



Innehåll

Maj 2022

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: Råvarorna och kriget	13
Räntemarknaden	16
Valutamarknaden	17
Aktiemarknaden	18
USA	19
Euroområdet	22
Storbritannien	25
Tema: Rysslands nya roll	26
Kina	29
Norden	30
Sverige	31
Tema: Avtalsrörelse i ny miljö	35
Norge	38
Danmark	40
Finland	41
Tema: Baltikum i förändring	42
Baltikum	45
Litauen	46
Lettland	47
Estland	48
Nyckeldata	49
Research kontakter	54



Krig och inflation bromsar tillväxten

Pandemin hade inte ens hunnit släppa sitt grepp om världsekonomin innan Ryssland startade sitt anfallskrig mot Ukraina och en ny kris var ett faktum. Kriget är i första hand en humanitär katastrof, men även ekonomiskt står vi nu inför en helt ny nivå av osäkerhet och utmaningar. Invasionen har förstärkt problemen med globala värdekedjor, handel, produktion, insatsvaror, transporter och energibrist som uppstod under pandemin. Även de sanktioner som framför allt EU, Storbritannien och USA riktar mot Ryssland som svar, har stora ekonomiska konsekvenser som sträcker sig långt utanför Rysslands gränser.

Till det kommer inflationen som nu är så hög och bred att i stort sett samtliga centralbanker antingen har börjat strama åt penningpolitiken, eller planerar att göra det snart. Den inflation som började med prisökningar på enskilda varor, och som under hösten förstärktes av stigande transport- och energipriser, syns nu överallt. Centralbankerna har därför övergivit den tidigare uppfattningen att inflationen är en övergående effekt av pandemirelaterade utbudsstörningar. Vi kommer därför att få se aktiva åtgärder i form av både en lång rad räntehöjningar och program för att minska centralbankernas balansräkningar. Tanken är att få upp både korta och långa räntor för att på det sättet minska efterfrågan i ekonomin, bromsa inflationsförväntningarna, återupprätta förtroendet för inflationsmålen och förhindra en uppåtgående pris- och lönespiral som riskerar att skada ekonomin för lång tid framöver.

I en sådan miljö kommer tillväxten att påverkas negativt. Åtstramningen gör att aktiviteten i ekonomin minskar och det blir svårare för företagen att upprätthålla sina marginaler. De högre räntorna gör att investeringarna blir dyrare. Hushållens ekonomi trängs mellan negativa reallöner, högre räntor på bostadslånen och fortsatt historiskt höga priser på t ex el och bensin.

Det är några av anledningarna till att *Nordic Outlook* den här gången innehåller tydliga nedrevideringar av tillväxten i nästan alla länder, jämfört med numret vi publicerade i januari.

Den stora frågan är inte om tillväxten kommer att mattas, utan hur mycket. Kommer centralbanker och regeringar att kunna bromsa ekonomin lagom mycket eller går vi mot en kraftig recession? Det är en svår och ovisst balansgång men vårt huvudscenario är att en mjuklandning trots allt är trolig. Arbetsmarknaden och efterfrågan är stark i de flesta stora ekonomier och hushållen har fortfarande sparade pengar och starka balansräkningar. Många företag går bra och regeringar är beredda att stötta utsatta delar av ekonomin med finanspolitik. Men att mjuklanda en ekonomi är inte lätt och historien innehåller många exempel på när centralbanker går för långt eller för snabbt fram, med hårdlandningar som följd. Vi ser fram emot att fortsätta analysera och diskutera det synnerligen besvärliga, men också mycket intressanta, ekonomiska läget med er.

I denna nya *Nordic Outlook* Maj 2022 erbjuder vi fördjupande teman som behandlar följande frågor:

- Råvarorna och kriget
- Rysslands nya roll
- Avtalsrörelse i ny miljö
- Baltikum i förändring

Vi önskar er en trevlig läsning och en riktigt fin sommar!

Jens Magnusson

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 19

Överhettad arbetsmarknad och motståndskraftig efterfrågan pressar Fed till snabba höjningar. Kriget i Ukraina och Kinas Covid-nedstängningar ökar tillväxt- och inflationsriskerna. Huvudscenariot är dock alltså att ekonomin mjuklandar.

Kina | sid 29

Hårda Covid-restriktioner hämmar tillväxten och bidrar till ökad inflation. Trots detta har stödet från penningpolitiken varit blygsamt, och finanspolitiken får dra det tyngre lasset. Vi justerar ner BNP-prognosen något.

Euroområdet | sid 22

Kriget i Ukraina ger ökade satsningar på försvar och energiomställning. Hög inflation urholkar köpkraften och tillväxten dämpas väsentligt. ECB höjer räntan i juli, men i långsammare takt än exempelvis Federal Reserve.

Storbritannien | sid 25

Höga energipriser och stigande inflation dämpar konsumtionen. Efter ett par räntehöjningar tycks Bank of England se inflationsrisken från stigande löner som viktigare för politiken än en köpkraftskollaps och man fortsätter därför höja räntorna.



Internationell översikt

Global mjuklandning trolig men nedåtrisker dominerar

Kriget i Ukraina pressar nu global ekonomi. Inflationen får ytterligare bränsle av stigande råvarupriser på bred front. Trots sämre tillväxtutsikter måste centralbankerna prioritera kampen mot inflationen vilket ökar pressen på hushåll och företag. Prognosen för global BNP-tillväxt har justerats ned med en dryg procentenhet för 2022. Finanspolitiskt stöd, uppdämt behov, starka privata balansräkningar och på sikt även minskade störningar i globala leveranskedjor gör att en mjuklandning fortfarande är mest sannolik.

Utsikterna för den internationella ekonomin har försämrats markant den senaste tiden. Kriget i Ukraina påverkar världens ekonomiska och säkerhetspolitiska utveckling på ett genomgripande sätt. Förutom de tragiska humanitära konsekvenserna förstärks nu den redan starka inflationsimpulsen. Råvarupriserna stiger på bred front; både Ryssland och Ukraina är viktiga exportörer av jordbruksvaror. Rysslands metaller har också stor betydelse för balansen på världsmarknaden. Därtill kommer stigande energipriser i spåren av de kraftfulla sanktionerna mot Ryssland och EU:s ambition att snabbt minska beroendet av rysk energi. Förnyade covid-utbrott i Kina förvärrar situationen ytterligare när de kinesiska myndigheterna vägrar släppa sin mycket restriktiva nedstängningsstrategi. Därmed ser vi inga utsikter i närtid för påtagliga lättnader när det gäller störningar i de globala leveranskedjorna.

