



# Innehåll

## Januari 2023

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Räntemarknaden	14
Valutamarknaden	15
Aktiemarknaden	16
USA	17
Tema: USA:s klimatpolitik	20
Japan	23
Euroområdet	24
Tema: Avklingande energikris	27
Storbritannien	30
Tema: Kina	31
Norden	34
Sverige	35
Tema: Tung börda för hushållen	39
Norge	42
Danmark	44
Finland	46
Baltikum	47
Litauen	48
Lettland	49
Estland	50
Nyckeldata	51
Kontaktuppgifter	56



## Västvärlden går mot mild recession

År 2022 var ovanligt på många sätt. Kriget i Ukraina kastade långa skuggor över världen och grusade förhoppningarna om att återhämtningen från 2021 skulle fortsätta. I stället förstärktes de problem med inflation och energibrist som grundlades under pandemin och året präglades av krishantering på flera fronter: Centralbanker fick ägna sig åt räntehöjningar för att försöka bromsa inflationen. Europas regeringar förhandlade fram inte mindre än nio sanktionspaket mot Ryssland samtidigt som hotet från en akut energibrist behövde hanteras. Och hushållen fick vackert acceptera både sjunkande reallöner och fallande tillgångsvärden.

Men samtidigt som mycket gick fel saknades inte ljusglimtar. Medan mjuka indikatorer från både företag och hushåll tidigt började peka mot recession, visade hårda data en imponerande motståndskraft. Tillväxt och arbetsmarknad överraskade positivt och när året summerades hade den väntade inbromsningen inte infunnit sig.

Det skapar ett väldigt intressant läge när vi nu ger oss in i 2023 och de senaste årens ekonomiska drama går mot sin upplösning. Vi förväntar oss fortfarande att den globala ekonomin ska bromsa in, men hur illa blir det? Prognosmakare världen över har pendlat mellan optimistiska förhoppningar om en godartad mjuklandning och dystopiska förutsägelser om en djup recession. Vår bild är att det mesta trots allt talar för en recession och att många västländer kommer att få nöja sig med en tillväxt kring noll eller till och med därunder.

Samtidigt gläds vi åt tydliga förbättringar på energiområdet som gör att de värsta riskscenarierna för Europa mer eller mindre kan avskrivas. Att inflationen nu troligen passerat toppen i Europa, och redan vänt tydligt nedåt i USA, bidrar också positivt till helhetsbilden eftersom centralbankerna därmed snart är klara med sina räntehöjningar. Det skapar möjligheter till återhämtning av både konjunktur och marknader under det andra halvåret 2023. En viktig pusselbit är hur Kina utvecklas när landet nu snabbt avvecklat sin strikta Covid-strategi. Mycket talar för att det kommer att gå bra men det finns risker. Även när det gäller utvecklingen på finansiella marknader finns många intressanta frågor: Kommer förra årets dollardominans att utmanas på allvar? Och kommer världens börser att få revansch eller har vi ett nytt dystert år framför oss? Och i förlängningen börjar det också bli dags att fråga sig vilka lärdomar man kan dra av denna kris och inte minst tvärvändningarna i den ekonomiska politiken.

Frågorna är många och spännande och vi ser fram emot att följa dem tillsammans med er under året.

I denna nya *Nordic Outlook* januari 2023 erbjuder vi fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Kina öppnar upp
- USA:s klimatpolitik
- Tung börda för hushållen
- Avklingande energikris

Vi önskar er en intressant läsning!

---

**Jens Magnusson**  
Chefsekonom

**Håkan Frisén**  
Prognoschef

# Global ekonomi

---

## USA | sid 17

Ekonomi bromsar in men Fed avvaktar med att blåsa faran över för inflationen i ett läge där arbetsmarknaden förblir stark och risken för lönedriven inflation kvarstår. Vi förväntar oss en BNP-tillväxt på 0,5 procent i år.

## Kina | sid 31

Kinas politiska ledning har nu fokus på ekonomisk återhämtning och BNP ökar med 5,5 procent i år. Den strikta Covid-politiken har avvecklats snabbare än väntat och vi reviderar upp prognosen för KPI-inflationen till 3,0 procent för 2023.

## Euroområdet | sid 24

Inflationen har passerat toppen, men förblir relativt hög. I kombination med högre räntor leder det till en mild recession under 2023. ECB höjer inlåningsräntan till 3,25 i år innan sänkningar påbörjas i början av 2024.

## Storbritannien | sid 30

Utsikterna för ekonomin är dystra och i år väntas BNP-tillväxten bli negativ. Hushållens realinkomster pressas av hög inflation och stigande räntor samtidigt som brist på varor och arbetskraft skapar utmaningar på både kort och lång sikt.



# Internationell översikt

## Mild recession trots aggressiva centralbanker

Hög inflation och stigande räntor tar till slut ut sin rätt och recessionen anländer under 2023. Att inflationen nu hunnit vända neråt och att läget för Europas energiförsörjning förbättrats markant bidrar till att den blir mildare än befarat. Att Kina öppnar upp tidigare än väntat är också positivt och ekonomin växlar upp 2023. De globala nedåtriskerna är främst kopplade till att räntekänsligheten underskattas. En tydligare inflationsnedgång på lite sikt kan ge skapa utrymme för positiva tillväxtövertäckningar.

Den globala ekonomin fortsatte att visa motståndskraft långt in i 2022. Trots att hushållen pressats av stigande räntor och hög inflation har konsumtionen hållits uppe relativt väl. Önskan att återgå till en mer normal tillvaro när restriktionerna är borta har bidragit till att en betydande del av de sparbuffertar som byggdes under pandemin har använts. Företagen har gynnats av lättnader när det gäller globala leveransstörningar samt fortsatt relativt god efterfrågan inom många områden. Den senaste tiden har också en nedgång för energipriserna lindrat kostnadstrycket. BNP-utvecklingen för 2022 ser därmed ut att bli starkare än vi tidigare räknat med i de flesta länder.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

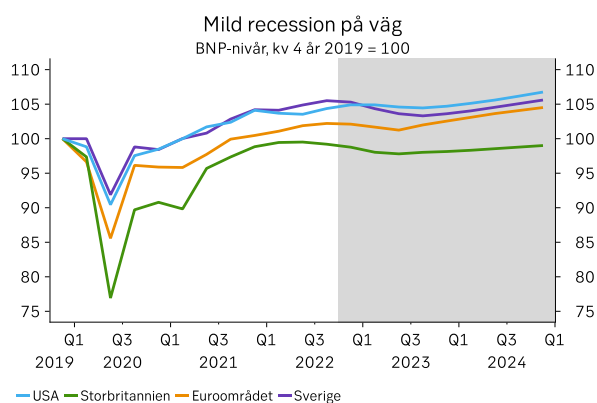
	2021	2022	2023	2024
USA	5,9	2,0	0,5	1,2
Japan	2,1	1,9	1,8	1,3
Tyskland	2,6	1,8	-0,3	2,4
Kina	8,1	3,0	5,5	4,9
Storbritannien	7,6	4,0	-1,2	0,7
Euroområdet	5,3	3,4	0,0	1,9
Norden	4,4	2,6	-0,3	1,7
Sverige	5,1	2,9	-1,2	1,1
Baltikum	5,9	1,4	0,2	3,3
OECD	5,7	2,9	0,7	1,7
Emerging markets	6,7	3,7	3,9	4,5
<b>Världen,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

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

**Mild recession under 2023.** Den allra senaste tiden har ledande indikatorer försvagats på ett sätt som gör att en mild recession i början på 2023 fortfarande är sannolik. Hushållens buffertsparande börjar sina och förtroendeindikatorer i näringslivet har kommit ner till nivåer som tyder på en viss produktionsminskning. Att nedgången dröjer har dock bidragit till vissa uppjusteringar av BNP-prognoserna för helåret 2023, både i USA och Västeuropa. Trots problem med omfattande smittspridning på kort sikt innebär slopade restriktioner att även den kinesiska BNP-tillväxten har reviderats upp. Centralbankernas generellt skärpta tonläge fördröjer nu en vändning uppåt, vilket bidrar till att BNP-prognoserna för 2024 i stället justerats ned.

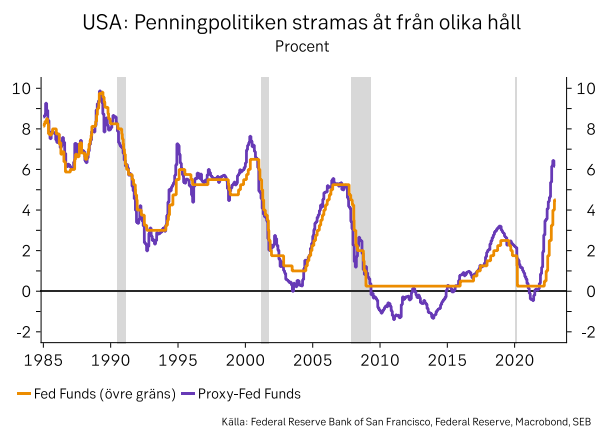
### Respiten har minskat sannolikheten för djup kris.

Bakom de relativt små revideringarna i prognosiffrorna döljer sig större förändringar när det gäller riskbilden samt när det gäller samspelet mellan realekonomisk utveckling, ekonomisk politik och finansiella marknader. Motståndskraften under 2022 bidrog till att vi kunde undvika en situation där ekonomin gick in i en recession samtidigt som inflationen var på väg uppåt. En sådan "perfekt storm" hade varit än svårare för centralbankerna att hantera. Ett scenario med allvarliga stressymptom i det finansiella systemet, där kreditåstramningar ytterligare hade förstärkt den realekonomiska nedgången, hade då aktualiserats. Den tid vi nu vunnit har därför gjort att riskerna för en djup recession minskat vilket t ex avspeglas i de senaste månadernas stigande börskurser.



**Centralbanker i högaktig riktning.** Samtidigt har motståndskraften varit en orsak till att centralbankerna signalerat att man behöver göra mer för att få inflationen under kontroll. Att man på detta sätt höjer insatserna gör att timingen när det gäller tillväxt-dämpningen och nedgången i inflationen blir extra viktig. Vi ser flera skäl till att inflationsutsikterna på lite längre sikt har ljusnat och att riskerna för en pris- och lönespiral i stil med den på 1970-talet därmed har

minskat. Utsikterna på energimarknaden de närmaste åren ser nu bättre ut (se temaartikel sid 27) samtidigt som fraktpriser sjunkit kraftigt och priser på jordbruksråvaror vänt nedåt. I Europa, och framför allt i Norden, tyder också löneresponsen på att en skadlig pris- och lönespiral är osannolik. Det är ändå troligt att trögheter när det gäller nedgången i kärninflationen kommer att vara så stora att centralbankerna ser motiv att fullfölja sina mer aggressiva planer i närtid.



**Underskattas räntekänsligheten?** Den aggressiva penningpolitiska omsvängningen framstår alltmer som den huvudsakliga nedåtrisen i prognosen, inte minst med tanke på den stora eftersläpningen när det gäller dess effekter på ekonomin. Före den globala finanskrisen höjde t ex Fed styrräntan med sammanlagt 4,25 procentenheter under en period på drygt två år. Nu höjer man mer än så på mindre än ett år och tempot är nu mer i linje med åtstramningarna på 1970-talet. Därtill ska man lägga skiftet från att vara nettoköpare av värdepapper till att banta balansräkningen (från QE till QT). Enligt beräkningar från San Francisco Fed ligger den verkliga åtstramningen runt två procentenheter över Feds styrränta. I Europa finns liknande risker även om styrräntorna inte väntas nå lika höga nivåer som i USA. Svaga ekonomier med hög statskuld i Sydeuropa samt högt belånade hushåll med hög andel rörliga lån i Sverige och Norge skapar en extra stor sårbarhet. Att realräntan hålls nere i rådande höginflationsmiljö kan dock tala för att åtstramningen trots allt inte är så kraftig vilket skulle kunna vara en förklaring till den motståndskraft som både företaget och hushåll visat.

**Snabbare inflationsnedgång tänkbar.** Potentialen för en mer positiv utveckling ligger främst i att inflationen faller snabbare än vad som nu ligger i konsensusbilden och i vår huvudprognos. Den snabba dynamiken i uppgångsfasen kan vändas i sin spegelbild när stora prisuppgångar våren 2022 börjar falla ur 12-månaderstalen samtidigt som regelrätta prisfall är tänkbara på områden där prisnivåerna är som mest

upptrivna, främst på energisidan. Anekdotisk information tyder på en kraftig nedgång i insatskostnader för många företag den allra senaste tiden. Vi väljer ändå att göra en försiktig tolkning av detta i avvaktan på mer tillförlitliga signaler i enkätundersökningar. En snabbare nedgång för inflationen skulle direkt lindra pressen på hushållen och därtill öppna upp för en lättare penningpolitik som i sin tur skulle ge stöd för en solid börsuppgång. Vår bedömning är att riskbilden avseende tillväxtbilden nu är symmetrisk efter en ganska lång period där nedåtriskerna dominerat.

### Olika för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

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

Källa: SEB

**Obligationsräntor har toppat.** Våra finansiella slutsatser (se sid 14 till 16) kretsar i hög grad kring ovanstående riskanalys och timingfrågor avseende centralbankernas höjningscykel samt BNP- och inflationsutvecklingen. Ljusare inflationssignaler har gjort att obligationsräntorna har kommit ner från de toppar som noterades i höstas. På kort sikt innebär centralbankernas tuffa attityd att vi ser utsikter för en mindre rekyl uppåt. Därefter sjunker åter långgräntorna när inflationsnedgången blivit mer tydlig och fokus förskjuts från höjningar till kommande styrräntesänkningar. Räntan på 10-åriga amerikanska statspapper väntas gradvis falla till 2,80 procent i slutet av 2024. Vi tror att sannolikheten överväger för att Riksbanken aktivt börjar sälja statsobligationer i höst, vilket ger en press uppåt på räntenivån.

**Kronsvaghet trots gynnsammare miljö.** Euron har återhämtat sig oväntat snabbt i spåren av låga amerikanska inflationsciffror samt lättnader när det gäller Europas energiförsörjning. En viss rekyl nedåt för EUR/USD är sannolik under den ganska turbulenta period vi ser framför oss i närtid. Därefter fortsätter EUR/USD att röra sig mot mer fundamentalt motiverade nivåer och väntas nå 1,12 i slutet av 2024. Trots en rad gynnsamma faktorer med bl a förbättrad riskaptit har den svenska kronan förblivit svag. ECB:s tuffa signaler samt oro för den svenska bostadsmarknaden har sannolikt bidragit till att EUR/SEK ligger kvar på höga nivåer. Efter hand bidrar ekonomisk återhämtning och låg värdering till att kronan stärks en del och vi tror att EUR/SEK ligger något över 10 i slutet av 2024. En viss rekyl uppåt i oljepriset bidrar till att den norska kronan stärks lite

tidigare och EUR/NOK väntas nå 10-nivån redan i sommar.

**Aktiemarknaden har reagerat positivt** på ljusare inflationsutsikter efter ett tungt 2022. Den förväntade inbromsning av tillväxten gör att vi ser en övervägande risk för nedjusteringar av vinstprognoserna för 2023, vilket innebär risker för en kursrekyl nedåt i närtid. Det är dock sannolikt att lägre vinster, åtminstone delvis, redan ligger i prisbilden och att placerare nu börjar blicka framåt mot nästa fas. Givet att vårt huvudscenariot håller räknar vi med att globala aktieindex ska leverera en rimligt god avkastning över det historiska snittet på 5-7 procent.

### Mångfacetterade utmaningar

Vid sidan om traditionella makroekonomiska trender finns en rad andra stora frågeställningar som påverkar de ekonomiska utsikterna. Denna Nordic Outlook innehåller därför temaartiklar som analyserar konsekvenserna av 1) Avvecklingen av Covid-restriktionerna i Kina, 2) Den snabba omställningen på energimarknaderna i spåren av Ukrainakriget samt riskerna för handelsstörningar 3) Riskerna för urholkad konkurrenskraft för europeisk industri mot bakgrund av strukturellt sårbar energiförsörjning och lanseringen av USA:s amerikanska *Inflation Reduction Act*. Därtill finns en temaartikel som analyserar hushållens situation ur olika synvinklar.

### Protektionistiska hot i ny klimatpolitik

Efter mer än ett år av förhandlingar lyckades Demokraterna i augusti enas om en bantad version av Joe Bidens vallöften inom klimat, energi, hälsovård och skatter. Namnet *Inflation Reduction Act (IRA)* är egentligen missvisande eftersom paketet inte väntas få några större effekter på inflationen (se temaartikel "USA:s klimatpolitik" på sid 20). Ändå har det mött starka reaktioner. Att USA på detta sätt tar ett ökat klimatansvar är positivt men samtidigt innebär paketet tydliga steg mot en mer protektionistisk industri- och handelspolitik via sänkta kostnader för inhemsk produktion och utveckling av grön energiteknologi. Därmed spår IRA på riskerna för en fragmentering av den globala ekonomin efter pandemin och det mer spända säkerhetspolitiska läget.

**Europeiska motdrag på väg.** Näringslivsföreträdare i EU har varnat för att IRA kan leda till en europeisk avindustrialisering i den pågående energikrisens spår. Efter omfattande kritik från EU har Bidenadministrationen gjort en del mindre eftergifter som dock knappast ändrar huvudinriktningen. Därmed ställs EU inför svåra utmaningar när man ska utveckla den egna industri- och

klimatpolitiken. Det gäller att hitta rätt balans mellan att bevaka den egna industrins konkurrensvillkor och samtidigt bevara ett gott transatlantiskt samarbete för att undvika ett eskalerande handelskrig som ytterligare skulle öka de geopolitiska spänningarna.

### Kinesiskt uppöppnande ger högre tillväxt

Protesterna mot Covid-restriktionerna och den ekonomiska kräftgången under 2022 fick till slut de kinesiska myndigheterna att tvärvända och samhället öppnade upp snabbare än väntat. Vår prognos är att BNP-tillväxten landar på 5,5 procent 2023 och 4,9 procent 2024. Det är en kraftig återhämtning jämfört med 2022 och det finns dessutom uppåtrisker för vår prognos. En expansiv finans- och penningpolitik, stöd till den krisande fastighetssektorn, ett stort ackumulerat sparande hos hushållen och uppdämda konsumtionsbehov efter de omfattande nedstängningarna talar för en ordentlig medvind för ekonomin under 2023. Återöppnandet är dock inte okomplicerat. Smittspridningen tog snabbt fart när restriktionerna lättades under fjärde kvartalet, vilket t ex satt press på sjukvården som har svårt att klara trycket. Även om det kan vara lite för tidigt att blåsa faran över verkar de värsta farhågorna om stor frånvaro från arbetsplatserna och nya problem för globala värdekedjor ändå ha kommit på skam.

**Måttlig inflationsuppgång.** Kinas återöppnande innebär ett ökat inflationstryck när efterfrågan på en del områden ökar i en takt som utbudet får svårt att möta. Tidigare kinesiska inflationsmönster, hamstring under pandemin och myndigheternas möjligheter att reglera prisutvecklingen har dock bidragit till att vår upprevidering av inflationsprognosen trots allt är ganska måttlig; till 3,0 procent från tidigare 2,1 för 2023. En kraftigare inflationsökning som skulle tvinga fram en mer restriktiv ekonomisk politik utgör dock en viss nedåtrisk för vår tillväxtprognos.

### BNP-tillväxt, EM-ekonomier

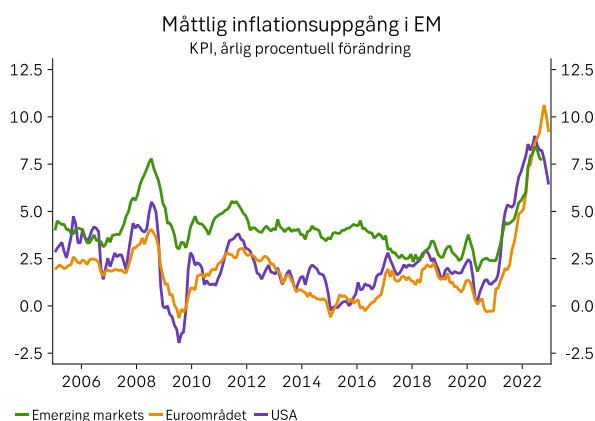
Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

**Inbromsning för övriga EM-ekonomier.** Övriga större EM-ekonomier bromsar i stället in 2023 som en följd av svagare global konjunktur. Tillväxten hämmas också av

stramare finansieringsförhållanden i spåren av stigande räntor och en stark dollarn samt generellt litet utrymme för offentlig stödpolitik. Att energi- och andra råvarupriser fallit från tidigare toppar jämnar ut spelplanen något mellan råvaruexportörer och andra EM-länder. Sanktioner i spåren av kriget i Ukraina fortsätter att tynga rysk ekonomi men BNP-nedgången blir ändå modest. Att konjunkturen i Kina och övriga EM-länder går åt olika håll gör att BNP-ökningen för vårt EM-aggregat hamnar på ungefär samma nivå 2022 och 2023, varefter en viss acceleration sker 2024.



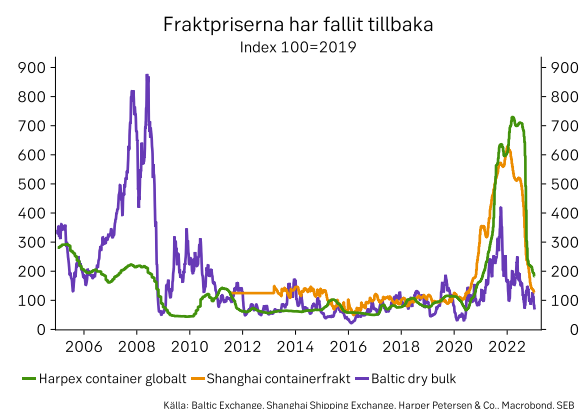
**Inflationen på väg ner.** Inflationsuppgången i EM-ekonomierna har blivit mildare än befarat med tanke på den större vikten för livsmedel och energi samt den högre underliggande trenden jämfört med mer utvecklade länder. Precis som i USA har inflationen nu toppat och är på väg ner. Det finns flera förklaringar till att inflationen inte dragit i väg än mer. EM-ekonomierna var relativt snabba med att strama åt penningpolitiken både av inflationsskäl och för att mildra valutförsvagningen. Till det kommer mindre beroende av naturgas än framför allt Europa och att flera länder fortsatt att importera billig rysk olja.

### Avklingande energikris men stigande priser

Nedkylningen av global ekonomi gjorde att priserna på olja, kol och naturgas föll kraftigt under slutet av 2022. EU lyckades också parera effekterna av exceptionella gas- och elpriser oväntat bra. Ökad import av LNG (Liquefied natural gas), mild väderlek och en imponerande anpassningsförmåga från industrin och hushållen möjliggjorde en uppbyggnad av EU:s gaslager till en nivå cirka 15 procent över det normala. Den akuta krisen är i det närmaste avblåst och risken för naturgasransonering denna och även nästa vinter är mycket liten. Den globala marknaden för fossila bränslen väntas ändå bli fortsatt stram. Naturgaspriset (TTF-gaspriset i Amsterdam) är fortfarande tre gånger högre än normalt, men det är långt under de 15 gånger normalpriset som vi såg i slutet av augusti i fjol. Vi räknar med

att naturgaspriserna i Europa stiger något från dagens nivåer men årsgenomsnittet för 2023 kommer ändå att bli lägre än 2022.

**OPEC har haft en utmanande period** de senaste åtta åren, då produktionstillväxten utanför OPEC varit mycket stark. Detta har nu förändrats och vår bedömning är att marknadsmakten till övervägande del kommer att ligga i OPEC:s händer de kommande fem åren. Mot bakgrund av detta, och att sanktionerna mot Ryssland innebär en betydande nedgång i utbudet av olja och gas, förväntar vi oss att oljepriset (Brent) kommer att stiga till i genomsnitt 110 USD/fat i år och 100 USD/fat 2024.



### Svår balansgång för finanspolitiken

Finanspolitiken går en svår balansgång när konjunktur-nedgången ska hanteras samtidigt som stimulanser riskerar att försvåra centralbankernas inflationsbekämpning. Internationella organisationer, som tidigare förespråkade en offensiv finanspolitik, varnar nu för att ofinansierade stimulanser ska skapa problem. Turbulensen i Storbritannien hösten 2022, när en expansiv budget ledde till stigande räntor och regeringskris, utgjorde ett varnande exempel.

### Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP

	2021	2022	2023	2024
USA	-10,9	-4,0	-5,5	-6,5
Euroområdet	-5,1	-3,9	-3,0	-2,5
Storbritannien	-8,0	-4,3	-2,3	-1,5
Sverige	-0,1	1,2	0,4	-0,7
OECD	-8,2	-4,4	-4,2	-4,3

Källa: SCB, SEB

**Energikrisen präglar europeisk finanspolitik.** De krispaket som lanserades i USA och EU under pandemin, med bl a fokus på gröna investeringar, energi, digitalisering och infrastruktur, ger nu en investeringsskjuts efter viss fördröjning. Till det kommer försvars- och



säkerhetspolitiska satsningar i kölvattnet av Ukraina-kriget. Energikrisen påverkar Europa mer än andra delar av världsekonomin. Den driver dels fram ökade investeringar för att ändra energilandskapet på sikt men skapar också stora stödbehov för att mildra de kortsiktiga effekterna för hushåll och företag. Tyskland utnyttjar nu starkare offentliga finanser för större satsningar, vilket har skapat spänningar när länder i Sydeuropa inte har samma utrymme. Politiska låsningar i den amerikanska kongressen gör att några stora politiska reformer under Bidens återstående mandattid inte är sannolika.

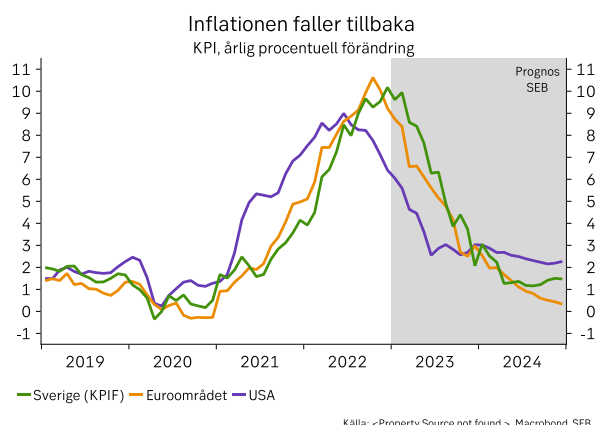
**Stora skillnader i elprisstöd.** De elprisstöd som europeiska hushåll nu får mildrar nedgången. Tankesmedjan *Bruegel* har försökt jämföra omfattningen på de olika ländernas stöd. Skillnaderna är mycket stora med Tyskland i topp med stöd på drygt 7 procent av BNP under en period på 15 månader. Man kan också notera att hushållen i euroområdet, på liknande sätt som på räntesidan, har kontrakt som gör att förändringar i marknadspriser påverkar elnotan med avsevärd fördröjning. Sverige ligger i botten när det gäller stödets omfattning, vilket speglar den stora fördröjningen i utbetalningarna. Men även när de förslag som nu presenterats är på plats kommer stöden att vara relativt låga internationellt sett. Den allmänt försiktiga finanspolitiken är särskilt anmärkningsvärt mot bakgrund av de i grunden starka offentliga finanserna i Sverige samt att BNP-nedgången ser ut att bli större än i övriga Europa.

### Vissa lättnader på inflationsfronten

Även om inflationsutvecklingen i USA och Västeuropa bjudit på en blandad kompot har de positiva signalerna på senare tid dominerat. Fraktpriserna är nu i stort sett tillbaka på förpandeminivåerna. Priserna på insatsvaror har också generellt sett sjunkit även om nivåerna fortfarande är högre än normalt samtidigt som priserna på jordbruksråvaror stabiliserats. I USA har inflationen överraskat på nedsidan tre månader i rad. Att tidigare stora prisuppgångar på begagnade bilar nu reverseras har bidragit till att månadstalen för kärninflationen (där mat och energi exkluderas) nu är tillbaka på nivåer som gällde före pandemin. Den totala KPI-inflationen toppade på 9,1 procent i juni 2022 och låg i december på 6,4 procent. Vår prognos är att den redan i juni kommit ned till 2,5 procent och att den sedan stabiliseras där.

