

|                 | 2022       | 2023        | 2024       | 2025       |
|-----------------|------------|-------------|------------|------------|
| Litauen         | 2,4        | -0,2        | 1,5        | 2,8        |
| Lettland        | 3,4        | -0,2        | 2,2        | 2,7        |
| Estland         | -0,5       | -2,5        | 0,4        | 3,5        |
| <b>Baltikum</b> | <b>2,0</b> | <b>-0,7</b> | <b>1,5</b> | <b>2,9</b> |

### Finanspolitiken både hämmar och hjälper

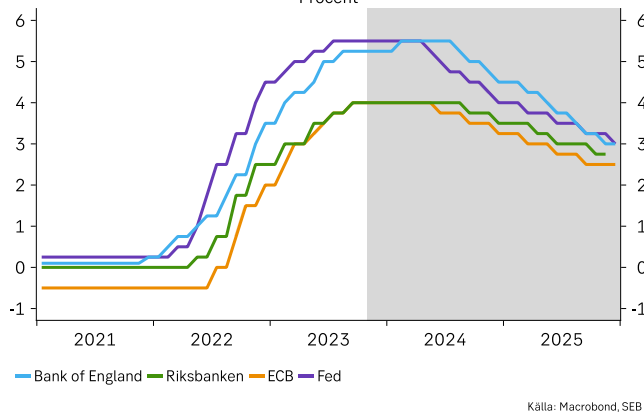
Vi räknar med en i stort sett neutral finanspolitik kommande år, trots tillväxtinbromsningen. Främsta anledningen är stora underskott och skulder samt en ökad marknadsnervositet kring kommande emissionsvolym. Till det kommer inflationsproblematiken; att politikerna vill vara försiktiga för att inte skapa mer inflationsdrivkrafter och därmed räntehöjningar. Fokus har den senaste tiden varit på USA. Förutom stora underskott och hög skuld är det svårt att se hur politikerna ska kunna komma överens om en plan för hur de ska hanteras. I EU pågår just nu en översyn av det finanspolitiska regelverket. Reglerna i EU:s stabilitets- och tillväxtpakt pausades under pandemin fram till och med 2023. Förhoppningen är att länderna ska kunna enas om ett nytt lagförslag innan årsskiftet, annars träder de gamla reglerna åter i kraft. Oavsett om länderna kommer överens eller inte kommer länderna i EU behöva ha mer budgetdisciplin de kommande åren.

Oroande höga offentliga skulder i många länder  
Procent av BNP, IMF prognos



**Vissa skulle kunna göra mer.** Vår bedömning är att inflationsrisken från en mer stöttande finanspolitik är lite överdriven, i alla fall i länder med låg skuld och tillväxtproblem, som Sverige och Tyskland. Dessa länder riskerar troligen inte heller något ur ett förtroendeperspektiv, givet en i utgångsläget relativt låg offentlig skuldsättning. I de flesta länder blir finanspolitiken i princip neutral under kommande år. Det lilla utrymme som finns sparas för att hantera chocker som inte ligger i huvudscenariot eller tilloundvikligheter kopplade till säkerhetspolitik, energi och miljö. En mer neutral politik hjälper centralbankerna i inflationskampen men bakbinder samtidigt tillväxten som skulle behöva en vitamininjektion.

Rekordsnabb höjningscykel till ända  
Procent



### Styrräntepaus, Fed sänker i maj

Efter räntehöjningar vid i stort sett varje möte sedan början/mitten av 2022 har räntan hållits oförändrad två gånger i rad från Fed och vid det senaste mötet hos ECB. Det är tydligt, om än i varierande grad, att räntehöjningarna biter på ekonomin och inflationstakten har mer än halverats. Att centralbanker på senare tid dessutom fått draghjälp av högre långräntor och stramare finansiella förhållanden är bidragande orsaker till att vi bedömer att räntetoppen är nådd för flertalet centralbanker, såsom Fed, ECB och Riksbanken. För Norges Bank och Bank of England, där



inflationens problematiken är något mer efterhängsen höjs styrräntan sannolikt ytterligare en gång.