Centralbankerna fokuserar nu på inflationen trots vikande tillväxtutsikter. Uppgången har breddats när företag i allt högre grad övervältrar stigande kostnader på konsumentledet. Tidigare jämförelser med den utbudsdrivna uppgången 2008 ter sig alltmer överspelad när vi nu ser överhettningstrender på såväl varusom arbetsmarknader. Om inte centralbankerna agerar är riskerna stora att även de långsiktiga inflationsförväntningarna drar iväg. På lönesidan är bilden fortfarande splittrad med en tydlig uppväxling i USA och Storbritannien men fortfarande relativt dämpad utveckling i t ex Tyskland och Norden.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
USA	-3,4	5,7	2,6	1,7
Japan	-4,5	1,6	2,3	1,9
Tyskland	-4,6	2,9	1,5	3,2
Kina	2,2	8,1	5,0	5,2
Storbritannien	-9,3	7,4	3,7	2,5
Euroområdet	-6,4	5,4	2,1	2,8
Norden	-2,1	4,3	2,4	2,1
Sverige	-2,9	4,8	1,8	1,8
Baltikum	-1,8	5,6	1,1	2,0
OECD	-4,6	5,5	2,6	2,3
Emerging markets	-2,0	6,6	3,3	4,4
Världen, PPP	-3,2	6,1	3,0	3,4

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

Tydliga nedjusteringar sedan januari. Till följd av krigsutbrottet publicerade vi en prognosuppdatering i slutet av mars och jämfört med denna står sig BNP-prognosen generellt ganska bra trots att sannolikheten för ett relativt kort krig minskat. Däremot är nedjusteringarna markanta jämfört med senaste NO-prognosen i januari. Global BNP väntas nu öka med 3,0 procent i år; drygt en procentenhet lägre än i januari och ganska jämnt fördelat mellan OECD-området och tillväxtekonomier (EM). För 2023 är prognosen i stort oförändrad på global nivå. Utsikterna för amerikansk ekonomi har försämrats ganska gradvis i takt med att Feds åtstramningsbehov blivit allt tydligare. Nedjusteringarna är störst för euroområdet och Tyskland, främst som en följd av behovet av en snabb energiomställning. Norge klarar den förändrade miljön bäst av de nordiska länderna. Uppdrivna nivåer för bostadspriser medför en hög räntekänslighet i Sverige och BNP-tillväxten har justerats ned ganska kraftigt till under 2 procent både 2022 och 2023. Ett större handelsutbyte med Ryssland ger också större sårbarhet för Finland och Baltikum. I temaartikeln "Baltikum i förändring" på sid 42 analyseras dock den långsiktiga trenden mot allt svagare länkar till rysk ekonomi.

Mjuklandning mest trolig. Vi håller fast vid ett mjuklandningsscenario vilket får stöd av ett antal positiva krafter. Nya finanspolitiska åtgärder i form av stöd för ökande energikostnader samt intensifierade investeringar i försvarsförmåga och grön omställning kommer kortsiktigt att stötta tillväxten i euroområdet. Samtidigt har delar av stöden under pandemin i särskilt USA, men också inom euroområdet, ännu inte sökt sig in i ekonomin utan kvarstår i form av stora sparbuffertar hos

hushållen. Starka balansräkningar i privat sektor skapar motståndskraft mot räntehöjningar och de amerikanska hushållens skuldbörda är långt lättare än den var före finanskrisens utbrott. Därtill är det sannolikt att de utbudsproblem som nu driver upp inflationen så småningom lättar. Återöppnandet av tjänstesektorn är ännu inte avslutad och ett fortsatt skifte till tjänstekonsumtion kan lätta på trycket på varuproduktionen och skifta efterfrågan till sektorer som inte möter samma utbudshinder. Man kan också lyfta fram att realräntan förblir låg trots kommande räntehöjningar, vilket innebär att ekonomierna ännu inte möter en tydligt åtstramande politik.

Nedåtriskerna dominerar. Centralbankernas omsvängning har varit dramatisk och även om inflationschocken inte var lätt att förutse lär politiken under pandemin, med finanspolitiska stimulanser i kombination med nollräntor och kvantitativa lättnader, noga utvärderas framöver. Historiskt har det varit svårt att verkligen säkerställa en mjuklandning i linje med vår huvudprognos, vilket accentuerar nedåtrisker i prognosen. Det är möjligt att vi underskattar ekonomins räntekänslighet t ex när det gäller konsekvenser för aktie- och bostadspriser. Inflationsuppgången kan därtill bli än starkare och mer utdragen och därmed kräva ännu starkare medicin. Eventuella behov av energiransonering i Europa och Kinas ekonomiska motvind utgör också en nedåtrisk. Potentialen på uppsidan är begränsad men består främst i att utbudsproblemen löser upp sig snabbare än väntat. Det är också tänkbart att priser mer generellt normaliseras i högre grad än vi räknar med och att detta förstärker de baseffekter som i huvudsak driver inflationsnedgången i vår huvudprognos. Sammantaget är ändå nedåtbiasen större än vanligt och vi bedömer att sannolikheten för det negativa scenariot är 30 procent och 10 procent för det positiva.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2021	2022	2023
Huvudscenario	5,5	2,6	2,3
Negativt scenario		1,0	0,5
Positivt scenario		3,5	3,0

Källa: SEB.

Framtunga centralbankshöjningar. Generellt har vi justerat upp våra centralbanksprognoser markant när framtunga höjningar genomförs av omsorg om inflationsmålen. Fed höjer i 50-punkterssteg de närmaste mötena för att sedan gradvis röra sig mot en nivå på 3,50 procent i mitten av 2023. Uppskrivna inflationsprognoser får även ECB att tidigarelägga sina ränte-

höjningar med en höjning av inlåningsräntan i juli och därefter hela korridoren i september med en slutpunkt för inlåningsräntan på 1,00 procent. Riksbankens dramatiska omsvängning följs av nya steg i högaktig riktning och en höjning med 50 punkter är sannolik i september. Svag tillväxt gör att höjningscykeln avslutas redan i mitten av 2023 på nivån 1,75 procent. Oro för räntekänsliga hushåll motiverar en gradvis strategi från Norges Bank med fem höjningar i år och ytterligare två 2023.

U-svängar trycker upp långa räntor. Långa räntor har stigit kraftigt i takt med centralbankernas tilltagande oro för inflationen. Räntehöjningar och kvantitativa åtstramningar, samt ökat utbud av obligationer i Europa, får 10-årsräntor i USA och Tyskland att stiga till 3,50 respektive 1,60 procent i slutet av 2023. Sveriges långräntedifferens mot Tyskland stiger ytterligare något drivet av fler och tidigare riksbankshöjningar. Att Riksbanken går mot avslutade obligationsköp bidrar också. I slutet av perioden minskar differensen dock åter när även ECB drar ned på återinvesteringarna.

Dollartoppen dröjer. Att Fed i närtid höjer snabbare än någon annan centralbank innebär att dollartoppen ännu inte är nådd. Europas närhet till kriget och beroendet av rysk gas skapar en sårbarhet som tynger euron. EUR/USD faller till 1,02 innan euron börjar ta igen förlorad mark och EUR/USD rör sig mot nivåer närmare långsiktig jämvikt; i slutet av 2023 ligger EUR/USD på 1,15. Kronan hämmas på kort sikt av den globala avmattningen och dämpad riskaptit. Riksbankens höjningar bidrar dock efter hand till en kraftig förstärkning när tidigare strukturella utflöden kopplade till minusränta och kvantitativa stimulanser vänder. Vi ser en stark medvind för kronan under 2023 och tror att EUR/SEK handlas till 9,55 som lägst i mitten av året.

Långvarig konflikt får stora konsekvenser

Rysslands angrepp på Ukraina präglar nu världens ekonomiska och politiska utveckling på många plan. Rapporten innehåller därför två temaartiklar som behandlar olika aspekter av detta. Vi kan nu konstatera att kriget sannolikt blir mer utdraget än de tre till sex månader som verkade troligt vid krigsutbrottet den 24 februari. Varken Ryssland eller Ukraina har i dagsläget några starka incitament att söka en förhandlingslösning. Ukraina blir gradvis bättre på att försvara sig tack vare stöd från framför allt USA och EU-länder. Rysslands Putin har inte nått något av de mål som nämndes i samband med invasionen och med fler resurser att sätta in vid behov lär Ryssland inte backa.