**I Europa har inflationen nått högre nivåer än i USA** och eftersläpningen är också betydande. Vår prognos indikerar att HIKP-inflation i euroområdet toppade på 10,6 procent i oktober. Nedgången under 2023 blir

relativt kraftig, men årsgenomsnittet hamnar ändå en bit över 5 procent. Fallande energipriser ger stora bidrag till nedgången men osäkerheten är betydande, bl a beroende på att olika sätt att utforma elprisstöden ger olika effekt på den uppmätta inflationen. På sid 25 presenteras ett alternativscenario för genomslag för energi och livsmedelspriser där HIKP-inflationen faller under nollstrecket i början av 2024, vilket indikerar nedåtrisker i prognosen på lite sikt. I Sverige har inflationsuppgången fortsatt och KPIF nådde årshögsta på 10,2 procent i december, delvis drivet av den svaga kronan. Detta utgör troligen toppen även om vi lär hamna nära 10 procent också i januari och februari. Därefter påbörjas en tydlig nedgång, främst driven av baseffekter när stora prisökningar under våren börjar falla ur 12-månaderstalen. Vid slutet av 2023 väntas KPIF-inflationen ligga nära 2 procent.

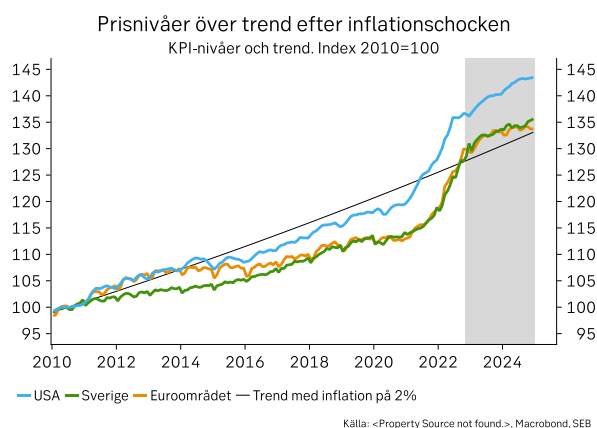


**Segare nedgång i kärninflation.** Centralbankerna lär framöver bli mer fokuserade på kärninflationens utveckling. I euroområdet accelererade den i december och det närmaste halvåret väntas nedgången bli ganska trög. Att producentpriserna för konsumentvaror fortfarande ökar relativt snabbt samt att detaljhandeln alltså rapporterar planer på betydande prishöjningar, tyder på att det fortfarande finns ett visst inflationstryck. Stigande hyror samt höjningar av en rad offentliga avgifter bidrar också till trögheten.

**Viss dämpning för USA-löner.** Löneutvecklingen är central för såväl den faktiska inflationsutvecklingen på medellång sikt som för riskerna för ett mer långsiktigt regimskifte i inflationsmiljön. I USA dämpades löneökningarna i privat sektor till drygt 5 procent i årstakt. De senaste månadssiffrorna stärker bilden av att löneökningarna har toppat. Den alltså strama arbetsmarknaden, med senaste månadsnotering för arbetslösheten på 3,5 procent, talar för fortsatt press uppåt på lönerna. Vi tror dock att en arbetslöshetsuppgång till 5 procent på lite sikt är tillräckligt för att löneökningstakten ska komma ner till nivåer som öppnar för ränte-

sänkningar. Att vakansgraden redan börjat sjunka indikerar att oron för en kraftig uppgång i jämviktsarbetslösheten kan vara överdriven.

**Nedpressade reallöner i Sverige.** I euroområdet har lönerna också växlat upp en del även om ökningstakten är lägre än i USA. Att företagen generellt kunnat hålla uppe lönsamheten relativt väl har skapat ett utrymme för kompensation till löntagarna. Vår prognos är att löneökningarna i euroområdet som helhet landar kring 4,5 procent i årstakt för 2023 och 2024, vilket är i linje med utfallet i de tyska löneförhandlingarna. Den svenska avtalsrörelsen är nu på väg in i ett avgörande skede. De förhandlingsbud som nu presenterats tyder på att man kan landa i avtal som ger något lägre löneökningar än i euroområdet sett över både 2023 och 2024. Vi håller fast vid vår prognos om löneökningar på 4,5 procent för 2023 men har justerat ned prognosen för 2024 något till 3,2 procent. Våra pris- och löneprognoser innebär sammantaget att reallöneutvecklingen i Sverige blir något sämre än i omvärlden.



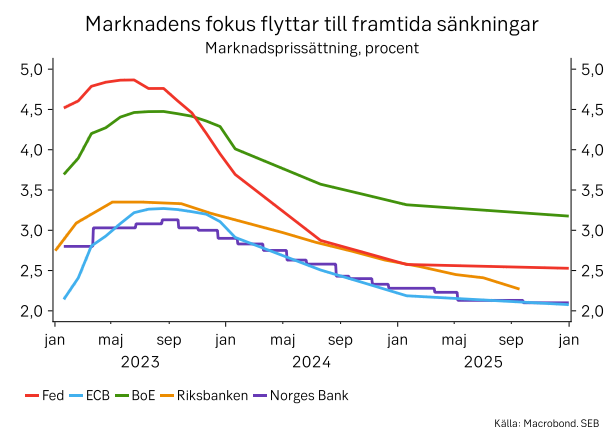
### Allt lägre risk för varaktigt hög inflation á la 1970-tal.

När inflationen började dra i väg under 2022 blev det under en tid alltmer populärt att dra paralleller till stagflationsperioden på 1970-talet. Men en sådan utveckling börjar te sig alltmer osannolik. De långsiktiga inflationsförväntningarna har fortsatt att vara ganska väl förankrade nära inflationsmålen. Lönerna växlar visserligen upp en del men skadliga pris-lönespiraler förefaller avlägsna. Att finanspolitiken ser ut att få en ganska neutral inriktning 2023 och 2024 tyder också på att misstagen med överdrivna "fine-tuning"-ambitioner under 1970-talet inte kommer att upprepas. När väl spridningseffekterna värkt igenom systemet kommer baseeffekter i kombination med en viss normalisering av uppdrivna prisnivåer att pressa ned inflationen. Detta innebär att riskerna snarast ligger på nedsidan i slutet av prognosperioden och att inflationen under en period mycket väl kan hamna klart under målen. Det finns fortfarande uppåtrisker i inflations-

prognosen men de är snarare kopplade till kortsiktiga trögheter eller mer traditionella överhettningsrisker på främst amerikanska och brittiska arbetsmarknaden.

### Försiktighetsprincip regerar i räntepolitiken

De flesta centralbanker närmar sig nu slutet av höjningscykeln i en miljö där faktisk inflation ser ut att ha passerat toppen men där efterfrågan och arbetsmarknad visar motståndskraft. Frågetecken kring ekonomins utbudssida, inte minst vad gäller arbetskraften, bidrar dock till att centralbankerna i nuvarande läge är försiktiga med att signalera ett slut på höjningscykeln. Att marknaderna redan prisar in framtida räntesänkningar skapar också ett behov att hålla emot så att inte effekten av tidigare åtstramning motverkas av allt för snabb nedgång i långa räntor.

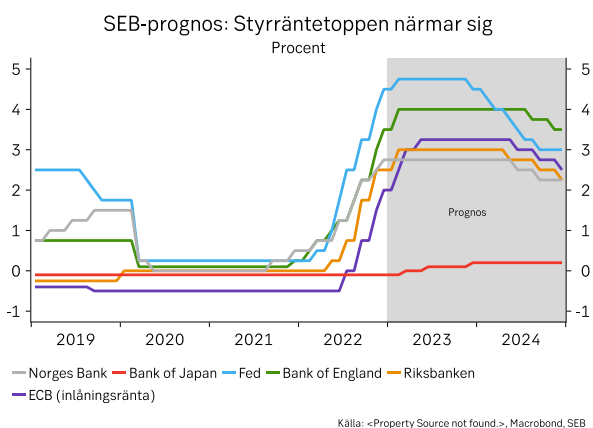


**Fed nästan i mål.** Vi står fast vid prognosen om att Fed levererar en sista höjning till ett nytt styrränterintervall på 4,50-4,75 vid mötet i början av februari. Räntan lämnas därefter oförändrad till slutet av 2023 när Fed gradvis börjar sänka till en nivå på 3,00 procent i slutet av 2024; fortfarande något över den nivå som Fed idag ser som neutral. Risken för prognosen ligger kortsiktigt på uppsidan, kopplat till Feds retorik och egna prognoser om en topp över 5 procent. Vi räknar med att Fed fortsätter att banta sin balansräkning i år, men den långsamma takten gör att effekten blir ganska liten jämfört med förändringar av styrräntan. I linje med den tidigare neddragningen av balansräkningen 2018-19 tror vi att man kommer att sätta paus för neddragningen i förtid när räntesänkningarna kommit en bit på väg, det vill säga under loppet av 2024.

**ECB har skärpt tonläget ytterligare** mot en bakgrund av hög inflation, oro för stigande löner och nya finanspolitiska stimulanser. ECB:s inlåningsränta väntas nu höjas med ytterligare vardera 50 punkter på de två kommande mötena i februari och mars och efter en avslutande höjning med 25 punkter i maj toppar räntan på 3,25 procent. Räntorna börjar åter sänkas i mitten av

2024 till en nivå på 2,50 procent för inlåningsräntan i slutet av det året. Även ECB har nu påbörjat en neddragning av sin balansräkning och denna väntas ta fart under loppet av 2023. Bank of England sätter liksom Fed punkt för räntehöjningarna under första kvartalet i år. Även eftersläntraren Bank of Japan har nu börjat ta små steg mot en mindre expansiv penningpolitik. BoJ väntas överge sin negativa ränta vid april-mötet och styrräntan höjs gradvis till 0,30 procent i slutet av i år. BoJ:s obligationsköp fasas ut i mycket försiktig takt och balansräkningen fortsätter att växa under hela prognosperioden.

**Skillnader i räntekänslighet** har betydelse för takten i räntehöjningarna. Norge och Sverige sticker ut med en hög andel lån till rörlig ränta och stor fallhöjd för bostadspriserna, vilket innebär att räntehöjningarna inte väntas hålla jämn takt med ECB. Norges Bank signalerar en sista en höjning i mars, betingat på data. Vi tror att tydligare tecken på avmattning i fastlandsekonomin samt en kommande topp för kärninflationen gör att räntan stannar på dagens nivå 2,75 procent. Vikande resursutnyttjande och hög räntekänslighet bland hushållen banar därefter väg för räntesänkningar under 2024.



**Dystra tillväxtutsikter, svag växelkurs och hög inflation** skapar ett dilemma för Riksbanken. Vi tror att banken levererar en sista höjning med 50 punkter till 3,00 procent i februari; något över Riksbankens senaste räntebana och 25 punkter över vår prognos i november. När inflationen faller tillbaka mer tydligt under 2024 väntas Riksbanken sänka med totalt 75 punkter till 2,25 procent i slutet av perioden. Riksbanken har helt slutat att återinvestera förfallande obligationer, vilket innebär att balansräkningen nu minskar snabbt. Vi tror att Riksbanken följer Bank of Englands exempel och aktivt börjar sälja statsobligationer under andra halvan av året utan att påverka hushållens bolånekostnader nämnvärt, givet den korta löptiden på räntebindningen.

## Utvärdering av ramverk i krisens spår

Olika kriser har ofta lett till omprövningar av ekonomisk-politiska ramverk eller tillämpningarna av dessa. Stagflationseran på 1970-talet innebar t ex att man gav upp ambitionerna att finkaliberera ekonomins resursutnyttjandet (fine tuning). Krisen runt 1990 innebar bl a att valutapeggar eller andra mjukare valutasamarbeten i hög grad dömdes ut. Valet spetsades därmed till genom att stå mellan fullskaliga valutaunioner och rörliga växelkursregimer; ett dilemma som fortfarande splittrar opinionen i Sverige. Finanskrisen runt 2008 följdes av en omfattande utbyggnad av reglerings-system med syftet att göra det finansiella systemet mer robust.

## Bestående förändring av säkerhetspolitiska läget.

Det är intressant att redan nu fundera på vilka lärdomar som kan dras av den kris vi är mitt uppe i. När det gäller det säkerhetspolitiska läget talar allt för att vi går in i en ny epok även om det fortfarande finns olika scenarier för hur kriget i Ukraina kommer att utvecklas. Visionen att ömsesidigt handelsberoende skulle föra Ryssland närmare EU har krossats, vilket t ex lär förändra Europas energiförsörjning under överskådlig tid. Förhoppningarna om att ökat handelsutbyte skulle främja ett närmande mellan Kinas politiska system och väst övergavs för amerikansk del redan under Trumps presidentperiod. Som diskuteras i temaartikeln på sid 20 finns också en rad generella utmaningar för global frihandeln med potentiellt ökande spänningar även mellan allierade som USA och EU.

**Ramverken har ändå gjort nytta.** När det gäller slutsatserna för de stabiliseringspolitiska ramverken hänger mycket på hur år 2023 verkligen kommer att gestalta sig. Det senaste året har det naturligt nog funnits en stark kritik mot centralbankernas exceptionella omsvängning från att länge ha spelat ner inflationsriskerna och eldat på tillgångspriserna till att genomföra historiskt aggressiva räntehöjningar. Om vårt huvudscenario med en mild recession och en återgång till inflation nära målen under prognosperioden slår in kan man ändå hävda att ramverket klarat en svår utmaning relativt bra. Att etablerade inflationsmål verkligen bidragit till att långsiktiga inflationsförväntningar inte dragit i väg är svårt att komma ifrån. Detta har trots allt varit en viktig skillnad jämfört med 1970-talet.

**Tveksam strategiömläggning vid fel tidpunkt.** Det hindrar inte att det finns stora behov av att utvärdera olika delar av tillämpningen noga. Perioden före inflationsuppgången präglades av en övertro på starka disinflationskrafter. Feds strategiömläggning under

2020, när man gick från en mer pragmatisk syn på sambandet mellan resursutnyttjande och inflation (Phillipskurvan) till ett experiment där gränserna för hur långt man verkligen kunde pressa ned arbetslösheten testades, blev med facit i hand feltajmad. Centralbankernas signaler till regeringar om att man kunde räkna med låga räntor under lång tid bidrog också till att finanspolitiken i många länder blev alltför expansiv under 2021. Internationella organisationer som IMF och OECD tryckte dessutom på i samma anda. Att man inte ska bygga rekommendationer på antaganden om att rådande exceptionella förhållanden ska bli bestående borde vara en lärdom inför framtiden.

**Svag prognosförmåga ger procyklisk politik.** Svårigheterna med att verkligen kunna prognosticera inflationsutvecklingen har också avslöjats på ett ganska brutalt sätt det senaste året. En konsekvens av denna bristande prognosförmåga är att penningpolitiken tenderar att bli procyklisk, dvs förstärka konjunktursvängningarna. När inflationen var låg förväntades den vara det för alltid och när den nu gått upp har centralbankerna gradvis dragit sig mot det mer inflationspessimistiska läget. En slutsats av detta är nog att centralbanker bör vara pragmatiska och alltid hålla ett öga på resursutnyttjandet i ekonomin. Även centralbanker som har ett smalare definierat inflationsmål, och formellt saknar uppdrag att säkerställa ett högt och stabilt resursutnyttjande, har i praktiken möjligheter till detta. Det är ganska naturligt att de potentiella vinsterna med stimulanser i en situation med högt resursutnyttjande är ganska små jämfört med riskerna för att saker ska gå snett.

**Utrymme att mildra negativa bieffekter.** Den generella frågan om hur stor volatilitet i olika variabler som är acceptabla för att finjustera inflationen till målen måste också aktualiseras. Under pandemin drevs t ex bostadspriserna upp kraftigt och i små länder med rörlig växelkurs skapar stora valutäreelser olika typer av problem. Det borde finnas utrymme att ta större hänsyn till sådana avigsidor även i dagens system och undvika att hårda inflationsmålspolitikens mål och medel. Under tidigare perioder har centralbanker t ex laborerat med tolerans- eller målintervall för inflationen och därtill i högre grad "lutat sig mot vinden" genom att hålla ett öga på riskerna för låne- och boprisbubblor. Det fanns visserligen rimliga skäl till att man distanserade sig från detta men den senaste tidens erfarenheter innebär att det åter är dags att väga för- och nackdelar.

**Inte bara centralbankernas fel.** Det är dock inte enbart centralbankernas fel att de gradvis glidit mot en mer bokstavstrogen tillämpning av inflationsmålspolitiken.

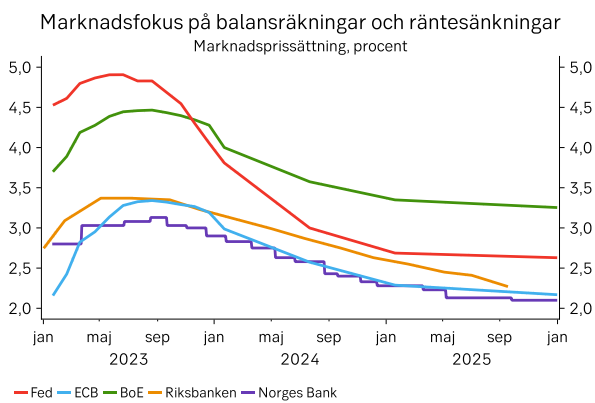
Regelverk inom EU och på nationell nivå har haft en tendens att gå i samma riktning. En rimlig grundtanke i detta är att det är lättare att behålla centralbankernas oberoende ju mer begränsat deras ansvarsområde är. I Sverige var också arbetsmarknadens parter under en period starkt kritiska till Riksbankens oförmåga att få upp inflationen till målet. Ganska måttliga avvikelser sågs som ett hot mot inflationsmålets roll som ankare i lönebildningen.

# Räntemarknaden

## Räntesänkningar och balansräkningar i fokus

Inflation på väg, eller snart på väg, ner i kombination med att Feds och ECB:s räntehöjningscykler är inne på slutspurten gör att marknaderna nu fokuserar på hur och när balansräkningar ska minskas och räntan ska sänkas. I USA har långräntor toppat men viss uppåtrisk finns kvar i euroområdet. Svenska långräntor väntas stiga över de tyska i år samtidigt som den norska spreaden mot Tyskland minskar.

**Snart är det slut på räntehöjningar.** Globala obligationsräntor steg rejält fram till och med oktober 2022 när den uppåtgående trenden bröts. Trendbrottet är inte förvånande givet att centralbanker väntas avsluta sina räntehöjningscykler under vintern eller våren. Långa räntor brukar toppa strax innan styrräntor och sen falla när väl styrräntorna sänks. Uppgångar på 50-70 punkter i USA-räntor har dock varit relativt vanliga även när Fed väl börjat sänka räntan.



**Volatil nedåtgående trend för USA-långräntor.** Vi väntar oss att Fed funds-räntan når en topp på 4,50-4,75 procent under kvartal ett och att räntesänkningar påbörjas i december. Marknadprissättningen för räntetoppen har varit relativt stabil på 5,0 procent sedan oktober. Förväntningarna på framtida räntesänkningar har samtidigt ökat med mer än 100 punkter vilket har pressat ner 10-årsräntan med ca 90 punkter. Vår prognos är att den 10-åriga USA-räntan handlas i ett intervall på 3,25-3,75 procent under större delen året

och faller till 3,0 procent i slutet av 2023. Under 2024 avgörs potentialen för ytterligare nedgång av förväntningar på styrräntors utveckling. Nuvarande marknadprissättning indikerar en Fed funds-ränta i slutet av 2024 på cirka 2,75 procent, vilket är i linje med vår prognos.

**Euroområdet: Dags att krympa balansräkningen.** ECB är oroad över medelfristiga inflationsrisker och indikerar fler räntehöjningar. Vi tror att inlåningsräntan toppar på 3,25 procent i maj och att ECB därefter väntar till mitten av 2024 innan räntan sänks. Återbetalningar av långfristiga lån (TLTRO) och en minskning av ECB:s obligationsportfölj minskar balansräkningen med 1,2-1,5 biljoner euro 2023. Tillsammans med ett ökat statsobligationsutbud bidrar det till något högre räntor i kärnländer med risk för större effekter i Sydeuropa. Marknadens förväntningar på framtida ECB-sänkningar är blygsamma men kommer sannolikt att öka, vilket begränsar uppåtrisken för längre räntor.

### 10-åriga statslåneräntor

Procent

	19 jan	Jun 2023	Dec 2023	Dec 2024
USA	3,37	3,40	3,00	2,80
Tyskland	1,96	2,30	2,00	1,90
Sverige	1,78	2,30	2,20	2,10
Norge	2,77	2,95	2,60	2,45

Källa: National central banks, SEB

### Svensk-tysk ränteskillnad från negativ till positiv.

Skillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga obligationer har blivit mer negativ i början av året, drivet av förväntningar på fler ECB-höjningar och tidigare Riksbankssänkningar. Svenska obligationer pressas också av lågt utbud och den 10-åriga statsräntan ligger för närvarande cirka 20 punkter under den tyska. Vi räknar med att Riksbanken börjar sälja obligationer under andra halvåret i år. Det bidrar till att svenska långräntor sannolikt stiger över tyska nivåer senare i år. I slutet av 2023 väntas den svenska 10-årsräntan nå 2,20 procent; 20 punkter högre än i Tyskland.

### Den norska ränteskillnaden mot Tyskland har minskat

med 100 punkter för 10-åriga obligationer sedan i somras. Divergerande utsikter för penningpolitiken och stora europeiska finansieringsbehov gör att den utvecklingen fortsätter under 2023. Dessutom kommer en hög räntekänslighet för hushållen att tvinga Norges Bank att sänka styrräntan innan ECB. Vi förväntar oss att den norska 10-årsräntan når 2,45 procent i slutet av 2024; 55 punkter högre än i Tyskland.

# Valutamarknaden

## Kronan svag trots gynnsamma förutsättningar

2022 blev ett år med två olika faser där dollarn rusade efter Rysslands invasion av Ukraina men där euron under hösten och vintern tog tillbaka en förvånansvärt stor del av fallet. Kronan fortsätter att vara tyngd av stundens allvar med krig och energikris och den återhämtning som världens börser bjudit på under hösten har inte tagit med kronan uppåt. Värderingen talar entydigt för kronan men den geopolitiska riskbilden tillsammans med fokus på fallande svenska bostadspriser gör att förstärkningen tar lite tid.

**Imponerande comeback för euron.** Den dystra miljön under 2022 innebar tung motvind för euron. Konsekvenserna av Ukrainakriget var betydligt mer allvarliga för Europa än för USA. Beroende av rysk gas och olja gjorde euron sårbar när Västeuropas industri hotades av energiransoneringar. Samtidigt pressades handelsbalansen av att importpriser steg snabbare än exportpriserna (försvagad terms of trade) vilket tämligen omgående satte press på valutan. Mot slutet av året blev dock drivkrafterna mer eurovänliga. Dollarn tappade mark när riskaptiten repade sig i spåren av gynnsamma amerikanska KPI-siffror. Detta bidrog till att fokus skiftade från amerikanska till europeiska räntehöjningar. Europa visade sig också klara energikrisen oväntat bra av flera skäl och fyllda gaslager har gjort att man kan blåsa faran över när det gäller vinterns energiförsörjning.

**Dollarförsvagning 2023 efter inledande korrektion.** Vi tror nu att en rekyll nedåt för EUR/USD är sannolik i början på 2023. Marknadens positionering för en starkare euro har sannolikt gått för långt och stödet från fallande energipriser väntas avta när vi nu ligger närmare normala nivåer. Fed är förvisso nära räntetoppen men eftersom sänkningar dröjer till slutet av 2023 lär detta inte hämma dollarn så mycket på kort sikt. Vi tror också att rapportssäsongen för fjärde kvartalet kommer att bjuda på besvikelser som hämmar riskaptiten och därmed tynger euron. Vår prognos är därför att EUR/USD sjunker ned till 1,05 under första kvartalet. Därefter väntas EUR/USD vända upp och nå 1,12 i slutet av 2023. Flera krafter bidrar till att euron närmar sig mer fundamentalt motiverade nivåer bl a en re-allokering från högt

värderade amerikanska tillgångar till lägre europeiska, energiomställning som kräver stora investeringar samt asiatiska reservförvaltare som ökar sin relativa exponering mot europeiska obligationer när räntan återigen är positiv i Europa.

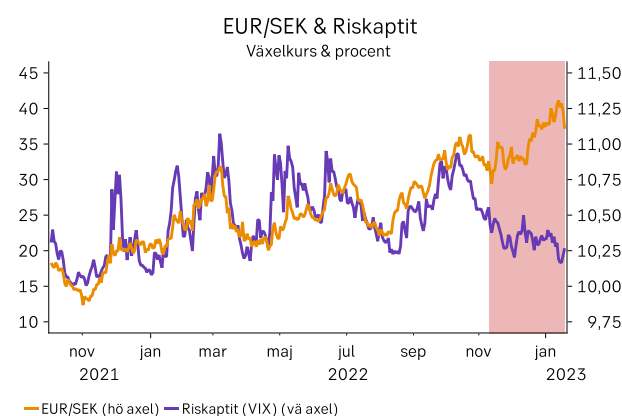
### Valutakurser

	20 Jan	Jun 23	Dec 23	Dec 24
EUR/USD	1,08	1,06	1,08	1,12
USD/JPY	130	128	125	120
EUR/GBP	0,88	0,89	0,91	0,93
EUR/SEK	11,20	10,65	10,25	10,05
EUR/NOK	10,67	10,00	9,75	9,65

Källa: Bloomberg, SEB

### Svårförklarad och problematisk kronförsvagning.

Vinterns positiva trend med förhoppningar om fallande inflationstakt, stigande börser, fallande långräntor och svenska räntor som uppvisar tydlig AAA-rating har inte räckt för att stärka kronan. Tvärtom har EUR/SEK fortsatt stiga i en miljö som annars brukar vara kronpositiv. Tre faktorer kan bidra: 1) den geopolitiska riskbilden och fördröjningar i NATO-processen; 2) ECB:s hökaktighet som gör att korta euro-räntor nu ligger högre än de svenska; 3) Oro i omvärlden för den svenska bostadsmarknaden som tar sig uttryck i att kronpositioner avvecklas. Den svaga kronan bidrar till att svensk inflation nu är högre än i jämförbara länder. Värderingen och ekonomisk återhämtning talar för att kronan ändå till slut börjar återhämta sig. Vi tror att EUR/SEK åter når tillbaka under 11,00 under våren för att sedan fortsätta ned till 10,25 mot slutet av 2023.



**Oväntat svag start på året för den norska kronan.** NOK har haft en än svagare start 2023 än SEK och är faktiskt den G10-valuta som gått allra svagast. Vi tror dock att den kommer få stöd av en rekyll uppåt för olje- och gaspriser under 2023. I likhet med SEK får NOK också stöd av en generell ekonomisk återhämtning som bidrar till att EUR/NOK når 9,75 i slutet av 2023.

# Aktiemarknaden När motvind vänds till medvind

Efter ett tufft fjolår blickar många placerare mot en ljusnande framtid. Motvinden avtar också när inflation och räntor toppar samtidigt som Kina åter öppnar upp. Vi ska dock först ta oss igenom en recession som sätter press på dagens ganska optimistiska vinstprognoser. Här finns besvikelserisker, inte minst efter de senaste månadernas börsuppgångar. Med ett öga på de kortsiktiga tillväxtriskerna och ett riktat mot nästa års troliga återhämtning, kvarstår vi vid vår neutrala börssyn, än så länge.

Det gamla talesättet "don't fight the Fed" visade sig stämma även förra året, även om det fanns gott om andra faktorer som tyngde börsen, som Kinas Covid-nedstängningar och det tragiska kriget som drev på Europas energikris. Det sista kvartalet bjöd dock på en markerad återhämtning, där i stort sett halva nedgången under året reverserades. De stora aktiemarknaderna är nu runt 10-15 procent under topparna för ett år sedan.

