

Utmanande tider väntar



Världen bromsar in men recessionen ser alltjämt ut att bli relativt mild

Den globala ekonomin har hittills visat oväntat stor motståndskraft. Framöver pressas dock hushållen än hårdare av stigande räntor, hög inflation och energibrist vilket bidrar till nedjusterade tillväxtutsikter för 2023 och 2024. Att delar av näringslivet har goda möjligheter att klara sig relativt bra, talar för en ganska mild nedgång i ett historiskt perspektiv. Riskerna i prognosen ligger dock på nedsidan kopplade till olika konsekvenser av kriget i Ukraina samt att centralbankerna eventuellt underskattar ekonomiernas räntekänslighet.

De senaste månaderna har de flesta ekonomier uppvisat oväntat stor motståndskraft mot stigande räntor och inflation. Hushållen fortsätter att spendera pengar på konsumtionsområden som var låsta under pandemin, delvis genom att utnyttja sparbuffertar. Företagen har gynnats av lättnader när det gäller globala leveransstörningar samt en fortsatt relativt god efterfrågan på många områden. Att den ekonomiska aktiviteten hålls uppe på kort sikt är positivt på flera sätt. Det kan bidra till att perioden med uppdriven arbetslöshet framöver blir kortare och det ger också ökad tid för förberedelser inför de olika utmaningar som världsekonomin nu står inför. Riskerna för en djup nedgång orsakat av en "perfekt storm" där en rad påfrestningar kommer samtidigt har därmed minskat. Vi har under de senaste veckorna publicerat uppdateringar av våra prognoser för en rad länder. Sammantaget har BNP-

prognoserna för 2022 justerats upp och BNP-tillväxten i de utvecklade ekonomierna (OECD-området) väntas nå 2,7 procent i år jämfört med 2,4 i augustiprognosen.

Tyvärr bara tillfälligt andrum. Någon varaktig lättnad är dock svår att se så länge de grundläggande problemen kring inflation, energiförsörjning och geopolitisk oro består. Överhettad arbetsmarknad och fortsatt hög inflation har bidragit till att Federal Reserve (Fed) vid flera tillfällen den senaste tiden gjort marknaderna besvikna genom att signalera att kampen mot inflationen har fortsatt högsta prioritet. För amerikansk del leder därmed starka produktions- och jobbdatabar till ökad osäkerhet om hur mycket Fed anser sig behöva höja räntan för att säkerställa tillräcklig avkyllning av ekonomin. I Västeuropa har energipriserna, framför allt på naturgas, kommit ned rejält den senaste tiden. Men priserna lär åter stiga under vintern och ligga kvar på höga nivåer under ganska lång tid. Något slut på kriget i Ukraina går i nuläget inte att skönja vilket innebär att Ryssland fortsatt kan spela ut energikortet när det är som mest kännbart för EU.

Global BNP-tillväxt

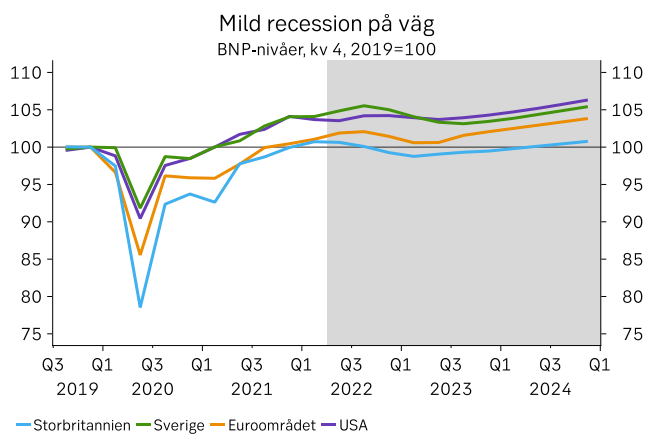
Årlig procentuell förändring

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

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

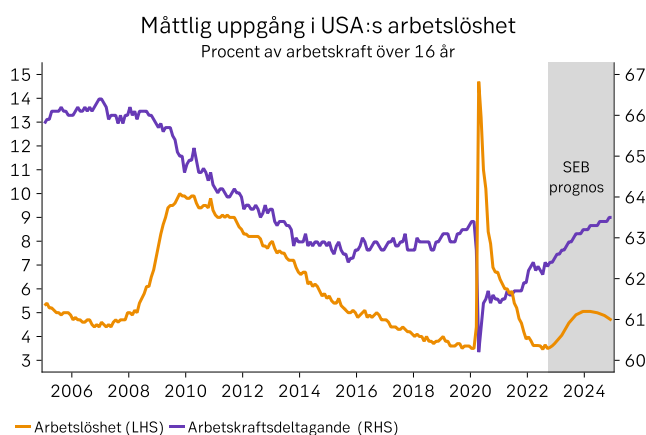
Nedjusteringar för 2023 och 2024. Mycket tyder därför på att 2023 kommer att präglas av en konsumtionsledd nedgång på bred front. I USA väntas BNP falla både första och andra kvartalet och till skillnad från situationen 2022 tror vi att arbetsmarknaden försvagas på ett sätt som gör att det formellt kommer att klassas som en recession. Även Västeuropa går in i en recession med negativ BNP-tillväxt för helåret 2023 i såväl euroområdet som Storbritannien. Sammantaget har vi justerat ned BNP för 2023 för OECD-området från 0,9 till 0,5 procent. Nedrevideringen för 2024 är av samma storleksordning och vi förutser nu en BNP-ökning på knappt 2 procent. För tillväxtekonomier (Emerging

Markets, EM) är prognoserna relativt oförändrade. Förloppet är dock annorlunda än för OECD-området eftersom kinesisk återhämtning gör att tillväxten för vårt EM-aggregat växlar upp något 2023. Detta bidrar till att jämna ut tidsprofilen för global BNP som når 2,3 procent som lägst 2023, dvs något över de 2 procent som ofta används som riktmärke för global recession.



Skillnader och likheter mellan USA och Europa

BNP-tillväxten under perioden 2022-24 väntas bli relativt likartad i USA och Västeuropa. Ändå har skillnaderna när det gäller utmaningarna ökat den senaste tiden. Det gäller inte minst energisidan där läget normaliserats i USA medan den europeiska situationen ser ut att förbli allvarlig under ganska lång tid. Att vi trots det tror på en högre BNP-tillväxt i Västeuropa under 2024 beror bl a på ett svagare utgångsläge. Ackumulerat över pandemiåren 2020 och 2021 steg BNP i USA med ungefär 3 procent medan den minskade med 1 procent i euroområdet och med hela 4 procent i Storbritannien. Däremot var BNP-utvecklingen i Norden mer i linje med den amerikanska. Att arbetsdeltagandet i USA är fortsatt nedtryckt (se graf) bidrar till att förvärra överhettningssproblemen. I det avseendet är skillnaden stor jämfört med Norden, där inte minst det svenska arbetsutbudet utvecklats starkt.



Feds syn på Phillipskurvan avgörande. Olika förutsättningar när det gäller resursläget påverkar också kopplingen mellan prognoserna för styrräntor och tillväxt. För USA är vi i hög grad beroende av Feds bedömningar av hur mycket ekonomin måste kylas av för att man ska vara tillräckligt säker på att inflationen är under kontroll. Så länge starka utfallsdata bara leder till att Fed skruvar upp sina höjningsplaner är inte mycket vunnet. Det blir då viktigare att tolka Feds syn på t ex jämviktsarbetslöshet och samspelet mellan arbetslöshet och löneutveckling (Phillipskurvan) än att försöka värdera informationen i kortsiktiga tillväxtindikatorer. Feds analyser, t ex i en färsk stabilitetsrapport, tyder på att man ser det finansiella systemet som relativt robust i nuläget t ex när det gäller skuldsättningen i privat sektor. Detta kan bidra till att man betraktar ekonomin som relativt motståndskraftig mot räntehöjningar.