Sanktionerna slår nu hårt mot rysk ekonomi både på kort och lång sikt. BNP väntas falla med 10 procent i år

och ytterligare 3 procent nästa år. Sanktionerna i kombination med en repressiv politisk miljö och en svag rättsstat med omfattande korruption kommer sannolikt att leda till ekonomisk stagnation som gör att landet fortsätter att tappa i välstånd gentemot andra jämförbara länder. Även i länder vars regeringar inte tar avstånd från Rysslands krig kommer de flesta företag som i någon form säljer varor i USA och EU att följa sanktionerna mot Ryssland. Valet mellan en stagnerande rysk ekonomi och dynamiska och högteknologiska västerländska ekonomier är enkelt för de flesta. Men samtidigt kan man konstatera att rysk ekonomi inte kollapsat, vilket delvis beror på de åtgärder för att minska beroendet av omvärlden som Moskva vidtagit sedan annekteringen av Krim 2014.

Olika syn på ansvaret för kriget. Västvärldens och flera andra demokratiers snabba och kraftfulla respons i form av sanktioner mot Ryssland har överraskat många. Men samtidigt har ett antal regeringar, däribland Kina, uttryckt stöd för Rysslands ståndpunkt att Nato inte ska expandera och att Ryssland har rätt att försvara sig mot ett existentiellt hot. Andra stora EM-ekonomier som Mexiko, Brasilien och Indien har också ställt sig neutrala till kriget. Om Kreml däremot skulle eskalera kriget och använda kemiska vapen eller kärnvapen skulle sannolikt länder som Kina och Indien tvingas ta avstånd från Ryssland som då skulle bli alltmer isolerat.

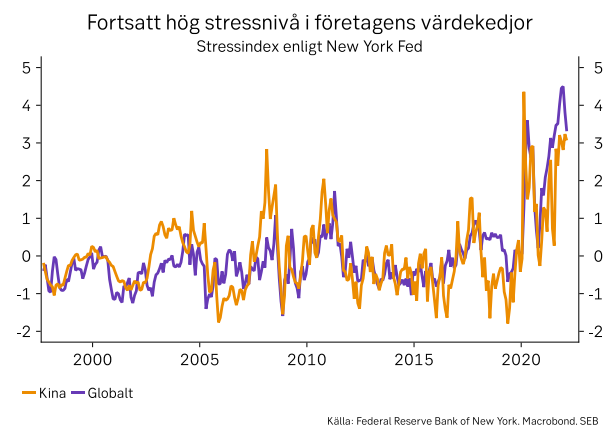
Allvarliga följder av stigande livsmedelspriser. Krigsutbrottet orsakade en chockvåg genom de globala råvarumarknaderna och många priser steg kraftigt. Förutom de fossila bränslena olja, naturgas och kol är Ryssland en stor exportör av spannmål, nickel, aluminium, palladium och gödsel. Flera svåra dilemman lär aktualiseras framöver. Brist på metaller kan t ex försena nödvändiga investeringar för att påskynda hållbarhetsomställningen. Konsekvenserna av stigande matpriser kan dock bli mer explosiva. Vetet har fördubblats i pris och riskerar att rusa ännu högre. Brist och höga priser på konstgödsel gör att den globala användningen går ner vilket leder till mindre skördar även långt bort från kriget. Sammantaget finns en tydlig risk för matbrist i bl a Afrika som kan leda till social oro och våld. Hög matinflation kan också leda till sociala spänningar även i mindre fattiga delar av världen.

Svårt att isolera Ryssland. Detta illustrerar dilemmat att stödet för sanktioner kan minska om man stänger ute Ryssland från global ekonomi utan att det finns ersättning för dess produkter. Problemen med livsmedelsförsörjningen lär bli en allt större fråga och FN:s World Food Programme varnar nu för en hungerkatastrof. Spänningarna kring detta lär öka i olika delar av

världssamfundets arbete. I temaartikeln "Rysslands nya roll" på sid 26 diskuteras olika konsekvenser av ett utdraget krig och varaktigt ökande globala spänningar. En slutsats är att Ryssland är så mycket mer integrerat i global ekonomi idag än vad t ex Sovjetunionen var att det är nästan omöjligt att helt isolera landet.

Fortsatta problem i globala leveranssystem

Nya virusutbrott i Kina förvärrar läget när det gäller störningar i de globala leveranssystemen. De kinesiska myndigheterna försöker visserligen minska skadeverkningarna för produktionen och utskeppningen av varor från Kina men generellt tillämpas fortfarande en restriktiv nedstängningsstrategi. Ukrainakriget och isoleringen av Ryssland förvärrar också läget på flera områden. Problem med komponentbrist och flaskhalsar i transportsystemen fortsätter därmed att hämma tillväxten och pressa upp inflationen. Problemen lär ligga kvar längre än väntat och vi räknar nu med att läget börjar förbättras först i början på nästa år. Men även på längre sikt kan vi få se förändringar när en ökad fragmentering av världsekonomin i tydliga geopolitiska block kan leda till att produktionskedjor i högre grad blir regionala istället för globala.



EM-tillväxten pressas från olika håll. Sammantaget är det tydligt att den ekonomiska utvecklingen för tillväxtekonomierna (EM) pressas från olika håll. Kriget i Ukraina får katastrofala effekter för de båda direkt inblandade länderna men därtill kommer också en rad indirekta effekter. Den kinesiska ekonomin har bromsats in kraftigt av covid-relaterade restriktioner samt av åtgärder för att kyla ner överhettade fastighets- och byggsektorer. Därtill dämpas också utsikterna av svagare tillväxt och högre ränteläge i USA och EU. Sammantaget har vi justerat ner vår tillväxtprognos för EM-ekonomierna till 3,3 procent för helåret 2022 jämfört med 4,5 procent i förra NO. Kinas tillväxtprognos har sänkts till 5,0 från 5,2 procent i år. Att justeringen för EM-aggregatet inte blir större beror på

mindre höjningar av prognoserna för råvaruproducerande ekonomier i Latinamerika och Afrika.