### Centralbankers styrräntor

Procent i slutet av året

|                      | 9 nov | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|-------|------|------|------|
| Federal Reserve      | 5,50  | 5,50 | 4,00 | 3,00 |
| ECB (inlåningsränta) | 4,00  | 4,00 | 3,25 | 2,50 |
| Bank of England      | 5,25  | 5,25 | 4,50 | 3,00 |
| Riksbanken           | 4,00  | 4,00 | 3,50 | 2,50 |
| Norges Bank          | 4,25  | 4,50 | 4,25 | 3,50 |

Källa: Centralbanker, SEB.

**Hökaktiga för att vara på den säkra sidan.** I väntan på mer information kring ekonomi och inflation fortsätter retoriken av flera skäl att luta åt det hökaktiga hållet. Med inflationschocken och efterföljande penningpolitisk omsvängning i färskt minne, vill centralbankerna inte en gång till underskatta inflationen. Att finansiella förhållanden stramats åt hjälper dock centralbankerna.

### Centralbanker och underskott styr långräntor

Långränteutvecklingen är i fokus efter först rejäla uppgångar efter sommaren, till nära 5 procent för USA:s del, och därefter en viss nedgång till ca 4,60 procent under november efter att Feds och ECB:s räntebesked tolkats som att räntetoppen är nådd. Flera drivkrafter är i rörelse. En förklaring är förväntningar på penningpolitiken och styrräntor där marknaden under hösten tog mer fasta på centralbankernas mantra "högre, längre", men där sedan förväntningar om att korta räntor inte ska gå högre, givit en rekyl nedåt. Det argumentet har även en konjunkturkoppling genom att vi bedömer att centralbankerna nu ser åtstramningsdosen som tillräcklig för att åstadkomma den avmattning som krävs för att inflationsmålen ska vara inom räckhåll.

**Utbud, löptidspremie och realränta.** Men det är fler drivkrafter än så som påverkar. Obligationsmarknaden har en tid oroats över hög offentlig skuldsättning och stora emissionsvolymerna när många ska tävla om tillgängligt kapital. Fråga har primärt haft ett USA-fokus där förutom stora underskott även politisk oförmåga att hantera dem framöver är en osäkerhetsfaktor. Efterfrågan på amerikanska statspapper minskar dessutom när Fed och Peoples Bank of China minskar sina innehav och japanskt investeringskapital kan återvända hem när långa japanska statsräntor nu börjat stiga mot 1 procent. Dessutom kan efterfrågan på kapital mer generellt öka p g a investeringsbehov inom infrastruktur, energi och gröna områden, som kan ge en större efterfrågan på kapital. Andra drivkrafter är löptidspremie, som varit negativ under perioden med

kvantitativa lättnader (QE) men som nu stiger. Även inflationsriskpremie kan ha ökat när inflationsförväntningarna stigit och ligger mer i linje med målen. Innan centralbankerna verbalt släpper signalerna att räntor kan höjas något steg till, vilket kommer att ta några månader, kommer långa USA- och Europaräntor att förbli volatila och utan tydlig riktning.

**USA: Olika krafter drar i olika riktning.** Styrräntesänkningar kommer att vara den huvudsakliga drivkraften för lägre USA-räntor 2024 och 2025. Mot det står svaga offentliga finanser, fortsatt stora underskott och stort lånebehov som kommer att verka i motsatt riktning och göra att investerare kräver en högre löptidspremie. Sammantaget gör ändå rejäla räntesänkningar att den 10-åriga USA-räntan faller till 3,60 procent i slutet av 2025.

### 10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

|         | 9 nov | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------|-------|------|------|------|
| USA     | 4,61  | 4,80 | 4,30 | 4,00 |
| Germany | 2,70  | 2,75 | 2,60 | 2,50 |
| Sweden  | 2,85  | 2,90 | 2,90 | 2,80 |
| Norway  | 3,81  | 3,85 | 3,50 | 3,30 |

Källa: Centralbanker, SEB.