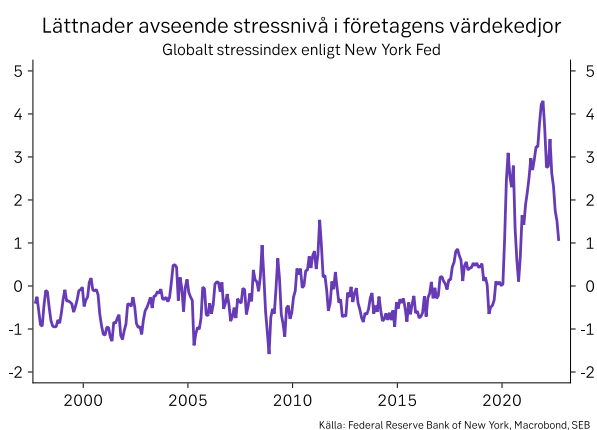
Risk för att ekonomins räntekänslighet underskattas. Men takten i räntehöjningarna är nu historiskt mycket hög. Före den globala finanskrisen höjde t ex Fed styrräntan med sammanlagt 4,25 procentenheter under en period på drygt två år. Nu tyder allt på att man kommer att höja mer än så på mindre än ett år. Därtill ska man lägga omsvängningen från att vara nettoköpare av värdepapper till att banta balansräkningen (från QE till QT). Den stora eftersläpningen när det gäller räntehöjningarnas effekter på ekonomin utgör ett stort dilemma och vi ser risker för att Fed underskattar ekonomins räntekänslighet. I Europa finns också liknande risker trots att styrräntorna inte väntas nå lika höga nivåer som i USA. Svaga ekonomier med hög statskulda i Sydeuropa samt högt belånade hushåll med hög andel rörliga lån i Sverige och Norge skapar en extra stor sårbarhet. Det lägre resursutnyttjandet i Europa innebär dock större frihetsgrader för centralbankerna. Detta förstärks av att inflationen i högre grad är utbudsdriven, främst via energipriserna. Det är därför inte alls självklart att den ekonomiska aktiviteten måste tryckas ned för att inflationen ska ge med sig. Utvecklingen av inflationsförväntningar och lönebildningens utformning får därmed en mer självständig betydelse för tillväxtprognoserna än i USA.

Hushållsledd recession ovanligt

Historiskt har recessioner ofta utlöstes av obalanser i företagssektor t ex via investeringsexcesser eller stora lagersvängningar. De senaste decennierna har också finansiella obalanser, som lett till stora omslag i kreditförhållanden, haft stor betydelse. Nu däremot gör inflations- och räntechockerna att hushållen kommer mest i kläm. Trots att konsumenternas framtidstro ligger på rekordlåga nivåer har dock konsumtionen hittills hållits uppe med hjälp av sparbuffertar och stark önskan att återgå till normala vanor efter pandemin. Sparbuffertarna är inte uttömda, men det är inte

realistiskt att tro att hushållen ska kunna stå emot fortsatt hög inflation och stigande räntor. Stigande arbetslöshet och, i varierande grad, fallande bostadspriser bidrar också till att motvinden hårdnar allt mer.

Flera skäl till företagets motståndskraft. BNP-nedgångens djup kommer att avgöras av i vilken grad en konsumtionsnedgång sprider sig till investerings- och företagssidan. Det finns flera skäl till den motståndskraft som hittills uppvisats. Rådande globala miljö slår mycket olika mot olika branscher. Den ökande geopolitiska spänningen har accentuerat behov av upprustning i många länder som gynnar delar av tung industri. Samtidigt skapar klimatomställningen ett stort underliggande investeringsbehov. På kort sikt gynnas också flera branscher av lättnader när det gäller globala leveransproblem. Sektorer som traditionellt är cykliskt känsliga, och som därtill ofta ligger tidigt i konjunkturcykeln, sitter nu med fulla orderböcker. Att tillgången på insatsvaror nu förbättras ger möjligheter att övervintra om den allmänna konjunkturedgången inte blir alltför djup



Kommer företagets "pricing power" att bestå? Det finns nu en rad intressanta kopplingar mellan aktiemarknadens utveckling och makroprognoserna. Hittills har många företag haft goda möjligheter att genomföra prishöjningar. Med hjälp av sådan "pricing power" har vinster och vinstförväntningar hållits uppe ganska väl trots ökande kostnader. Om konjunkturedgången inte blir djupare än i vår huvudprognos kommer sannolikt möjligheterna att öka priserna att förbli relativt goda, vilket mildrar marginalpressen framöver.

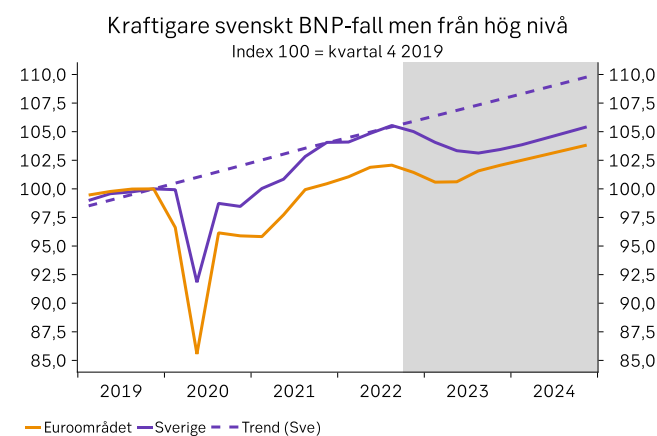
Ränteuppgången slår olika. Konsekvenserna av de aggressiva räntehöjningarna har förstärkt skillnaderna när det gäller börsutvecklingen mellan olika sektorer. Efter tidigare kraftiga uppgångar har räntekänsliga fastighetsbolag och tillväxtaktier generellt drabbats hårt när vi gått från en "Tina-" till en "Tara-miljö" ("There is no alternative" till "There are reasonable alternatives"). Däremot är industriföretagen över lag mycket finansiellt starka och därmed mindre räntekänsliga än normalt. Därtill har det högre ränteläget gynnat bankernas vinstutsikter. Tittar man t ex på de ledande USA-börserna avspeglas detta i kraftiga

skillnader. Medan Dow Jones-index bara fallit med knappt 10 procent sedan toppen har Nasdaqbörsen gått ned med ca 30 procent (enligt datering 11 november). Hur nästa fas i detta drama gestaltar sig blir viktigt både för börsen och konjunkturen. Det finns en uppenbar risk att de aggressiva räntehöjningar som nu genomförs skapar olika typer av finansiella stresssymptom som får systempåverkande effekter. I förlängningen skulle detta kunna leda till såväl kraftigt ökade kreditförluster för bankerna som en allmän kreditåstramning ("credit crunch") med tillväxtdämpande konsekvenser. Därmed skulle nästa fas i krisen drabba sektorer som hittills klarat sig bäst. Detsamma gäller om efterfrågan viker tydligt mer än förutsett, vilket skulle slå mot såväl försäljning som marginaler.

Realiseras vårt huvudscenario talar dock mycket för att börsen är nära punkten där placerarna mer varaktigt blickar förbi de kortsiktiga problemen. I stället riktas fokus då på nästa fas när inflation och räntor toppat och tillväxten bottenat. Den senaste månadens uppgång kan markera början på den miljön, men givet att vinstestimaten kan komma att skruvas ner en del under kommande kvartals vikande tillväxt ska risken för nya kortsiktigt drivna orosperioder inte underskattas. Eventuella nedgångar blir då sannolikt tillfälliga (se mer i *Investment Outlook* som publiceras 22 november).

Nordisk motståndskraft; Sverige mest sårbart

I linje med övriga Europa har de nordiska ekonomierna hittills visat stor motståndskraft. I Sverige överraskade t ex BNP för tredje kvartalet positivt vilket lett till en uppjustering av BNP-tillväxten till 2,9 procent för 2022. Framöver kommer vi dock att se tydligare påverkan från pressade realinkomster för hushållen, stigande bolåneräntor och svagare husmarknad i hela Norden. Svenska sentimentsindikatorer har de senaste månaderna sjunkit till nivåer som indikerar fallande BNP. Prognosen för tillväxten 2023 har justerats ned relativt kraftigt från 0 till -1,5 procent.



Betydande svenskt BNP-fall 2023. Att den svenska BNP-nedgången blir större än i Västeuropa generellt beror på flera faktorer. Återhämtningen efter pandemin har varit starkare, vilket på samma sätt som i USA innebär ett mer ansträngt resursläge i utgångsläget. En hög andel rörliga lån gör att stigande räntor snabbt får genomslag bl a genom att pressa ner hushållens köpkraft. Detta har också bidragit till att bostadspriserna vänt ned på ett tydligare sätt än i omvärlden. Högt uppdrivna prisnivåer efter decennier utan någon tydlig korrektion i kombination med kraftiga prisuppgångar under pandemin bidrar också till en ökad sårbarhet, vilket är den främsta drivkraften bakom den förväntade nedgången i ekonomin. Kompensation för höga elpriser samt sänkta bensinskatter mildrar fallet i hushållens köpkraft. Men det finanspolitiska stödet ser ut att bli svagare än i grannländerna och lägre än vi tidigare antagit. BNP-fallet gör att arbetsmarknaden nu väntas försvagas med gradvis stigande arbetslöshet som sedan planar ut på nivåer över 8 procent under första halvåret 2024.