**Meningarna går isär** om uppgången markerar en återgång till en mer positiv trend eller om det är ett så kallat "bear market rally". Vi lutar åt en sorts medelväg. Vi räknar med att vi såg börsbotten globalt i höstas, men ser en hel del motvind i närtid. Bilden av att botten är passerad stärkts av att flera ljuspunkter har dykt upp de senaste månaderna, inte minst gäller det inflationsbilden. Den ger hopp om ett snart slut på centralbanks-höjningarna, vilket gjort att långräntorna sannolikt har vänt ner. Kinas återöppnande väcker också tillväxthopp även om det kan ge uppsidesrisker i inflationsbilden när efterfrågan ökar. Mot detta står den kommande tillväxtinbromsningen. Vi ser stora risker i att dagens vinstprognoser, där analytiker räknar med +5 procent globalt, pressas när tillväxten i USA och Europa hamnar runt noll. Vi är dock i gott sällskap, enkäter visar att portföljförvaltare räknar med svagt negativ vinstutveckling i år. Marknaden lär alltså tåla vissa nedjusteringar. Om tillväxten blir svagare än väntat finns dock risker på nedsidan, både för vinster och börskurser.

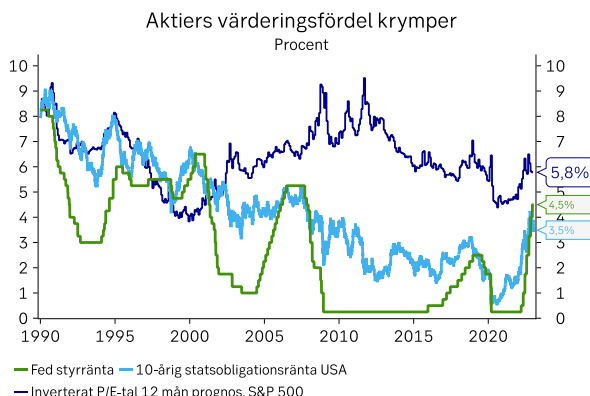
Frågan om diskonteringshorisont blir avgörande för börsutvecklingen, när oro för tillväxt och vinster ställs mot en ljusare bild för inflation och räntor. Den längre börsbilden ser mer hoppfull ut nu än under fjolåret.

**Placerarna är fortsatt försiktiga** i sitt risktagande, vilket ger en del stöd, men efter den senaste tidens uppgång är det svårt att hävda att värderingen är särskilt attraktiv. Globalt ligger P/E-talet på drygt 15 där USA med sin tillväxtinriktning alltså drar upp. Det är tydligt lägre än topparna under återhämtningen efter pandemin, men också ett par enheter över botten vid tidigare recessioner. Till bilden hör också det faktum att vi, lite slarvigt uttryckt, åter fått räntor i systemet. Vi räknar med att de långa obligationsräntorna tillbringar året på nivåer runt 3,5 procent i USA och 2,5 i Euroområdet och Sverige. Lägg till detta någon eller några procentenheter i kreditspreadar beroende på risknivå och det är uppenbart att räntemarknaden numera erbjuder gångbara alternativ till aktier.

## Rimligare värdering av risktillgångar

De högre räntorna är generellt goda nyheter för förvaltare av diversifierade portföljer som får fler strängar på sin lyra. Som grafen nedan visar innebär det dock också att den stora värderingsskillnaden mellan räntor och aktier, här uttryckt med det inverterade P/E-talet, "earnings yield" eller "vinstavkastning" har krympt. Den här jämförelsen (på 90-talet berömd som Fed-modellen) visar fortsatt på en viss fördel för aktier, men bygger på dagens väl höga vinstprognoser, och innefattar inte företagsobligationers högre avkastning.

**Nedjusterade vinstprognoser i närtid** motiverar en fortsatt försiktig inställning till börserna. Givet att huvudscenariot kring tillväxten håller, är vi dock i närheten av den punkt där det är dags att blicka mot nästa fas. För helåret räknar vi med att globala aktieindex ska kunna leverera en rimligt god avkastning, över historiska snitt på 5-7 procent.



Källa: S&P Global, U.S. Department of Treasury, Federal Reserve, Macrobond, SEB

# USA

## Mild men seg recession när stram Fed-politik biter

USA-ekonomin bromsar in under tyngden av snabba räntehöjningar och inflationen faller tillbaka till målet i slutet av perioden. Den milda recession vi väntar oss är dock inte tillräcklig för att Fed ska blåsa faran över så länge som arbetsmarknaden förblir stark och konsumtionen motståndskraftig. Styrräntan höjs ytterligare ett steg i början av året. Sänkningar inleds i slutet av året och räntan ligger kvar över Feds bedömning av neutral nivå perioden ut.

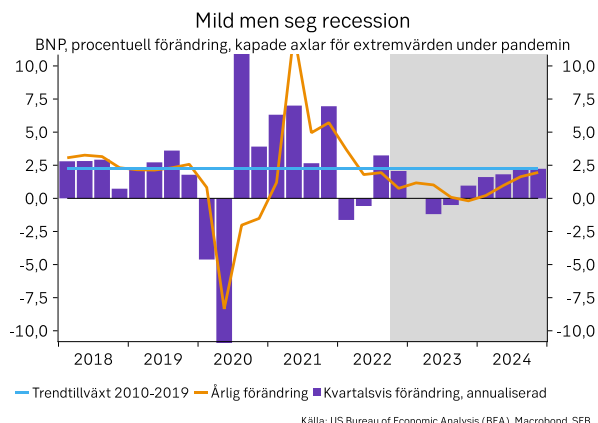
**Ökat hopp om mjuklandning.** Starkare tillväxt under andra halvåret tillsammans med mjuka inflationsdata i slutet av 2022 har stärkt förhoppningarna om en mjuklandning. BNP väntas ha ökat med 2 procent i fjol (utfall för fjärde kvartalet publiceras 26 januari); något över tidigare prognos. Att inflationsproblemen lättar ger stöd för privat konsumtion när realinkomsterna åter stiger. Samtidigt fortsätter Feds aggressiva höjningar att påverka räntekänsliga delar av ekonomin, medan motståndskraften hos hushållen avtar när tidigare sparbuffertar betats av. Vi räknar fortfarande med att BNP tillfälligt sjunker i år, även om nedgången väntas ske senare och bli något mildare än tidigare förväntat. Helårsprognosen för 2023 är positiv och höjs till 0,5 procent (0,1 procent i november Nordics uppdatering). 2024 sänks däremot till 1,2 procent (NO november 1,5 procent). Att Fed väntas gå försiktigt fram med sänkningar bidrar till detta.

### Nyckeldata

Procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,9	2,0	0,5	1,2
Arbetslöshet*	5,4	3,6	4,0	4,9
Löner	4,2	5,2	4,2	3,2
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	3,5	5,0	3,4	2,0
Offentligt saldo**	-10,9	-4,0	-5,5	-6,5
Offentlig bruttoskuld**	128	122	124	127
Fed funds rate, % ***	0,25	4,50	4,50	3,00

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



### Ökad pessimism i näringslivet

Sentimentet i industrin (ISM) föll i slutet av 2022 till nivåer som signalerar tydlig inbromsning i tillverkningsindustrin. Svag omvärld och stark dollar reflekteras i fallande orderomdömen. Det tidigare stödet från stora orderstockar har betats av och faktisk produktion föll i slutet av 2022. Förbättrade leveranskedjor och fallande insatspriser har samtidigt lättat på kostnadstrycket, vilket ger stöd för förväntningar om en fortsatt lättnad för varuinflationen. Tjänstesektorn tog i fjol tillbaka förlorad mark under pandemin men sentimentet föll brant enligt tjänste-ISM i slutet av 2022 till svagt kontraktiva nivåer. Småföretagen förblir pessimistiska och har nu börjat skruva ner planerna på anställningar, medan tidigare arbetskraftsbrist lindrats något.

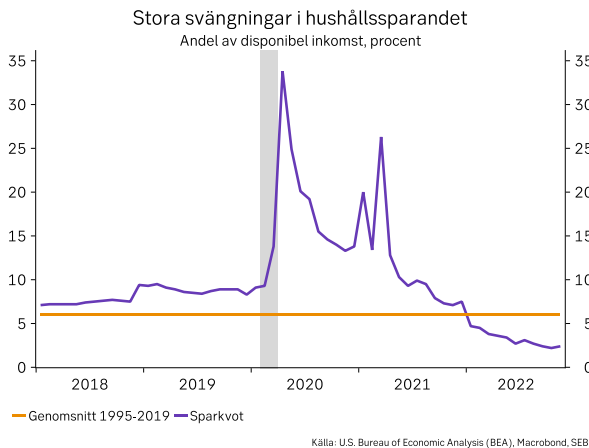
**Reformer lindrar investeringssvacka.** Näringslivets investeringar, exklusive bygg, har haft en ojämn utveckling det senaste året. Orderingången på kapitalvaror exklusive försvar och flyg, pekar mot en dämpning framöver. Nedgången mildras delvis av Bidenadministrationens satsningar på infrastruktur, inhemsk halvlederproduktion och klimatförbättring även om dessa kommer att fasa in under en längre period (se tematik artikel på sid 20). Totala investeringar väntas falla med ca 2,0 procent 2023, främst på grund av byggsektorn, men vända upp under 2024.

### Sänkt sparande räddade konsumtionen

Under 2022 hölls konsumtionen uppe av att hushållen parerade fallande realinkomster med att dra ner de stora finansiella buffertar som byggdes upp under pandemin. Enligt Fed uppgick dessa som mest till runt 10 procent av BNP (2 300 mdr USD) under tredje kvartalet 2021 för att sedan minska med ungefär en fjärdedel till mitten av 2022. Det tyder alltså på att hushållen har betydande reserver kvar. Enligt Fed låg dock den övervägande delen i mitten av förra året hos hushåll i övre halvan av inkomstfördelningen, vilket talar för att återstående buffertar sannolikt inte till fullo kommer att spenderas. Sparkvoten, som andel av



disponibla månadsinkomster, planade mot slutet av förra året ut på de lägsta nivåerna sedan innan finans-krisen 2005, på drygt 2 procent. Fallande tillgångs-priser har samtidigt urholkat hushållens totala finansiella tillgångar, som återvänt till förpandeminivåer som andel av BNP.



Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

**Osäkra utsikter när konsumtionskrafter skiftar.**

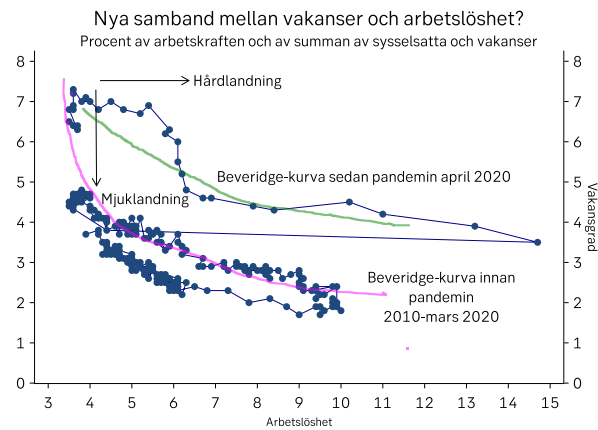
Hushållen får i år stöd av en rekyl uppåt i reala inkomster när inflationen mattas, men blir sannolikt försiktigare med att dra ner sparandet i ett läge där arbetsmarknaden börjar försvagas. Bilköpen ser ut att ha varit särskilt påverkade av utbudspå problem men är också mer räntekänsliga. Finanspolitiken stramades i fjol åt kraftigt efter de stora stöden under pandemin men blir mer neutral i år. Kommande förhandling om skuldtaket, där republikanerna väntas kräva kraftiga nedskärningar är dock en nedåtrisk för kommande år. Privat konsumtion väntas växa i en måttlig takt runt 1 procent under båda åren, ned från nära 3 procent i fjol.

**Räntekänslig husmarknad.** 30-åriga bolåneräntor ser ut att ha toppat. Försäljningen av befintliga bostäder kan därmed vara på väg mot en botten, efter att ha fallit nära de lägsta nivåerna som noterades under pandemin och dessförinnan 2010. Bostadsbyggandet väntas fortsätta att falla under första halvan av 2023, liksom bopriserna. Spridningseffekterna till övrig ekonomi blir ändå begränsade jämfört med dynamiken under bostadskraschen 2007-2008. Detta beror främst på att hushållen nu har en mycket låg andel lån till rörlig ränta och måttlig skuldsättning som andel av inkomsterna. Bostadsrelaterad konsumtion, inom elektronik och vitvaror, har sjunkit stadigt sedan förra våren om än inte dramatiskt. Antalet anställda i byggbranschen har däremot oväntat fortsatt att växa.

**Het arbetsmarknad, särskilt för lågavlönade**

Arbetsmarknaden präglades i fjol av arbetskraftsbrist, snabb sysselsättningstillväxt och historiskt låg arbetslöshet. Att arbetskraftsdeltagandet stagnerat sedan

början av 2022 har förstärkt obalanserna. I denna miljö är det inte oväntat att löner och arbetskraftskostnader (ECI) ökat i den snabbaste takt sedan början av 1980-talet. Nyvunnen förhandlingsstyrka hos särskilt lågavlönade har lett till att löneskillnader pressats ihop och att vissa grupper fått se sina reallöner stiga sedan starten på pandemin.



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

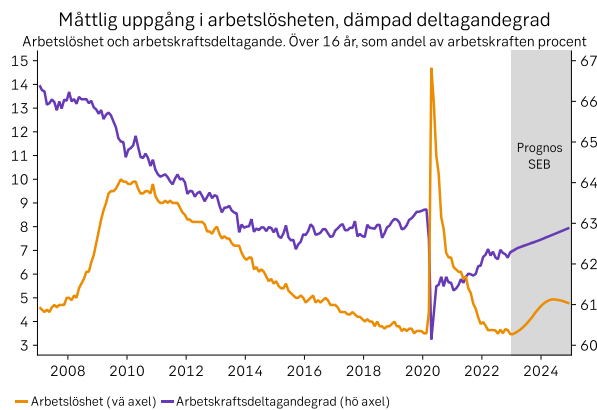
**Jämviktsarbetslösheten i fokus för Fed.**

Antalet lediga platser indikerar en alltfjämt historiskt stram arbetsmarknad. Förhållandet mellan vakanser, och arbetslöshet (Beveridge-kurvan) tyder på en försämrad matchning efter pandemin. Blir denna bestående kan arbetslösheten behöva pressas upp en bra bit över de 4 procent som Fed idag ser som en jämviktsnivå. Men en bättre balans kan också nås utan ökade uppsägningar. Att vakansgraden börjat sjunka på en i övrigt stark arbetsmarknad indikerar en möjlighet att röra sig efter den brantaste delen av den gamla Beveridge-kurvan (stilerad rosa linje i diagram ovan), snarare än på kurvan efter pandemin (grön linje). En sådan utveckling skulle öppna för den mjuklandning som marknaden hoppas på, men som Fed ännu inte vågar ta fasta på.

**Måttlig uppgång i arbetslösheten.**

Arbetslösheten föll i december ned till de 3,5 procent som innan pandemin utgjorde 50-årslägsta. Sysselsättningen har börjat växa långsammare, men steg i december alltfjämt i en högre takt än genomsnittet innan pandemin (180 000) och långt över de 100 000 som Fed bedömer vara i linje med stabil arbetsmarknad. Stigande varsel de senaste månaderna och ett växande antal nyanmälda arbetslösa, om än från låga nivåer, kan tyda på att arbetsmarknaden närmar sig en vändpunkt. Inom nöjen, hotell och restaurang är antalet arbetstillfällen dock fortfarande 900 000 lägre än före pandemin, vilket indikerar potential för fortsatt uppgång när andra sektorer dämpas. Därtill verkar arbetskraftsbristen göra att arbetsgivare tvekar att göra sig av med personal. Vår prognos antar att arbetslösheten vänder upp under

våren och toppar strax under 5 procent i början av 2024. Det historiska mönstret är att en uppgång i arbetslösheten på mer än halv procentenhet utlöser en ond cirkel, när många tvingas skära ned sin konsumtion innan ersättningsnivåerna hinner höjas. Kvarvarande sparreserver kan hjälpa till att undvika en sådan situation denna gång, men bedömningen är osäker.

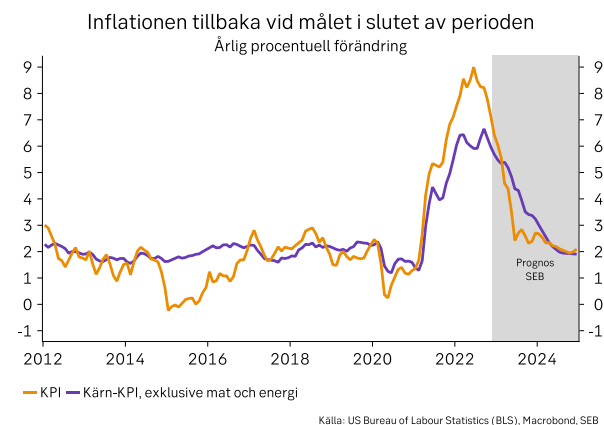


**Strukturella utmaningar för arbetsutbudet.** Hoppet om att ökat utbud ska förbättra balansen har hittills grusats. Arbetskraftsdeltagandet låg i slutet av 2022 fortfarande 1 procentenhet under nivån innan pandemin. Gapet förklaras främst av ett minskat deltagande hos personer över 55 år. Oro för sjukdom och starka finanser bidrog troligen till att många påskyndade sitt utträde från arbetsmarknaden under pandemin. Detta bör vara ett övergående problem. När de individer som lämnade under pandemin når den ålder då de ändå kunde ha förväntats pensionera sig bör arbetskraftsdeltagandet åter stiga. En åldrande befolkning och mer negativ syn på arbetskraftsinvandring talar dock ändå för att det blir svårt att komma tillbaka till samma deltagandegrad som före pandemin. I avsaknad av en tydlig uppgång för produktiviteten gör detta att Fed troligen gör en försiktig bedömning av hur snabbt USA-ekonomin över tid kan tillåtas växa.

**Höga men avtagande löneökningar.** Löneökningar i privat sektor dämpades något under tredje kvartalet till drygt 5 procent i årstakt; från nära 6 procent i mitten av 2022. Senaste månadssiffror visar också en dämpning, vilket stärker bilden av att löneökningarna har toppat. Månadsstatistiken är dock mindre tillförlitlig eftersom den inte justeras för ändrad sammansättning av arbetsstyrkan och ofta revideras. Den alltför strama arbetsmarknaden är en uppåttrisk för vår löneprogno.

**Inflationen ser ut att ha toppat**, både totalt och exklusive mat och energi (kärninflationen). Minskade flaskhalsar i form av kortare leveranstider samt fallande frakt- och insatsvarupriser talar för att priserna på varor fortsätter att falla under våren, när ökad

konkurrens tvingar företagen att sänka alltför höga marginaler. Tjänsteinflationen är mer osäker. Hyror, som är den enskilt största komponenten i kärninflationen (40 procent) väntas stiga i en snabb takt under våren. Att hyreshöjningar på nya kontrakt ser ut att ha stannat av gör dock att det bara är en tidsfråga innan även hyrorna i KPI börjar plana ut, vilket bidragit till att Fed signalerat minskad oro för hyrorna. Feds fokus ligger på tjänster exklusive energi och hyror, som över tiden följer utvecklingen i arbetskraftskostnader. Även dessa priser dämpades tydligt i slutet av förra året. Vi ser dock risk för förnyad acceleration i början av 2023, innan arbetsmarknaden mer tydligt försvagas. Sammantaget förväntar vi oss en inledningsvis seg nedgång i kärninflationen. Båda måtten väntas dock vara tillbaka vid målet i slutet av perioden, vilket innebär att Feds favoritmått, kärn-PCE, då kan ligga något under igen.



## Fed behåller foten på bromsen

Den milda recession vi ser framför oss gör att Fed avvaktar med att blåsa faran över för inflationen. Att inflationen har toppat minskar risken för att inflationsförväntningar permanentas på alltför hög nivå och dämpar risken för en pris-lönespiral. Så länge som arbetsmarknaden inte normaliseras kvarstår dock oron för lönedriven inflation och särskilt om stigande realinkomster skulle ge ny lyftkraft åt konsumtionen. Samtidigt är Fed medvetna om riskerna med att strama åt i en vikande ekonomi. Styrrentan höjdes i föl i den snabbaste takten sedan början av 1980-talet. Lägre långa räntor har inneburit en lättnad i de finansiella förhållandena som delvis motverkar effekten av Feds höjningar. Men lånevillkor i banker har fortsatt att stramas åt, vilket reflekteras i småföretagsenkäter. Feds gradvisa bantning av balansräkningen bidrar också. Vi tror att styrrentan höjs en sista gång under första kvartalet, till en topp på 4,75 procent. Fed börjar sänka först i slutet av 2023 till 3,00 procent i slutet av 2024. Styrrentan ligger därmed över Feds bedömning av neutral nivå, kring 2,5 procent, under hela perioden.

Tema:

# USA:s klimatpolitik

## Finna rätt balans mellan konkurrens & EU-USA-samarbete

Världen är kluven inför USA:s historiska och omfattande klimatpaket (IRA) på 369 miljarder dollar. USA uppvisar nu välkommet och konkret ledarskap i klimatfrågan. Men paketet är även en del av USA:s industri- och handelspolitik som ger industrin konkurrensfördelar på ett sätt som strider mot WTO:s regelverk. Efter omfattande kritik från EU har Biden-administrationen gjort en del mindre eftergifter men paketet ligger fast. Slutsatsen är att EU måste bygga vidare på sin egen industri- och klimatpolitik och samtidigt hitta rätt balans mellan konkurrens och nödvändigt transatlantiskt samarbete för att i ett nytt geopolitiskt läge undvika handelskrig.

USA:s Inflation Reduction Act (IRA) har sedan det beslutades i augusti 2022 skapat kraftiga reaktioner i EU. Paketet har med rätta setts av Bryssel som tydliga och kraftfulla steg mot en mer protektionistisk amerikansk industri- och handelspolitik genom sänkta kostnader för USA:s produktion och utveckling av grön energiteknologi. Företrädare för näringslivet i EU varnar nu för en avindustrialisering i unionen i den pågående energikrisens spår och att EU kan komma att tvingas fördjupa samarbetet och utöka beroendet österut, t ex till Kina. Uppenbara mål med IRA och stödpolitiken är att amerikansk grön energi och teknologi dels ska bli en viktig framtida exportprodukt, dels att USA:s beroende av omvärlden ska minska (ökad strategisk autonomi), dels att fler (gröna) jobb ska skapas på hemmaplan. EU har sjösatt sin gröna politik men den räcker inte. En global kapplöpning inom utvecklingen av grön teknologi är välkommen i den pågående klimatkrisen. Men om världen nu samtidigt går mot ökad geoekonomisk fragmentering minskar dock möjligheten till grön tekniköverföring som kan bidra till att lösa klimatkrisen.

## Vad är Inflation Reduction Act (IRA)?

Efter mer än ett år av interna förhandlingar lyckades Demokraterna i augusti förra året enas om en bantad version av president Bidens vallöften inom klimat, energi, hälsovård och skatter. Stort fokus på inflationsrisker och offentliga finanser gav upphov till namnet – Inflation Reduction Act (IRA) – som är grovt missvisande. De sammantagna effekterna på inflationen är sannolikt små. Reformen är överfinansierad och bedöms bidra till att sänka offentliga underskotten med 238 miljarder dollar. Det är en respektabel summa men ändå inte mer än ca 1 procent av BNP över en tioårsperiod. Att satsningarna är framtunga och framtida skatteintäkter osäkra innebär att reformen ändå kan få en viss positiv effekt på BNP de kommande åren, inklusive att stimulera till ökade privata klimatinvesteringar.

**IRA utgör ett historiskt genombrott för USA:s klimatpolitik.** Bedömningen är att den nya lagstiftningen kommer att sänka USA:s utsläpp av klimatgaser med 40 procent till 2030; en bra bit på vägen mot USA:s utfästelser enligt Parisavtalet på drygt 50 procent. Jämförelsen utgår dock från 2005 års nivåer.

**Det är morot, inte piska som gäller.** Lagstiftningen utgår från de politiska realiteterna i USA-kongressen. Avsaknad av kvalificerad majoritet i kongressen innebär att Demokraterna behövt utnyttja regler kopplade till budgetprocessen, som skattekrediter och direkta stöd, snarare än regleringar och avgifter. Beroendet av att värna olje- och gassektorn är stort även inom delar av det Demokratiska partiet och paketet inkluderar även nya licenser för utvinning av olja och gas.

**Grön industripolitik.** IRA innehåller historiska satsningar på bl a förnyelsebar/fossilfri energi-produktion inom mogna teknologier som sol, vind och kärnkraft, nyare som "grön" vätgas, koldioxidinfångning/lagring samt i elfordon, där USA hamnat på efterkälken. I fjol stod t ex försäljningen av elbilar i USA för ca 5 procent av totalen, mot ca 10 respektive 20 procent i Europa och Kina. IRA avspeglar löftena i Bidens valplattform om att stärka USA:s industriella bas, öka antalet gröna industrijobb och stärka arbetskraftens ställning. Omställningen ska ske på ett sätt som gynnar hela den inhemska försörjningskedjan inom berörda sektorer.

**Skattekrediter för köp av elbil** på 7 500 dollar för lätta fordon kopplas till krav på att bilarna ska monteras i Nordamerika och att batterierna ska innehålla en stegvist ökad andel komponenter från USA eller handelspartners inom det nordamerikanska frihandelsavtalet och för kritiska mineraler från länder

som USA har handelsavtal med. Kraven syftar inte minst till att minska beroendet av Kina i försörjningskedjorna. Lagstiftningen sätter ett tak för priset på elbilarna (55 000 dollar för mindre bilar, 80 000 för större fordon) och en inkomstgräns (300 000 dollar för hushåll). Den tidigare begränsningen på 200 000 bilar per tillverkare slopas, vilket innebär att inhemska tillverkare som GM och Tesla åter kan delta. Kraven på kollektivavtal är också borttaget. Därtill införs också en ny skattecredit för begagnade elbilar. Pristaket gör att många bilmodeller utesluts; Tesla meddelade dock nyligen prissänkningar på flera av sina modeller för att kvalificera.

## Biden-administrationens Inflation Reduction Act (IRA) Miljarder dollar

<b>Ökade intäkter &amp; besparingar</b>	<b>738</b>
Reform för läkemedelspriser mm	281
15% minimiskatt för företag	222
Förstärkt skatteindrivning	101
Skatt på aktieåterköp	74
Övrigt	60
<b>Ökade investeringar*</b>	<b>499</b>
Energisäkerhet & klimatpolitik	369
Skattekrediter grön kraftproduktion	161
Utsläpps begränsningar	40
Skattekrediter elbilar & grönt bränsle	36
Skattekrediter komponenter, batterier mm	37
Skattekrediter energieffektiva bostäder mm	37
Naturvård, forskning mm	49
Stöd till hälso- & sjukvård	108
<b>Minskat offentligt underskott</b>	<b>238</b>

Källa: Committee for a Responsible Federal Budget, CRFB & Congressional Budget Office (CBO).

\* Inklusive lånegarantier

## EU:s sena uppvaknande & stora frustration

Europas reaktion på IRA förefaller har dröjt trots att Biden skrev under lagförslaget redan i augusti. Förklaringen är sannolikt två andra akuta kriser: Ukrainakriget och energikrisen. De senaste månaderna har tonläget höjts vilket också har fått Washington att skriva lite på IRA-paketets detaljer. Slutsatsen är dock att de positiva effekterna för EU:s industri är knappt mätbara.