**Begränsad nedåtpotential i euroområdet.** Ett resultat av ECB:s tidigare obligationsköp är att statslåneräntor i de större länderna i regionen är rejält nedpressade jämfört med styrräntan. Krafter från lägre styrränta under andra halvan av 2024 och fortsatta obligationsförsäljningar av ECB, tar i stort sett ut varandra och framför allt i Tyskland är nedåtpotentialen begränsad.

### Svenska ränteskillnaden mot Tyskland normaliseras.

Riksgälden kommer att öka emissionsvolymerna nästa år. Svagare statsfinansiering och rekapitaliseringen av Riksbanken talar för större obligationsemissioner. Vi väntar oss även att Riksbanken kommer att öka mängden obligationer de säljer och därmed öka den kvantitativa åtstramningen. Den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland har ökat och trenden bedöms fortsätta. Sammantaget gör dessa faktorer att den svenska 10-årsräntan ligger i stort sett på dagens nivå i slutet av 2025.

**Motstridiga norska krafter.** Obligationsutbudet kommer att öka ytterligare 2024 p g a refinansieringsbehov. Men nettoutbudet kommer trots det att vara lågt, framför allt i och med att Norges Bank inte för någon kvantitativ åtstramning. Att kärninflationen är mer trögrörlig nedåt än i flera andra länder gör att Norges Bank kommer att sänka räntan relativt sent vilket begränsar långräntenedgången. Ränteskillnaden mot Tyskland faller till 80 räntepunkter mot slutet av prognosperioden.

## Dollarstyrkan avtar succesivt mot slutet av året

Hösten har präglats av dollarstyrka där höga amerikanska räntor jämte fallande riskapitet, ömsom på den höga ränteläget och ömsom det geopolitiska läget, har varit drivkrafter. Vi bibehåller vår vy att dollarstyrkan ska avta mot slutet av året där flera faktorer spelar in: (1) svagt säsongsmönster för USD, (2) starkt säsongsmönster för riskapitet, (3) Fed signalerar att de troligen har höjt färdigt, (4) positioneringen i EUR/USD som nu visar att spekulativa konton redan har köpt mycket USD under hösten och snarare är redo att minska den positionen. Dock ser vi störst potential för en svagare dollar och högre EUR/USD under 2024 när Fed först av centralbankerna går mot en sänkning. Det gör att våra prognoser för relativa räntor mellan USA och euroområdet ger stöd för att euron stärks mot dollarn, dvs högre EUR/USD, under 2024. Dessutom minskar tillväxtgapen i våra prognoser 2024 vilket enligt det historiska mönstret ger mindre dollarstöd. När Fed tydligare börjar signalera räntesänkningar kommer fallande marknadsräntor att snabbt förbättra finansiella förhållanden vilket bör leda till ökad riskapitet och därmed starkare euro. Det finns dock många osäkerheter där vi till exempel tidigare diskuterat att ett snabbare inflationsfall i euroområdet är något som skulle kunna få ECB att sänka räntan innan Fed. Till det läggs fortfarande risken för en hårdlandning i USA. Det gör att vi inte tror på en aggressiv rörelse där euron stärks kraftigt under inledningen av året men att en förstärkningstrenden ändå inleds.

## Valutakurser, i slutet av året

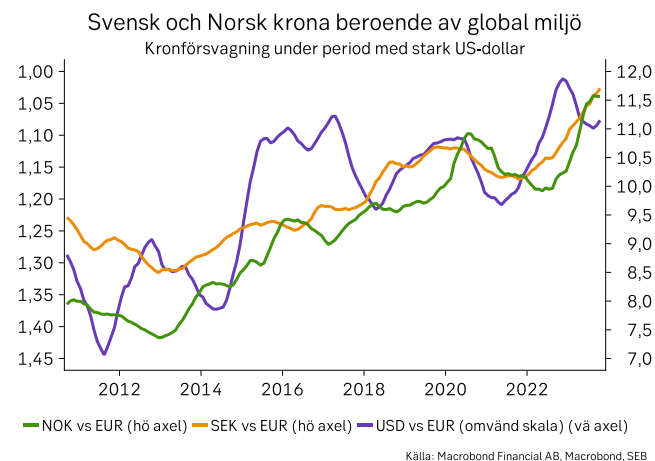
|         | 9 nov | 2023  | 2024  | 2025  |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| EUR/USD | 1,07  | 1,08  | 1,14  | 1,18  |
| USD/JPY | 151   | 148   | 135   | 128   |
| EUR/GBP | 0,87  | 0,89  | 0,93  | 0,94  |
| EUR/SEK | 11,62 | 11,60 | 11,25 | 10,95 |
| EUR/NOK | 11,91 | 11,85 | 11,30 | 10,95 |