BNP-tillväxt, Norden

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Sverige	5,1	2,9	-1,5	1,3
Norge	3,9	2,1	0,8	1,9
Norge (fastland)	4,1	2,8	-0,4	0,8
Danmark	4,9	2,5	-0,5	2,5
Finland	3,0	2,0	-0,2	1,6
Norden	4,4	2,5	-0,5	1,8

Källa: IMF, SEB

Recessionen i övriga nordiska länder väntas bli mildare än i Sverige. Sentimentsindikatorer varslar om en kraftig inbromsning i norsk ekonomi i vinter. Svagare utsikter för inhemsk efterfrågan, med avstannande privat konsumtion och svagare investeringsuppgång, gör att BNP-tillväxten i fastlandsekonomin väntas falla från 2,8 procent 2022 till -0,4 procent nästa år. Högre oljerelaterade investeringar nästa år gör dock att totala BNP väntas öka 0,8 respektive 1,9 procent under 2023 och 2024. Spridningseffekter till fastlandsekonomin bidrar också till att försvagningen av fastlands-BNP 2023 blir mildare än i grannländerna. Å andra sidan stannar BNP-tillväxten på 0,8 procent under 2024; klart lägre än i övriga Norden. Den underliggande KPI-ATE-inflationen stiger på bred front och väntas fortsätta högre under kommande 3-6 månader. Stora elsubventioner gör dock att KPI stiger mindre än i andra länder.

Dansk ekonomi är väl rustad för att stå emot

påfrestningar. Fallande reallöner, högre bolåneräntor och stramare lånevillkor börjar dock tynga konsumtionen

samtidigt som huspriserna visat tecken på att börja sjunka. Tillväxtprognosen för i år har sänkts till 2,5 procent och väntas följas av en nedgång på 0,5 procent 2023, medan 2024-prognosen är oförändrad på 2,5 procent.

Arbetsmarknaden har förblivit relativt stark och löneökningstakten väntas fortsätta att accelerera under perioden. 2023 kommer dock att visa en tillfällig paus, givet tecken på stigande varsel och relativt utbredda planer på personalneddragningar i näringslivet.

Finsk ekonomi får stöd av stark arbetsmarknad

och export. En recession är dock oundviklig och tillväxt på 2,0 procent i år väntas följas av en marginell nedgång i BNP på 0,2 procent 2023 följt av en återhämtning med 1,6 procent 2024. Industrin har visat större motståndskraft jämfört med euro-området generellt och sysselsättningsgraden är den högsta på mer än ett decennium. I likhet med övriga Norden har aktiviteten på husmarknaden dämpats. Byggandet väntas tynga BNP under både 2023 och 2024 och svagare efterfrågan kommer att kyla av arbetsmarknaden med en viss uppgång i arbetslösheten. Recessionen i ekonomin blir dock kortvarig och mild.

BNP-tillväxt, Baltikum

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Litauen	6,0	2,2	0,1	3,0
Lettland	3,9	1,5	1,1	3,5
Estland	8,0	0,6	0,3	3,5
Baltikum	5,9	1,6	0,4	3,3

Källa: IMF, SEB

Baltikum hårt pressat av hög inflation

Ekonomierna i Baltikum går nu i likhet med EU generellt in i recession, även om helårssiffrorna för 2023 förblir svagt positiva. Jämfört med augustiprognosen är revideringarna förhållandevis små. Kopplingen till rysk ekonomi har minskat kraftigt på senare, vilket innebär att det största hotet kommer från den höga inflationen som toppar en bit över 20 procent. Att inflationstakten blir så hög beror på att energi- och livsmedelspriser stiger betydligt snabbare än i euroområdet som helhet samtidigt som de också utgör en större andel av de totala konsumtionsutgifterna. I en sådan miljö är årliga löneökningar på 7 till 10 procent otillräckliga för att förhindra en urholkning av hushållens köpkraft. En stark underliggande tillväxttakt i kombination med att inflationen nu gradvis faller tillbaka gör att våra konsumtionsprognoser ändå landar strax över noll 2023. För 2024 förutspår vi en ökning på drygt 3 procent då inflationstakten faller tillbaka till runt 2 procent. Den relativa motståndskraften gör att uppgången i arbetslöshet blir

modest. Byggnaderna hämmas av stigande räntor och minskad efterfrågan, men sektorn blir ändå inte samma sänke som under finanskrisen.

Inflation, Baltikum

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
Litauen	4,6	19,0	9,0	2,0
Lettland	3,3	16,9	9,9	2,1
Estland	4,5	18,9	8,5	2,0

Källa: IMF, SEB

Utdraget krig mest troligt. Rysslands invasion av Ukraina är inne på sin nionde månad. De ukrainska styrkorna har lyckats skapa sig ett visst övertag de senaste månaderna, men Kreml visar betydande motvilja mot att ge upp de delar man tagit sedan 2014. Den partiella ryska mobiliseringen av runt 300 000 soldater och en omställning av industrin för att möta behovet av krigsmateriel innebär sannolikt att kriget fortsätter även nästa år. Det västerländska stödet till Ukraina lär fortsätta även om man kan skönja tydligare sprickor i uppslutningen både i USA och Västeuropa. I vårt huvudscenario använder Ryssland inte kärn- eller andra massförstörelsevapen. Detta kan dock inte uteslutas med tanke på att retoriken från Kreml om att användande av kärnvapen eller "smutsiga" bomber kan bli aktuellt om regimen skulle känna sig hotad.

Energi och räntor dominerar nedåtriskerna

Sedan Ryssland påbörjade sin invasion i Ukraina har nedåtriskerna i prognosen i hög grad varit kopplade till ännu högre energipriser eller andra ekonomiska konsekvenser av en eskalering av konflikten. Med tanke på det fortsatt spända läget fortsätter kriget i Ukraina och Rysslands relationer med omvärlden att stå i fokus. Under kommande vinter kan man t ex inte utesluta att de ryska gaskranarna helt stängs för att sätta ytterligare press på Västeuropa. Det riskerar att tvinga fram mer omfattande ransonering och orsaka en betydligt djupare recession än den som ligger i vårt huvudscenario. Centralbankernas alltmer aggressiva räntehöjningar börjar nu emellertid också påverka riskbilden. Om det visar sig att Fed och andra centralbanker underskattar ekonomins räntekänslighet och riskerna för finansiella stresssymptom får vi en mer dramatisk nedgång.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

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

Källa: SEB.

Fortsatt begränsad potential på uppsidan. I rådande läge är det naturligt att också koppla utsikterna till ett mer gynnsamt scenario till inflationsutvecklingen. Ett snabbare slut på kriget i Ukraina eller en oväntat stor omställningsförmåga i Västeuropa kan bidra. Det är också möjligt att vi under-skattar kraften i inflationsnedgången i ett lite längre tidsperspektiv. Sammantaget dominerar nedåtriskerna när det gäller de realekonomiska utsikterna. Vi sätter denna gång en sannolikhet på 25 procent för det negativa scenariot och 15 procent för det positiva.

Avmattning även bland EM-ekonomierna

Tillväxten i de flesta EM-ekonomier väntas bromsa in 2023 i linje med global ekonomi. Stagnation i OECD-länderna samt hög inflation och fortsatta produktionsstörningar i sviterna av pandemin samt kriget i Ukraina, är de viktigaste förklaringarna. Kinas uppväxling av BNP-tillväxten 2023 utgör ett undantag från den generella bilden och bidrar till att BNP för vårt EM-aggregat faktiskt stiger från 3,6 procent i år till 3,8 procent 2023. Om vi exkluderar Kina dämpas i stället tillväxten från 3,8 procent 2022 till 2,9 procent 2023; en nedjustering med 0,2 procentenheter jämfört med augustiprognosen.

Kinas BNP-tillväxt ser ut att stanna på 3,5 procent i år, bl a beroende på strikta COVID-restriktioner som främst hämmat hushållens konsumtion. Gradvis lättad COVID-strategi bidrar till att BNP-tillväxten växlar upp 2023. Problem inom bygg- och fastighetssektorn samt svag export i spåren av vikande global efterfrågan betyder dock att BNP-tillväxten stannar vid 5,3 procent. Kina är nu också på väg in i en fas med lägre trendmässig tillväxt. Peking står inför utmaningen att undvika att hamna i den s k medelinkomstfällan med fortsatt beroende av sektorer med relativt lågt förädlingsvärde (value added). Strategin för att undvika denna risk går ut på att öka den statliga styrningen av ekonomin, minska beroendet av omvärlden och satsa på teknologisk utveckling och innovation. Peking kan troligen hitta sektorer med utvecklingspotential att satsa på men den stora risken är att man får svårt att anpassa sig när förutsättningarna ändras.

BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM

Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

Indiens ekonomi har också börjat bromsa in märkbart.