**Bryssels huvudkritik mot IRA** är att det kopplar ihop ett omfattande klimatstöd med bl a krav på inhemska produktion. Kritiken avser både USA:s statliga skatte-rabatter och paketets direkta finansiella stöd till produktion. Experter på handelsfrågor ger EU rätt i att IRA i sin nuvarande form, med stora subventioner,

uppenbart bryter mot Världshandelsorganisationens WTO:s regler om nationell likabehandling. Att stödet så uppenbart riktar sig mot fordonsindustrin, som är central för EU:s ekonomier, gör IRA-stödet extra besvärande. Skattekedrarna som erbjuds för köp av t ex fordon sammansatta i USA, Kanada och Mexiko ger – omräknat – en indirekt importtull på 15 procent på t ex EU-bilar. Det har fått flera EU-företag att överväga att flytta sin produktion till Nordamerika för att kunna dra fördelar av IRA.

### IRA har vissa likheter med EU:s European Green Deal

och de gröna investeringar som möjliggörs via Next Generation EU. Sammantaget innebär EU:s och USA:s satsningar att världens två stora aktörer satsar rejält för att bromsa klimatkrisen. Kapplöpningen riskerar dock att ske till priset av ökad protektionism med risk för sämre resursallokering och minskad innovationskraft.

### Kommissionen aviserade i slutet av 2022 två förslag

för att gå på motoffensiv mot USA:s industripolitik: dels en ny statlig EU-fond som ska stötta företags omställning till klimatneutral verksamhet, dels en översyn av EU:s ramverk för statligt industristöd. Kommissionen avser att lägga fram förslag på ny statsfond nu till sommaren. Fondens pengar ska gå till industrier och gröna projekt av gemensamt intresse för EU och finansieras, som förslaget ser ut idag, via omfördelning av medel inom lagda budgetar. I det korta perspektivet vill EU-kommissionen förstärka de medel som redan finns tillgängliga – och kan utökas – inom ramen för RepowerEU, d v s EU:s plan för att spara energi, producera renare energi och diversifiera EU:s energiförsörjning. RepowerEU bedöms idag ha medel som uppgår till ca 245 miljarder euro. Ytterligare medel kan fås från t ex Europeiska investeringsbanken EIB och olika privata initiativ.

EU:s Green Deal Industrial Plan = fyra "pelare"			
① Ökad flexibilitet/förenkling av statsstödsregler	② Översyn av regleringar för att stödja gröna projekt	③ Handelspolitik som förhindrar illojal konkurrens	④ Säkerställ behov av grön kompetens & kunskaper
Finansiering: En ny överstatlig EU-fond			

En översyn av regelverket kring EU:s statsstöd finns också med bland kommissionens prioriteringar. Målet är att ha en statsstödsolitik som är "större, snabbare och enklare" än dagens regelverk. Kommissionen väntas lägga fram förslag i januari för att diskutera dem i samband med EU-toppmötet 9-10 februari. Tanken är bl a att enskilda länders statsstöd bl a ska kunna beakta också globala förhållanden och inte enbart utvecklingen i EU:s 27 medlemsländer. Frågan kring nya krisfonder och

flexiblare statsstödsregler är dock kontroversiella frågor inte bara för EU:s medlemsländer utan också för omvärlden.

### Europas energisäkerhet ett stort problem

EU:s energikris är ännu en risk för industriflytt från EU till t ex USA. Förutsägbarhet kring både tillgång och pris på energi är kritiska faktorer för industriell verksamhet i Europa samtidigt som energiomställningen måste göras. Ukrainakrigets och Moskvas oförutsägbarhet, energins sårbara infrastruktur och ökade politiska interventioner bidrar till förhöjd energisäkerhet i ett läge där ny grön teknologi måste utvecklas och elektrifieringen genomföras. Kan inte EU erbjuda denna förutsägbarhet finns skäl för företag att överväga flytt till USA eller Asien.

### EU och USA har upprättat en gemensam arbetsgrupp

under hösten (The EU-US Inflation Reduction Act Task Force) för att hitta vägar framåt. Strax innan årsskiftet meddelade USA att man ändrat i sina riktlinjer för skatteavdrag så att privatleasing omfattas av samma villkor som kommersiella fordon, där det t ex inte är krav på montering i Nordamerika. Kommissionen vill dock ha fler lättnader för privatpersoners elbilar. Därtill vill EU också att USA ser över kraven på att batterikomponenter ska ha sitt ursprung i USA eller hos dess handelspartner (ett område på vilket USA-EU idag saknar handelsavtal).

### Hitta balans mellan samarbete & konkurrens

Det nya inrikespolitiska läget i USA efter höstens mellanårsval, med numera republikansk majoritet i kongressens representanthus, innebär att möjligheterna till större förändringar av IRA måste ses som mycket begränsade. Det troliga scenariot är därför att IRA-paketet inte ändras och att lagen därmed kommer att fungera som en magnet för att locka företag från andra länder.

### Behovet av fortsatta goda transatlantiska relationer i

ett alltmer ansträngt geopolitiskt läge innebär att bollen således nu ligger på EU:s planhalva för att öka unionens konkurrens- och attraktionskraft. Men för att uppnå den maximala globala utväxlingen av den gröna tekniken och omställningen krävs en koordinering av klimat-, industri- och handelspolitik och politiker som säkerställer att stora industristöd och krav på inhemsk produktion leder till den rätta mixen och balansen mellan konkurrens och samarbete utan att ge protektionismen ny näring.

# Japan

## Monetär kursändring enligt plan – fortsatt expansiv

Inflationen har stigit men ligger fortfarande klart lägre än i många andra länder. Med en ny centralbankschef fortsätter de små stegen mot en mindre expansiv penningpolitik. Vårens löneavtal blir kritiska för den långsiktiga politikens utformning som väntas klart avvika från läget i övriga G7-länder. En uppdämd efterfrågan efter pandemin ger BNP-stöd i närtid men svagare omvärld och strukturella krafter dämpar BNP-utsikterna. Likväl växer Japan snabbare än både USA och euroområdet.

Omvärlden fortsätter att negativt påverka Japans BNP-utsikter trots positiva krafter från den inhemska ekonomin. Återhämtningen i tjänstesektorn är tydlig när Covid-restriktioner lättats. Samtidigt kommer såväl penning- som finanspolitik att ge ekonomin tillväxtstöd. Höstens finanspolitiska tilläggsbudget på 5,5 procent av BNP – som sträcker sig över flera år – förbättrar tillväxten utan att vara inflationsdrivande. Japan förväntas uppvisa en relativt stabil utveckling i år och 2024 men nedåtriskerna dominerar. BNP-tillväxten i år väntas bli 1,8 procent efter en uppgång på 1,9 procent 2022. Nästa år väntas BNP öka med 1,3 procent.

### Nyckeldata

Procentuell förändring

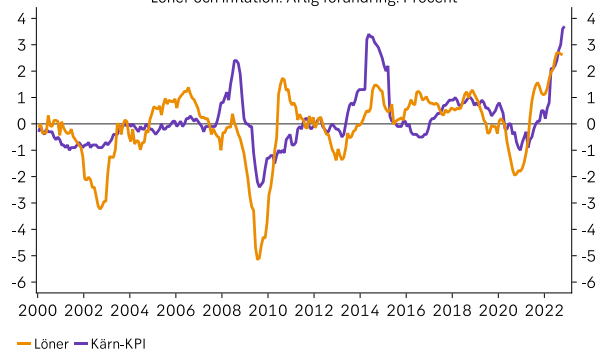
	2021	2022	2023	2024
BNP	2,1	1,9	1,8	1,3
Arbetslöshet*	2,8	2,6	2,5	2,4
KPI	-0,2	2,5	4,3	2,3
Offentligt saldo**	-6,7	-7,9	-3,6	-2,4
Offentlig bruttoskuld**	262	264	261	260
Styrränta, %***	-0,10	-0,10	0,30	0,30

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

**Privat konsumtion hämmas** av en tydlig nedåtpress på reallöner i spåren av hög inflation. Efterfrågan väntas ändå öka under prognosperioden i takt med ett minskat Covid-relaterat hushållssparande. Statens bidrag till hushållens höga energiräkningar fortsätter till och med september 2023 och hushållens sparkvot väntas falla från 8,7 procent i slutet av 2021 till förpandeminivåer

runt 2 procent i slutet av prognosperioden. Företagsvinsterna har kunnat upprätthållas trots motvind från höga råvarupriser. Yenens kraftiga försvagning under 2022 – nästan 15 procent mot en valutakorg – har överlag gynnat exportsektorn och bidragit till en måttlig investeringstillväxt. Bank of Japans (BoJ:s) senaste Tankan-rapport indikerar positiva investeringsutsikter trots växande ekonomiska och geopolitiska risker i omvärlden.

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



Källa: Japanese Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs & Communications, Japanese Ministry of Health, Labour & Welfare

**Arbetsmarknaden väntas bli stramare** bl a beroende på ökad efterfrågan från tjänstesektorn. Samtidigt minskar utbudet p g a en åldrande befolkning och minskat inflöde av äldre personer samt kvinnor. Det ökar möjligheten till ökad lönetillväxt. Vårens löneförhandlingar sker i en miljö med brist på arbetskraft och minskad köpkraft för löntagarna. Utgångsbudet från Rengo – Japans sammanslutning för facken – tycks vara 3 procent; högsta nivån på många år. Därtill visar arbetsgivare acceptans för att höja lönerna när köpkraften pressas av hög inflation. Detta talar för ett mer uthålligt skifte uppåt i lönetillväxten och möjliggör för BoJ – och efterträdaren till BoJ-chefen Kuroda – att ta tydliga steg bort från Abenomics och dess extremt lätta penningpolitik

**BoJ:s nya avkastningskurvebeslut i slutet av 2022** att utvidga toleransintervallet för 10-åriga statsräntan från  $\pm 25$  till  $\pm 50$  räntepunkter tolkas som ett första litet steg mot mer normal penningpolitik men värdepappersköpen (QE-politiken) har varit fortsatt omfattande. BoJ överger sin negativa ränta (-0,10 procent) vid april-mötet när högre löneavtal kan bekräftas. Därefter höjs styrräntan med ytterligare 10 räntepunkter i såväl juni, som september och december till 0,30 procent. Räntan ligger sedan kvar på denna nivå under 2024. QE-politiken fasas ut mycket försiktigt på grund av fortsatta nedåtrisker för inflationen; BoJ väntas inte påbörja kvantitativa åtstramningar (QT) under prognosperioden. I december ligger USD/JPY på 125; i december 2024 handlas USD/JPY till 120.

# Euroområdet Motståndskraft, men nedgången kommer

Motståndskraften fortsatte att överraska tredje kvartalet men indikatorer tyder på att BNP-fallet påbörjades i slutet av 2022. Vi håller därför fast vid att den höga inflationen och stigande räntor till slut leder till en mild recession där BNP blir oförändrad 2023. Inflationen har passerat toppen men förblir relativt hög även under 2023. ECB:s mer hökaktiga ton gör att vi nu räknar med att inlåningsräntan når 3,25 procent en bit in i 2023 innan sänkningar påbörjas i början av 2024.

Euroområdets ekonomier har länge stått emot en allt hårdare motvind. Hushållen har varit motståndskraftiga när ett uppdämt konsumtionsbehov efter pandemin vägt tyngre än pressen från stigande priser och räntor. Även investeringarna har överraskat positivt. Men en utdragen period av höga priser bör till slut resultera i fallande konsumtion när sparandebuffertarna börjar minska (se temaartikel sid 39). Vi bedömer att ekonomin saktade in de sista månaderna av 2022 och vi räknar med fallande BNP under första halvåret 2023 innan en återhämtning påbörjas. Efter att BNP ökat med 3,4 procent 2022 väntar vi oss att BNP visar nolltillväxt för helåret 2023. Under andra halvåret 2023 påbörjas en återhämtning som gör att BNP-tillväxten växlar upp till 1,9 procent 2024.

## Nyckeltal

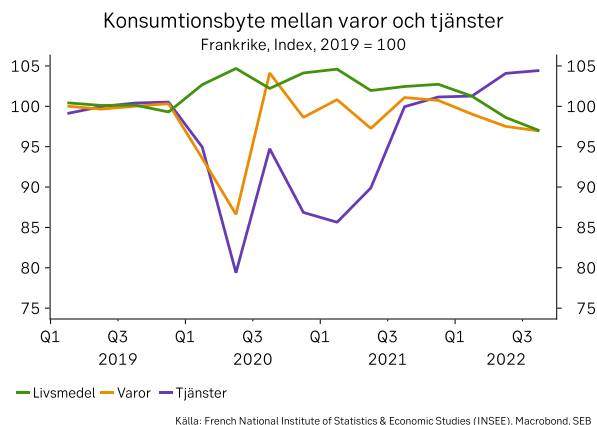
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,3	3,4	0,0	1,9
Arbetslöshet*	7,7	6,7	6,9	7,9
Löner	4,1	4,5	5,0	4,2
KPI	2,6	8,4	5,3	1,2
Offentligt saldo**	-5,1	-3,9	-3,0	-2,5
Offentlig bruttoskuld**	95,4	94,5	93,0	92,0
Inlåningsränta, %***	-0,50	2,00	3,25	2,50

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

## Fördröjda genomslag för hushållen

Att vissa kostnadsökningar slår igenom på hushållens ekonomi med betydande eftersläpning har bidragit till att konsumtionen hållits uppe. Medan t ex högre livsmedelspriser direkt slår igenom i plånboken varierar fördröjningen när det gäller stigande energi- och räntekostnader i hög grad mellan individer och länder. Vissa hushåll har energikontrakt som direkt påverkas av högre marknadspriser men många europeiska hushåll har fasta kontrakt som gör att prisökningar kommer med avsevärd fördröjning. I länder med hög andel hyrt boende, t ex Tyskland, blir fördröjningen också större. Det dröjer ofta relativt länge innan stigande energi- och räntekostnader slår igenom i hyreshöjningar. Det finns också tecken på att KPI-statistiken på vissa håll överdrivit ökningen av energikostnaderna, vilket talar för en mer gradvis nedgång i konsumtionen (se mer nedan). Att ca 70 procent av euroområdets hushållslån har fast ränta fördröjer också genomslaget av räntehöjningar.



**Tjänstekonsumtionen har mildrat nedgången.** När pandemirestriktionerna togs bort under våren 2022 ökade tjänstekonsumtionen som väntat påtagligt samtidigt som varukonsumtionen mattades från uppblåsta nivåer på vissa områden. Att tjänstekonsumtionen varit fortsatt stark under slutet av 2022 är dock mer förvånande. Både ekonomisk teori och historiska erfarenheter talar för att konsumtionen av mer nödvändiga varor prioriteras i kristider när hushållen pressas från olika håll. Vår tolkning är att hushållen haft så starka preferenser för att återgå till normala vanor att man varit beredda att dra ned rejält på de stora sparbuffertar som byggdes upp under pandemin. Fortsatt höga priser framöver gör att vi väntar oss att hushållen till slut tvingas att dra åt svångremmen tydligare. I vissa euroländer ser vi i snabbstatistik att hushållen redan börjat agera enligt vedertagen ekonomisk teori och drar in på utgifter på nöjen och kapitalvaror bromsar in. Sammantaget väntas hushållens konsumtion minska med 0,5 procent 2023.

**Stora underliggande investeringsbehov.** Att även investeringsaktiviteten hållits uppe relativt väl beror delvis på att både offentliga och privata investeringar stimuleras av tidigare krissatsningar. Behov av att hantera såväl den kortsiktiga energikrisen som den gröna omställningen på längre sikt driver också på energiinvesteringarna. Sammantaget väntas investeringarna till och med stiga något under 2023, vilket är ovanligt under en recession.

**Exporten har återhämtat sig efter pandemin** men Kinas nedstängningar har fortsatt att verka hämmande. Detta har inte minst manifesterats i svaga export-siffrorna för Tyskland och Frankrike. Att produktionsnivån av fordon varit svag en längre tid i Europa har också bidragit till detta. Kinas uppöppnande, fallande transportkostnader samt allmänt mindre störningar i globala värdekedjor gör att exporten så småningom får mer styrfart och innebär också en viss uppåttrisk i vår BNP-prognos.

#### BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Tyskland	2,6	1,8	-0,3	2,4
Frankrike	6,8	2,5	0,5	2,5
Italien	6,7	3,8	0,3	1,8
Spanien	5,5	5,1	0,7	3,1
Euroområdet	5,3	3,4	0,0	1,9

Källa: Eurostat, SEB

#### Fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft

Ekonomiernas motståndskraft återspeglas också i en fortsatt relativt stark arbetsmarknad. Arbetslösheten föll till förpandeminivån under sommaren 2022 och företagens anställningsplaner talar för fortsatt stigande sysselsättning i närtid. Men på sikt kommer svagare ekonomisk aktivitet, framför allt inom tjänstesektorn, att pressa upp arbetslösheten. Efterläpningen mellan BNP- och arbetsmarknaden gör att arbetslösheten stiger först under andra halvåret 2023. Arbetslösheten, mätt som årsgenomsnitt, väntas stiga till 6,9 procent 2023 och 7,9 procent 2024.

#### Kompensatoriska lönelöft nyckelfråga för inflation.

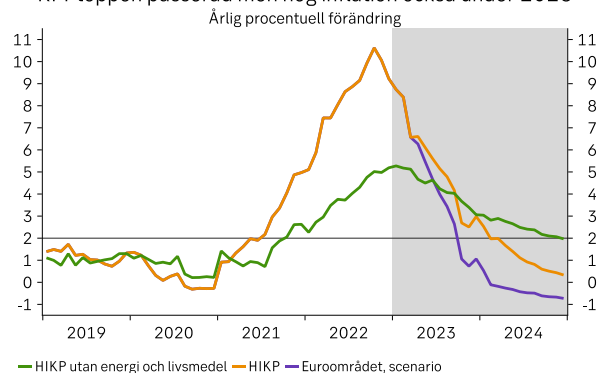
Den höga inflationen skapar ett starkt tryck på löne-kompensation och risken för en pris-lönespiral har varit ett huvudargument när centralbanker världen över höjt räntan i snabb takt. Att lönebildningen i euroområdet i högre grad än i USA och Storbritannien sker genom centrala förhandlingar gör att löneresponsen kommer med större fördröjning, vilket bidragit till ökad osäkerhet för ECB. Att företagen generellt kunnat hålla uppe

lönsamheten relativt väl ökar sannolikheten för en uppväxling av löneökningstakten. Vår prognos är att löneökningarna i euroområdet som helhet landar kring 4,5 procent i årstakt för 2022-2024, vilket är i linje med utfallet i de tyska löneförhandlingarna. Löneökningar på denna nivå borde vara hanterbara ur inflationsmålsynpunkt men vissa indikatorer tyder på en uppåttrisk för vår prognos och att löneökningarna kan nå en bit över 5 procent.

#### Tydlig inflationsnedgång under 2023

Vår prognos är att inflationstoppen nåddes i oktober när HIKP-inflationen noterades till 10,6 procent. Nedgången under 2023 väntas bli relativt tydlig, men inflations-takten kommer ändå att ligga över inflationsmålet under hela 2023 med en decembersiffra på 3,0 procent. Års-genomsnittet hamnar en bit över 5 procent. Det innebär att prisnivån tar ett rejält kliv uppåt utan att prognosen innebär någon tydlig rekyl nedåt. Att energiläget i Europa nu ser väsentligt bättre än bedömningar tidig höst 2022 gör att riskbilden snabbt kan skifta åt andra hållet. Energifrågan har också påverkat priserna på livsmedel. Om en större återgång i energipriser också påverkar livsmedelspriser kan en nedåtgående trend förstärkas. I bilden nedan visas ett mekaniskt scenario där 2/3 av energi- och livsmedelsuppgången i konsumentledet sedan mitten av 2021 gradvis återgår under kommande två år.

KPI-toppen passerad men hög inflation också under 2023



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

**Kärninflationen alltmer i fokus.** Kraftiga öknings i mat- och energipriser har bidragit till ungefär halva uppgången i totala HIKP. Kärninflationen, där dessa priser exkluderas, låg kring årsskiftet runt 5 procent. Förutom lönebildningen är en viktig fråga inför 2023 hur mycket prishöjningar som finns i systemet men som ännu inte nått konsumentpriserna. Att priser på energi och livsmedel samt andra kostnadsökningar har påverkat priserna på bred front i senare produktionsled är tydligt. Förekomsten av prisindexeringar i avtal (exempelvis hyror) bidrar också till att nedgången i kärninflation blir trögare än för den totala inflationen.



**Tecken på avtagande inflationstryck.** Det finns nu flera tecken på den månatliga prisökningstakten är på väg att mattas. Företagens prisförväntningar i enkätundersökningar har kommit ner markant även om de fortfarande indikerar stigande priser. Producentprisstatistiken (PPI) tyder också på att priserna tidigt i produktionsleden planat ut. Efter en naturlig fördröjning från insats- till konsumentvaror har avmattningen nu också nått konsumentvarorna. Därmed minskar osäkerheten om hur mycket pristryck som finns kvar i systemet. Tjänstepriser påverkas dock av uppgången i varupriser med viss fördröjning. I kombination med indexeringar och en uppväxling av löneökningstakten är det därför sannolikt att stigande tjänstepriserna blir en drivande som håller uppe kärninflationen under hela 2023.

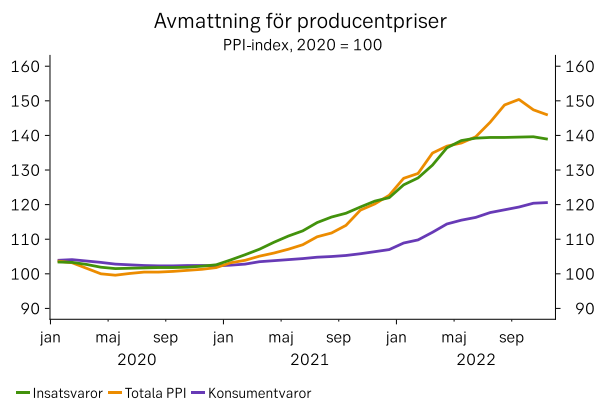
### Överskattad inflationsuppgång?

I slutet av 2022 kom ett förtydligande från Eurostat där insamlingsproblem för priser på hushållsenergi lyftes fram; ett exempel på den stora osäkerheten i statistiken för tillfället. I exempelvis Nederländerna approximeras samtliga elkontrakt med nya kontrakt som därmed kopplas till rådande (höga) marknadspriser. Men många hushåll sitter på fasta kontrakt, vilket har bidragit till att energiprisuppgången har överdrivits i inflationsstatistiken. Statistikbyrån i Nederländerna (CPB) bedömer att inflationstakten kan ha överskattats med så mycket som över 2 procentenheter i slutet av 2022. Datatillgång samt skillnader i beräkningsmetoder ser därför ut att ha varit en viktig orsak till att bidraget från energipriser i olika länders inflationsmått skilt sig så pass mycket åt under 2022. Detta är ett exempel på att metoder som fungerar i "vanliga fall" kan slå slint under extrema förhållanden. Överskattningen av inflationen kan också vara en förklaring till en motståndskraftig konsumtion när vi ekonomer lurats av "för hög" inflationsstatistik (och därmed för stor nedgång i hushållens reala inkomster).

### Aktiv finanspolitik men inte utan strid

Finanspolitiken fortsätter att spela en central roll. Pandemins stora stödprogram har nu bytts till en politik som primärt avser att täcka delar av hushållens och företagens energikostnader. Men det finns stora skillnader inom EU, och det är inte utan kritik som Tyskland sedan hösten 2021 har annonserat stöd motsvarande 7 procent av BNP medan de flesta andra länder ligger på 3 till 5 procent. Designen av stöden har också varierat och bidragit till stora skillnader i

inflationens utvecklingen. Finanspolitiken står inför en balansgång där man måste undvika att i alltför hög grad försvåra centralbankernas uppgift att få ner inflationen. En stimulans som nu rullas ut är det stora programmet Next Generation EU (NGEU) vilket ger en investerings-skjuts inom områden som digitalisering, grön omställning och energi. Programmet sträcker sig över längre tid och är mer inriktad på strukturell omställning, men har i energikrisens kölvatten också tagits i anspråk ur mer kortsiktiga perspektiv.



**Hökaktig ECB tror sig inte nå målet på länge.** ECB, som i början av räntehöjningscykeln halkade efter andra centralbanker, har nyligen slagit an en mer högaktig ton, vilket fått långräntor att stiga inte bara i Europa. Att nyanserna i kommunikationen under hösten skiftat gör att det är tänkbart att tonläget åter ändras. ECB är därtill mer luddig än andra centralbankerna varför tolkningsutrymmet är ganska stort. Den hårdare tonen beror delvis på att ECB nu ser vägen tillbaka till innan inflationsmålet som en mer utdragen process. Vår bedömning är dock att en dämpad ekonomisk aktivitet hjälper till att dämpa löne- och pristryck under senare delen av prognoshorisonten. På kort sikt tror vi dock att ECB höjer inlåningsräntan med två 50-punkterssteg de närmaste två mötena och därefter en sista höjning och går därmed under året från nuvarande 2 procent till 3,25 procent i inlåningsränta. Den realekonomiska utvecklingen tillsammans med att inflationen ändå tar sig ner mot målet bidrar till att även ECB, i likhet med andra centralbanker, under 2024 lättar penningpolitiken och vi bedömer att inlåningsräntan ligger på 2,5 procent vid utgången av 2024.

Tema:

# Avklingande energikris

## Minskade risker på fortsatt stram marknad

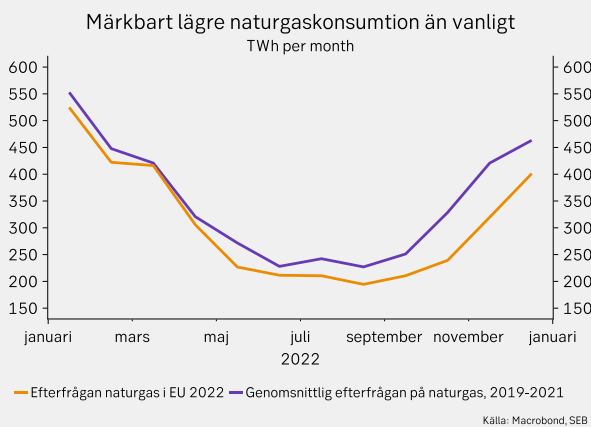
Priserna på olja, kol och inte minst naturgas i EU sjönk kraftigt under andra halvåret i fjol. Riskerna för ransonering av naturgas i EU denna och nästa vinter är nu nära noll. Den globala marknaden för fossila bränslen blir dock fortsatt stram. Vi förväntar oss lägre naturgaspriser i EU i år än 2022, men högre än nu eftersom det krävs för att hålla efterfrågan dämpad. Vi förväntar oss samtidigt att oljepriserna blir högre än i fjol när Kina återansluter till världen samtidigt som oljeförsörjningen från Ryssland dämpas.

Nedkylningen av den globala ekonomin, med minskad efterfrågan och nedstängningar i Kina, gjorde att priserna på olja, kol och naturgas föll kraftigt under slutet av fjolåret. EU lyckades också anpassa sig till energikrisen förvånansvärt bra. Skyhöga naturgaspriser i EU gav ett kraftigt uppsving för importen av LNG (Liquefied natural gas), samtidigt som efterfrågan i oktober och november sjönk omkring 26 procent under genomsnittet 2019-2021 på grund av det för årstiden varma vädret, höga priser och olika typer av anpassningar som energibesparings- och effektivitetsåtgärder. Tyskland lyckades exempelvis installera en ny LNG-importterminal i rekordfart under sista kvartalet i fjol. EU:s gaslager är nu 16 procent över det normala och därmed är risken för naturgasbrist och ransonering för återstoden av denna vinter, och även nästa, närmast obefintlig. Marknadskrafterna har nu tre kvartal på sig att säkerställa att lagren ligger på tillfredsställande nivåer i oktober 2023. Frågan är dock om inte nuvarande naturgaspriser är för låga? Vi ser redan en ökad efterfrågan på naturgas och en minskad LNG-import på grund av de mycket lägre priserna.