BNP-tillväxt, BRIC-länderna och EM

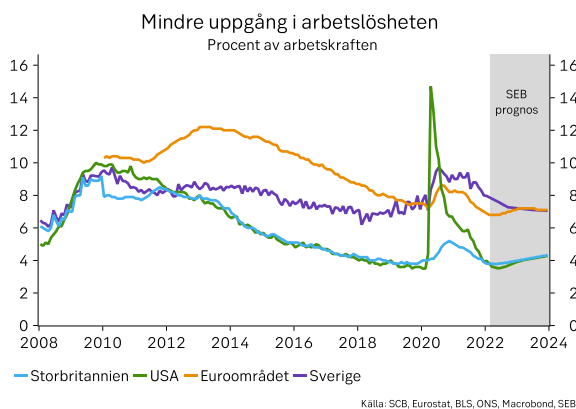
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Kina	2,2	8,1	5,0	5,2
Indien	-6,6	8,3	4,3	7,5
Brasilien	-3,9	4,8	0,9	2,0
Ryssland	-2,7	4,7	-10,0	-3,0
EM-ekonomier, totalt	-2,0	6,6	3,3	4,4

Källa: IMF, SEB

Arbetsmarknaden står emot

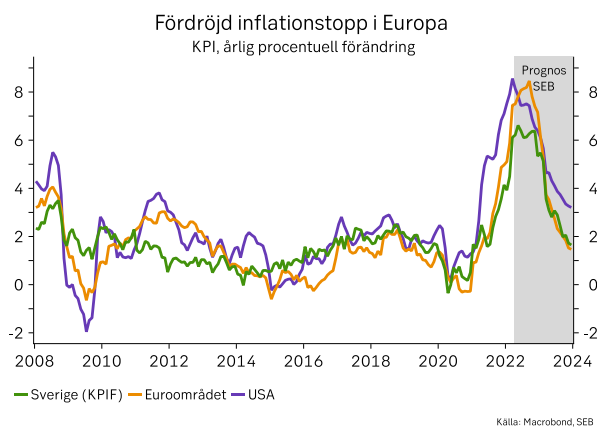
En nyckelfråga när tillväxtprognoserna börjar justeras ned är reaktionen på arbetsmarknaden. Vi har gjort ganska små uppjusteringar av prognoserna för arbetslösheten, vilket beror på rådande starka momentum men också på att BNP-prognoser i t ex USA och Sverige bara ligger marginellt under trend för 2023. Så små förändringar räcker inte för att centralbankerna ska kunna börja mjuka upp planerna på räntehöjningar. Speciellt inte när ytterligare uppjusteringar av inflationsprognosen gjort denna tröskel extra hög.



Förhoppningarna om att överhettningssymptomen på arbetsmarknaden ska lätta är delvis kopplade till utsikterna för ett ökat arbetsutbud. I USA ligger deltagandegraden över 16 år nu bara en dryg procentenhet under nivån före pandemin men jämfört med en underliggande svagt positiv trend i arbetsutbudet är gapet större. Vi räknar med en viss fortsatt uppgång men inte hela vägen tillbaka till förkrisnivån eftersom många äldre som lämnat arbetskraften knappast kommer tillbaka. Minskade sjukskrivningar efter omikron kan också bidra till att lätta på trycket på arbetsmarknaden. Därtill kan sjunkande bristtal bidra till att dämpa uppåttrycket på lönerna.



Skillnaderna i löneökningstakt mellan USA och Storbritannien å ena sidan och euroområdet och Norden å den andra består. En mer marknadsstyrd lönebildning i de anglosaxiska länderna gör att överhettade arbetsmarknader får extra stor effekt. I USA kan man se tecken på att vi är nära toppen genom att bristmått hos småföretagen och planerna på höjda ersättningar har vänt ned. I Nordeuropa blir kompensationsfrågan för den höga inflationen i kommande avtalsförhandlingar viktiga. Tyska IG Metalls krav är högre än vanligt men historiskt har kopplingen till kommande utfall varit relativt svagt. I Sverige har hög inflation och Riksbankens omsvängning förändrat villkoren för kommande svenska avtalsrörelse (se temaartikel "Avtalsrörelse i ny miljö" sid 35). Vår prognos är att löneökningstakten växlar upp till 3,5 procent nästa år och att risken är relativt liten för att fleråriga avtal ska hamna på nivåer som är oförenliga med inflationsmålet. Men skulle inflationstalen dra iväg ytterligare det närmaste halvåret är det tänkbart att vi kan få se någon typ av speciallösning med viss engångskompensation eller kortare avtal på ett år.

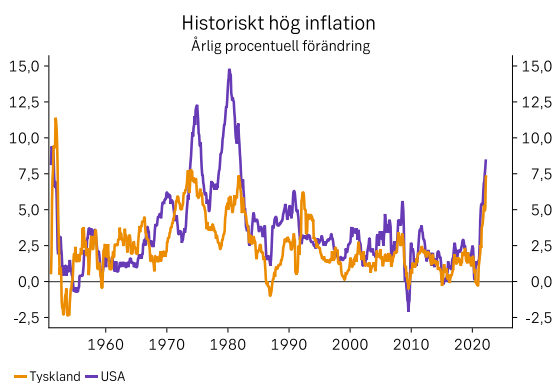


Höga energipriser håller uppe inflationen

Efter den initiala prisrusningen har energipriserna fallit tillbaka något. Detta beror främst på att USA och ett antal andra länder släppt olja ur sina beredskapslager samt att Kinas nya nedstängning minskat efterfrågan.

Båda dessa faktorer är dock övergående och vi förväntar oss att energipriserna kommer att förbli höga under överskådlig tid (se temaartikel "Råvaror och kriget" sid 13). Råoljepriset (Brent) väntas ligga på 106 respektive 85 USD per fat som årsgenomsnitt för 2022-2023. Även naturgaspriserna kommer att vara långt över de normala nivåerna.

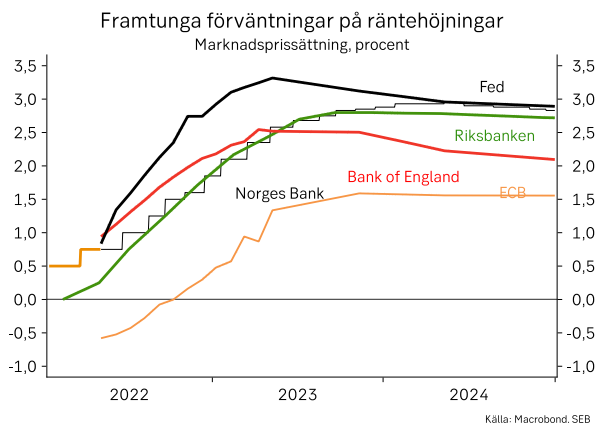
Jämförelsen med 2008 nu överspelad. När inflationen nu stigit ytterligare och därtill breddats börjar erfarenheterna av 2008 års misslyckade åtstramningar bli överspelade. Det är istället två andra inflationschocker som kan jämföras med dagens. Koreakriget (1950-53) drev fram ett kraftigt ökande behov av transporter och material, vilket ledde till en snabbt stigande inflation. Att inflationen relativt snabbt föll tillbaka innebar att Bretton Woods-systemet, med fasta växelkurser och USA-dollarans guldkoppling som sjösattes 1945, klarade sitt första stora test. Därmed lades en grund för den stabila inflationsmiljö som dominerade på 1950- och 60-talen. När OPEC i början på 1970-talet genomförde stora produktionsneddragningar och oljepriset mångdubblades 1973-74 hade Bretton Woods-systemet däremot nyligen kollapsat. Finanspolitiken fick huvudansvaret att hålla uppe den ekonomiska aktiviteten. Penningpolitiken i de flesta länder accepterade i huvudsak en allmän uppväxling av pris- och löneökningstakten. Följderna blev att ekonomierna under lång tid plågades av hög och volatil inflation som hämmade investeringar och tillväxt.



Framtunga räntehöjningar i osäker miljö

Parallellerna till stagflationseran i form av expansiv finanspolitik, ökad acceptans för prishöjningar och i vissa länder också kraftigt stigande löner börjar lyftas fram alltmer. Därtill ifrågasätts nu styrkan i de globaliseringskrafter som varit en så viktig faktor bakom de senaste decenniernas solida låginflationsmiljön. I en sådan miljö blir centralbankernas mandat och beslutsamhet att stå upp för inflationsmålen allt viktigare för att förhindra att inflationsförväntningarna

drar iväg. Centralbankerna ser nu ut att sikta mot en framtung höjningscykel där räntan relativt snabbt tas tillbaka till en mer neutral nivå. Våra styrränteprognoser har således generellt skrivits upp betydligt jämfört med Nordic Outlook i januari.