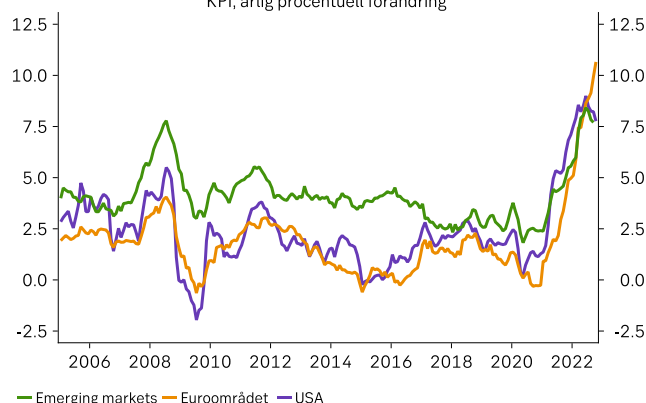
Detta beror främst på vikande exportefterfrågan och penningpolitisk åtstramning som svar på stigande inflation. Att utrymmet för finanspolitisk stimulans är begränsat medverkar till att BNP-tillväxten stannar vid 5,7 procent 2023. Inflationen ser dock ut att ha kulminerat och väntas falla under andra delen av 2023. Detta skapar utrymme för penningpolitiska lättnader som ger stöd till ekonomin 2024.

Brasilien står inför stora utmaningar. BNP väntas i år växa med 2,6 procent drivet av finanspolitiska stimulansåtgärder samt höga råvarupriser. Konsumentförtroendet är fortfarande ganska starkt medan industriproduktionen försvagats. För att undvika marknadsoro behöver den nygamla president Lula da Silva hålla tillbaka statsutgifterna 2023 för att statskulden på 90 procent av BNP inte ska öka än mer. Vi räknar med att tillväxten bromsar in till 0,8 procent 2023 för att sedan återhämta sig till 2,0 procent 2024.

Utsikterna för rysk ekonomi är mycket osäkra. Det beror bl a på att det är svårt att bedöma hur hårt sanktionerna verkligen slår i olika tidsperspektiv. Därtill har myndigheterna slutat publicera en del statistik, bl a avseende utrikes-handeln. Kriget hämmar hushållens konsumtion kraftigt och detta kompenseras bara delvis av ökade statliga utgifter och investeringar. Effekten av att många utländska företag lämnat Ryssland eller kraftigt dragit ner på sin verksamhet där börjar synas i industriproduktionen som föll med 3,1 procent i årstakt i september. Vi väntar oss att BNP krymper med runt 4,0 procent i år och med cirka 3,0 nästa år.

Låg risk för djup EM-kris. Vår bedömning är att sannolikheten för en djupare kris bland EM-ekonomierna generellt är relativt låg. Situationen avseende bytesbalans och offentliga finanser är nu betydligt mer stabil i de större EM-ekonomierna jämfört med t ex situationen vid Asienkrisen på 1990-talet. Men trots den relativt ljusa bilden på aggregerad nivå står många mindre utvecklingsekonomier nu inför en svår period i spåren av vikande tillväxt, höga matpriser, stigande globala räntor och minskade kapitalflöden. Dessa problem förstärks också av den starka USA-dollar som skapar extra stora utmaningar för länder med hög dollar-denominerad skuldsättning. Men även på denna punkt är vår bedömning att många större EM-ekonomier har fått en ökad motståndskraft via starkare utrikesbalans och offentliga finanser. En del länder kan också dra nytta av höga råvarupriser i dollar.

Måttlig inflationsuppgång i EM
KPI, årlig procentuell förändring



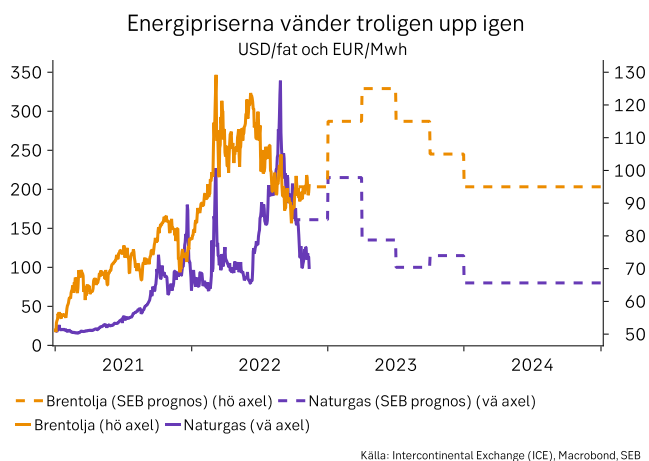
Måttlig inflationsuppgång. Särskilt noterbart är att uppgången i inflation varit oväntat dämpad. Både historiska erfarenheter och det faktum att mat väger tungt i konsumtionskorgen talar egentligen för att EM-ekonomiers inflation skulle kunna dra i väg. Nuvarande inflationstakt för vårt EM-aggregat ligger dock något under USA och klart lägre än euroområdet. Detta är extra anmärkningsvärt mot bakgrund av den högre underliggande trenden i EM-ekonomierna. Det finns flera förklaringar till detta. Centralbanker i EM-ekonomierna var snabba att strama åt penningpolitiken och utrymmet för finanspolitisk stimulans var också begränsat. Därtill har uppgången i energipriser varit mer dämpad, bl a beroende på att ett flertal större tillväxtekonomier som Kina och Indien har kunnat importera relativt billig rysk olja. Stigande priser på naturgas har heller inte påverkat EM-inflationen i speciellt hög utsträckning.

Långsiktigt högre energipriser

Naturgaspriserna i Europa har fallit med nästan 80 procent sedan de astronomiska pristopparna i slutet av augusti. Priserna på naturgaskontrakten för 2023 till 2024 har samtidigt sjunkit med ca 50 procent. Trots detta ligger terminspriserna 4 till 6 gånger högre än normalt. Detsamma gäller elpriserna då marginalpriserna för naturgas styr en stor del av den europeiska energimarknaden. I takt med att de energiprissäkringar, som tecknades vid normala prisnivåer löper ut, ökar därtill bördan för europeiska företag.

Varaktigt höga naturgas- och elpriser. Alla möjligheter till energianpassning prövas nu. Men det tar tid att ställa om till ett nytt energisystem och den kortsiktiga lösningen innebär mer LNG (flytande naturgas), kol och olja i kombination med en smärtsam minskning av energikonsumtionen. Frågan är om den pågående energiomställningen kan påskyndas genom utbyggnaden av sol- och vindkraft, energi-effektiviseringar och elektrifieringen av fordonsflottan. Även ny kärnkraft tycks bli en del av lösningen. Vår prognos för naturgaspriserna 2023-25 är oförändrade sedan augusti. Vår bedömning är således att EU troligen får vänja sig vid

gas- och elpriser som är tre till sju gånger högre än normalt till dess långsiktiga lösningar är på plats.



Utudsbrist och recessionsoro balanserar oljepriset.

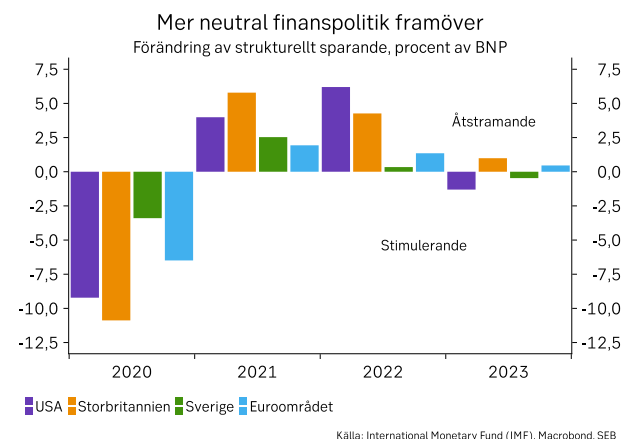
Oljemarknaden har varit ansträngd under hösten med gradvis minskande oljelager i USA. Recessionsoro i spåren av räntehöjningar och kinesiska nedstängningar har dock periodvis skapat nedåtpress på priserna. Inför vintern är nu oljelagren låga och krisen för dieselprodukter är värre än 2008. Ett kallt första kvartal 2023 kan därför bli mycket problematiskt. Nya sanktioner mot import av råolja och oljeprodukter från Ryssland kommer att införas runt årsskiftet och sammantaget tror vi att priset på Brentoljan ökar till 115 USD per fat under första kvartalet och vidare upp till 125 USD andra kvartalet 2023. Därefter väntas priserna falla tillbaka under andra halvåret. Mätt som årsgenomsnitt står vi fast vid prognosen från augusti om ett brentpris på 115 resp. 95 USD per fat för 2023 och 2024.

Temat att vi står inför ett helt decennium av strama förhållanden på oljemarknaden har rönt ökat intresse. Detta skulle bero på att investeringarna i olje- och gasproduktion varit låga de senaste tio åren, vilket resulterat i utbudsbegränsningar på många håll. Ökad utvinning av amerikansk skifferolja verkar också vara svår att få till stånd. Sammantaget talar mycket för att makten över oljepriset är på väg att skifta tillbaka till OPEC och priser på över 100 USD per fat kan bli det normala under ett antal år framöver.