**Stor oro efter förlorad rysk naturgasförsörjning.**

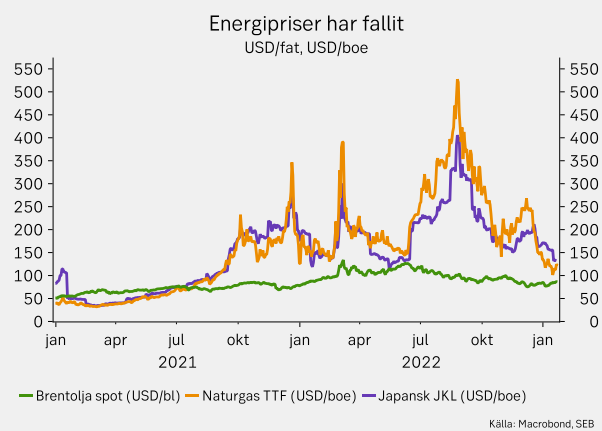
Farhågorna att EU:s ekonomi skulle kollapsa var stora när exporten av rysk naturgas till EU sjönk till endast 10-20 procent av det normala i mitten av 2022 och sedan stannade på den låga nivån. Resultatet blev att naturgaspriserna rusade till 1500 procent över det normala i slutet av augusti. Men höga priser är samtidigt botemedlet mot höga priser. Efterfrågan sjönk med omkring 26 procent i oktober och november jämfört med snittet 2019-2021. LNG-importen, som var hög redan under det första halvåret, steg ännu mer eftersom de europeiska naturgaspriserna var mycket högre än i resten av världen och därmed lockade enorma inflöden av LNG-laster till Europa. Naturgasproduktion och export från Norge till övriga Europa fick också ett lyft då naturgaspriserna var mycket högre än oljepriserna.



**Anpassningen inom EU, som svar på de höga naturgaspriserna,** var snabb och bred. Efterfrågan på alternativa energikällor ökade, delar av energiintensiv industri stängdes ned och man köpte i stället in halvfabrikat från andra delar av världen där energikrisen inte var lika allvarlig. Hushållen drog sitt strå till stacken genom olika åtgärder, både direkt minskad förbrukning och energieffektivisering. Tysk industriproduktion sjönk endast med 1 procent under året, och i slutet av 2022 såg en tredjedel av de tyska företagen fortfarande potential att minska naturgasförbrukningen ytterligare. Dessutom har vintern hittills varit ovanligt varm i Europa, vilket också bidrog till efterfrågeminskningen på naturgas under senhösten. Covid-nedstängningen innebar att Kina efterfrågade mindre olja och gas, vilket också underlättade krisen i EU.

**Lägre naturgaspriser och av klingande marknadskrafter.** Även om väderomständigheterna och marknadskrafterna gjort mycket av jobbet ska EU ändå hyllas för sin hantering av energikrisen. Med naturgaslager-nivåer cirka 16 procent över det normala är krisen i det närmaste avblåst och risken för naturgasransonering

vintern 2023/24 i stort sett noll. Naturgaspriset (TTF-gaspriset i Amsterdam) är förvisso fortfarande tre gånger högre än normalt, men det är långt under de 15 gånger normalpriset som var nivån i slutet av augusti i fjol. Terminspriset för TTF-naturgas (februari) är för närvarande 63 EUR/MWh eller 107 USD/fat oljeekvivalenter. Under 2022 låg snittpriset runt 132 EUR/MWh, och hade under andra halvåret en premie på 30 EUR/MWh jämfört med japanska LNG-priser. Det höga priset fick efterfrågan att falla i både Europa och Asien, och premien gjorde att naturgasen i större utsträckning strömmade till Europa än till Asien. TTF-priset är nu nästan hälften av vad det var förra året och handlas nu med rabatt mot japansk LNG.



**Kina har släppt sina Covid-restriktioner** och öppnar successivt upp mot resten av världen, vilket kommer öka efterfrågan på både olja och gas (redan nu köper Kina betydligt mer olja). När det gäller dieselprierna i EU ligger de nu på 126 USD/fat, vilket är dyrare än TTF-priset på naturgas på 107 USD/fat oljeekvivalenter. Vi vet inte hur mycket av naturgasen som ersattes av diesel när man sökte billigare alternativa energikällor, men vi kan konstatera att med nuvarande priser kommer valet att falla på naturgas igen. De marknadskrafter som starkt bidrog till att lösa den akuta energikrisen i Europa har nu avsevärt minskat. EU:s totala efterfrågan på gas minskade bara med 16 procent i december, 10 procentenheter lägre än under oktober och november. LNG-importen till EU ser också ut att vika något. Hittills i år ligger importen på i genomsnitt 3,7 TWh/dag jämfört med ett genomsnitt på 5,1 TWh/dag i december 2022. Vi förväntar oss en återhämtning av naturgaspriserna från nuvarande nivåer, eftersom högre priser behövs för att hålla energiproblem i schack.

**Vi har fortfarande en stram marknad** för fossil energi där vi har förlorat cirka 2,5 miljoner fat oljeekvivalenter per dag rysk naturgas som inte längre levereras till EU. Västerländska sanktioner och begränsningar av rysk råoljeexport har haft mindre effekt eftersom det är

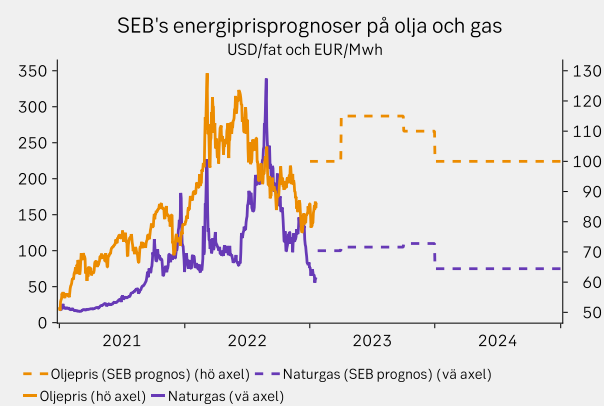
möjligt att omdirigera rysk olja till andra platser. Den ryska råoljeproduktionen uppskattas idag till 9,8 miljoner fat per dag, vilket är 0,7 miljoner fat per dag under Rysslands produktionstak. Den ryska oljeproduktionen förväntas falla med upp till 1,6 miljoner fat per dag ytterligare under andra kvartalet i år enligt amerikanska Energy Information Administration (US EIA) på grund av bristen på västerländska sofistikerade oljetjänster. Totalt kan förlusterna av rysk fossilproduktion uppgå till någonstans mellan 3-5 miljoner fat oljeekvivalenter per dag, vilket gör att vi förväntar oss en stram global marknad för fossil energi och stigande priser även 2023.

**Förra året plågades världen av en dieselkris** som vi inte upplevt sedan 2008. Den globala raffineringkapaciteten minskade 2021 för första gången på 30 år. Efterfrågan på diesel utanför Kina återhämtade sig när världen öppnade igen efter pandemin, men sedan kom invasionen av Ukraina, vilket förvärrade läget betydligt. Ryssland exporterar normalt 3 miljoner fat oljeprodukter per dag, där en stor del går till Europa. Dessa oljeprodukter är viktig del av den europeiska marknaden för raffinerade oljeprodukter. Inte minst genom råvaror som VGO (vacuum gas oil) som används i framställningen av diesel. I år kan sanktioner och återöppning i Kina igen förvärra dieselbilden.

**Från den 5 februari kommer EU och Storbritannien** inte längre att importera sjöburna oljeprodukter från Ryssland när nya sanktioner träder i kraft. G7-länderna har också sagt att de kommer att införa ett pristak för ryska oljeprodukter precis som man gjorde för rysk råolja den 5 december förra året. Det sistnämnda har hittills tryckt ner priset på rysk råolja på den globala marknaden eftersom asiatiska köpare har fått större inflytande och har kunnat förhandla fram lägre priser när EU och G7 inte längre köper. Marknadens aktörer oroar sig ännu inte alltför mycket över de nya sanktionerna, men de kanske borde. Det kan mycket väl visa sig vara svårare att omdirigera dessa ryska produkter till Asien än det var att omdirigera den ryska råoljan. Dieselmarginalerna gentemot Brentolja har stärkts sedan början av december och diesel handlas idag med en premie på 40 USD/fat till Brentolja, att jämföra med normalnivån runt 15 USD/fat. Ett återöppnat Kina som återgår till att flyga internationellt och de nya sanktionerna har potential att driva dieselpremierna tillbaka till topparna på över 60 USD/fat som vi såg 2022.

**Högre reala och nominella oljepriser framöver.** Råoljepriset (Brent) steg på kort tid till 138,3 USD/fat i mars 2022 direkt efter Rysslands invasion av Ukraina. Snittpriset för 2022 landade på 99,9 USD/fat, drygt 70

procent över snittet 2015-2019 på 58 USD/fat. Inflationjusterat var dock priset samma period 70 USD/fat, vilket innebär att snittpriset 2022 snarare var 45 procent högre än snittet 2015-2019. Drar vi ut tidsperioden och tittar på snittpriset 2008-2021 var det nominella priset 77 USD/fat, medan det reala låg på 98 USD/fat. Det innebär att fjolårets 99,9 USD/fat endast var 4 procent över det reala genomsnittet sedan 2008. Det är viktigt att notera att perioden 2015-2019 var en speciell lågprisperiod. USA:s produktion av skifferolja ökade okontrollerat, samtidigt som produktionen utanför OPEC och USA också ökade kraftigt när investeringar gjorda åren dessförinnan började betala sig. Under de kommande fem åren förväntar vi oss en dämpad tillväxt i produktionen av amerikansk skifferolja på grund av konsolidering av sektorn. Det finns också tecken på att merparten av de rikaste amerikanska skifferoljeresurserna nu har utvunnits, vilket kan skapa viss motvind för ytterligare expansion.



**OPEC har haft en utmanande period** sedan 2014, då produktionstillväxten utanför OPEC varit mycket stark. Nu är vår bedömning att marknadsmakten flyttat tillbaka och kommer ligga i OPEC:s händer de kommande fem åren. Det innebär betydligt högre oljepriser än 70 USD/fat. Detta, tillsammans med omfattande sanktioner mot Ryssland som har lett till betydande utbudsförluster av olja och gas, gör att vi förväntar vi oss att priset på råolja (Brent) kommer att vara i genomsnitt 110 USD/fat i år och 100 USD/fat 2024.

# Storbritannien

## Utdragen recession

**Utsikterna för ekonomin är dystra och i år väntas BNP-tillväxten bli negativ. Kostnadskrisen och stigande räntor blir en dyr historia för både hushåll och företag. En fortsatt ansträngd arbetsmarknad minskar utrymmet för stimulanser. Finanspolitiken är stram i närtid och inflationen ligger kvar kring 7 procent under 2023 för att sjunka till inflationsmålet på 2 procent i mitten av 2024. Bank of Englands höjningscykel avslutas under första kvartalet i år och under 2024 öppnas dörren för räntesänkningar.**

Hushållens realinkomster pressas in spåren av hög inflation och stigande räntor samtidigt som fortsatt brist på varor och arbetskraft skapar utmaningar på både kort och lång sikt. BNP-tillväxten har mattats av och kortsiktiga indikatorer pekar på en tydlig inbromsning kommande år. Under 2023 väntas BNP falla med 1,2 procent till följd av kraftigt stigande kostnader för hushåll och företag i kombination med stramare penning- och finanspolitik. En stabilisering väntas under 2024 när inflationen faller tillbaka och närmar sig 2 procent samtidigt som Bank of England (BoE) sänker räntan något, vilket lyfter BNP med 0,7 procent.

### Nyckeldata

Procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	7,4	4,0	-1,2	0,7
Arbetslöshet*	4,5	4,1	4,8	5,3
Löner	5,9	5,0	4,2	2,1
KPI	2,6	9,1	7,6	2,6
Offentligt saldo**	-8,0	-4,3	-2,3	-1,5
Offentlig bruttoskuld**	95,3	90,0	88,0	86,0
Styrränta, %***	0,25	3,50	4,00	3,50

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

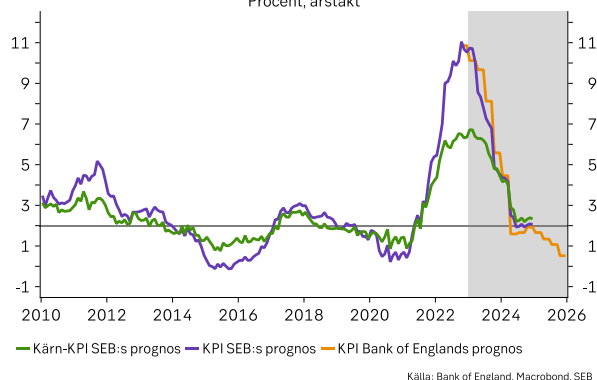
**Fortsatt stora utmaningar på arbetsmarknaden.** Läget på arbetsmarknaden förblir ansträngt och det krympande arbetskraftsutbudet väntas driva upp lönerna. Därutöver verkar de ihållande strejkerna med krav på högre lönekompensation fortsätta.

Arbetskraftsbristen och en snabbt åldrande befolkning dämpar den potentiella tillväxten på 1,5 procent, vilket spår på inflationstrycket.

**Hushållen tar den största smällen.** Kombinationen av sjunkande reallöner, stram finans- och penningpolitik samt avmattningen på bostadsmarknaden gör att hushållens köpkraft minskar kraftigt. Vår prognos är att konsumtionen minskar med 3 procent för helåret 2023.

**Inflationen ligger kvar på hög nivå.** Inflationen toppade på närmare 11 procent i oktober och vår prognos är att den förblir hög i närtid. Inflationen hålls uppe av höga energipriser, stram arbetsmarknad, ihållande lönetillväxt samt pundets svaghet. Som årsgenomsnitt för 2023 väntas inflationen uppgå till 7,6 procent. När konjunktoren viker och trycket på globala värdekedjor fortsätter att lätta kommer den globala varuinflationen minska. Att energipriserna har sjunkit något dämpar också inflationstrycket. Under 2024 faller inflationen tillbaka ordentligt men den ligger kvar på 2,6 procent i slutet av 2024.

KPI har redan toppat medan kärn-KPI toppar i början på 2023  
Procent, årstakt



Källa: Bank of England, Macrobond, SEB

**Hård motvind för Rishi Sunak.** Sedan Sunak tog över premiärministerposten har hans uppgift varit att återupprätta stabiliteten på finansmarknaden och återfå den brittiska befolkningens förtroende. Att han lyckas med detta kommer att vara avgörande för Sunak och Tories möjligheter att vinna kommande parlamentsval som ska hållas januari 2025.

**BoE närmar sig räntetoppen.** Vår prognos är att BoE höjer styrräntan en sista gång i februari till 4,00 procent. Räntan väntas sedan ligga kvar på den nivån året ut. BoE var även först ut med att aktivt sälja räntepapper för att minska balansräkningen. I takt med att inflationen faller tillbaka till inflationsmålet under första halvan av 2024 öppnas möjligheten för räntesänkningar med totalt 50 räntepunkter.

Tema:

# Kina

## Den politiska pendeln svänger mot tillväxt

Kinas beslutsfattare är nu helt inställda på att åstadkomma en återhämtning i tillväxten under 2023. Efter ett dystert 2022 väntas BNP öka med 5,5 procent under 2023 och därefter falla tillbaka till 4,9 procent under 2024. Den strikta Covid-politiken har avvecklats snabbare än väntat. De officiella ekonomiska målen kommer att offentliggöras i mars och politiken är inriktad på en inhemsk tillväxt-återhämtning. Vi väljer därför att revidera upp prognosen för KPI-inflationen till 3,0 procent under 2023. I kombination med en högaktig Federal Reserve väntas USD/CNY försvagas till 6,60 i slutet av 2023 och till 6,45 i slutet av 2024.

Efter den årliga ekonomiska arbetskonferensen signalerade Kina ett förnyat fokus på tillväxt. Under 2023 kommer fokus vara de årliga tillväxtmålen och med ett förnyat politiskt stöd är ett tillväxtmål över 5 procent ganska troligt. Vår prognos är att BNP-tillväxten stiger med 5,5 procent under 2023 men det finns tydliga uppåtrisker. Politiker är inriktade på en återhämtning i tillväxten som väntas komma från ökad inhemsk konsumtion. Även större forsknings- och utvecklingsinvesteringar inom högteknologiska sektorer kommer att påskyndas, särskilt inom olika delar av energisektorn och inom AI (artificiell intelligens).



**Tydligt fokus på tillväxten.** De ekonomiska målen för 2023 offentliggörs i mars men politiker har redan satt i gång en ekonomisk plan för återhämtningen kommande månader, bland annat med ökade skatteutgifter. Dock behöver man fundera över kostnadsfördelningen mellan centrala och lokala myndigheter. Enligt obekräftade uppgifter överväger Peking även att höja kvoten för obligationer för särskilda ändamål för 2023 till 3 800 miljarder RMB, från 3 650 miljarder RMB år 2022. Taket för det allmänna budgetunderskottet kommer sannolikt att höjas till 3,0 procent av BNP, från målet på 2,8 procent 2022.

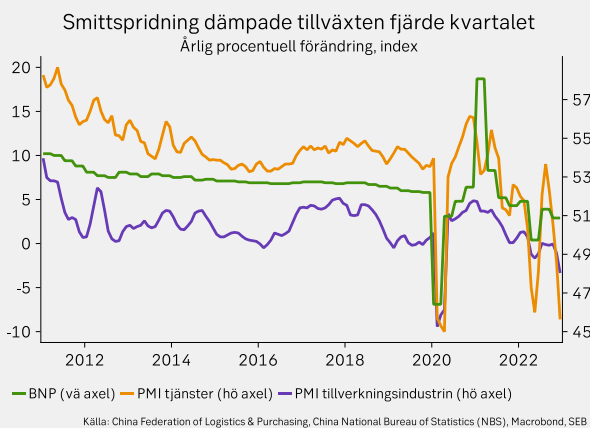
**Nyckeldata**

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	8,1	3,0	5,5	4,9
KPI	0,9	2,0	3,0	2,4
Offentligt saldo*	-3,8	-4,9	-4,5	-4,0
Bankernas kassakrav, %**	11,5	11,00	10,50	10,50
1-årig låneränta, %**	3,80	3,60	3,60	3,60
7-d omvärd reporänta, %**	2,20	2,00	2,00	2,00
USD/CNY**	6,36	6,90	6,60	6,30

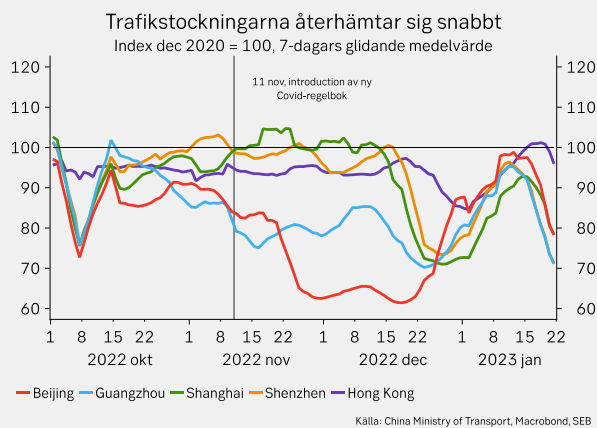
**Smittspridningen tyngde den inhemska aktiviteten.**

Den snabba avvecklingen av Covid-restriktionerna bidrog till en snabb smittspridning och en djup nedgång i den inhemska aktiviteten under november och december, vilket dämpade BNP-tillväxten. Kina har även beslutat att upphöra med masstestningen vilket gör de officiella siffrorna över smittspridning och dödlighet opålitliga.

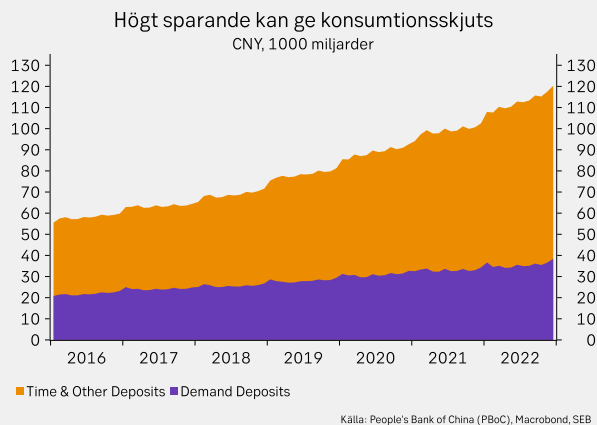


**Ökad smittspridning i närtid, men återhämtning i sikte.** Den kraftigt minskade trafiken i Kina tyder på att smittspridningen är utbredd. Sedan årsskiftet har diverse rörlighetsindikatorer dock åter ökat kraftigt i

städer där smittspridningen tycks ha nått sin kulmen. Men läget är inte stabilt och den förlängda vårshelgen kommer troligen återigen leda till ökad smittspridning i flera städer, med nya svängningar i den inhemska aktiviteten som följd. Men när smittspridningen väl nått sin topp kan återhämtningen påbörjas ordentligt.



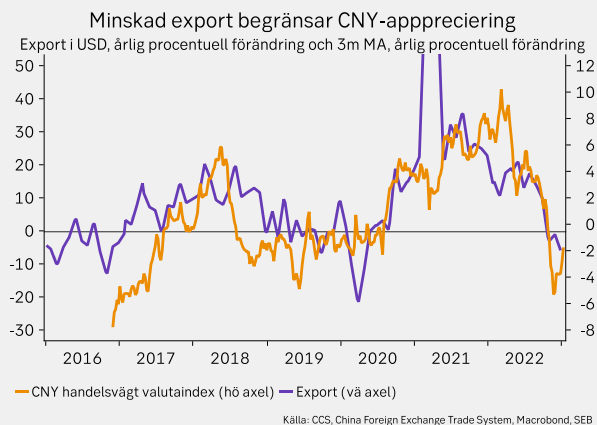
**Högt sparande ger medvind till konsumtionen.** Under pandemin sjönk konsumentförtroendet kraftigt, vilket bidrog till ett högt sparande. Hushållens finansiella ställning är därmed mycket god och det finns gott om utrymme för ökad konsumtion när väl ekonomin återhämtar sig.



**Stöd till den krisande fastighetssektorn har intensifierats.** Bortsett från löften om direkt finansiering till utvalda fastighetsutvecklare, planerar även Kina att lätta på restriktionerna för upplåning. Detta kan komma att bli den största justeringen som Kina gjort för att underlätta fastighetsbolagens refinansieringsvillkor. De tidigare omgångarna av stöd har redan gjort det möjligt för några av utvecklarna att emittera aktier, vilket har minskat risken för betalningsinställelser. Det kan dock ta tid innan hushållen får tillbaka förtroendet för

sektorn. Dessutom har lokala myndigheters marknadsförsäljningar ännu inte tagit fart, vilket fortfarande begränsar utvecklarnas förmåga att öka sina intäkter.

**Ökat inflationstryck efter Kinas återöppnande.** Hittills har globala råvarupriser redan fått stöd och stigit, trots oro för en överhängande global recession. Samtidigt kommer återhämtningen av hushållens utgifter inte att begränsas till varuinköp, vilket står i skarp kontrast till det utgiftsmönster som uppstod i utvecklade ekonomier. När konsumentförtroendet återvänder och hushållens konsumtion ökar kommer även efterfrågan på internationella resor att ta fart. Därmed kommer ökningen av privata utgifter att vara mer balanserad. Sammantaget reviderar vi upp vår KPI-inflationsprognos för 2023 från 2,1 procent till 3,0 procent under 2023. Eftersläpningen i inflationen möjliggör en fortsatt stödjande penningpolitik och sänkta kassakrav under första kvartalet.



**Positiva drivkrafter gör att USD/CNH kan närma sig 6,60 i slutet av 2023.** Sedan december har yuanen stärkts mot dollarn, vilket förklaras dels av den politiska omsvängningen gällande tillväxten, dels av dollarförsvagning. Utöver förväntningarna på tillväxtåterhämtningen och en bättre fungerande fastighetssektor, kommer marknaden sannolikt även vilja se stigande aktivitetsindikatorer kommande månader. Samtidigt avtar redan den utländska efterfrågan på export, medan förbättringen av den inhemska efterfrågan bör stödja importen. En allt djupare exportnedgång kan få beslutsfattare att begränsa apprecieringen av den handelsvägda valutan under andra halvåret. Dessutom kommer kinesiska turisternas uppdämda efterfrågan på resor oundvikligen att leda till en försämring av tjänstehandelsbalansen. Sammantaget förväntar vi oss att överskottet i bytesbalansen kommer att minska under 2023. Ändå kommer inflödet av utländskt kapital sannolikt att ta fart, vilket kommer att motverka det krympande överskottet i bytesbalansen.



# Norden

---

## Sverige | sid 35

Efter imponerande motståndskraft väntas i år en nedgång i BNP med 1,2 procent. Nedåtriskerna utgörs av kollaps för bostadsbyggandet, medan kraftfullare finanspolitiska åtgärder utgör uppsidesmöjligheter.

## Danmark | sid 44

Fallande reallöner, lägre bostadspriser och stramare kreditvillkor har satt press på hushåll och företag. En mildare energikris än befarat stöttar dock ekonomin. BNP väntas vara oförändrad i år för att sedan växa med 2,5 procent 2024.

## Norge | sid 42

Avmattning för fastlandsekonomin i kombination med att kärninflationen toppar i början av 2023 gör att Norges Bank troligen är klar med sina styrräntehöjningar. Sänkningar påbörjas under första kvartalet 2024.

## Finland | sid 46

En mild recession med ett BNP-fall på 0,3 procent i år väntas i takt med att hushållens pessimism växer och ordreläget för exporten försämras. Nästa år återhämtar sig ekonomin men BNP-uppgången stannar vid svaga 1,4 procent.

# Sverige

## Recessionen kommer med fördröjning

Efter en imponerande motståndskraft väntas 2023 börja med BNP-fall. Prognosen för 2023 har skrivits upp, men fallet på 1,2 procent är klart större än EU-snittet. Viktiga drivkrafter är fallande realinkomster och tydligt minskat bostadsbyggande. En mindre stram finanspolitik kan mildra nedgången men hög inflation ger en svår balansgång. Vi räknar med att styrräntan höjs med 50 punkter till 3,00 procent i februari innan sänkningar påbörjas 2024.

Trots att hushållen mött stark motvind har ekonomins motståndskraft fortsatt att överraska. BNP-tillväxten tredje kvartalet låg över trend och inledningen på kvartal fyra ser också ut att ha varit stark. Samtidigt har de flesta sentimentsindikatorer fallit till nivåer som normalt är förenliga med fallande BNP och vi räknar med att tillväxten nu vänder ner. Att lageruppbyggnad gett stora positiva bidrag till tillväxten de senaste två kvartalen gör att vändningen kan bli tvär. Nedgången i BNP väntas stanna vid 1,2 procent (1,5 procent i november). Att även återhämtningen senarelagts gör att tillväxten 2024 skrivits ned till 1,1 procent från 1,3 procent. Nedåtriskerna är främst kopplade till en kollaps för bostadsbyggandet. På uppsidan finns möjligheter att regeringen till slut kommer att lansera kraftfullare finanspolitiska åtgärder jämfört med de relativt försiktiga antaganden som vår prognos bygger på.