Fundamenta styr behovet av räntehöjningar. Trots att inflationen överraskat kraftigt på uppsidan måste ECB gå försiktigt fram med tanke på att beroendet av rysk energi slår mot tillväxten. ECB måste också försöka undvika att räntenivåer mellan olika länders statspapper vidgas för mycket. USA fortsätter däremot att tampas med en uppdriven efterfrågan i spåren av omfattande finanspolitiska stimulanser under pandemin. Riskerna för att förändrade pris- och löneförväntningar spiller över i en pris- och lönespiral är av flera skäl större i de anglosaxiska ekonomierna. USA och Storbritannien förenar en flexibel lönebildning med i dagsläget överhettade arbetsmarknader och större restriktioner för immigration jämfört med vad som gällt historiskt. Stora negativa tillväxteffekter från höga energipriser leder ändå till en mer begränsad takt i åtstramningen i Storbritannien. Räntekänsligheten i ekonomierna efter en lång period med låg inflation och låga räntor är en annan osäkerhetsfaktor. Inte minst gäller detta för Norge och Sverige där rörliga bolåneräntor dominerar bland hushållen.

Mest bråttom för USA, ECB släpar efter. Vi förväntar oss nu en serie snabba höjningar i USA med 50 punkter per möte till och med september. Därefter följer mer gradvisa steg till en topp på 3,50 i mitten av 2023; en nivå som är något högre än Feds bedömning av en neutral nivå runt 2-3 procent. Bank of England förenade ett hökaktigt budskap med dystra tillväxtutsikter vid sitt möte i maj. Styrräntan väntas höjas gradvis till 2,25 procent i slutet av 2023. Att ECB behöver skriva upp prognoserna för inflationen kraftigt i juni talar för lite snabbare räntehöjningar. Vi tror nu att första höjningen för inlåningsräntan kommer i juli och följs av två ytterligare steg till en nivå på 0,25 procent i slutet av året och 1,00 procent i slutet av 2023. Parallellt med ränte-

höjningar stramar centralbankerna åt genom sina balansräkningar. Effekterna av de kvantitativa åtstramningarna är dock svårbedömda och räntan ses därför som det huvudsakliga verktyget.

Centralbankers styrräntor

Procent	5 maj	Jun	Dec	Dec
	2022	2022	2022	2023
Federal Reserve	1,00	1,50	3,00	3,50
ECB (inlåningsränta)	-0,50	-0,50	0,25	1,00
Bank of England	1,00	1,25	1,75	2,25
Riksbanken	0,25	0,50	1,25	1,75
Norges Bank	0,75	1,00	1,75	2,25

Källa: Centralbanker, SEB.

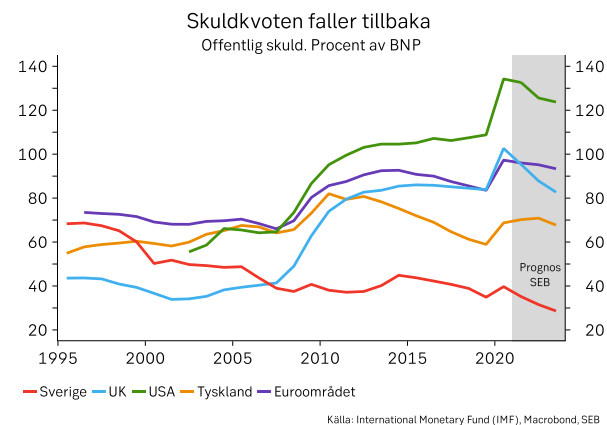
Riksbanken gjorde en helomvändning i april och gick från en bana med oförändrad ränta fram till andra halvåret av 2024 till höjning och signal om fortsatt snabba steg. Vi tror att höga inflationssiffror den närmaste tiden gör att Riksbanken levererar en 50-punkters höjning i september enlighet med det höginflationsscenario som också presenterades. Riksbanken väntas sedan stanna på nivån 1,75 procent redan i juni 2023 då man känner sig rimligt säker på att inflationen närmar sig målet. Norges Bank var tidigt ute ur startgroparna och siktar mot en mer gradvis höjningsstrategi. Räntan höjs ändå med 125 punkter i år och 50 punkter nästa år till 2,25 procent i slutet av prognosperioden.

Ny roll för finanspolitiken

Under pandemins inledning var det ganska okontroversiellt att finanspolitiken skulle spela en huvudroll när penningpolitikens krafter började sina. Men när nu centralbanker svängt om rejält i åtstramande riktning blir situationen mer komplicerad. Man kan fortfarande hävda att finanspolitiken har en viktig roll att spela för att dämpa de åtstramande effekterna av inflationschock och högre räntor. Men man måste också beakta riskerna att de båda politikgrenarna hamnar i en destruktiv dragkamp där expansiv finanspolitik ytterligare ökar trycket uppåt på inflation och kanske framför allt på inflationsförväntningar.

Hög inflation pressar ned offentlig skuldkvot. Att den höga inflationen nu hämmar tillväxten belastar de offentliga finanserna t ex via ökad arbetslöshet. Men generellt är de offentliga inkomsterna mer känsliga för inflationsförändringar än utgiftssidan. Även om t ex hushållens konsumtionsvolym justeras ner ökar den nominella konsumtionen, som ju är skattebasen. Detta är inte minst tydligt i Sverige där momsatsen är relativt hög samtidigt som det statliga utgiftstaket gäller i nominella termer. Förutom den positiva saldoeffekten

sjunker också den offentliga skuldkvoten genom att nämnaren, BNP i löpande priser, drivs upp av den allmänt höga inflationen.



Måttliga stimulanser i krigets spår. Efter de stora stimulanspaketen under pandemin börjar nu finanspolitiken bli mer fokuserad på ett par områden. Speciellt i Europa får hushåll och företag kompensation för höga energipriser genom subventioner och skattesänkningar. I EM-ekonomierna är utrymmet begränsat trots stora behov genom att mat och energi utgör en större del av konsumtionskorgen än i rikare länder. Kriget i Ukraina leder också till kraftigt ökade försvarsutgifter i många länder samtidigt som vi ser ökade investeringsinsatser för att påskynda energiomställningen, speciellt i Europa. I USA medför lösningar i kongressen att inte så mycket nytt händer även om investeringar från tidigare paket nu rullas ut och det finns en samsyn kring behovet av ökade satsningar på försvaret.