Finanspolitiken relativt neutral framöver

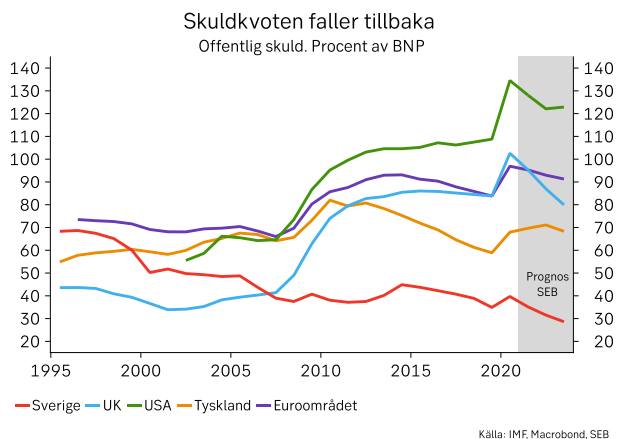
Under pandemin ryckte en aktivistisk finanspolitik ut för att stötta hushåll och företag när penningpolitikens manöverutrymme var mycket litet. Balansgången är nu betydligt knepigare när finanspolitisk stimulans riskerar att förvärra inflationsproblemen och därmed tvinga fram än mer aggressiva räntehöjningar. Därtill innebär redan höga offentliga skulder, högre ränta och centralbanker som inte längre köper statsobligationer att manöverutrymme har minskat. Att denna nya miljö medför risker fick t ex den

brittiska toryregeringen erfara när marknaderna i början på oktober reagerade hårt med bl a stigande marknadsräntor och försvagat pund på ett budgetförslag med ofinansierade skattesänkningar. Detta fungerar säkert som en varningsklocka för andra länder. Å andra sidan kan en alltför passiv finanspolitik bidra till en onödigt djup recession och social oro när hushållens levnadskostnader stiger dramatiskt.

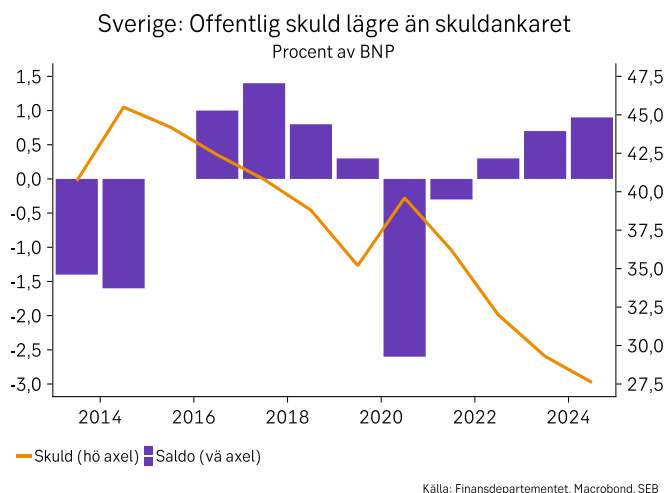


Offentliga skulden faller tillbaka som andel av BNP. Det är tydligt att länder som genomförde de mest aggressiva stimulanserna 2020, främst USA och Storbritannien, mött den starkaste motvinden 2021 och 2022 (se graf). För de kommande åren ser finanspolitiken ut att bli ganska neutral i många länder. Stora energistödprogram sätts nu visserligen i främst Europa men samtidigt fasas de sista pandemistöden ut ur systemen. Den höga inflationen bidrar också till att skattebaserna i löpande pris ökar i snabb takt, vilket ger en åtstramande effekt.

Biden-administrationen får svårare att driva igenom sin agenda när det amerikanska mellanårsvalet med stor sannolikhet resulterade i att den ena av kongressens båda kamrar, representanthuset, får en republikansk majoritet. Detta leder i sin tur troligen till en mer neutral finanspolitisk inriktning. Efter den politiska turbulensen i Storbritannien lär nu premiärminister Sunaks regering gå mer försiktigt fram och undvika ideologiska överslag. Manöverutrymme inom euroområdet skiljer sig markant åt. När de tyska krisprogrammen växlat upp i styrka har vi sett kritik från andra länder mot de konkurrensfördelar som finanspolitisk styrka kan ge. Generellt faller de offentliga skulderna som andel av BNP de kommande åren när underskotten minskar samtidigt som BNP i löpande pris drivs upp av den höga inflationen.



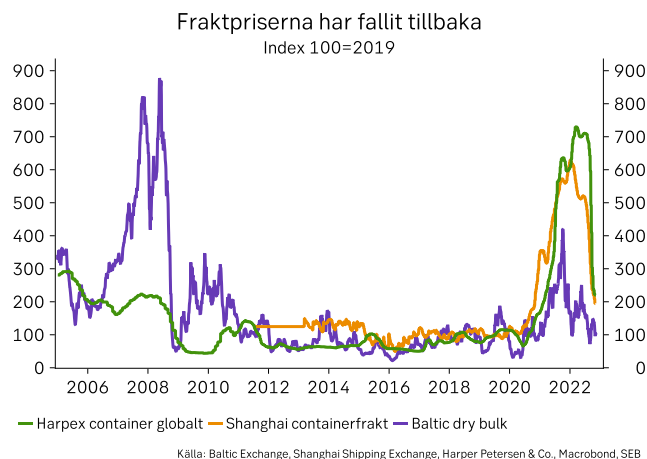
Oväntat stram svensk finanspolitik. Den nya moderatledda regeringen i Sverige tillträder i en situation där statsfinanserna är starka men ekonomin håller på att försvagas. Den budgetproposition för 2023 som presenterades den 8 november blev något stramare än vi väntat oss. Detta kan delvis bero på den korta tid man haft för förberedelser. Mer allmänt har också regeringen signalerat att man vill föra en stram politik för att säkerställa att det finns resurser om nedgången skulle fördjupas och för att undvika att ytterligare spå på den redan höga inflationen. Den stora utgiftssatsningen med kompensation för höga elpriser till hushåll och företag verkar stanna på 55 miljarder SEK vilket är lägre än de utspel som gjordes före valet.



Utöver elpriskompensationen presenteras reformer som belastar budgeten med ca 40 miljarder SEK. De största posterna är sänkt drivmedelsskatt (6,7 mdr SEK), ökat statsbidrag till kommuner och regioner (6 mdr SEK) och bibehållen nivå i a-kassan (5,8 mdr SEK). Effekterna på ekonomin begränsas dock av flera faktorer t ex höjda energiskatter och att statsbidragen till kommunerna ligger långt under den nivå som Sveriges Kommuner och Regioner (SKR) menar behövs för att upprätthålla befintlig nivå i verksamheten, givet bl.a. den höga inflationen. Sammantaget får budgeten därmed betraktas som förhållandevis återhållsam, särskilt med tanke på det ansträngda

konjunkturläget. Risken att Riksbankens ansträngningar att bekämpa inflationen skulle motverkas av en alltför frikostig finanspolitik framstår därmed i nuläget som liten.

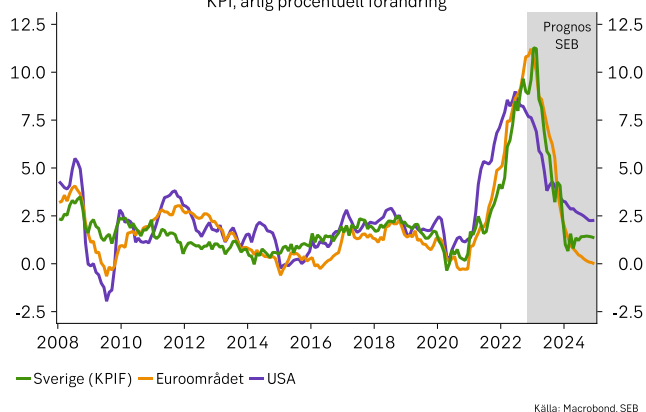
Större manöverutrymme än i omvärlden. Såväl våra egna som regeringens kalkyler tyder på att den offentliga bruttoskulden redan i år kommer att understiga skuldankaret på 35 procent av BNP, för att därefter fortsätta sjunka under 30 procent år 2024. I kombination med överskott i budgetprognoserna innebär att det finns utrymme för ytterligare stimulanser utan att bryta mot det finanspolitiska ramverket. I nuvarande läge med hög inflation och en stram arbetsmarknad finns det skäl att spara på det finanspolitiska krutet. Men de starka statsfinanserna ger onekligen ett betydande manöverutrymme om det skulle visa sig att konsumtionen tvärbromsar när hushållen nu ställs inför stora utmaningar med urholkad köpkraft och ytterligare stigande räntor.