### Nyckeltal

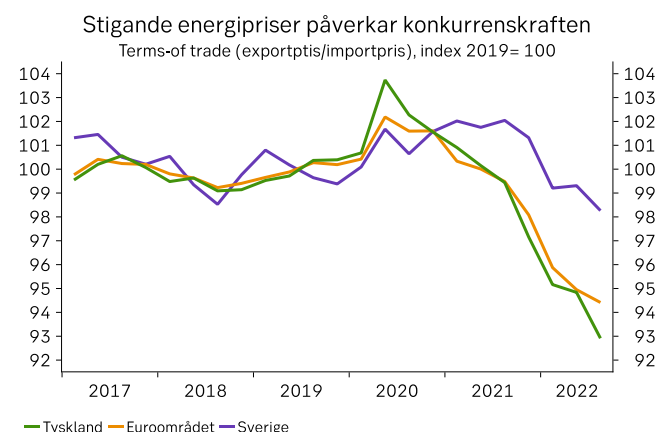
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	5,1	2,9	-1,2	1,1
Arbetslöshet*	8,8	7,5	8,1	8,5
Löner	2,6	2,7	4,5	3,2
KPI	2,2	8,4	9,1	2,5
Offentligt saldo**	-0,1	1,2	0,4	-0,7
Offentlig bruttoskuld**	36,3	31,5	29,8	30,8
Styrränta, %***	0,00	2,50	3,00	2,25

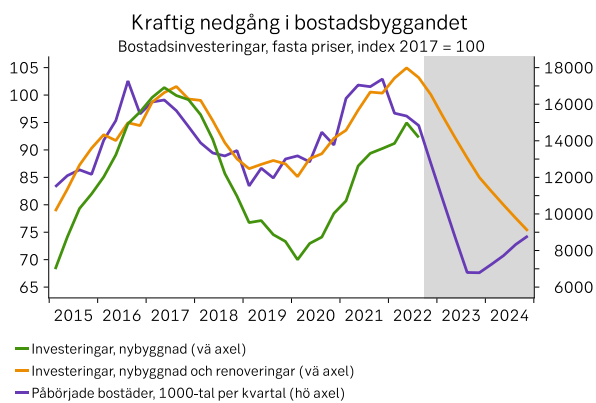
\* % av arbetskraften, \*\* % av BNP, \*\*\* årets slut. Källa: Eurostat, SEB

### Måttlig nedgång för industrin

Industriproduktion och varuexport nådde redan i början av 2022 tillbaka till trenden före pandemin. Uppgången har därefter gradvis tappat kraft, bl a pekar PMI och KI-barometern på att industrin vände nedåt i slutet av förra året. Omvärldsefterfrågan och utvecklingen för energipriser kommer att avgöra hur djup nedgången blir. Höga energipriserna har försvagat konkurrenskraften i euroområdet; speciellt för tysk industri. Att Sverige är nettoexportör av el och därtill använder mycket lite naturgas innebär en potentiell konkurrensfördel (se graf nedan). Elprisstödet har dock än så länge varit betydligt mindre i Sverige och om utbetalningen av elprisstödet fortsätter att fördröjas riskerar svenska företag att drabbas väl så hårt som i övriga Europa. Ökade försvarssatsningar och investeringar i ny energiproduktion bidrar till att nedgången för export och industriinvesteringar blir måttlig jämfört med andra recessioner. Vi räknar med att exporten faller med 2,0 procent 2023 och därefter växer med 4,0 procent under 2024.

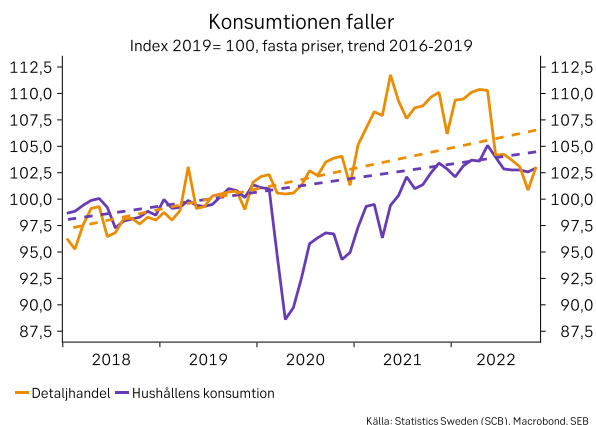


**Kraftigt fallande bostadsinvesteringar.** Fallande bostadspriser och en kraftig uppgång i byggkostnaderna pressar nu bostadsbyggandet hårt. Antalet påbörjade bostäder väntas halveras från 67 000 under 2021 till 30-35 000 i år. Bostadsinvesteringarna faller med totalt 30 procent under 2023 och 2024, vilket minskar BNP-tillväxten med ca 0,7 procentenheter per år. Osäkerheten är betydande och anekdotisk information indikerar nedåtrisker och dramatiska tvärstopp av nya projekt. Det är dock troligt att någon form av stödåtgärder för bostadsbyggandet sjsätts om nedgången hotar att bli större än i vår prognos. Även lägre efterfrågan på kommersiella lokaler bidrar till sjunkande bygginvesteringar. Totalt väntas investeringarna falla med 3,1 procent i år och ytterligare 0,3 procent under 2024.



## Pressade hushåll drar ned konsumtionen

Tillsammans med bostadsinvesteringar är hushållens konsumtion den främsta drivkraften för BNP-fallet 2023. Reallönerna beräknas falla med totalt 11 procent under 2022 och 2023, vilket är större än nedgången i början på 1980-talet då de föll med ca 10 procent under en fyraårsperiod. Nedgången i hushållens reala disponibla inkomster begränsas dock till ca 4 procent på grund av sänkta skatter och ökade subventioner. Fallet i disponibelinkomst är i paritet med utvecklingen i början av 1980-talet, men betydligt mildare än under krisen i början av 1990-talet då disponibelinkomsterna föll med 10 procent. Då var kollapsen i sysselsättning en viktig drivkraft medan arbetsmarknaden ser ut att stå emot betydligt bättre denna gång.



**Lägre sparande utgör nedåtrisk för konsumtion.** Det senaste halvåret har detaljhandelns försäljning fallit med knappt 10 procent, medan nedgången för hushållens totala konsumtion stannat vid ca 3 procent. Nedgången väntas fortsätta under första halvåret 2023 och som årsgenomsnitt faller konsumtionen med 1,7 procent. Hushållen har hittills minskat sitt sparande för att hålla uppe konsumtionen och med minskat buffertsparande ökar riskerna för en än kraftigare konsumtionsnedgång framöver.

## Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

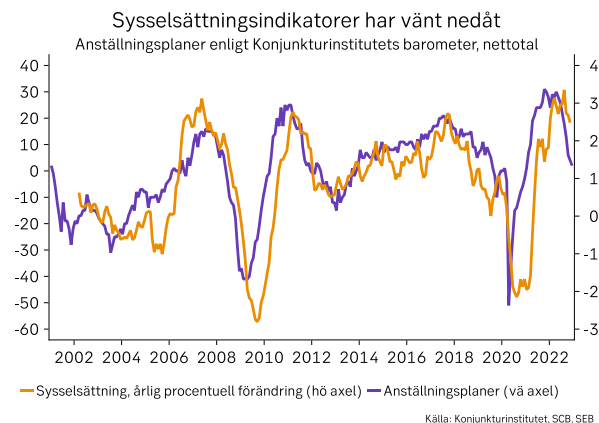
	2021	2022	2023	2024
Real disponibel inkomst	3,1	-0,3	-2,5	1,8
Privat konsumtion	6,0	2,9	-1,7	1,2
Sparkvot	15,5	11,9	12,3	11,9

Källa: SCB, SEB

**Bostadspriserna fortsätter att falla.** Bostadspriserna hade i november fallit med totalt 15 procent (12,5 procent säsongjusterat) jämfört med toppen i februari 2022. Nedgången mattades något i slutet av 2022 och SEB:s boprisindikator återhämtade sig en del i januari. Bostadspriserna väntas fortsätta nedåt under första halvåret och vi håller fast vid prognosen att den totala nedgången stannar vid 20 procent. Den genomsnittliga räntan på ett bolån med en bindningstid på tre månader hade i november 2022 ökat till 3,2 procent från 1,4 procent i slutet av 2021. Vår prognos är att räntan når 4,2 procent under våren, vilket innebär att räntan tredubblas. Räntekostnaderna som andel av hushållens inkomster beräknas öka till 5,5 procent från 2,5 procent.

## Stigande arbetslöshet under 2023

Arbetsmarknaden var oväntat stark under större delen av 2022. Mot slutet av året vände dock indikatorer som företagens anställningsplaner och nya lediga platser nedåt. Denna nedgång är än så länge måttlig och mycket tyder på att sysselsättningen fortsätter att öka i början av 2023. Givet att BNP börjar falla är det troligt att också sysselsättningen minskar under 2023, men med viss eftersläpning. Under finanskrisen 2009 och pandemin 2020 föll sysselsättningen med drygt 3 procent. Att nedgången i BNP nu väntas bli betydligt mildare gör att vi tror att sysselsättningsfallet stannar vid måttliga 1,5 procent. Att produktionsnedgången nu drabbar arbetsintensiva tjänstebranscher samt byggsektorn innebär dock en nedåtrisk för prognosen.

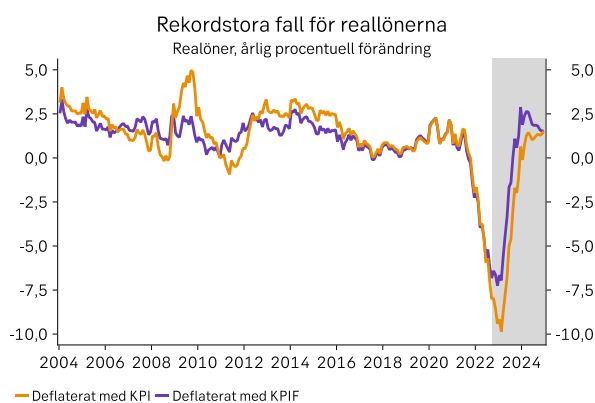


### Resursutnyttjandet lägre än normalt i slutet av 2023.

Arbetslösheten stiger från nuvarande knappt 7,5 procent till 8,5 procent i slutet av 2023 för att därefter ligga kvar på den nivån under 2024. En stark uppgång för arbetskraftsdeltagandet de senaste åren bidrar till att arbetslösheten fastnar relativt högt jämfört med nivån före pandemin. Resursutnyttjandet i utgångsläget är högt men bristtalen i Konjunkturinstitutets barometer vände ned från en rekordnivå under fjärde kvartalet. Det är troligt att nivån fortsätter ner under det historiska genomsnittet mot slutet av 2023.

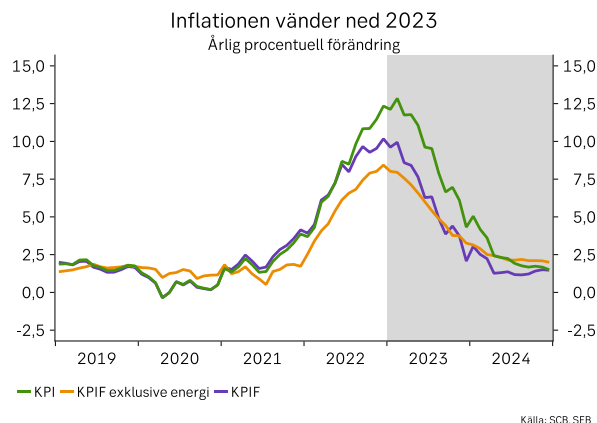
### Måttliga löner trots hög inflation

Avtalsrörelsen är nu på väg in i ett avgörande skede. Efter att den fackliga sidan lanserat krav på 1-åriga löneökningar på 4,4 procent svarade industrins arbetsgivare med ett bud på 2 procent, samt ytterligare en engångsutbetalning motsvarande 1 procent under 2023. Arbetsgivarnas bud skulle kunna vara en del av ett lite längre avtal. Även om förhandlingar återstår verkar parterna inte stå alltför långt från varandra. Med en 1-procentig engångsutbetalning skulle löneökningarna under 2023 kunna hamna ganska nära de fackliga kraven, vilket skulle kunna leda till att löneökningarna under 2024 blir lägre. Osäkerheten är dock stor och vi håller fast vid vår prognos om löneökningar på 4,5 procent för 2023 men har justerat ned prognosen för 2024 något till 3,2 procent. Det skulle innebära något lägre löneökningar än i euroområdet och Tyskland.



**Inflationen vänder ner, men i osäker takt.** Inflationen steg till nya höjder i december med KPIF på 10,2 procent och KPIF exklusive energi på 8,4 procent. Stora baseffekter, när höga prisökningar i början av 2022 faller ur 12-månaderstalen, i kombination med kraftiga elprisfall talar för att båda måtten vänder ner i början av 2023. Det närmaste halvåret finns dock en rad faktorer som håller uppe kärninflationen. En stor majoritet av företagen inom detaljhandeln planerar för nya prisökningar samtidigt som priserna på konsumtionsvaror i

producentledet fortsätter öka i hög takt, delvis på grund av en svag krona. Ökade kostnader under 2022 gör också att många administrativt satta priser fortsätter att stiga i början på 2023. Det gäller t ex avgifter för sophämtning, vatten och bostadsrätter samt hyror.

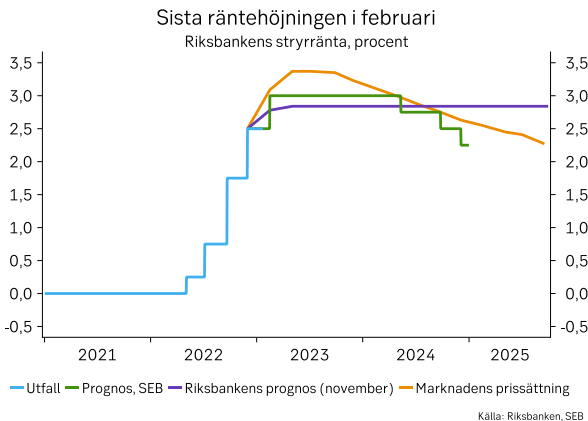


**Gynnsammare inflationsmiljö på sikt.** Förutsättningar för lägre inflation längre fram har dock förbättrats, bl a har priserna på varor som ligger tidigt i produktionskedjan börjat sjunka. Att inflationsindikatorer och faktiskt inflation vänt tydligt neråt i USA ökar också sannolikheten för en liknande utveckling i Europa. Lönerna kommer visserligen att accelerera en del men inte på ett sätt som utmanar inflationsmålet. Kärninflationen faller gradvis tillbaka till 2 procent och en viss nedgång för elpriserna talar för att KPIF-inflationen hamnar under målet 2024. Stigande boräntor gör att totala KPI beräknas öka med i genomsnitt 3 procentenheter mer än KPIF under 2023.

### Räntehöjning med 50 punkter i februari

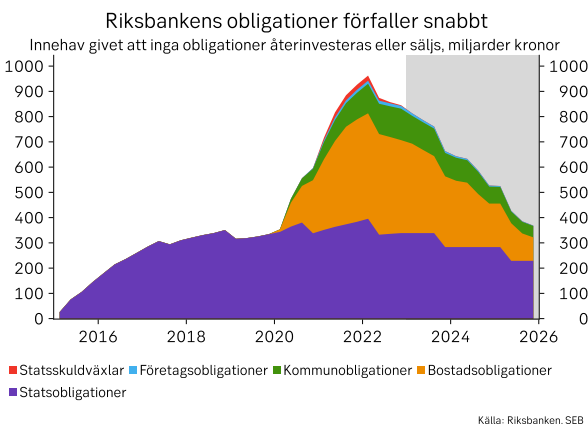
Dystra tillväxtutsikter, fallande bostadspriser, svag växelkurs och hög inflation gör att Riksbankens dilemma fortsätter. Även om inflationen nu med stor sannolikhet är på väg att vända neråt så kommer de månatliga prisökningarna det närmaste halvåret att fortsatt vara högre än normalt. Räntemötet i februari innebär en premiär för såväl riksbankschefen Erik Thedéen som för Aino Bunge och det finns inte mycket information om deras syn på penningpolitiken. Hökaktiga signaler från ECB och andra centralbanker sätter press på Riksbanken, och i synnerhet Erik Thedéen, att visa att inflationsbekämpningen tas på allvar. Vi tror därför att Riksbankens styrränta höjs med ytterligare 50 punkter i februari; således mer än de 25 punkter som indikerades vid novembermötet. Det är troligt att räntebanan indikerar en stor sannolikhet för att räntan höjs ytterligare i april. Vi står ändå fast vid bedömningen att den relativt kraftiga BNP-nedgången i kombination med gradvis tydligare tecken på en inflationsnedgång talar för att räntan ligger still efter höjningen i februari. När

inflationen faller tillbaka mer tydligt under 2024 väntas Riksbanken sänka med totalt 75 punkter till 2,25 procent i slutet av året.



**Sannolikt att Riksbanken säljer statsobligationer.**

Direktionen har beslutat att obligationsköpen nu helt ska upphöra. Den korta löptiden på innehaven gör att balansräkningen minskar snabbt. Det är dock framför allt bostads- och kommunobligationer som förfaller de närmaste åren medan förfallen av statsobligationer är ganska jämnt fördelade över de kommande 10 åren. Vice riksbankschef Martin Flodén har i ett tal framhållit att Riksbanken bör utreda om man aktivt bör sälja statsobligationer med längre löptid. Försäljningarna skulle pressa upp räntan på obligationer med längre löptid, vilket skulle strama åt penningpolitiken utan att nämnvärt påverka hushållens bolån som i väldigt hög utsträckning har en löptid under två år. Obligationsförsäljningarna skulle dessutom kunna locka till sig utländska köpare och därigenom bidra till en starkare krona. Vår bedömning är att sannolikheten överväger för att Riksbanken tar det steget och aktivt säljer statsobligationer från och med andra halvåret 2023.

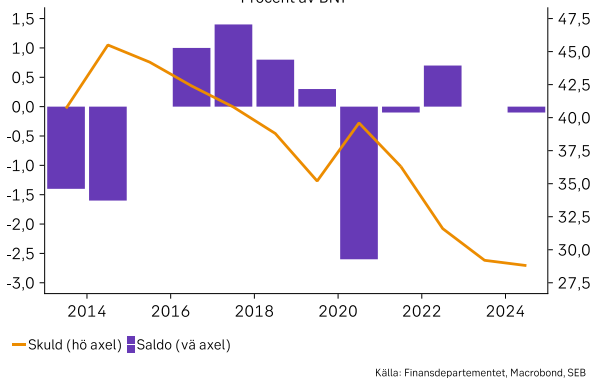


**Försiktig finanspolitik**

Finanspolitiken står inför en balansgång när det gäller behoven att mildra konjunkturedgången utan att försvåra penningpolitikens inflationsbekämpning.

Svenska statsfinanser har visat styrka det senaste året och Riksgäldens utfall visar ett överskott på 164 miljarder, motsvarande 2,7 procent av BNP för 2022. Delvis beror överskotten på att de utlovade elprisstöden ännu inte betalats ut och på att Riksbanken återbetalat ett lån på 60 miljarder. Hög inflation, uppdrivna energipriser och stigande sysselsättning har därtill drivit upp skatteintäkterna. De satsningar som presenterades i höstens budget var också oväntat små bl a för att Tidö-avtalet tar tid att implementera. Därtill finns en oro för att försvåra för penningpolitikens inflationsbekämpning och att upprepa det brittiska debaclet från i höstas.

Överskott och skulden på väg att bli lägre än skuldankaret Procent av BNP



**Praktiska låsningar men mer stöd på väg.**

Förutom att elstödet till slut kommer på plats är det sannolikt att ytterligare stimulanser rullas ut i takt med att ekonomin bromsar in. Vi räknar t ex med riktade stöd till de som är mest pressade samt utökade statsbidrag till kommunsektorn som varnat för växande underskott 2023 och 2024. I nästa statsbudget (för 2024) lär skattesänkningar lanseras. Åtgärder för att mildra nedgången på byggsidan kan också komma även om regeringen sannolikt vill undvika direkta subventioner. Därtill kommer utgiftstryck på grund av hög inflation på en rad indexerade områden. Även med de extra satsningar vi lagt in i prognosen kommer det offentliga saldout att vara i balans samtidigt som skulden fortsätter att sjunka till nivåer klart under skuldankaret på 35 procent av BNP. En sådan utveckling är anmärkningsvärt i en lågkonjunktur och indikerar att finanspolitiken snarast är väl försiktig i nuläget. Att vi får se mer budgetstimulanser när väl nedgången i inflationen kommit en bit på väg bedömer vi som en uppåttrisk för vår BNP-prognos.

Tema:

# Tung börda för hushållen

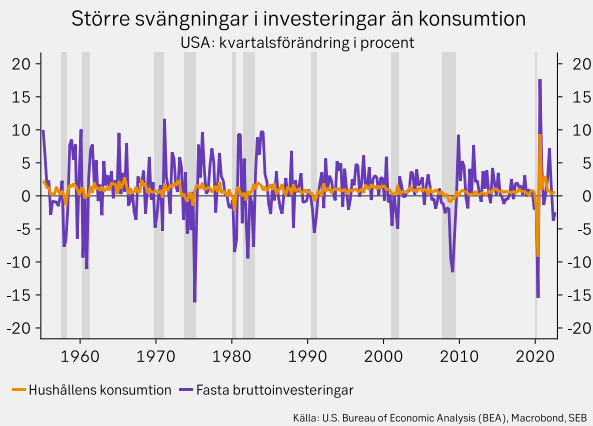
## Konsumtionsledd recession under 2023

Kraftigt stigande inflation och räntor innebär stora påfrestningar på hushållen. Trots bristande framtidstro har dock motståndskraften hittills varit förvånansvärt stark, vilket troligen speglar en stark vilja att återgå till ett mer normalt liv efter den långa perioden av nedstängningar i pandemins spår. Fortsatt hög inflation, minskat buffertsparande och försvagad kraft i den postpandemiska efterfrågan gör dock att vi tror på en försvagning under 2023; sannolikt kraftigare i Sverige än i euroområdet. En konsumtionsdriven recession är relativt ovanligt och det finns flera skäl till att en sådan blir mildare men också mer utdragen än kriser som har sin grund i investeringsexcesser eller finansiella obalanser.

**Ovanlig dynamik i kommande BNP-nedgång.** Det är ganska ovanligt att konsumtionen leder en konjunkturedgång. Fram till mitten av 1980-talet drevs konjunkturförloppen i huvudsak av investeringscykler inom främst tillverkningsindustrin. Variationer i konkurrenskraft mellan olika ekonomier skapade därtill stora skillnader i amplituden i upp- och nedgångar. Från 1990-talet har ekonomiska kriser snarare varit av finansiella karaktär där obalanser varit det som till slut sänkt den bredare ekonomiska aktiviteten. Konsumtionen påverkades också med viss eftersläpning, men var inte den primära drivkraften.

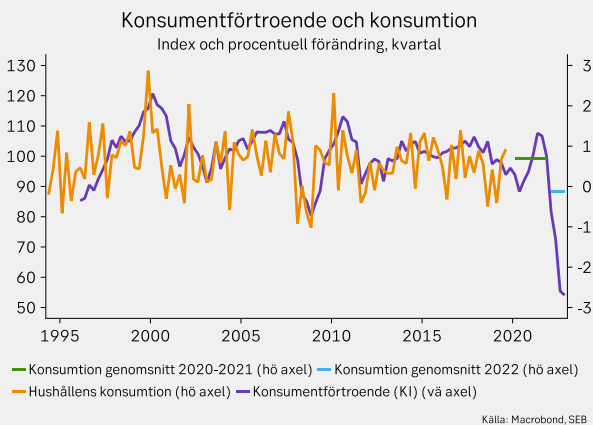
**Mildare recession när konsumtionen är drivkraft.** När konsumtionen nu ser ut att bli den primära drivkraften för recessionen innebär dess inneboende trögheter att nedgången sannolikt blir mild och ganska utdragen. Att hushållen utgör en så heterogen grupp med olika reaktionsbeteende bidrar till en större stabilitet för den totala konsumtions-utvecklingen. Därtill jämnar finanspolitiska stöd-åtgärder ut förloppet. Kriser som drivs av finansiella obalanser och investeringscykler präglas i stället av snabbare förlopp och större samvariationer mellan olika delar i ekonomin.





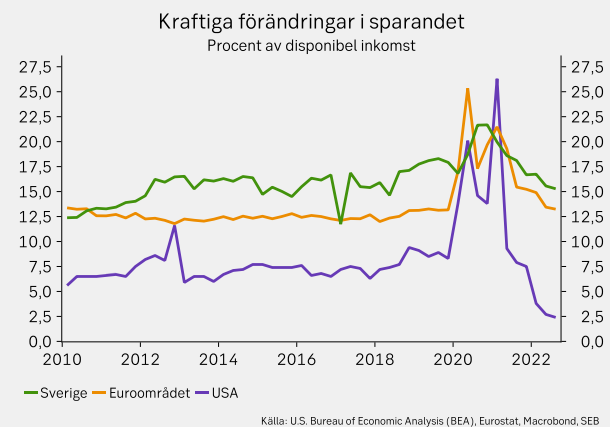
**Deppiga hushåll betalar det som efterfrågas.**

Konsumentförtroendet i Europa och USA föll under senare delen av 2022 till de lägsta nivåerna som har registrerats. Det historiska sambandet mellan sentiment och konsumtion har dock varit betydligt svagare än normalt. En rimlig förklaring är att hushållen haft stark önskan att återgå till ett normalt liv efter pandemin trots en allmän osäkerhet om framtiden. Konsumtionen i nominella termer har hittills hållits uppe medan den planat ut i fasta priser. Skillnaderna mellan olika delar är stor. Konsumtion av varor med lång varaktighet har fallit tillbaka tydligt från de höga nivåer som rådde under pandemin. Konsumtionen av livsmedel är mer stabil men en viss gradvis dämpning kan noteras när konsumenter strävar efter att köpa mindre eller billigare livsmedel. Stigande efterfrågan på tjänster har däremot bidragit till att hålla uppe den totala konsumtionen när hushållen nu t ex prioriterar tjänster som resor och andra nöjen efter två år av starkt begränsade konsumtionsmöjligheter.

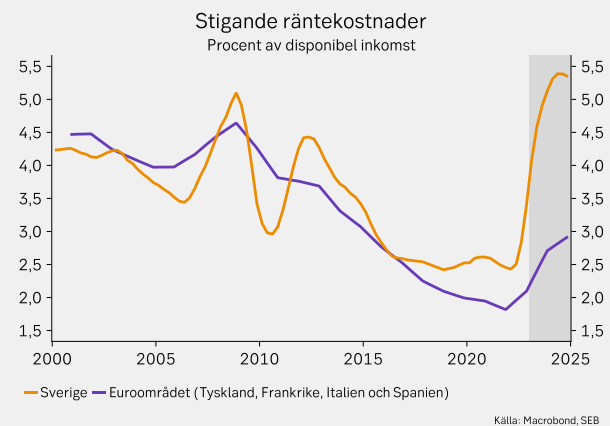


**Sparandet på väg ner.** De senaste åren har variationer i sparandet påverkat konsumtionsprofilen i högre grad än vanligt. Sparandet steg kraftigt under pandemin när konsumtionsmöjligheterna var begränsade. Sparandet har sedan fallit tillbaka i takt med att hushållen använt de buffertar som byggdes upp under pandemin. Det är troligt att sparandet under en tid kommer att skjuta

under tidigare normalnivåer och kanske till och med bli negativ. Den ojämna fördelningen av sparande och förmögenheter har också viktiga konsekvenser. En studie av ECB visar att 45 procent av förmögenhetsupbyggnaden under pandemin hamnade hos de den tiondel av befolkningen som har högst inkomster. I USA, där inkomstskillnaderna i grunden är större, riktades de finanspolitiska stöden tydligare till svagare inkomstgrupper som därtill haft den snabbaste löneutvecklingen. Detta har bidragit till att sparkvoten fallit extra mycket i USA under 2022. Fed bedömer att de ackumulerade överskottssparandet som mest låg på 2300 mdr USD (10 procent av BNP) och att de sedan minskade till 1700 mdr i mitten av 2022.



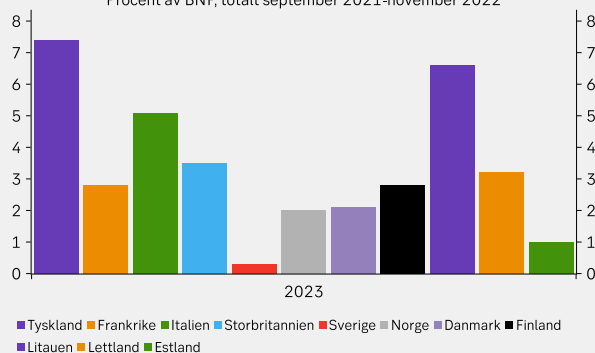
**Stor variation i räntekänslighet.** I euroområdet och USA är bindningstiden för hushållens bolån betydligt längre än i Sverige. Det innebär att centralbankernas räntehöjningar slår igenom med betydande fördröjning. Det talar för att nedgången i hushållens konsumtion blir snabbare och större i Sverige. Det förstärks också av en snabbare nedgång i bostadspriserna som ger en konsumtionsdämpning via förmögenhetseffekten.