Finansiellt sparande i offentlig sektor

Procent av BNP

	2020	2021	2022	2023
USA	-14,5	-10,2	-5,0	-4,0
Euroområdet	-7,1	-5,1	-4,3	-3,2
Storbritannien	-12,5	-12,0	-6,0	-4,0
Sverige	-2,7	-0,2	0,3	0,2
OECD	-10,4	-8,4	-5,1	-3,7

Källa: SCB, SEB

Finanspolitiken hittills väl avvägd. Sammantaget ser finanspolitiken nu ut att ganska väl klara sin balansuppgift. Den nya stimulansrundan är relativt begränsad och när pandemistimulanser fasas ut blir den finanspolitiska impulsen lätt åtstramande för OECD-länderna som helhet. Satsningar på investeringar och försvar hotar knappast centralbankernas inflationsbekämpning. Det gäller inte minst i Sverige där budgeten nådde balans

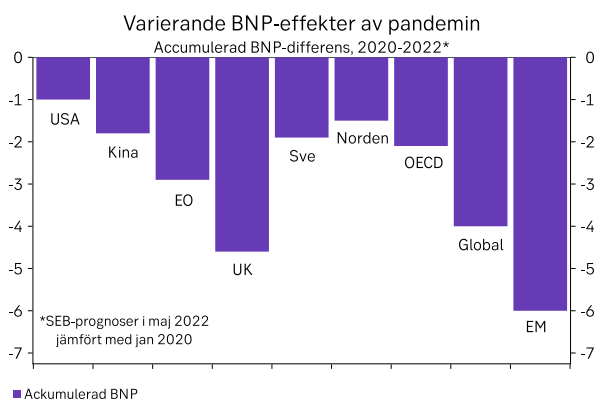
redan 2021 och där den offentliga skulden nu snabbt är på väg ned under 30 procent av BNP.

Risker för överdriven aktivism på sikt. Man kan dock inte utesluta att skillnader i mål och medel mellan penning- och finanspolitik leder till större spänningar. Vi har nu haft en ganska lång period med ökad ekonomisk-politisk aktivism och pandemin har förstärkt denna trend. Det gäller inte bara idén att finanspolitiken ska ha en större generell roll i stabiliseringspolitiken. Man kan också se en ökad benägenhet till detaljstyrning, med kompensation för stigande energipriser som färskt typexempel. Om detta drivs för långt finns en risk för att 1970-talets misstag upprepas. Finanspolitisk aktivism kan driva upp inflationsförväntningarna, speciellt om marknaden börjar misstänka att regeringar inte har något emot att inflationen pressar ned det reala värdet av den offentliga skulden. Detta skulle ytterligare öka trycket på centralbankshöjningar.

Pandemin orsakar permanenta BNP-tapp?

Det senaste året har vi försökt följa olika ekonomiers respons på pandemin. Det har vi gjort genom att hela tiden jämföra aktuell prognos för åren 2020-22 med den som förelåg precis före pandemins utbrott i slutet av januari 2020. Eftersom ekonomin före pandemin befann sig i ett ganska normalt konjunkturläge med framåtblickande BNP-prognoser nära trend drog vi också slutsatsen att man kan tolka avvikelserna i grafen nedan som en grov bedömning av BNP-gapet för 2022. Detta gap skulle då spegla potentialen för tillväxt över trend från 2023 och framåt. När prognoserna var som mest optimistiska i mitten av 2021 var det flera ekonomier som såg ut att gå helt oskadda ur pandemin. Stora stimulanser i USA ledde till prognoser på en BNP-nivå 2022 som till och med var någon procentenhet högre än förkrisprognosen.

man kanske kan dra slutsatsen att tidigare positiva staplar kunde ha tolkats som en varning för en övertro till vad den ekonomiska politiken verkligen kan åstadkomma. När nu stram arbetsmarknad och hög inflation tvingar fram en penningpolitisk respons ser det inte heller ut som om BNP-tappen kommer att tas tillbaka inom överskådlig tid. För de flesta länder är det inte rimligt att göra prognoser med tillväxt över trend även om djupt nedpressade BNP-nivåer för t ex euroområdet och Storbritannien utgör undantag. Framtiden får sedan utvisa om man på längre sikt ändå kan ta tillbaka förlorad mark t ex genom en normalisering av nivåer för arbetsutbud och produktivitet. Frågan är kanske mest angelägen för EM-länder där avvikelserna från förkristrenden i vissa fall är mycket stor; med Indiens gap över 15 procent som det mest slående exemplet.



EM-ekonomier värst drabbade. När nu prognoserna har justerats ner hamnar samtliga ekonomier på tydliga minustal. Krigsutvecklingen bidrar förstås till det men

Tema:

Råvarorna och kriget

Brister och rekordpriser i spåren av Rysslands krig i Ukraina

Rysslands invasion av Ukraina skickade chockvågor genom de globala råvarumarknaderna. De initiala reaktionerna är på väg att lägga sig men många råvaror är på fortsatt höga eller till och med rekordhöga nivåer. Invasionen kommer att ha allvarliga och strukturella konsekvenser för både konsumenter och producenter av råvaror under många år framöver. Ryssland har på kort sikt en stark position eftersom såväl EU som världen har ett desperat behov av ryska råvaror. På medellång sikt kommer utvecklingen dock sannolikt att vara mycket negativ för Ryssland när dörren stängs till västländerna. Ryssland är den största exportören av både fossila bränslen och av vete i världen och Ukraina är nummer fem. Priserna kommer sannolikt att vara fortsatt höga eller mycket höga, och riskerar att bidra till en kommande recession. Som en konsekvens av krigets skadeverkningar på jordbrukssektorn hotar också en global matkris det närmaste året.

Gott om råvaror. Ryssland har en enorm areal (17 miljoner km²) och ett överflöd av råvaror. Förutom fossila bränslen och spannmål, där landet är världens största exportör, säljer Ryssland också stora mängder konstgödsel (som kräver mycket energi), aluminium, nickel, palladium och många andra råvaror.

Råvaruchock och rusande priser. Den ryska invasionen av Ukraina och de efterföljande sanktionerna mot Ryssland, ledde till snabbt stigande råvarupriser och ökad volatilitet. Nickelpriserna fyrubblades över en natt till 100 000 USD/ton och handelsstoppades på London Metal Market (LME) en hel vecka.

Naturgaspriserna handlades upp till priser som var 10 gånger de normala. Oljepriserna steg från runt 100 USD/fat till över 125 USD/fat och kolpriserna dubblades till nya rekordnivåer. Sedan dess har den omedelbara råvarupaniken lagt sig men naturgaspriserna är fortfarande fem gånger högre än normalt och även olje- och kolpriserna är högre eller mycket högre än normalt.

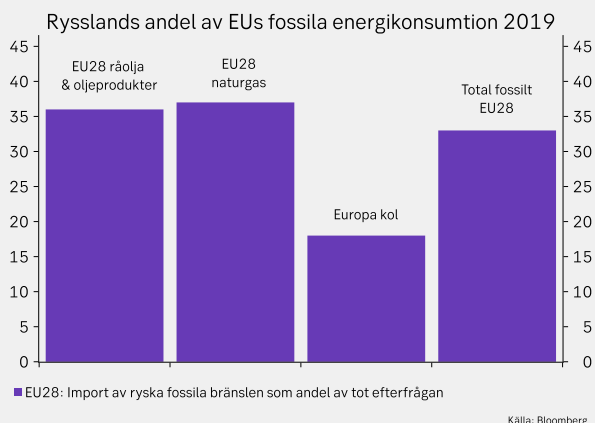
Energichock och europeisk energikris. Som världens största exportör av fossila bränslen uppskattas Rysslands andel av världshandeln för olja, kol och naturgas till 12, 17 respektive 23 procent under 2019. Rysslands fossila export är dock starkt koncentrerad till Europa. Nära 50 procent av landets export av råolja och oljeprodukter, och 72 procent naturgasen, gick till OECD-länder i Europa. EU och Storbritannien importerade 2019 hela 33 procent av sina fossila bränslen från Ryssland, inklusive 4,3 miljoner fat olja och 3 miljoner fat oljeekvivalenter med naturgas per dag.