Mer blandade inflationssignaler

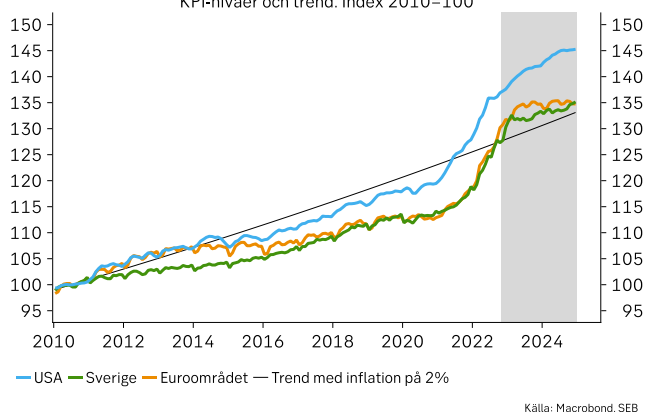
De senaste månaderna har vi sett en del ljuspunkter när det gäller de kortsiktiga inflationssignalerna. Fraktpriserna har sjunkit markant och flaskhalsproblemen har generellt lättat. Det finns också tidiga tecken på att prisökningarna på jordbruksråvaror håller på att dämpas även om rörelsen ännu är för liten för att påverka våra prognoser på livsmedelspriserna i konsumentledet. Skillnaderna mellan USA och Västeuropa när det gäller inflationsmiljö har också blivit tydligare de senaste månaderna, framför allt på energisidan. I USA toppade KPI-inflationen på drygt 9 procent i juni medan vi ser fortsatt tryck uppåt på framför allt energi och livsmedel i Europa. Vi väntar oss att KPI-inflationen når över 11 procent i både euroområdet och Sverige. I nuläget indikerar prognosen att toppen i euroområdet nås nu i december medan februarisiffran blir den högsta i Sverige. Under våren faller inflationen tydligt och i juni pekar prognosen på en nivå runt 4 procent för USA och 7 procent för euroområdet och Sverige.

Inflationstopp över 11 procent i Europa
KPI, årlig procentuell förändring



Inflation högre än målen under hela 2023. Men även om inflationen väntas falla tillbaka tydligt kommer den att ligga klart över målen på 2 procent under ganska lång tid. De senaste decennierna har kostnadsimpulser normalt tryckts tillbaka t ex genom tillfällig marginalpress och produktivförbättringar. Denna gång är impulsen så kraftig att vi får ett mer utdraget spridningsförlopp. Bortsett från energisidan tror vi inte att prisnivån kommer att sjunka tillbaka på speciellt många områden. Det gör att vi får en ganska långdragen anpassningsprocess där många aktörer, både företag och hushåll, kommer att söka kompensera sig på olika sätt. I USA ser vi nu t ex att hög ökningstakt för löner och hyror skapar trögheter för nedgången i kärninflationen. Även om vi tror att det nu finns en överdriven pessimism bland tongivande bedömare om hur mycket jämviktsarbetslösheten ökat är det ändå troligt att löneökningar förblir höga ytterligare en tid.

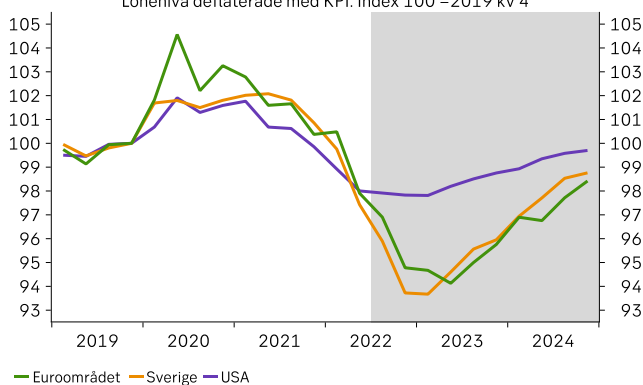
Prisnivåer över trend efter inflationschocken
KPI-nivåer och trend. Index 2010=100



Kompensationskrav för löntagare inom EU. Också i Europa kommer nu hyreshöjningar med viss eftersläpning i spåren av kostnadsökningar och i länder som Tyskland och Sverige kommer detta att skapa spänningar i olika förhandlings-system. För svensk del räknar vi med hyreshöjningar i storleksordningen 5 procent för 2023. Löneökningarna i euroområdet och Norden fortsätter att vara mer dämpade jämfört med USA och Storbritannien. Detta minskar trycket

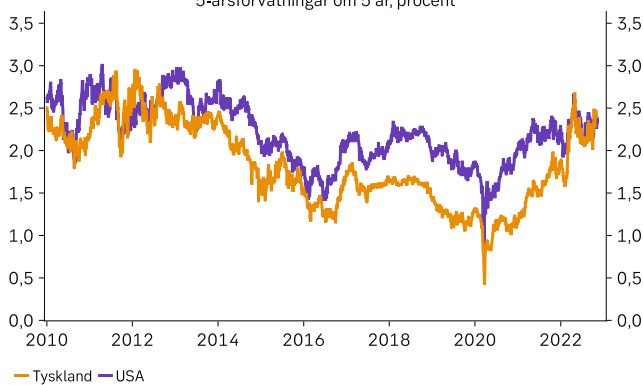
på centralbankerna att agera men skapar också en större potential för kompensationskrav framöver med tanke på de nedpressade reallönenivåerna. På kort sikt bidrar dock stödåtgärder till att grafen med reallöner tenderar att överdriva pressen på hushållen. I Tyskland och Norden avgörs reallönernas återhämtningsförlopp av utgången av centrala löneförhandlingar. Företagens löneutrymme kommer att bli en stor tvistefråga i förhandlingarna och trots att många sektorer pressas av stigande kostnader har lönsamheten hittills hållits uppe relativt väl generellt sett. Den tyska löneökningstakten har den senaste tiden växlat upp en del och ligger nu på drygt 4 procent, men engångsutbetalningar som stöd för energinotan försvårar tolkningen av detta.

Nedtryckta reallöner
Lönenivå deflaterade med KPI. Index 100 = 2019 kv 4



Lugnande signaler från svenska avtalsrörelsen. I Sverige har nu den fackliga sidan presenterat krav på ettåriga löneökningar på 4,4 procent. Vi ser därför viss nedåtrisk för vår prognos om totala löneökningar inklusive löneglidning på 4,5 procent. Sannolikheten för att avtalslängden stannar vid ett år har ökat men vi ser fortfarande hyfsade möjligheter till att parterna kan enas om 3-åriga avtal. I viktet fall som helst har den svenska avtalsrörelsen hittills bekräftat vår syn att riskerna för en pris- och lönespiral som skapar problem för Riksbanken är små.

Långsiktiga inflationsförväntningar
5-årsförväntningar om 5 år, procent



Liten risk för långvarig stagflation a la 1970-tal. Också mer generellt ser vi anledning att hålla fast vid en mer positiv

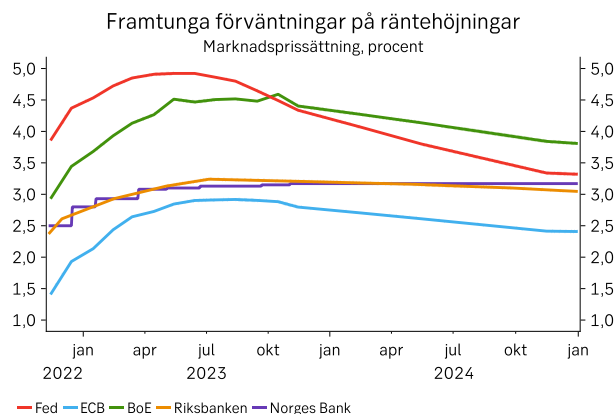
syn på inflationsutsikterna på längre sikt. Centralbankernas aggressiva räntehöjningar har bidragit till att dämpa uppgången i de långsiktiga inflationsförväntningarna. Att finanspolitiken ser ut att få en ganska neutral inriktning 2023 och 2024 tyder också på att misstagen med överdrivna "fine-tuning"-ambitioner 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.

Centralbanker nära slutet på höjningscykeln

Centralbanker har fortsatt att höja räntor i snabb takt och därtill signalerat ytterligare åtstramningsbehov. Vi har därför tydligt reviderat upp styrränteprognoerna. Toppen för Feds och Bank of Englands styrräntor justeras upp med 125 punkter jämfört med Nordic Outlook augusti till 4,75 respektive 4,00 procent. Prognosen för ECB och Riksbanken höjs med 50 punkter till som mest 2,75 procent (avser inlåningsränta för ECB). Mjukare retorik från Norges Bank har dock tryckt tillbaka förväntningarna och vår prognos har dragits ned 25 punkter till en topp på 2,75 procent.

Riskerna ligger fortfarande på uppsidan, kopplat till fortsatta upptrisker för inflationen i närtid samt till centralbankernas oro för att höga inflationstal ska lyfta långsiktiga inflationsförväntningar. Det gäller särskilt i nuvarande läge där arbetsmarknad och hushållens efterfrågan länge visat motståndskraft. För Storbritanniens del tillkommer förtroendeproblem efter höstens finanspolitiska turbulens, som satt avtryck i ett svagare pund och ökade långfristiga upplåningskostnader.