**Stora skillnader i elprisstöd.** Stora finanspolitiska stöd under pandemin bidrog till att lyfta sparandet i de flesta länderna. De elprisstöd som europeiska hushåll nu får mildrar i stället nedgången. Tankesmedjan Bruegel har försökt jämföra de olika stödernas omfattning. Skill-

naderna mellan länder är mycket stora med Tyskland i topp med stöd på drygt 7 procent av BNP under en period på 15 månader. Sverige ligger i botten vilket reflekterar den stora fördröjningen i utbetalningarna. Men även med de förslag som nu presenterats kommer stöden att vara relativt låga internationellt sett. Man kan också notera att hushållen i euroområdet, på liknande sätt som på räntesidan, har kontrakt som ger ett långsammare genomslag för marknadsprisförändringar i elpriser jämfört med t ex Sverige.

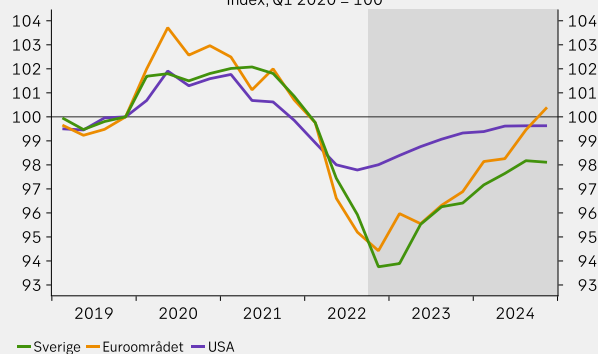
Finanspolitiskt stöd kopplat till höga energikostnader  
Procent av BNP, totalt september 2021-november 2022



Källa: Breugel, Macrobond, SEB

**Seg återhämtning av reallönen.** När hushållen kan stå på egna ben avgörs av utvecklingen för reallöner och sysselsättning. Den höga inflationen under 2022 åt upp flera års löneökningar i de flesta länder. I USA och Storbritannien har den strama arbetsmarknaden bidragit till högre löneökningar än i EU, vilket mildrat nedgången i reallöner och köpkraft. I takt med att inflationen faller tillbaka börjar reallönerna återhämta sig även om det kommer det att ta lång tid innan de är tillbaka på den tidigare trenden i EU. Antalet arbetade timmar är också viktigt för inkomstutveckling och konsumtion. Utmaningarna skiljer sig åt mellan olika ekonomier. Det nedpressade utbud av arbetskraft i USA och Storbritannien har bidragit till att pressa fram snabba räntehöjningar och begränsar även framöver potentialen för stigande sysselsättning och därmed också konsumtionen. Även i euroområdet har antalet sysselsatta hållits uppe under pandemin men å andra sidan föll medelarbetstiden kraftigt under pandemin. Även om den delvis återhämtat sig finns en potential för en fortsatt uppgång som kan driva inkomster och konsumtion.

Lång period med nedpressade reallöner  
Index, Q1 2020 = 100



Källa: Macrobond, SEB

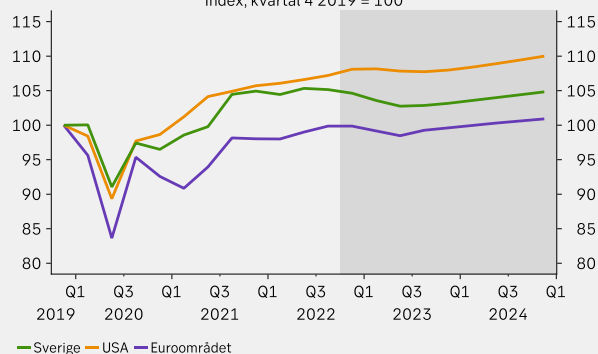
**Konsumtion, förändring i procent**

	2022	2023	2024
USA	2,9	0,5	1,0
Euroområdet	4,1	-0,1	1,3
Sverige	4,0	-1,5	2,0

Källa: SEB

**Relativt stor konsumtionsnedgång i Sverige.** När vi väger samman de olika drivkrafterna landar vi i slutsatsen att konsumtionsdämpningen blir mildare i USA än i Europa. Snabbare genomslag av höjda räntor och elpriser, kraftigare boprisfall samt mindre omfattande stödåtgärder gör att nedgången blir extra kraftig i Sverige trots att uppgången i energipriser egentligen är mindre än i euroområdet. En snabbare återhämtning under 2021 gör ändå att den ackumulerade utvecklingen sedan pandemins utbrott har varit starkare i Sverige än i euroområdet.

Konsumtionsprognoser, SEB  
Index, kvartal 4 2019 = 100



Källa: Macrobond, SEB



# Norge

## Försenad men brantare avmattning väntas

Tillväxten i fastlands-BNP har hållits uppe bättre än befarat, men aktivitetsindikatorer pekar fortfarande mot en lågkonjunktur. Hushållen kan inte upprätthålla nuvarande takt i konsumtionen och fallande bopriser och försiktiga företag väntas tynga investeringarna. En hastig inbromsning i fastlands-BNP i kombination med en topp för kärninfationen i början av 2023 talar för att Norges Bank troligen höjt färdigt. Vi förväntar oss att sänkningar inleds under första kvartalet 2024.

Fastlandsekonomin har passerat konjunkturtoppen. Tillväxten har ändå hållit i sig bättre än befarat, trots utbredd pessimism bland hushållen. Samtidigt har de ekonomiska aktivitetsindikatorerna försämrats ytterligare, vilket pekar mot att en lågkonjunktur är att vänta. Nedgången kommer senare än vi förutspådde i *Nordic Outlook Update* (november 2022), men blir skarpare. Privat konsumtion har stöttats av stabil jobbtillväxt och stora sparbuffertar hos hushållen. Nuvarande takt är dock inte uthållig när hushållens realinkomster fortsätter att pressas, bostadspriserna faller och givet ett betydligt lägre sparande. Stram penning- och finanspolitik skapar ytterligare motvind för tillväxten i år. Vi förutspår en nedgång i fastlands-ekonomin under första halvåret. Fastlands-BNP väntas därmed falla med 0,5 procent i år efter en uppgång med 3,5 procent i fjol. En uppgång i fastlandsinvesteringarna i kombination med Norges Banks styrräntesänkningar lyfter tillväxten till 1,1 procent 2024. Total BNP får stöd av investeringar i oljesektorn och växer med 0,6 respektive 2,0 procent under 2023 och 2024.

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	3,9	3,1	0,6	2,0
Fastland-BNP	4,1	3,5	-0,5	1,1
AKU-arbetslöshet*	4,4	3,2	3,6	3,8
Löner	3,5	3,9	4,7	3,8
KPI-JAE-inflation	1,7	4,0	5,2	3,1
Styrränta, %	0,50	2,75	2,75	2,00

\*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

### Cykliskt uppsving för oljeinvesteringarna

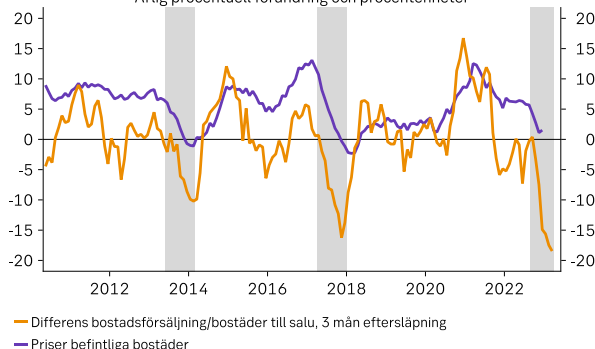
Investeringarna i olje- och gassektorn bottnade sannolikt i fjol och väntas ackumulerat ha sjunkit 11 procent sedan slutet av 2019. Ett stort antal nya projekt kommer att ge investeringscykeln ett uppsving från och med i år. Flera planer för utveckling och drift (PUD) lämnades till regeringen i december innan de tillfälliga skattelättnaderna upphörde. Detta väntas resultera i en markant uppgång i operatörernas bedömningar av investeringarna för 2023 i Statistisk sentralbyrås kommande investeringsenkät för första kvartalet. Ökade investeringar i olja och gas bör stödja produktion och investeringar i oljerelaterad industri, vilket också olika sentimentundersökningar indikerar. Utsikterna för tillverkare av traditionella varor tyngs av svag utländsk efterfrågan, hög kostnadsinflation och allmänt hög osäkerhet. Efter en kraftig uppgång i företagets investeringar ifjol räknar vi med ett fall på 0,8 procent för 2023. Investeringarna i fastlandsekonomin väntas, delvis på grund av minskade bostadsinvesteringar, bromsa fastlands-BNP i år, men återhämta sig därefter.

### Bostadspriserna faller med 5-10 procent

Priserna på befintliga bostäder steg med 5 procent i fjol, men ett trendsifte skedde under hösten och utsikterna för 2023 är dystra. Priserna har fallit 2,6 procent från toppen i augusti. Utbudet av befintliga bostäder har återhämtat sig kraftigt i takt med att lagstiftningsrelaterade flaskhalsar, som minskade utbudet under första halvåret, lättat. Högre bolåneräntor, restriktiv bankutlåning och hushållens förväntningar om fallande bostadspriser tynger efterfrågan på bostäder. Den försämrade balansen mellan utbud och efterfrågan indikerar stora månatliga prisfall på kort sikt. Vi väntar oss ett fall på 5-10 procent från toppen och att priserna bottnar ur i sommar. På årsbasis väntas priserna på befintliga bostäder sjunka med 4,2 procent i år, följt av en återhämtning med 2,1 procent 2024. Strukturella obalanser och en viss lättning i bolåneregler minskar risken för en större priskorrigerig.

Stort utbud av bostadspriser stärker nedgång

Årlig procentuell förändring och procentenheter

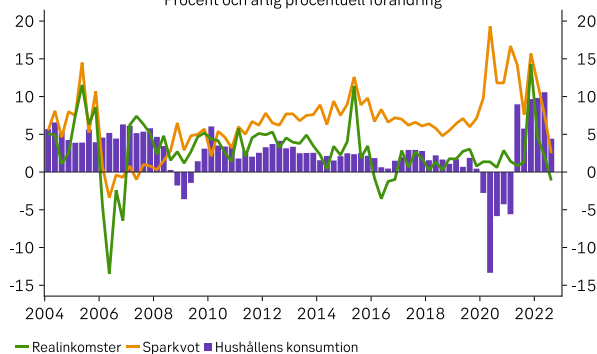


Källa: Real Estate Norway (Eiendom Norge), Macrobond, SEB

## Ohållbart hög konsumtionstillväxt

Privat konsumtion har hållit sig uppe förvånansvärt bra med tanke på den chock i levnadsomkostnader som väntar hushållen. Robust sysselsättningstillväxt, höga sparbuffertar och en önskan att återgå till normala vanor efter pandemin har gett stöd för konsumtionen. Konsumtionen av varor fick därtill en tillfällig skjuts i höstas när de bilar som beställdes innan nya skatteregler trädde i kraft i januari 2022, levererades. Nuvarande konsumtionstakt är inte hållbar. Hushållens sparkvot sjönk till 2,3 procent under tredje kvartalet från 15,7 procent i slutet av 2021, samtidigt som hushållens realinkomster ackumulerat föll med 14,1 procent. Nominella löner väntas öka snabbare, men trots gynnsam prisutveckling i utrikeshandeln och hårda krav inför vårens löneförhandlingar väntas reallöneutvecklingen förbli negativ. Vi förväntar oss en kraftig försvagning av konsumtionen i början av 2023 och prognostiserar att privat konsumtion sjunker 0,5 procent i år följt av en tillväxt på 1,4 procent 2024.

Hushållen har grävt djupa hål i sparbössan för konsumtionen  
Procent och årlig procentuell förändring



## Gradvist högre arbetslöshet

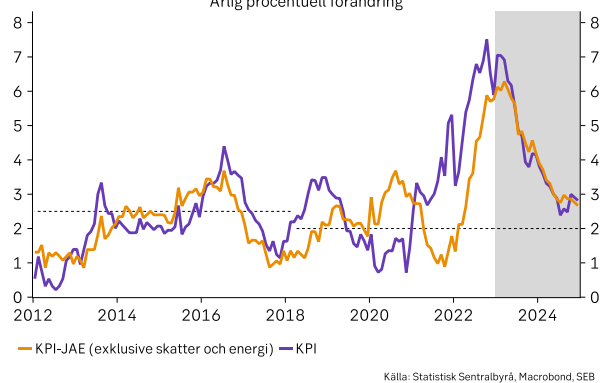
Även om arbetslösheten tycks ha bottnat ser den gradvisa uppgång som vi förväntar oss ut att dröja längre än tidigare väntat. Kortsiktiga indikatorer pekar alltså mot en avkylning, med ett ökat inflöde av nya arbetssökande och ett stigande antal korttidsarbetslösa. Anställningsplanerna är på väg dämpas, om än från höga nivåer. Enligt Norges Banks regionala nätverksrapport kommer många arbetsgivare att se över behovet av personalminskningar, vilket indikerar att arbetslösheten kan börja stiga gradvis från början av innevarande år. Uppgången blir måttlig; registrerade arbetslösheten väntas stiga från dagens 1,6 till 2,6 procent i slutet av 2024.

## Inflationen toppar tidigt i år

KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) tog fart från låga nivåer i slutet av 2021 till nära 6 procent i slutet av 2022. Uppgången ser ut att ha tappat kraft, drivet av

ett fall i livsmedelspriserna, även om priserna på övriga varor och tjänster stigit snabbare. Baseeffekter från stora prisökningar för ett år sedan är en motvind för inflationstakten. Men fortsatt kraftiga ökningar i priser på konsumtionsvaror i både producent- och importledet talar för att KPI-JAE-inflationen accelererar ytterligare i början av 2023. Inflationen dämpas normalt under andra halvåret och en svagare internationell och inhemsk efterfrågan indikerar att inflationen börjar närma sig målet 2024. Vår prognos är att KPI-JAE-måttet ökar med i genomsnitt 5,2 i år och 3,1 nästa år.

Kärninflationen närmar sig målet under 2024  
Årlig procentuell förändring



**Starka elprissubventioner till hushållen** begränsar genomslaget från höga marknadspriserna på KPI. Delvis på grund av högre indirekta skatter väntas KPI-inflationen tillfälligt stiga till 7 procent i början av 2023, men vi förutspår att den dämpas snabbt med start i vår och att inflationen i snitt blir 3,0 procent 2024.

## Norges Bank siktar mot ett sista steg i mars

Norges Bank sänkte takten i åtstramningen i november efter tre på varandra följande räntehöjningar med 50 baspunkter. Penningpolitiken har en tydlig åtstramande effekt på den norska ekonomin och centralbanken vill undvika att förstärka nedgången genom att strama åt för mycket. Men eftersom inflationen har fortsatt att överraska på uppsidan och framåtblickande negativa indikatorer ännu inte börjat synas i aktivitetsdata, siktar Norges Bank mot att leverera en sista styrräntehöjning i mars. Vi tycker att centralbankens prognoser är optimistiska och förutspår en brantare nedgång i vinter och en tidigare stängning av produktionsgapet. Tidpunkten för och omfattningen av den förväntade nedgången i ekonomin, i kombination med inflationsutvecklingen, kommer att vara avgörande för utsikterna för räntan på kort sikt. Vår prognos är att styrräntan toppat på 2,75 procent, men uppsidesriskerna, för en sista höjning i mars, överväger. Hög räntekänslighet hos hushållen och ett negativt produktionsgap kommer att bana väg för räntesänkningar 2024 och en styrränta på 2,00 procent i slutet av året.

# Danmark

## Fortfarande motståndskraft

Danmarks BNP visade upp en marginell tillväxt på 0,3 procent under tredje kvartalet, och trots ett utmanande fjärde kvartal på grund av höga energipriser, räknar vi nu med att tillväxten blir bättre än vad som ursprungligen befarades. Vi höjer därmed våra BNP-beräkningar för 2022 och 2023, och håller 2024 oförändrat.

### BNP växte fortfarande under tredje kvartalet.

Utfallsdata för tredje kvartalet från national-räkenskaperna var inte riktigt så starka som den preliminära BNP-indikatorn antydde, men den blygsamma tillväxten på 0,3 procent var ändå bättre än den marginella nedgång vi hade förväntat oss. Fallande priser på flytande naturgas (LNG) tyder också på att energikrisen kommer att bli mildare än befarat. Även om vi fortfarande förväntar oss en nedgång i BNP under vintern, förutser vi nu en mildare recession med oförändrad BNP 2023 efter en tillväxt på 3 procent 2022.

### Nyckeldata

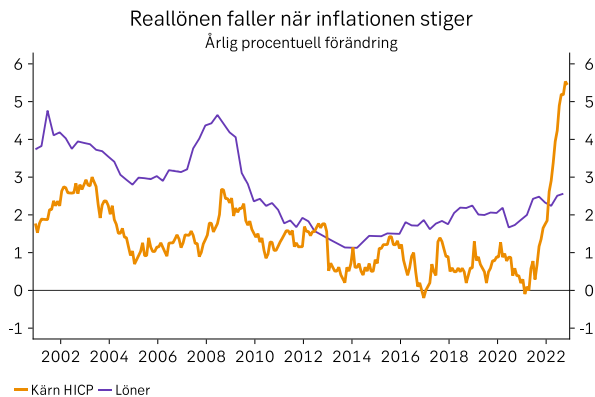
Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	4,9	3,0	0,0	2,5
KPI	1,9	7,7	3,8	1,6
Löner	2,3	2,5	2,6	3,3
Offentligt saldo *	2,6	3,0	2,0	2,5
Offentlig skuld*	40,0	35,0	34,0	32,0
Bytesbalans*	8,3	14,0	10,0	8,0
Styrränta (CD rate), %	-0,60	1,75	3,00	2,25

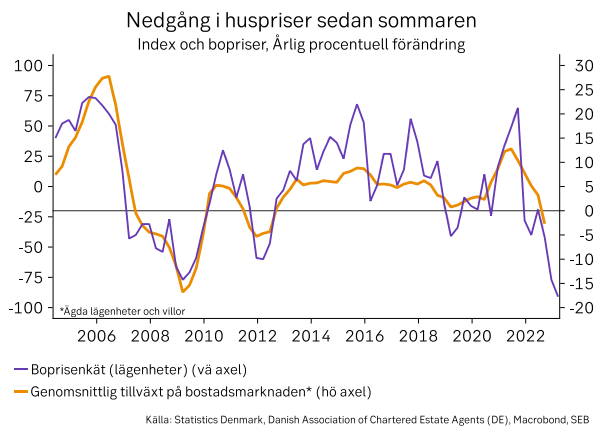
\*% av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS, SEB

**Konsumtionsutgifterna hölls tillbaka.** Utsikterna för den inhemska efterfrågan är på kort sikt fortfarande utmanande. Hushållens köpkraft fortsätter att undermineras av hög inflation, och medan den totala inflationen har nått sin topp, stiger kärninflationen fortfarande och överstiger lönetillväxten med en ovanligt

stor marginal. Vi väntar oss därför att konsumtionen förblir dämpad under första halvåret 2023 för att sedan återvända sen som en tillväxtmotor under andra halvåret och landa i tillväxt på 0,5 procent för helåret 2023.

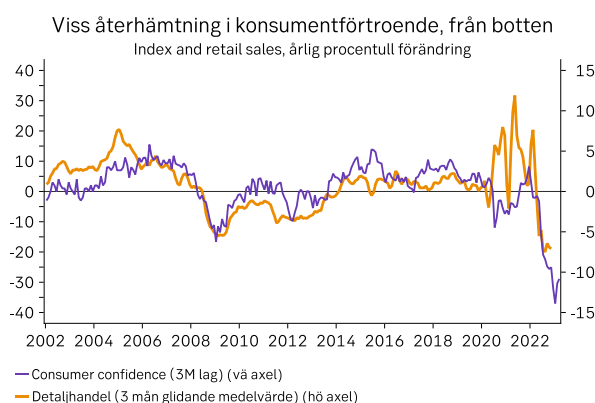


**Hushåll och företag under press.** De breda kreditvillkoren fortsatte att stramas åt enligt Danmarks Nationalbanks (DNB) utlåningsenkät. Villkoren närmar sig nu nivåerna från 2008-2009. Utlåningskraven stramas åt och efterfrågan på krediter sjunker både inom hushålls- och företagssektorn. En kombination av skärpta kreditstandarder och återbetalning av moms från stödpaketet för Covid-19 har bidragit till det högsta antalet konkurser sedan 2010.

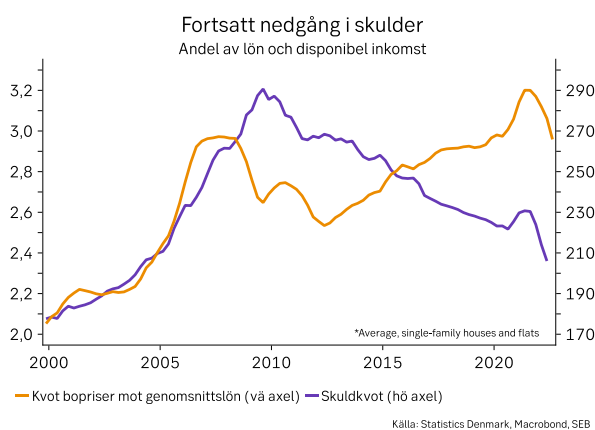


**Högre räntorna och stramare krediter** bidrog också till det lägsta antalet fastighetstransaktioner på ett decennium under det tredje kvartalet 2022. Priserna på både hus och lägenheter har sjunkit med 5-10 procent sedan sommaren. Samtidigt pressas byggsektorn. Under tredje kvartalet 2022 sjönk antalet byggstarter till 2015 års nivåer, vilket ökade trycket nedåt på bostadsinvesteringarna, som sannolikt kommer att visa tvåsiffriga nedgångar första halvåret 2023. Med motvind från fallande reallöner, lägre bostadspriser och stramare kreditvillkor är det inte förvånande att

konsumenternas förtroende nådde en ny rekordlåg nivå i oktober, innan det återhämtade sig något när energipriserna började sjunka mot slutet 2022.



**Positiva tecken för 2023.** Under den senaste månaden har det europeiska LNG-priset sjunkit med mer än 50 procent. Detta kommer sannolikt att leda till en ytterligare förbättring av förtroendet under de första månaderna av 2023. Men när arbetslösheten nu börjar öka förväntar vi oss att efterfrågan förblir svag under vintern. Arbetslösheten når en topp på 5,2 procent under andra halvåret 2023 efter att ha bottnat på 4,2 procent under andra kvartalet 2022.



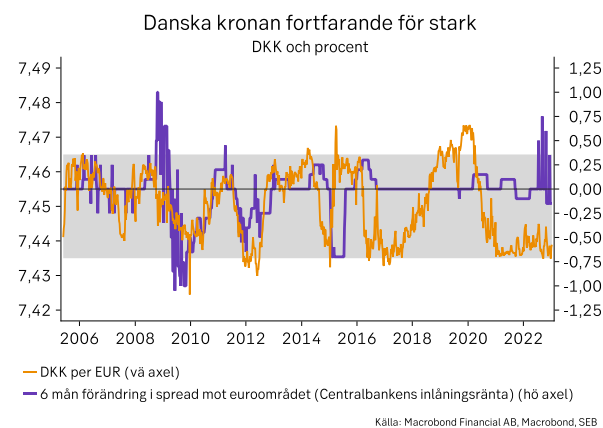
Samtidigt som fallande bostadspriser är negativt för konsumtionsutvecklingen är de finansiella riskerna väsentligt annorlunda än när det senast hände 2008 - 2009. På toppen under pandemin var bostadspriserna i förhållande till lönerna högre än under den finanskrisen, men skuldkvoten i förhållande till disponibel inkomst har sedan dess minskat med nästan 40 procent.

Skuldkvoten sjönk kraftigt under 2022, vilket sannolikt berodde på att bostadsägare refinansierade sina långfristiga inlösbare lån. Genom att lösa in lån som tagits till låg ränta och som efter ränteuppgången värderas under

marknadsvärdet kan hushållen byta till en högre ränta, men kan i gengäld kapitalisera lånen och därmed sänka skuldsättningen.

**Bytesbalansen lyftes av fraktverksamhet.** Danmarks bytesbalansöverskott ökade 2022 och nådde en topp på nästan 20 procent av BNP på sensommaren. Enligt vår uppfattning var denna explosiva uppgång en fördröjd effekt på de kraftigt stigande containerfraktpriserna i spåren av pandemin. Det tyder på att överskottet faller tillbaka under 10 procent av BNP under 2023. Eftersom detta främst är en prisseffekt påverkar det inte den reala BNP-tillväxt i någon större utsträckning. Exportvolymerna kommer sannolikt att gå ner 2023 innan de sen återhämtar sig i takt med stigande europeisk efterfrågan 2024.

**Stabila politiska utsikter.** Efter en utdragen förhandlingsperiod fick Danmark som väntat en bred regering ledd av den sittande socialdemokratiske statsministern Mette Frederiksen i koalition med liberala *Venstre* och det nya partiet *Moderaterne*, ledd av tidigare premiärministern och liberala ledaren Lars Løkke Rasmussen. Den nya regeringen kommer sannolikt att vara mer fokuserad på stabilitet i den ekonomiska politiken än den föregående.



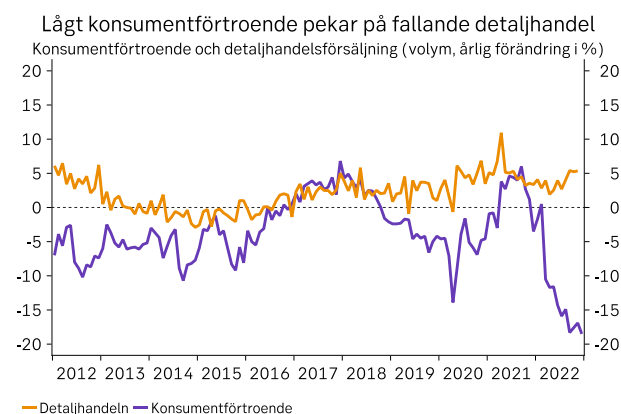
**DNB höjde inlåningsräntan med 50 räntepunkter i december,** vilket matchade höjningen från ECB och höll därmed ränteskillnaden oförändrad efter att den breddades med 15 punkter i samband med oktobermötet. Det har inte skett några bekräftade valutainterventioner sedan dess, och vi väntar oss att DNB kommer att hålla skillnaden i inlåningsräntan mot ECB oförändrad när ECB avslutar sin räntehöjningscykel.

# Finland

## Den goda tiden är över

Finlands ekonomi har hittills klarat sig relativt bra och lutat sig mot god inhemsk efterfrågan och motståndskraftig export. I takt med att hushållens pessimism växt och orderläget för exporten försämras kommer försämras utvecklingen. Ekonomin kommer att få gå igenom en mild recession och vi väntar oss att BNP faller med marginella 0,3 procent 2023. Därefter, 2024 återhämtar sig ekonomin men med svaga 1,4 procent.

Stigande inflation och allmänt försämrade ekonomiska utsikter har drivit konsumentförtroendet till den lägsta nivån som någonsin registrerats. Men det har inte fått hushållen att dra ner på konsumtionen och detaljhandels försäljning har växlat upp även om hushållen har blivit mer tveksamma vad gäller sällanköpsvaror vilket syns i bl a fallande bilförsäljning. Vi väntar oss att det negative sentimentet kommer att resultera i lägre spenderingsvilja hos hushållen i närtid och hushållens konsumtion faller svagt i år.