Källa: Bloomberg, SEB.

**SEK och NOK med stöd under främst 2024.** De nordiska valutorna har visat fortsatta svagheter under hösten. Svag riskapitet och fortsatta förväntningar om att räntehöjningscyklerna fortsätter, eller i alla fall att räntor kommer att ligga högre under en längre tid, har inte gynnat länder och valutor med räntekänsliga hushåll. Vi tror fortsatt att den globala miljön med mjuklandning och rörelser mot räntesänkningar för Fed och ECB under 2024 bör vara positiv för både SEK och NOK. SEK bör redan mot slutet av året kunna stärkas, det historiska säsongsmönstret för december är starkt, medan NOK nog får vänta in i 2024 innan den börjar appreciera. Positiva drivkrafter för SEK och NOK nästa år är bättre global riskapitet och att en generell vändning från ränte-

höjningar till räntesänkningar tar bort det negativa trycket på valutorna från deras räntekänsliga hushåll.

**Valutasäkring kan ge starkare krona.** För kronans del finns också en möjlighet att Riksbankens valutasäkring av valutareserven, som innebär kronköp under främst oktober 2023 till januari-mars 2024, kan få ytterligare stöd om fler svenska aktörer väljer att gå samma väg (dvs köpa svenska kronor). Sannolikheten för det ökar ju mer kronan stärks och det kan därmed bli ett självspelande piano om kritiska nivåer för EUR/SEK och USD/SEK nås tidigt 2024. I motsatt vågskål finns risken för betydligt svagare krona om en hårdlandning infinner sig och det kan också vara en delförklaring till att kronan än så länge inte har stärkts så mycket. Historisk sett har dock kronsvageten varit relativt kortvarig vid hårdlandningar (drivet av fallande riskapitet) och sedan övergått till kronstryka (som till exempel när pandemin bröt ut och SEK försvagades rejält i mars 2020 men sedan stärktes och var den starkaste G10-valutan för helåret 2020).



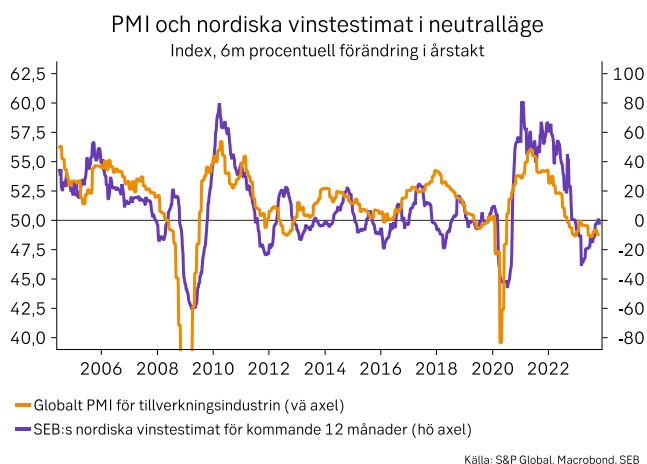
## Börser avvaktar tills konjunkturen vänder

Globala börser har varit under nedåtpress sedan i somras. Globala index (MSCI World) föll mer än 10 procent sedan toppen i slutet av juli innan de åter vände upp efter Feds novembermöte. Värt att notera är att nedgången främst drivits av stigande långräntor, inte nedskrivade vinstprognoser, vilket gör att vi mer tolkar utvecklingen som en korrektion än att investerare lämnade börserna på grund av rädsla för sämre intjäning.