Slutet på höjningscykeln nära. Större delen av höjningsfasen bör dock ligga bakom oss och styrräntorna väntas toppa i början av 2023; i Norges Banks fall redan i slutet av detta år. Styrräntorna har nu på de flesta håll nått neutrala nivåer och för USA:s del är nivån tydligt åtstramande, åtminstone enligt etablerade skattningar. Enligt San Francisco Fed har effekten av höjningarna därtill förstärkts av Feds kommunikation samt Feds pågående bantning av balansräkningen (QT). En proxyränta baserad på olika finansiella parametrar indikerade enligt San Francisco Fed i slutet av september en ytterligare åtstramning motsvarande minst två procentenheter över Feds styrränta. Även Bank of England och Riksbanken stramar nu åt via sin balansräkning, medan ECB ser ut att fortsätta att återinvestera förfallande obligationer in i nästa år åtminstone.



Mindre höjningssteg framöver. De aggressiva räntehöjningarna innebär nedåtrisker för ekonomin, givet den normala fördröjningen från penningpolitik till tillväxt och inflation. Både Fed och ECB har aviserat att mer balanserade risker mellan inflation och ekonomi kan motivera mindre räntesteg framöver och att man blir styrd av datautvecklingen. Hög oktoberinflation gör dock att vi tror att ECB höjer med ytterligare 75 punkter även i december. Hög andel lån med rörliga räntor ökar genomslagskraften från penningpolitiken i Norge och Sverige, vilket bidrar till att centralbankerna kan stanna vid relativt låga toppnivåer för styrräntorna.

Centralbankers styrräntor

Procent i slutet av året

	11 nov 2022	2023	2023	2024
Federal Reserve (övre)	4,00	4,50	4,50	3,00
ECB (inlåningsränta)	1,50	2,25	2,75	2,00
Bank of England	3,00	3,50	4,00	3,50
Riksbanken	1,75	2,50	2,75	2,25
Norges Bank	2,50	2,75	2,75	2,25

Källa: Centralbanker, SEB.

Sänkningar inleds mot slutet av nästa år. Fed väntas gå före även i sänkingscykeln och vi tror att räntan börjar dras ned i slutet av 2023 men ligger kvar över Feds bedömning av neutral ränta på 2,50 procent under hela prognosperioden. Under 2024 tror vi att centralbanker sänker på bred front.

Obligationsräntorna toppar under 2023.

Förväntningar på styrräntehöjningar har varit den huvudsakliga drivkraften bakom uppgången i obligationsräntor under 2022. Efter den kraftiga nedgången i samband med oväntat låga inflationssiffror i USA är en rekyl uppåt i närtid sannolik. Så snart marknaderna är någorlunda trygga i att centralbankerna nått toppen av höjningscykeln tror dock vi att långräntorna börjar falla tillbaka. Neddragningar av centralbankernas balansräkningar kan göra processen lite

trögare men kommer knappast att bryta det traditionella mönstret. Det innebär att såväl amerikanska som tyska långräntor når sin topp under första kvartalet 2023. Den amerikanska räntan väntas då toppa på en nivå i intervallet 4,30-4,50 procent innan den vänder nedåt.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent, i slutet av året

	11 nov	2022	2023	2024
USA	3,82	4,20	3,70	3,30
Tyskland	2,06	2,40	2,35	2,00
Sverige	2,02	2,30	2,55	2,20
Norge	3,24	3,60	3,45	3,00

Källa: Centralbanker, SEB.

I euroområdet kommer emissionerna av statspapper att öka kraftigt under 2023, vilket tillsammans med en bantning av ECB:s balansräkning sätter viss press uppåt på obligationsräntorna. Att ECB i oktober beslutade att göra TLTRO-programmet mindre attraktivt drar också i denna riktning. Vi räknar med att den tyska 10-årsräntan toppar i intervallet 2,50 till 2,70 procent under våren för att därefter gradvis sjunka till 2,00 procent mot slutet av 2024.

Normalisering av svensk räntespread. I Sverige väntas Riksgälden öka utbudet av statsobligationer nästa år, vilket pressar upp ett konstlat lågt ränteläge. I nuläget ligger den svenska 10-årsräntan till och med lägre än den tyska men under loppet av 2023 väntas spreaden normaliseras för att mot slutet av året nå 20 räntepunkter, vilket innebär en räntenivå på 2,55 procent. När Riksbanken under 2024 påbörjar räntesänkningar sjunker 10-årsräntan i takt med den tyska och når 2,20 procent mot slutet av året.

Norges Bank bidrar till lägre räntespread. Norges starka statsfinanser kommer framöver att ge visst stöd till obligationsräntorna. Norges Bank väntas därtill att gå i täten när det gäller räntesänkningar, vilket inte är diskonterat i marknaden. Spreaden mot tyska räntor väntas därför sjunka under 2023 och räntenivån på 10-åriga statspapper når 3,00 procent vid slutet av 2024.

Dollarn behåller greppet ytterligare en tid

En global miljö där hög inflation tvingar fram penningpolitiska åtstramningar trots svag tillväxt fortsätter att gynna USA-dollarn. Att Fed nu närmar sig räntetoppen, samtidigt som vi ser allt tydligare tecken på att USA-inflationen är på väg ner, gör dock att medvinden för dollarn avtar. Höga energipriser som pressar europeisk konjunktur och försvagar bytesbalansen fördröjer dock eurobotten. I kombination med svag riskaptit gör det att EUR/USD återigen troligen handlas under

paritet i början på 2023. På lite sikt faller dock dollarn tillbaka när Fed gradvis blir mer duvaktig. Men även på längre sikt kommer euron att förbli svagare än vad tidigare jämviktsestimat indikerat. Det beror främst på att dyrare energiimport urholkat tidigare överskott i bytesbalansen. Vi tror därför att EUR/USD på lite sikt etablerar sig runt 1,05 till 1,10.

Valutakurser, i slutet av året

	11 nov	2022	2023	2024
EUR/USD	1,03	1,00	1,04	1,11
USD/JPY	139	150	125	120
EUR/GBP	0,85	0,86	0,90	0,92
EUR/SEK	10,72	10,75	10,25	9,90
EUR/NOK	10,24	10,35	9,70	9,65

Källa: Bloomberg, SEB.

Förändrade drivkrafter 2023 förhindrar fortsatt SEK-fall.

Fallande riskaptit och europeiska svagheter har bidragit till att Riksbankens höjningar inte hjälpt valutan, vilket lett till att vi gradvis justerat våra SEK-prognoser i svagare riktning. Våra modeller indikerar att räntevapnet inte är speciellt effektivt för att stärka kronan. Stigande räntor i Sverige gör snarare marknaden orolig för konsekvenserna för svensk fastighetsmarknad och högt skuldsatta hushåll. Riksbankens försäljningar av SEK och Riksgäldens amorteringar av valutaskulden har också bidragit till en SEK-negativ miljö. När vi går in i 2023 kommer flödesbilden dock att förbättras. Riksbanken är då klara med sina valutaköp samtidigt som vi tror att svenska institutioner, och även privatpersoner, blir mindre benägna att investera i utländska tillgångar. Dämpad hushållsupplåning i spåren av kraftigt stigande boräntor bör också leda till en starkare krona. Men med kvarvarande problem i Europa kommer EUR/SEK få svårt att handla nämnvärt under 10,00 även på lite längre sikt.

Norska kronen svag i slutet av året. Den norska kronen (NOK) drivs fortfarande främst av global riskaptit och råvaror. Under resten av 2022 finns flera faktorer som tynger NOK. Vi ser nu tecken på rekordstora och kontinuerliga försäljningar av NOK från Norges Bank på grund av systemet med oljeskatter och oljefonden. Norges Bank var därtill tidigt ute med mjukare penningpolitiska signaler. Det finns dock hopp om stöd för NOK i början av nästa år. NOK har pendlat mellan de två drivkrafterna riskaptit och råvarupriser. Utsikter till högre oljepris i början på 2023 bör därför ge stöd. Om inte oljepriset stiger beror det troligen på en bättre situation i Europa och då kan NOK i stället få stöd av bättre riskaptit.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2021	2022	2023	2024
BNP OECD	5,6	2,7	0,5	1,9
BNP världen (PPP)	6,2	3,2	2,3	3,6
KPI OECD	1,7	9,6	7,1	2,5
Oljepris, Brent (USD/fat)	71	100	115	95

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr USD	2021	2022	2023	2024
BNP	23 315	5,9	1,8	0,1	1,5
Privat konsumtion	15 903	8,3	2,6	0,3	1,5
Offentlig konsumtion	3 354	1,3	-0,4	1,6	1,2
Bruttoinvesteringar	4 940	5,6	-0,2	-2,4	2,1
Lagerbidrag i % av BNP	-19,1	0,2	0,6	-0,5	0,0
Export	2 540	6,1	7,5	3,6	1,7
Import	3 401	14,1	8,3	-1,4	2,4
Arbetslöshet (%)		5,4	3,7	4,5	4,9
KPI		4,7	8,1	4,7	2,6
Kärn-KPI		3,6	6,2	4,9	2,5
Hushållens sparkvot (%)		12,0	6,4	5,8	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-10,9	-4,0	-5,5	-6,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		128	122	123	126