### Inflationen konvergerar med snittet i euroområdet.

Finsk inflation har länge legat klart lägre än genomsnittet i euroområdet men senaste tiden har gapet minskat. Drivet av lägre energipriser lättade det totala inflationstrycket något i december men kärninflationen steg till 4,8 procent, upp från 4,4 procent i november. Baseeffekter och mer stabila energipriser kommer att ge ett nedåtryck på inflationen och HIKP ökar med 4,5 procent helåret 2023. Nedgången fortsätter 2024 då HIKP ökar med endast 1,5 procent.

**Medvinden slut för industrin.** Samtidigt som tillverkningsindustrin i många länder hankat sig fram har den finska visat motståndskraft och fortsatt goda tillväxttal. Men nu är den goda tiden över. I november föll industriproduktionen med 2,4 procent jämfört med ett år tidigare, den första minussiffran sedan i början av 2021, och även nya ordrar faller. De första personalneddragningarna har syns till även om de inte är vitt spridda. I takt med att investeringarna faller runt om i världen påverkar det exporten som minskar med 0,5 procent 2023.

**Hittills ser allt bra ut på arbetsmarknaden.** Trots försämrade ekonomiska utsikter har arbetslösheten fortsatt att falla de senaste månaderna. Sysselsättningsförväntningarna har försämrats men så länge arbetsmarknaden är tajt kommer personalneddragningar att skjutas upp så länge som möjligt. Hög inflation ihop med osäkra ekonomiska utsikter försvårar löneförhandlingarna och vi väntar oss att löneökningstakten växlar upp något kommande år. Prognosen för i år är att arbetslösheten stiger till 7,1 procent samtidigt som lönerna ökar med 4,0 procent.

**Investeringarna faller.** Som i grannlandet Sverige så har den finska bostadsmarknaden kylts av men nedgången i antal transaktioner och priser har inte varit lika brant. Osäkerheten väntas hålla tillbaka påbörjandet av nya projekt. Även företagen väntas bli mer försiktiga på investeringssidan, även om nytulningen var förvånansvärt stark under andra halvan av 2022.

**Regeringen försöker driva ner inflationen.** Regeringen har haft fullt upp med att försöka tackla problemet med stigande levnadsomkostnader inför parlamentsvalet i april. Hittills har politiken varit relativt begränsad. Bland nya kontroversiella förslag är bl a en skatt på energiföretags övervinster. Samtidigt är frågan om balans i statsfinanserna en aktuell politisk fråga och utgiftsnedskärningar och skatthöjningar är sannolika efter valet.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

# Baltikum

---

## Litauen | sid 48

Vikande export ger kortvarig recession i början 2023 men BNP-tillväxten hamnar just över noll för helåret. Hushållens konsumtion stärks under året när inflationen faller och arbetsmarknaden förblir stark trots en del tecken på svagheter. .

## Estland | sid 50

En arbetsmarknad i gott skick har gjort inhemska konsumtion motståndskraftig. Ökad export andra halvåret 2023 bidrar också till att BNP-fall kan undvikas trots att den svaga nordiska byggaktiviteten hämmar estnisk produktion och export.

## Lettland | sid 49

Exporten är stark trots motvind bl a beroende på svagare band till Ryssland. En försvagning är dock på väg. Konsumtionen står inför flera utmaningar och bopriserna faller. Vikande energipriser gör att inflationstakten nu börjar bromsa in.



# Litauen

## Viss tillväxt 2023

**Förvånansvärt stark export lyfte ekonomin till en ganska bra tillväxt 2022. Men exporten började försvagas i slutet av året, en trend som kommer att fortsätta under första halvåret 2023. Inflationen toppade i september och fortsätter att falla snabbt i år. Hushållens konsumtionsutveckling förblir negativ under de två första kvartalen. Arbetsmarknaden förblir stark, men det finns tecken på kommande svagheter.**

Ekonomin undvek en teknisk recession 2022, men väntas istället gå igenom en kortvarig recession under första halvåret 2023. Industrin stod för cirka två tredjedelar av total BNP-tillväxt 2022, men fallande exportordergång tyder på att åtminstone första halvåret 2023 kommer att vara svagt. Handel, transporter och byggande kommer heller inte att bidra särskilt mycket till BNP-tillväxten 2023. Vår prognos är att BNP växer med 2,2 procent 2022, 0,1 procent 2023 varefter en återhämtning till 3,5 procent sker 2024.

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

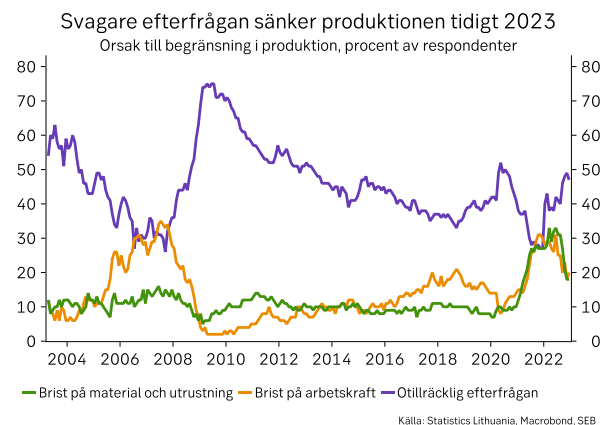
	2021	2022	2023	2024
BNP	6,0	2,2	0,1	3,5
Hushållens konsumtion	8,1	1,0	0,0	3,8
Export	17,0	12,5	0,4	4,4
Arbetslöshet*	7,1	5,9	6,9	6,8
Löner	10,5	13,0	9,0	6,5
HIKP	4,6	18,9	9,0	2,0
Offentlig sektors saldo**	-1,0	-0,5	-4,0	-1,6

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

**Hushållens konsumtion återhämtar sig.** Konsumtionen återhämtar sig sannolikt andra halvåret 2023, i takt med att inflationstakten då kommit ner till ensiffriga tal. Konsumentförtroendet återhämtade sig oväntat under fjärde kvartalet 2022 på grund av tillkännagivandet av statliga stimulansåtgärder för 2023 och lättnad över att inflationen redan såg ut att ha passerat sin topp.

### Arbetsmarknaden visar tecken på försvagning.

Antalet lediga jobb sjönk från sin topp och arbetslösheten steg något i slutet av 2022. Vi behåller synen att uppgången i arbetslöshet blir liten och att den stiger från 5,9 till 6,9 procent. Lönerna steg i genomsnitt med 13 procent förra året i ett ansträngt arbetsmarknads-läge. År 2023 blir löneökningen något mindre, men den hålls uppe av ytterligare en höjning av minivån för månadslönen. Litauen har därmed fortfarande en av EU:s högsta ökningstakt av nominell enhetsarbets-kostnad, vilket minskar landets konkurrenskraft.



**Inflationen faller till 9 procent 2023.** Faktorer som lägre energipriser och baseffekter har börjat pressa ned inflationen. Vi bedömer att också kärninflationen nådde en topp i december, men den kommer att falla i långsammare takt än den totala inflationen. I slutet av 2022 fick livsmedelsinflationen, som uppgick till 35 procent, störst uppmärksamhet från allmänheten. Ökningstakten kommer dock att avta, men kommer ändå att sluta på tvåsiffriga tal även i år.

### Fastighetspriserna står inför en mindre korrigering.

Bostadsmarknaden var svag under fjärde kvartalet 2022 då antalet transaktioner sjönk till samma nivå som 2017, samtidigt som priserna sjönk marginellt. Åtminstone en liten prisnedgång under första halvåret 2023 är oundviklig, med tanke på den kraftiga ränteuppgången och det faktum att fastighetspriserna stigit med mer än 40 procent de senaste två åren.

**Finanspolitiken blir expansiv 2023.** Uppgifter tyder på att budgetunderskottet var mindre 2022 än 2021. I år väntas det öka till nästan 4 procent av BNP på grund av starkare finanspolitiska stimulansåtgärder. Det är ändå lägre än regeringens prognos på grund av lägre utgifter för energipriskompensation. I år kommer EU-medel, inklusive programmet för "Återhämtning och motståndskraft" att ha en stark positiv inverkan på ekonomin och leda till mycket högre offentliga investeringar 2023.

## Lettland

# Stor osäkerhet

2023 bli ett år med stor osäkerhet och en komplex och snabbt föränderlig miljö. Inflation, störningar i energiförsörjningen och nya geopolitiska omvälvningsrisker fortsätter att tynga utvecklingen. Ekonomin går in i en recession och når sin lägsta nivå under första halvåret 2023, men vi räknar med att den blir kortvarig. BNP växer med 0,4 procent 2023 och stiger sedan med 2,7 procent 2024. Dämpade energipriser tyder på att inflationstakten nu nått sin topp och börjar bromsa in.

Det tredje kvartalet sjönk BNP med 0,6 procent på årsbasis, lett av minskade bygg- och partihandel. I november återhämtade sig industrin med en uppgång på 5,3 procent och detaljhandelsförsäljningen med 10,7 procent, delvis på grund av tidigare pandemieffekter. Dessa fortsätter att påverka utvecklingen även det första kvartalet 2023, vilket skapar en ökad osäkerhet. I december förbättrades stämningläget inom industrin samtidigt som detaljhandel och tjänster till och med noterade positiva tal. För byggbranschen försämrades däremot affärsklimatet. Vi räknar med att botten i kommande nedgång nås under första halvåret i år och att tillväxten börjar återhämta sig under andra halvåret.

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP	4,1	1,6	0,4	2,7
Hushållens konsumtion	8,5	8,4	1,0	3,5
Export	5,9	9,8	2,8	3,7
Arbetslöshet*	7,6	7,0	7,4	7,2
Löner	11,8	7,3	7,5	6,7
HIKP	3,3	17,1	9,0	2,9
Offentligt saldo**	-7,0	-5,2	-2,9	-2,5

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

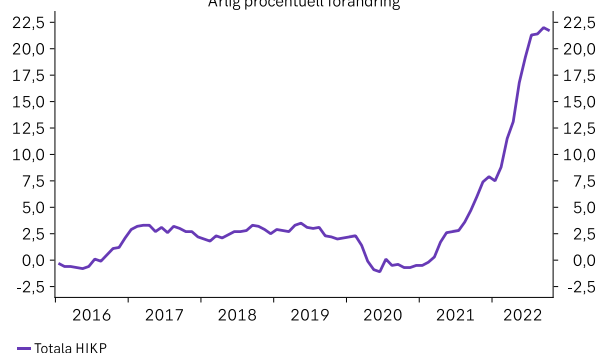
**Exporten normaliseras från höga nivåer.** Exporttillväxten är fortsatt stark (i november var den fortfarande 20 procent), trots all motvind. Vi väntar oss mer negativ påverkan från den ryska ekonomin eftersom banden fortfarande är relativt stora. Det mest

utmanande blir att återuppliva byggandet. I takt med att kostnadstrycket lättar och byråkratin anpassar sig bör dock aktiviteten gradvis tina upp när EU-medel börjar användas. Trots att månadsförändringen på KPI-inflationen var negativ för första gången på två år (-0,5 procent) var inflationstakten 20,8 procent i december. Fallande energi- och råvarupriser kommer att bidra till en snabbare nedgång i inflationen framöver, särskilt under andra halvåret 2023. Vår prognos är att inflationen ökar med 9 procent i år och med 2,9 procent 2024.

**Utmaningar i närtid för konsumtionen.** Avtagande inflation och kompensationsstöd till hushållen bör gynna konsumtionen. Fastighetsmarknaden kommer dock att gå över till en mer avvaktande fas och vissa delsegment kommer att uppvisa prisnedgångar på upp till 10 procent. Bredare nedgångar är dock inte sannolika på grund av att utbudet av nya projekt har varit sparsamt och att prisutvecklingen de senaste åren har varit ganska måttlig.

**Arbetsmarknaden svalnar.** Arbetslösheten steg något till 6,9 procent det tredje kvartalet. Uppsägningar kan intensifieras något i början av 2023 för att sedan stabiliseras sedan. Företagare lär bli mer försiktiga med att nyanställa. Antalet vakanser minskar, men är fortfarande höga. Arbetslösheten i slutet av 2023 bedöms ligga på 7,3 procent. Avmattningen på arbetsmarknaden dämpar löneutvecklingen som under tredje kvartalet 2022 steg med 6,3 procent. Det verkar som om företag är tveksamma till att kompensera anställda för de stigande levnadskostnaderna. I år bedöms löneökningstakten bli 7,5 procent, delvis drivet av en minimilönehöjning. Köpkraften börja återhämta sig under tredje kvartalet.

Inflationstakten har toppat  
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

**Ny regering:** Ett nytt koalitionsavtal undertecknades i december mellan New Unity (NU), United List och National Alliance. Medan NU får sju ministrar, inklusive premiärminister Krišjānis Kariņš, får de övriga fyra ministerposter vardera.

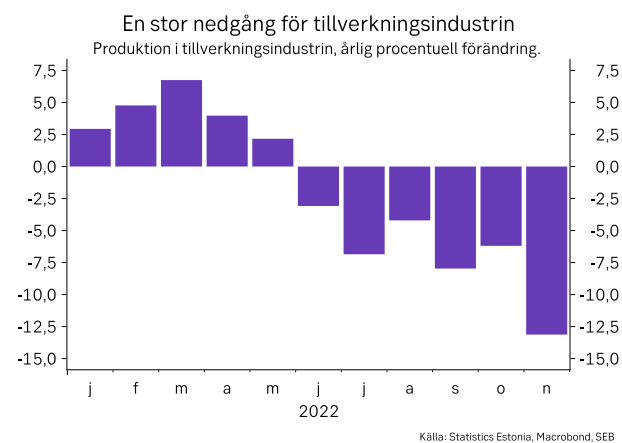


# Estland

## Svag export drivande i recessionen

Det 2,4-procentiga BNP-fallet tredje kvartalet 2022 var en negativ överraskning, men vi tror att siffran kommer att revideras upp. Men en lägre BNP-nivå ökar sannolikheten för en positiv tillväxt framöver i en osäker ekonomisk miljö. Vi förutser en BNP-ökning med 0,2 procent 2023, stödd av motståndskraftig inhemsk efterfrågan och ökad export under andra halvan av året. Efter två år med stagnation växer ekonomin med 3,5 procent 2024 med bredbaserade drivkrafter.

**Problem för tillverkningsindustrin.** I nuläget har tillverkningsindustrin den största uppförsbacken. Nedgången på de nordiska, framför allt den svenska, bostadsmarknaden har sänkt efterfrågan på viktiga estniska exportprodukter som monteringsfärdiga hus och möbler rejält. Industriproduktionen har fallit sedan juni och för sektorer som förädling av trävaror och möbler har nedgången varit 20 procent i årstakt. Någon snar vändning är inte i sikte. Även om läget för den globala ekonomin förbättras under hösten 2023 kommer det att ta längre tid innan de nordiska bostadsmarknaderna återhämtar sig. Sammantaget stagnerar exporten 2023 för att därefter återhämta sig och notera en ökning med 4,5 procent 2024.



**Fastighetsmarknaden bromsar in.** Bostadsmarknaden har bromsat in även i Estland. Lägenhetsförsäljningar i Tallinn minskade med 30 procent under fjärde kvartalet nedgången väntas fortsätta. I vissa segment har även priserna justerats ner men ett större boprisfall kan troligen undvikas i alla fall för nybyggda bostäder när

byggbolagen är välkapitaliserade och löner fortsätter att öka i god takt. Till det kommer att hushållens skuldsättning är klart lägre än i t ex de nordiska länderna vilket ger en lägre räntekänslighet.

**Inhemsk efterfrågan visar motståndskraft.** Efter att ha fallit tre kvartal i rad ökade detaljhandelns försäljning oväntat i november jämfört med oktober. Konsumentförtroendet har förbättrats något men ligger kvar på en låg nivå i ett historiskt perspektiv. Så länge arbetsmarknaden är i gott skick kommer efterfrågan på varor och tjänster att hållas uppe. Vi väntar oss att hushållens konsumtion ökar med 0,3 respektive 3,5 procent 2023–2024.

**Förändrade tider för arbetsmarknaden.** Läget på arbetsmarknaden är för tillfället gott, men arbetslösheten har börjat öka. I december steg den registrerade arbetslösheten till 8,0 procent, vilket är den högsta nivån sedan maj 2021. Sysselsättningsförväntningarna har försämrats de senaste månaderna och arbetslösheten väntas fortsätta att stiga 2023. Samtidigt ligger antalet lediga platser kvar på relativt hög nivå vilket gör att perioden i arbetslöshet, i alla fall för vissa, kommer att bli kort. Mätt som årsgenomsnitt är vår prognos är att arbetslösheten når 7,5 procent 2023 innan den faller till 6 procent 2024.

**Inflationen har nått en plattå.** Inflationen, som blev 19,4 procent 2022, har antligen passerat sin topp. I december föll till och med priserna något jämfört med månaden innan men årstakten är fortfarande hög. Vi väntar oss att inflationen faller till 8,5 procent för helåret 2023.

**Val på gång.** I mars hålls val till parlamentet. Utfallet är osäkert och påverkas av hur många partier som tar sig över tröskeln för att få ledamöter. Inkomstskatten är ett ämne som diskuteras och där reformer framöver är tänkbara.

### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

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

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP OECD	5,7	2,9	0,7	1,7
BNP världen (PPP)	6,0	3,3	2,5	3,3
KPI OECD	4,0	9,6	6,4	2,6
Oljepris, Brent (USD/fat)	71	99	110	100

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr USD	2021	2022	2023	2024
BNP	23 315	5,9	2,0	0,5	1,2
Privat konsumtion	15 903	8,3	2,9	0,9	1,2
Offentlig konsumtion	3 354	1,3	-0,3	1,6	1,2
Bruttoinvesteringar	4 940	5,6	0,4	-1,8	1,7
Lagerbidrag i % av BNP	-19,1	0,2	0,6	-0,4	0,0
Export	2 540	6,1	6,5	1,0	2,6
Import	3 401	14,1	7,8	-2,3	2,7
Arbetslöshet (%)		5,4	3,6	4,0	4,9
KPI		4,7	8,0	3,5	2,2
Kärn-KPI		3,6	6,1	4,4	2,2
Hushållens sparkvot (%)		12,0	4,0	4,2	4,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-10,9	-4,0	-5,5	-6,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		128	122	124	127

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	12 314	5,3	3,4	0,0	1,9
Privat konsumtion	6 289	3,8	4,1	-0,1	1,3
Offentlig konsumtion	2 718	4,3	1,1	1,0	1,9
Bruttoinvesteringar	2 702	3,6	4,7	3,8	2,8
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,4	-0,4	-0,2
Export	6 070	10,5	7,5	4,4	4,0
Import	5 591	8,3	9,0	7,3	3,8
Arbetslöshet (%)		7,7	6,7	6,9	7,9
KPI		2,6	8,4	5,3	1,2
Kärn-KPI		1,5	3,9	4,3	2,5
Hushållens sparkvot (%)		15,3	9,0	11,0	12,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,1	-3,9	-3,0	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		95,4	95,9	94,8	93,5

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

### Inflation

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

### Arbetslöshet (%)

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

## Finansiella prognoser

Officiella räntor	21-Jan	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
USA	4,50	4,75	4,50	3,50	3,00
Japan	-0,10	0,20	0,30	0,30	0,30
Euroområdet, inlåningsränta	2,00	3,25	3,25	3,00	2,50
Storbritannien	3,50	4,00	4,00	4,00	3,50

### Obligationsräntor, 10 år

USA	3,39	3,40	3,00	2,90	2,80
Japan	0,41	0,25	0,25	0,25	0,25
Tyskland	2,02	2,30	2,00	2,00	1,90
Storbritannien	3,30	3,50	3,20	3,00	2,70

### Växelkurser

USD/JPY	128	128	125	123	120
EUR/USD	1,08	1,06	1,08	1,10	1,12
EUR/JPY	139	136	135	135	134
EUR/GBP	0,81	0,89	0,91	0,92	0,93
GBP/USD	1,33	1,19	1,19	1,20	1,20

## Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr SEK	2021	2022	2023	2024
BNP	5 450	5,1	2,9	-1,2	1,1
BNP, dagkorrigerat		4,9	3,0	-1,0	1,1
Privat konsumtion	2 394	6,0	2,9	-1,7	1,2
Offentlig konsumtion	1 409	2,8	-0,3	0,4	-0,2
Bruttoinvesteringar	1 397	6,4	5,5	-3,1	-0,3
Lagerbidrag i % av BNP	16	0,3	1,2	-0,7	0,0
Export	2 479	7,9	4,2	-2,0	4,0
Import	2 246	9,6	6,9	-4,3	2,6
Arbetslöshet (%)		8,8	7,5	8,1	8,5
Sysselsättning		0,9	2,8	0,0	-0,4
Industriproduktion		7,4	0,7	0,0	2,5
KPI		2,2	8,4	9,1	2,5
KPIF		2,4	7,7	6,2	1,6
Timlöneökningar		2,6	2,7	4,5	3,2
Hushållens sparkvot (%)		15,5	11,9	12,3	11,9
Real disponibel inkomst		3,1	-0,3	-2,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		6,3	3,5	4,5	4,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		-78	-164	-10	10
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,1	1,2	0,4	-0,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		36,3	31,5	29,8	30,8

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Styrränta	2,50	3,00	3,00	2,75	2,25
3-månaders ränta, STIBOR	2,86	3,05	3,05	2,80	2,35
10-års ränta	1,85	2,30	2,20	2,20	2,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	-0,17	0,00	0,20	0,20	0,20
USD/SEK	10,37	10,05	9,49	9,23	8,97
EUR/SEK	11,19	10,65	10,25	10,15	10,05
KIX	125,2	118,8	114,0	112,6	111,1

## Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	252	3,0	2,0	-0,3	1,4
Privat konsumtion	128	3,5	2,4	-0,2	1,5
Offentlig konsumtion	62	3,2	2,7	0,8	1,0
Bruttoinvesteringar	60	1,6	3,8	-1,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	1,3	0,0	0,5
Exports	99	5,4	3,0	-0,5	2,0
Imports	99	6,0	6,9	-3,5	2,0
Arbetslöshet (%)		7,6	6,8	7,1	6,9
KPI, harmoniserat		2,1	7,2	4,5	1,5
Timlöneökningar		2,3	2,6	4,0	3,0
Bytesbalans, % av BNP		0,7	-3,5	-0,8	0,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-1,8	-2,7	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		72,4	71,5	72,5	73,0

## Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr NOK	2021	2022	2023	2024
BNP	3 595	3,9	3,1	0,6	2,0
BNP (Fastlandet)	3 193	4,1	3,5	-0,5	1,1
Privat konsumtion	1 572	4,5	6,6	-0,5	1,4
Offentlig konsumtion	949	4,9	-0,1	1,6	2,3
Bruttoinvesteringar	939	-1,2	4,6	0,2	3,6
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	0,1	0,0	0,0
Export	1 176	5,5	1,1	4,4	3,0
Import	1 167	1,7	6,9	1,0	7,0
Arbetslöshet (%)		4,4	3,2	3,6	3,8
KPI		3,5	5,8	5,4	3,0
KPI-ATE		1,7	3,9	5,2	3,1
Årslöneökningar		3,5	3,9	4,7	3,8

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Folioränta	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25
10-års ränta	2,81	2,95	2,60	2,55	2,45
10-års räntedifferens mot Tyskland	79	65	60	55	55
USD/NOK	9,93	9,43	9,03	8,77	8,62
EUR/NOK	10,72	10,00	9,75	9,65	9,65

## Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr DKK	2021	2022	2023	2024
BNP	2 504	4,9	3,0	0,0	2,5
Privat konsumtion	1 106	4,3	-2,1	0,1	2,8
Offentlig konsumtion	608	4,2	0,9	0,6	0,8
Bruttoinvesteringar	566	6,5	4,6	2,2	6,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,5	0,0	0,0
Export	1 494	8,1	7,0	1,0	4,1
Import	1 315	8,2	3,5	2,3	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		4,6	4,8	5,2	4,6
KPI, harmoniserat		1,9	7,7	3,8	1,6
Timplöneökningar		2,3	2,5	2,6	3,3
Bytesbalans, % av BNP		8,3	14,0	10,0	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		2,6	3,0	2,0	2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,0	35,0	34,0	32,0

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Inlåningsränta	1,75	3,00	3,00	2,50	2,25
10-års ränta	2,28	2,55	2,25	2,25	2,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	26	25	25	25	25
USD/DKK	6,90	7,03	6,91	6,78	6,66
EUR/DKK	7,44	7,45	7,46	7,46	7,46

## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	56	6,0	2,2	0,1	3,5
Privat konsumtion	33	8,1	1,0	0,0	3,8
Offentlig konsumtion	10	0,9	0,5	0,6	0,0
Bruttoinvesteringar	12	7,8	2,0	4,0	5,0
Export	45	17,0	12,5	0,4	4,4
Import	43	19,9	12,2	1,3	4,7
Arbetslöshet (%)		7,1	5,9	6,9	6,8
Löner		10,5	13,0	9,0	6,5
KPI		4,6	18,9	9,0	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-0,5	-4,0	-1,6
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,7	38,0	40,9	39,7

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	32,9	4,1	1,6	0,4	2,7
Privat konsumtion	18,0	8,5	8,4	1,0	3,5
Offentlig konsumtion	6,6	4,4	1,9	2,7	2,5
Bruttoinvesteringar	7,8	2,9	1,1	2,5	3,0
Export	21,0	5,9	9,8	2,8	3,7
Import	21,7	13,5	11,0	4,1	4,0
Arbetslöshet (%)		7,6	7,0	7,4	7,2
Löner		11,8	7,3	7,5	6,7
KPI		3,3	17,1	9,0	2,9
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,0	-5,2	-2,9	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,6	41,4	40,0	39,6

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	31	8,0	-0,4	0,2	3,5
Privat konsumtion	15	6,3	2,6	0,3	3,5
Offentlig konsumtion	6	4,0	0,2	3,0	1,0
Bruttoinvesteringar	9	2,8	-13,7	-2,0	5,0
Export	25	19,9	4,6	0,0	4,5
Import	25	21,0	4,1	-3,0	4,0
Arbetslöshet (%)		6,2	5,8	7,5	6,0
Löner		6,9	8,6	7,5	6,5
KPI		4,5	19,4	8,5	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,3	-2,0	-3,5	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		17,6	18,5	20,5	22,0

---

**Jens Magnusson**

Chefsekonom  
+ 46 70 210 22 67

---

**Håkan Frisé**

Prognoschef  
+ 46 70 763 80 67

---

**Daniel Bergvall**

Sverige  
+46 73 523 52 87

---

**Robert Bergqvist**

Tema: USA:s klimatpolitik  
+46 70 445 14 04

---

**Erica Dalstø**

SEB Oslo  
Norge  
+47 2282 7277

---

**Eugenia Fabon Victorino**

SEB Singapore  
Tema: Kina  
+65 6505 0583

---

**Dainis Gaspuitis**

SEB Riga  
Lettland  
+371 67779994

---

**Johan Hagbarth**

Aktiemarknaden  
+46 8 763 69 58

---

**Jussi Hiljanen**

Räntemarknaden  
+46 8 506 231 67

---

**Olle Holmgren**

Sverige  
+46 70 763 80 79

---

**Cecilia Kohonen**

Kommunikatör  
+ 46 70 763 79 95

---

**Elisabet Kopelman**

USA  
Tema: USA:s klimatpolitik  
+ 46 70 655 30 17

---

**Elizabeth Mathiesen**

SEB Köpenhamn  
Danmark  
+45 285 517 47

---

**Seyran Naib**

Storbritannien  
+ 46 70 739 14 77

---

**Mihkel Nestor**

SEB Tallinn  
Finland, Estland  
+372 6655172

---

**Tadas Povilauskas**

SEB Vilnius  
Litauen  
+370 68646476

---

**Bjarne Schieldrop**

SEB Oslo  
Tema: Avklingande energikris  
+47 9248 9230

---

**Marcus Widén**

Euroområdet  
Tema: Tung börda för hushållen  
+46 70 639 10 57

---

Denna rapport publicerades den 24 januari 2023.  
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 20 januari 2023.

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.