**Lägre räntor och mjuklandning minskar nedåtrisken.** Om en djupare recession undviks, och räntor dessutom kommer ner en bit, vilket vi sett de senaste veckorna, bör nedåtrisken för aktier vara relativt begränsad framöver. Men värderingar är inte låga i ett historiskt perspektiv. På kort sikt kan volatila, framför allt högre, räntor och förändrade konjunkturutsikter ge bakslag och innan börserna mer hållbart vänder upp måste vi få tydliga signaler om att konjunkturen bottnat och från centralbankerna att nästa steg är en lägre ränta. När väl konjunkturen vänder upp ligger nordiska och framför allt

svenska aktier bra till för att leda uppgången tillsammans med småbolag och andra företag och sektorer som pressats av höga räntor.

**Hopp för Norden.** Nordiska börser har fortsatt att underpresteras sedan i somras men det finns positiva tecken. Vinstprognoser för Norden har slutat falla enligt våra estimat och rapporterna för tredje kvartalet har varit hyfsade, framför allt i Sverige och Norge. Exklusive danska NovoNordisk, som nu är 25 procent av MSCI Norden-indexet, ser värderingar billiga ut relativt den globala aktiemarknaden. Det kan leda till en börsuppgång när Europakonjunkturen bottenar ut, långräntor faller och den svenska kronan stärks.



Denna sammanfattning av läget i världsekonomin kompletteras av de fördjupade land- och regionanalyser (på engelska) som vi senaste tiden har publicerat på vår [analyssida](#):

[United States: Current strength will not last, soft landing is still the main scenario](#)

[Euro area: Weak ending to the year](#)

[United Kingdom: A battle against stagflation risks](#)

[Sweden: Continued headwinds for growth in 2024](#)

[Norway: Strong petroleum-related demand preventing a recession](#)

[Denmark: Steady as she goes](#)

[Finland: Economy will continue to struggle](#)

[Estonia: It gets worse before it gets better](#)

[Latvia: Temporary standstill](#)

[Lithuania: Investments saving the economy from stronger decline](#)

[Emerging Market Explorer: Geopolitics permeates economic outlook](#)

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

## USA

Årlig procentuell förändring

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

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr EUR | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP  | 13 492                | 3,4  | 0,5  | 0,7  | 2,0  |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 7 063                 | 4,2  | 0,3  | 1,0  | 2,0  |
| Offentlig konsumtion                             | 2 899                 | 1,6  | 0,1  | 0,4  | 1,4  |
| Bruttoinvesteringar                              | 3 020                 | 2,6  | 1,1  | 0,0  | 1,7  |
| Lagerbidrag i % av BNP                           |                       | 0,3  | -0,3 | 0,0  | 0,0  |
| Export   | 3 286                 | 7,2  | 0,5  | 2,3  | 3,2  |
| Import   | 7 436                 | 7,9  | -0,1 | 2,3  | 2,9  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 6,7  | 6,6  | 7,0  | 7,0  |
| HIKP   |                       | 8,4  | 5,5  | 1,3  | 1,2  |
| Kärn-HIKP  |                       | 3,9  | 5,0  | 2,7  | 2,1  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | -3,6 | -3,6 | -2,8 | -2,4 |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 91   | 90   | 88   | 87   |