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	12 313	5,3	3,2	-0,4	1,9
Privat konsumtion	6 289	3,8	3,3	-1,7	1,6
Offentlig konsumtion	2 718	4,3	1,9	1,6	1,9
Bruttoinvesteringar	2 702	3,6	2,7	-0,5	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	0,3	0,1	0,0
Export	6 067	10,5	7,2	4,2	3,8
Import	5 588	8,3	7,4	4,6	3,7
Arbetslöshet (%)		7,7	6,7	6,9	7,9
KPI		2,6	8,6	6,6	0,6
Kärn-KPI		1,5	3,9	3,4	2,0
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
BNP				
Storbritannien	7,4	3,0	-1,0	1,1
Japan	1,7	1,9	1,8	1,3
Tyskland	2,6	1,6	-0,7	2,4
Frankrike	6,8	2,4	0,4	2,5
Italien	6,7	3,7	-0,1	1,9
Kina	8,1	3,5	5,3	5,1
Indien	8,3	6,8	5,7	6,5
Brasilien	4,8	2,6	0,8	2,0
Ryssland	4,7	-4,0	-3,0	2,5
Polen	5,7	4,5	1,8	2,8

Inflation

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor	11-Nov	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
USA	4,00	4,50	4,75	4,50	3,50	3,00
Japan	-0,10	-0,10	0,10	0,20	0,20	0,20
Euroområdet, inlåningsränta	1,50	2,25	2,75	2,75	2,50	2,00
Storbritannien	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,50

Obligationsräntor, 10 år

USA	3,82	4,20	4,10	3,70	3,50	3,30
Japan	0,23	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Tyskland	2,06	2,40	2,50	2,35	2,20	2,00
Storbritannien	3,35	3,70	3,90	3,70	3,50	3,30

Växelkurser

USD/JPY	139	146	138	125	120	120
EUR/USD	1,03	1,00	1,00	1,04	1,07	1,11
EUR/JPY	144	146	138	130	128	133
EUR/GBP	0,85	0,86	0,88	0,90	0,91	0,92
GBP/USD	1,22	1,16	1,14	1,16	1,18	1,21

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr SEK	2021	2022	2023	2024
BNP	5 452	5,1	2,9	-1,5	1,3
BNP, dagkorrigerat		4,9	2,9	-1,3	1,3
Privat konsumtion	2 393	6,0	3,7	-2,3	1,2
Offentlig konsumtion	1 411	2,8	-0,2	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 397	6,3	4,0	-4,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	16	0,3	1,1	0,1	0,0
Export	2 480	7,9	4,2	-0,7	4,0
Import	2 246	9,6	6,6	-1,3	4,7
Arbetslöshet (%)		8,8	7,4	7,8	8,2
Sysselsättning		0,9	2,7	-0,3	-0,1
Industriproduktion		5,7	2,5	0,0	2,5
KPI		2,2	8,2	9,1	2,1
KPIF		2,4	7,6	6,2	1,3
Timplöneökningar		2,7	2,6	4,5	3,5
Hushållens sparkvot (%)		15,5	10,0	10,0	10,9
Real disponibel inkomst		3,1	-1,4	-2,9	2,3
Bytesbalans, % av BNP		5,3	4,0	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-78	-90	-15	10
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,1	0,5	-0,5	-0,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		36,2	31,0	29,5	30,0

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Styrränta	1,75	2,50	2,75	2,75	2,75	2,25
3-månaders ränta, STIBOR	2,26	2,70	2,80	2,85	2,90	2,45
10-års ränta	2,02	2,30	2,50	2,55	2,40	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	-0,04	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20
USD/SEK	10,38	10,75	10,45	9,86	9,25	8,92
EUR/SEK	10,72	10,75	10,45	10,25	9,90	9,90
KIX	123,8	124,3	121,2	118,4	114,0	113,1

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	251	3,0	2,0	-0,2	1,6
Privat konsumtion	128	3,7	2,7	0,6	1,6
Offentlig konsumtion	61	2,9	2,5	1,2	0,8
Bruttoinvesteringar	59	1,5	2,4	-0,5	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	0,9	0,1	0,1
Exports	99	5,4	2,5	0,2	2,5
Imports	99	6,0	4,3	-0,2	2,2
Arbetslöshet (%)		7,6	6,9	7,3	7,0
KPI, harmoniserat		2,1	7,1	4,2	1,5
Timplöneökningar		2,3	2,6	3,3	2,8
Bytesbalans, % av BNP		0,7	-0,8	0,2	0,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-2,2	-3,5	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		72,4	69,0	70,5	72,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr NOK	2021	2022	2023	2024
BNP	3 675	3,9	2,1	0,8	1,9
BNP (Fastlandet)	3 115	4,1	2,8	-0,4	0,8
Privat konsumtion	1 547	4,9	6,2	-0,8	1,1
Offentlig konsumtion	917	3,8	0,5	1,6	2,3
Bruttoinvesteringar	895	-0,9	1,4	2,7	4,6
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,1	-0,1	0,1
Export	1 337	4,7	1,1	4,1	3,0
Import	1 116	5,4	2,3	1,2	2,3
Arbetslöshet (%)		4,4	3,2	3,6	4,0
KPI		3,5	5,8	4,7	2,2
KPI-ATE		1,7	4,0	4,5	2,9
Årslöneökningar		3,5	4,1	4,7	3,6

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Folioränta	2,50	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25
10-års ränta	3,24	3,60	3,65	3,45	3,20	3,00
10-års räntedifferens mot Tyskland	118	120	115	110	100	100
USD/NOK	9,92	10,35	9,80	9,33	9,02	8,69
EUR/NOK	10,24	10,35	9,80	9,70	9,65	9,65

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr DKK	2021	2022	2023	2024
BNP	2 504	4,9	2,5	-0,5	2,5
Privat konsumtion	1 106	4,3	-1,5	0,1	2,1
Offentlig konsumtion	608	4,2	0,9	1,9	0,8
Bruttoinvesteringar	566	6,5	4,9	1,6	6,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,7	0,0	0,0
Export	1 494	8,1	5,4	2,4	4,1
Import	1 315	8,2	4,0	3,6	4,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		4,7	4,6	5,3	4,9
KPI, harmoniserat		1,9	8,0	6,9	1,7
Timplöneökningar		2,3	2,6	2,9	3,4
Bytesbalans, % av BNP		8,3	12,0	8,0	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		2,6	2,0	1,0	2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,0	35,0	34,0	32,0

Finansiella prognoser	11-Nov	Dec-22	Jun-23	Dec-23	Jun-24	Dec-24
Inlåningsränta	1,25	2,00	2,50	2,50	2,25	1,75
10-års ränta	2,35	2,70	2,80	2,65	2,50	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	29	30	30	30	30	30
USD/DKK	7,20	7,45	7,45	7,17	6,97	6,72
EUR/DKK	7,44	7,45	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	3,0
Privat konsumtion	33	8,1	1,0	0,0	3,5
Offentlig konsumtion	10	0,9	0,6	0,3	0,0
Bruttoinvesteringar	12	7,8	3,5	4,0	5,0
Export	45	17,0	6,7	-1,5	4,0
Import	43	19,9	6,8	-0,7	4,6
Arbetslöshet (%)		7,1	5,8	6,7	6,7
Löner		10,5	12,5	8,5	6,5
KPI		4,6	19,0	9,0	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-1,2	-4,2	-1,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,7	37,8	41,0	40,2

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	32,9	3,9	1,5	1,1	3,5
Privat konsumtion	18,0	8,5	5,5	1,0	3,3
Offentlig konsumtion	6,6	4,4	2,4	2,7	3,0
Bruttoinvesteringar	7,8	2,9	1,1	3,5	3,0
Export	21,0	5,9	6,7	2,3	3,7
Import	21,7	13,5	8,5	4,5	3,0
Arbetslöshet (%)		7,6	6,9	7,1	6,8
Löner		11,8	7,6	8,5	7,5
KPI		3,3	16,5	9,9	2,1
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,0	-3,9	-2,9	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,6	45,6	44,1	42,3

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2021, mdr EUR	2021	2022	2023	2024
BNP	31	8,0	0,6	0,3	3,5
Privat konsumtion	15	6,3	3,0	0,8	3,2
Offentlig konsumtion	6	4,0	1,0	1,2	1,0
Bruttoinvesteringar	9	2,8	-12,5	0,5	5,0
Export	25	19,9	3,0	1,0	4,5
Import	25	21,0	1,5	0,6	3,5
Arbetslöshet (%)		6,2	5,9	7,0	6,0
Löner		6,9	10,3	7,5	7,0
KPI		4,5	18,9	8,5	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,3	-2,5	-3,0	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		17,6	18,5	20,5	22,0

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.