Europa är beroende av Ryssland för fossila bränslen men beroendet går åt båda hållen. Ryssland är till mer beroende av EU än tvärtom och EU:s långa kustlinje gör det lättare att ersätta importen från Ryssland, om än till ett betydligt högre pris. På kort sikt är dock priset för Europas stora beroende av rysk energi extremt högt.

Ett energiäktenskap går mot sitt slut. Råvaror är starkt knutna till den infrastruktur som byggts för att transportera dem. Ett stort nätverk av gas- och oljeledningar har byggts från Sibirien och hela vägen till västra Europa. Ledningarna har ofta namn som "Broderskap" och "Vänskap", vilket ska signalera en vänskaplig framtida gemenskap, präglad av handel och ömsesidigt beroende. Ledningarna skapar en stark fysisk länk mellan Ryssland och Västeuropa. Det har tagit årtionden och kostat miljarder dollar, euro och rubel att bygga dem och de är också tänkta att hålla i årtionden framöver. De utgör basen för dagens handel av fossila bränslen mellan Ryssland och Europa.

Det är ingen överdrift att kalla den hittillsvarande situationen för ett "energiäktenskap" mellan Ryssland och Europa. Men med invasionen av Ukraina tar äktenskapet slut. Fysiskt och legalt är parterna fortfarande involverade men skilsmässan är ett faktum och det finns ingen återvändo. Västeuropa kommer aldrig igen att göra sig så beroende av ryska fossila bränslen, inte ens när Putin lämnat makten. Många av olje- och gasledningarna från Ryssland till Västeuropa kommer inom några år att vara närmast värdelösa.



Energisanktionernas Moment 22. Meningen med energisanktionerna mot Ryssland är att minska Rysslands intäkter och försvaga landets ekonomi. Men det finns risk för ett Moment 22 där Ryssland på kort sikt kommer ut som vinnare, oavsett hur väst agerar:

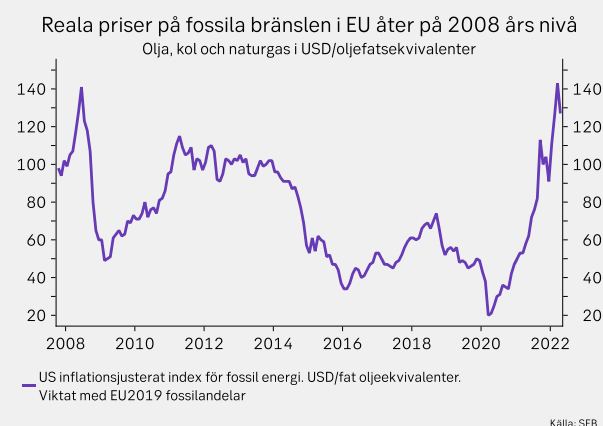
1) Anta att sanktioner stoppar allt flöde av rysk energi till västländer men att den i stället hittar vägar till andra länder, som Kina, Indien eller andra asiatiska länder. Då innebär sanktionerna bara att den fossila energin

skyfflas runt i världen. Visserligen blir kostnaderna högre och hanteringen mer opraktisk än tidigare, men energin når ändå världsmarknaden och Ryssland klarar sig bra ekonomiskt eftersom försäljningen fortsätter till oförändrade volymer och priser.

2) Anta att EU inför ett embargo som stoppar delar eller hela importen av ryska fossila bränslen till Europa men anta den här gången att Ryssland inte hittar nya marknader och att rysk export minskar med upp till 30-40 procent. Det motsvarar en utbudsminskning på världsmarknaden med 3,5 till 5 miljoner fat/dag. Priset på olja och gas skulle stiga kraftigt. Ryssland skulle exportera mindre men till ett mycket högre pris och i princip få samma intäkter som tidigare.

I båda dessa scenarion riskerar alltså ryska intäkter att bli desamma trots sanktioner, vilket bidrar till att ett tvärstopp för rysk energi är mindre sannolikt på kort sikt. Dessutom har Ungern sagt att landet lägger in sitt veto mot eventuella förslag från EU-kommissionen att bojkotta rysk energi. Men även om dessa faktorer hindrar ett totalstopp på kort sikt, är det tydligt att den övergripande inriktningen inom EU är att så snart som möjligt minska beroendet av Ryssland.

Full fart för EU ut ur ryskt energiberoende. Ett mål för EU är att redan till slutet av det här året minska importen av rysk naturgas till 20 procent av normala volymer. Tyskland ska minska sin import av rysk olja från 35 procent av total import till noll redan till sommaren 2022.



Rekordhöga kostnader för EUs fossila energi. Rysk råvaruexport, trots att den ännu inte bojkottad, minskar nu eftersom många köpare är motvilliga. Få europeiska företag vill idag förknippas med Ryssland. BP, Shell och Total har alla förklarat att de inte vill ha med rysk råolja eller oljeprodukter att göra.

Naturgasexporten från Ryssland uppgår nu till 2/3 av normala volymer. Det innebär en minskning av ungefär 1 miljon oljefatsekvivalenter/dag. Rysk råoljeproduktion

beräknas minska från över 11 miljoner fat/dag före invasionen till mindre än 9 miljoner fat/dag i mitten av april. Totalt handlar det därmed om en minskning av rysk olja och gas med runt 3 miljoner fat/dag. Det är mycket och bortfallet har resulterat i prisuppgångar. Idag har vi i EU de högsta reala priserna någonsin på fossila bränslen, mätt som en konsumentvägd korg av olja, kol och naturgas. Medan oljan är långt ifrån sin historiska toppnivå på runt 190 USD/fat (i dagens priser) från 2008, ligger både kolet och gasen på rekordnivåer.

Nedstängt Kina och nödolja från IEA ger kortsiktig lättnad. Trots utbudsförlusten av ryska fossila bränslen har vi den senaste tiden sett prislättnader på kol, olja och gas. Det beror i huvudsak på två saker. Den första är att de största volymerna någonsin nu släpps från de strategiska oljelagren (SPR) av medlemmar av den Internationella energimyndigheten (IEA). Den andra är de extrema nedstängningarna i delar av Kina som minskar efterfrågan på olja med minst 1 miljon fat/dag. Bidraget från SPR på runt 1,3 miljoner fat/dag kommer dock bara att vara i sex månader och Kina kommer så småningom att lämna nedstängningarna bakom sig. Den krockkudde som nedstängningarna och reservlagren just nu erbjuder kommer därmed bara att vara det närmaste halvåret eller något längre.

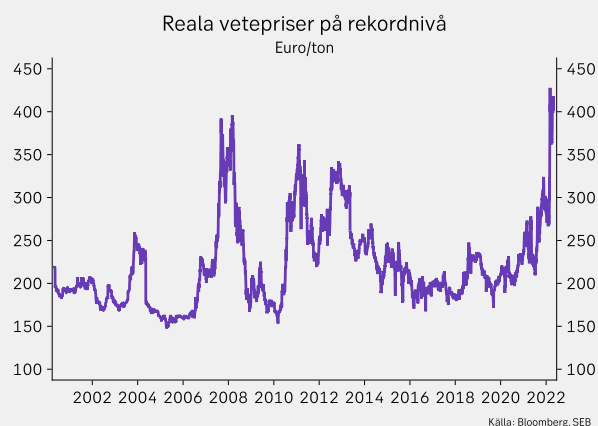
Med krig i kornboden hotar matkris. Ryssland är världens största veteexportör, följt av USA, Kanada och Frankrike. Ukraina är nummer fem och viktigt för den globala vetemarknaden. Förutom vete producerar landet en rad andra jordbruksprodukter, det är t ex världens största producent av solrosolja. Ukraina ligger mitt i det som kallas en av världens "kornbodar", med gott om svart, bördig jord, och är även storproducent av konstgödsel.