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

## Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

## Finansiella prognoser

Slutet av perioden

| Officiella räntor           | 09-nov | dec-23 | jun-24 | dec-24 | jun-25 | dec-25 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USA                         | 5,50   | 5,50   | 5,00   | 4,00   | 3,50   | 3,00   |
| Japan                       | 0,10   | -0,10  | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Euroområdet, inlåningsränta | 4,00   | 4,00   | 3,75   | 3,25   | 2,75   | 2,50   |
| Storbritannien              | 5,25   | 5,25   | 5,50   | 4,50   | 3,75   | 3,00   |
| Obligationsräntor, 10 år    | 09-nov | dec-23 | jun-24 | dec-24 | jun-25 | dec-25 |
| USA                         | 4,61   | 4,80   | 4,50   | 4,30   | 4,10   | 4,00   |
| Japan                       | 0,85   | 0,90   | 1,05   | 1,16   | 1,17   | 1,18   |
| Tyskland                    | 2,70   | 2,75   | 2,70   | 2,60   | 2,55   | 2,50   |
| Storbritannien              | 4,40   | 4,5    | 4,35   | 4,70   | 4,50   | 4,30   |
| Växelkurser                 | 09-nov | dec-23 | jun-24 | dec-24 | jun-25 | dec-25 |
| USD/JPY                     | 151,0  | 148,0  | 140,0  | 135,0  | 132,0  | 128,0  |
| EUR/USD                     | 1,07   | 1,08   | 1,12   | 1,14   | 1,16   | 1,18   |
| EUR/JPY                     | 161,7  | 159,8  | 156,8  | 153,9  | 153,1  | 151,0  |
| EUR/GBP                     | 0,87   | 0,89   | 0,91   | 0,93   | 0,93   | 0,94   |
| GBP/USD                     | 1,23   | 1,21   | 1,23   | 1,23   | 1,25   | 1,26   |



## Sverige

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr SEK | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP  | 5 979                 | 2,6  | -1,0 | -0,4 | 2,5  |
| BNP, dagkorrigerat                               |                       | 2,7  | -0,8 | -0,3 | 2,7  |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 2 613                 | 2,1  | -2,6 | 1,4  | 2,7  |
| Offentlig konsumtion                             | 1 491                 | 0,0  | 2,0  | 0,4  | 0,8  |
| Bruttoinvesteringar                              | 1 622                 | 5,2  | -3,7 | -5,0 | 4,0  |
| Lagerbidrag i % av BNP                           | 78                    | 1,0  | -0,6 | 0,0  | 0,1  |
| Export   | 3 157                 | 6,6  | 2,2  | -1,0 | 5,0  |
| Import   | 2 982                 | 8,7  | -0,2 | -1,4 | 5,5  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 7,5  | 7,6  | 8,6  | 8,9  |
| Sysselsättning                                   |                       | 2,8  | 1,6  | -0,4 | 0,0  |
| KPI  |                       | 8,4  | 8,6  | 4,2  | 2,0  |
| KPIF   |                       | 7,7  | 6,1  | 2,7  | 1,9  |
| KPIF exkl. energi                                |                       | 5,9  | 7,6  | 3,1  | 1,9  |
| Timplöneökningar                                 |                       | 2,8  | 3,7  | 3,7  | 3,5  |
| Hushållens sparkvot, %                           |                       | 13,3 | 11,5 | 12,0 | 12,2 |
| Real disponibel inkomst                          |                       | -0,1 | -2,9 | 0,6  | 3,3  |
| Bytesbalansen, % av BNP                          |                       | 4,8  | 5,5  | 5,8  | 6,0  |
| Budgetsaldo, mdr SEK                             |                       | 164  | 42   | -99  | -39  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | 1,1  | 0,3  | -1,2 | -0,5 |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 33   | 31   | 33   | 33   |

| Finansiella prognoser              | 09-nov | dec-23 | jun-24 | dec-24 | jun-25 | dec-25 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Styrränta                          | 4,00   | 4,00   | 4,00   | 3,50   | 3,00   | 2,50   |
| 3-månaders ränta, STIBOR           | 4,09   | 4,07   | 4,05   | 3,50   | 2,95   | 2,55   |
| 10-års ränta                       | 2,85   | 2,90   | 2,95   | 2,90   | 2,85   | 2,80   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 15     | 15     | 25     | 30     | 30     | 30     |
| USD/SEK                            | 10,85  | 10,74  | 10,18  | 9,87   | 9,53   | 9,28   |
| EUR/SEK                            | 11,62  | 11,60  | 11,40  | 11,25  | 11,05  | 10,95  |
| KIX                                | 128,7  | 127,9  | 125,0  | 123,0  | 120,4  | 120,5  |

## Finland

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr EUR | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP  | 269                   | 1,6  | -0,1 | 0,5  | 1,8  |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 138                   | 1,7  | -0,3 | 0,8  | 1,5  |
| Offentlig konsumtion                             | 65                    | 0,8  | 2,0  | 0,5  | 1,0  |
| Bruttoinvesteringar                              | 71                    | 3,2  | -3,8 | 1,0  | 3,0  |
| Lagerbidrag i % av BNP                           |                       | 2,1  | -1,0 | 0,4  | 0,2  |
| Export   | 122                   | 3,5  | 0,5  | 1,5  | 3,0  |
| Import   | 128                   | 8,3  | -4,0 | 1,0  | 2,0  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 6,8  | 7,1  | 7,4  | 7,0  |
| HIKP   |                       | 7,2  | 5,2  | 2,5  | 2,0  |
| Timplöneökning                                   |                       | 2,4  | 4,5  | 3,0  | 2,5  |
| Bytesbalans, % av BNP                            |                       | -3,6 | -1,2 | -0,5 | 0,0  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | -0,9 | -2,2 | -2,5 | -2,0 |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 73   | 74   | 75   | 76   |

## Norge

Årlig procentuell förändring

|                                    | Nivå 2022,<br>mdr NOK | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          |               |
|------------------------------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BNP                                | 5 571                 | 3,3           | 1,6           | 0,8           | 1,5           |               |
| BNP (fastland)                     | 3 571                 | 3,8           | 1,0           | 0,7           | 1,2           |               |
| Hushållens konsumtionsutgifter     | 1 806                 | 6,9           | -0,8          | 0,2           | 2,2           |               |
| Offentlig konsumtion               | 1 037                 | 0,1           | 3,0           | 1,2           | 1,5           |               |
| Bruttoinvesteringar                | 1 095                 | 4,3           | 0,5           | 1,5           | 2,3           |               |
| Lagerbidrag i % av BNP             | 52                    | 0,2           | -0,1          | 0,0           | 0,0           |               |
| Export                             | 3 101                 | 5,9           | 4,7           | 2,6           | 2,7           |               |
| Import                             | 992                   | 9,2           | 1,4           | 2,7           | 3,9           |               |
| Arbetslöshet (%)                   |                       | 3,2           | 3,6           | 3,9           | 3,8           |               |
| KPI                                |                       | 5,8           | 5,6           | 4,6           | 2,6           |               |
| KPI-ATE                            |                       | 3,9           | 6,3           | 4,6           | 2,4           |               |
| Årslöneökningar                    |                       | 4,3           | 5,5           | 4,9           | 3,8           |               |
| <b>Finansiella prognoser</b>       | <b>09-nov</b>         | <b>dec-23</b> | <b>jun-24</b> | <b>dec-24</b> | <b>jun-25</b> | <b>dec-25</b> |
| Follioräntan                       | 4,25                  | 4,50          | 4,50          | 4,25          | 3,75          | 3,50          |
| 10-års ränta                       | 3,81                  | 3,85          | 3,75          | 3,50          | 3,40          | 3,30          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 111                   | 110           | 105           | 90            | 85            | 80            |
| USD/NOK                            | 11,12                 | 10,97         | 10,27         | 9,91          | 9,48          | 9,28          |
| EUR/NOK                            | 11,91                 | 11,85         | 11,50         | 11,30         | 11,00         | 10,95         |

## Danmark

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr DKK | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          |               |
|--|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BNP  | 2 832                 | 2,8           | 1,1           | 1,5           | 3,0           |               |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 1 225                 | -1,5          | 0,6           | 2,8           | 3,4           |               |
| Offentlig konsumtion                             | 617                   | -2,8          | 0,4           | 0,8           | 0,8           |               |
| Bruttoinvesteringar                              | 616                   | 3,3           | -3,4          | 6,3           | 6,1           |               |
| Lagerbidrag i % av BNP                           | 61                    | 0,4           | -1,4          | -0,5          | 0,0           |               |
| Export   | 1 983                 | 10,9          | 7,3           | 3,2           | 4,1           |               |
| Import   | 1 668                 | 6,5           | 5,4           | 6,1           | 4,9           |               |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 4,8           | 5,1           | 4,7           | 3,9           |               |
| HIKP   |                       | 7,7           | 3,5           | 1,8           | 1,6           |               |
| Timplöneökning                                   |                       | 2,6           | 3,0           | 3,3           | 4,0           |               |
| Bytesbalans, % av BNP                            |                       | 13,3          | 12,5          | 10,0          | 8,0           |               |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | 3,4           | 3,0           | 3,5           | 4,0           |               |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 30            | 30            | 28            | 26            |               |
| <b>Finansiella prognoser</b>                     | <b>09-nov</b>         | <b>dec-23</b> | <b>jun-24</b> | <b>dec-24</b> | <b>jun-25</b> | <b>dec-25</b> |
| Styrränta  | 3,60                  | 3,60          | 3,35          | 2,85          | 2,35          | 2,10          |
| 10-års ränta                                     | 2,95                  | 3,00          | 2,95          | 2,85          | 2,80          | 2,75          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland               | 25                    | 25            | 25            | 25            | 25            | 25            |
| USD/DKK  | 6,96                  | 6,90          | 6,65          | 6,54          | 6,42          | 6,31          |
| EUR/DKK  | 7,46                  | 7,45          | 7,45          | 7,45          | 7,45          | 7,45          |

## Litauen

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr EUR | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP  | 67                    | 2,4  | -0,2 | 1,5  | 2,8  |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 39                    | 2,0  | -1,2 | 2,8  | 3,2  |
| Offentlig konsumtion                             | 11                    | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,0  |
| Bruttoinvesteringar                              | 14                    | 3,6  | 6,5  | 2,0  | 5,0  |
| Export   | 59                    | 12,2 | -4,0 | 2,2  | 4,3  |
| Import   | 60                    | 12,4 | -2,6 | 3,2  | 5,0  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 5,9  | 6,8  | 6,9  | 6,7  |
| HIKP   |                       | 18,9 | 8,8  | 2,8  | 2,6  |
| Löner  |                       | 13,3 | 11,8 | 8,5  | 7,0  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | -0,7 | -1,9 | -2,9 | -1,8 |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 38   | 38   | 40   | 43   |

## Lettland

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2022,<br>mdr EUR | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP  | 39                    | 3,4  | -0,2 | 2,2  | 2,7  |
| Hushållens konsumtionsutgifter                   | 23                    | 6,2  | -1,5 | 1,6  | 2,2  |
| Offentlig konsumtion                             | 7                     | 2,8  | 5,2  | 3,5  | 2,7  |
| Bruttoinvesteringar                              | 8                     | 0,6  | 7,6  | 4,2  | 3,5  |
| Export   | 28                    | 10,3 | -2,1 | 2,4  | 3,2  |
| Import   | 30                    | 11,1 | -1,3 | 1,5  | 2,0  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 6,9  | 6,6  | 6,6  | 6,4  |
| HIKP   |                       | 17,2 | 9,4  | 2,4  | 2,0  |
| Löner  |                       | 7,5  | 9,5  | 7,2  | 6,5  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | -4,6 | -2,7 | -2,5 | -2,3 |
| Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP          |                       | 41   | 40   | 38   | 38   |

## Estland

Årlig procentuell förändring

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

This report is produced by Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) for institutional investors only. Information and opinions contained within this document are given in good faith and are based on sources believed to be reliable, we do not represent that they are accurate or complete. No liability is accepted for any direct or consequential loss resulting from reliance on this document. Changes may be made to opinions or information contained herein without notice. Any US person wishing to obtain further information about this report should contact the New York branch of the Bank which has distributed this report in the US. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) is a member of London Stock Exchange. It is regulated by the Securities and Futures Authority for the conduct of investment business in the UK.