Ukrainas veteproduktion kan minska med 50 procent. Veteskördarna i Ukraina riskera att på grund av kriget minska med upp till 50 procent den kommande säsongen. Gödslingen av vintervetet kommer antagligen att bli kraftigt eftersatt, med mindre skördar som resultat. Även vårsådden av vete lär bli begränsad, och det är överlag svårt att bedriva jordbruk med pågående krig och brist på allt från maskindelar till gödsel och diesel.

Brist på Urea ger mindre skördar globalt. Urea är ett energiintensivt gödningsmedel och naturgas är ofta huvudingrediensen i produktionen. Priset på Urea har på grund av de höga naturgaspriserna skjutit i höjden globalt. Normalt är Ukraina en stor exportör av Urea men volymerna har sjunkit kraftigt. Bristerna och de stigande priserna gör nu att jordbrukare över hela världen använder mindre Urea vilket ger mindre skördar.

Allvarlig torka i USA gör problemen än större. Det råder samtidigt allvarlig torka i västra USA, inklusive i Kansas som är landets största veteexportör. Det är mycket bekymmersamt eftersom USA och Kanada är de största veteexportörerna efter Ryssland och annars hade kunnat kompensera för det utbud som nu uteblir. I de områden som inte drabbats av torkan syns heller inga tecken på ökade arealer av veteodling, trots rekordhöga priser. Det beror dels på att våren redan är långt gånngen, med begränsade möjligheter till omställning, och dels på att löner och priser på gödning och diesel gått upp så mycket att det är osäkert om ens rekordhöga vetepriser gör det lönsamt att plantera mer.

Vetepriserna har dubblats men kan bli mycket högre. Bloombergs breda index för jordbruksprodukter är (justerat för inflationen) idag bara 11 procent lägre än rekordnivån från 2011. Vetet är dock redan på rekordnivå, både i nominella och reala priser, och handlas till ungefär dubbla priser mot de normala.



Det finns en risk att vi får se en omfattande matkris, även om vi hittills bara är i inledningen av en sådan process. Råvarupriser har en exponentiell karaktär som har att göra med att både utbud och efterfrågan på kort sikt ofta är trögrörliga. Europeiska naturgaspriser rusade till 10-15 gånger sina normala nivåer tidigare i år och ligger fortfarande omkring 5 gånger högre än normalt. Dagens dubblade vetepriser är redan väldigt höga för många konsumenter runt världen men på grund av råvaruprisernas karaktär riskerar de att gå ännu mycket högre. Och som det ser ut nu är det nog dit vi är på väg.

Hamstring, upplopp och exportförbud. Ser vi tillbaka på 2011, när matpriser senast rusade, är erfarenheten att exporterande länder införde exportförbud för att skydda den egna befolkningen och undvika oro och upplopp. Det ledde i sin tur till att importerande länder drabbades hårt och var bl a en grogrund för den arabiska våren. Norra Afrika tillhör även denna gång en del av världen som kan påverkas allvarligt.

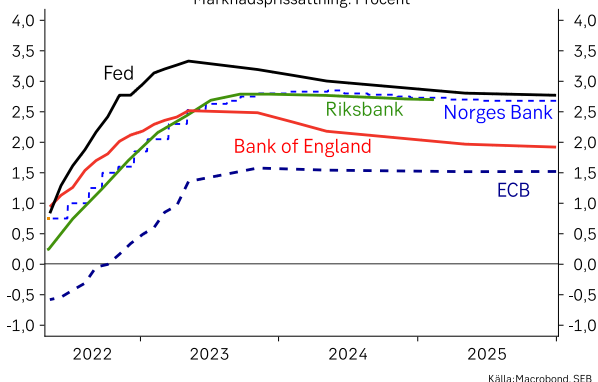
Räntemarknaden

Centralbankernas U-svängar trycker upp räntorna

Säljtrycket på globala obligationsmarknader har accelererat i takt med centralbankernas tilltagande oro för inflationen. USA:s och Tysklands 10-åriga statsränta väntas ligga på 3,50 respektive 1,60 procent i slutet av 2023 med räntehöjningar och kvantitativ åtstramning som viktigaste drivkrafter.

Flertal U-svängar. Den uppåtgående trenden i långräntor började tidigt i höstas då marknaden lyfte sina förväntningar på policyräntor till följd av ett förändrat inflationslandskap. Ränteuppgången fick ytterligare kraft av Feds hökaktiga fotbyte i december. Därefter har ett flertal andra centralbanker följt efter och i april även Riksbanken. Uppgången i amerikanska och tyska långräntor har drivits av högre inflationsförväntningar men i USA:s fall även av en stigande realränta. Baserat på våra inflationsprognoser väntas marknadsprissatta inflationsförväntningar falla något under andra halvåret i år, vilket leder till att reala räntor stiger mer än nominella.

Framtunga förväntningar på räntehöjningar - utplaning
Marknadsprissättning, Procent



Policyräntor trycker långräntor uppåt. Historien visar att USA:s långränta normalt tenderar att toppa strax före slutet på en räntehöjningscykel på en räntenivå som ligger något över styrräntan. Vår prognos att USA:s styrränta toppar på 3,25-3,50 procent innebär att vi räknar med att 10-åriga räntan når 3,50 procent vid

halvårsskiftet 2023. Feds minskning av balansräkningen väntas också bidra till högre långräntor.

ECB har varit en viktig drivkraft bakom låga långräntor i euroområdet med nettoköp av statspapper som överstigit emissionerna de senaste två åren. Detta förändras i om att ECB avser avsluta köpen under tredje kvartalet i år. Samtidigt väntas utbudet av obligationer öka p g a det säkerhetspolitiska läget och klimatinvesteringar. ECB väntas även höja inlåningsräntan till 1,00 procent till nästa höst. En tysk 10-årig ränta når 1,60 procent 2023; om marknaden prisar in fler ECB-höjningar stiger räntan ytterligare.

Om BNP-tillväxten blir negativ kommer långräntetoppen att komma tidigare och nå lägre nivåer. Om tillväxten å andra sidan överraskar åt det mer positiva hållet blir höjningscykeln mer utdragen och långräntorna högre.

Svenska långräntedifferenser mot Tyskland har stigit sedan början av året till sin högsta nivå sedan 1997. Uppgången drivs främst av stigande förväntningar på räntehöjningar från Riksbanken. Att Riksbanken höjer mer och tidigare än ECB talar för att svenska räntor fortsätter stiga mer än de tyska under det närmaste halvåret, även om marknaden redan tagit höjd för skillnaden i räntepolitik i år. Att Riksbanken halverar obligationsköpen under andra halvåret 2022 bidrar också till relativt sett högre räntor. Under nästa år räknar vi med att Riksbanken i stort sett avslutar köpen. Det talar för att långa svenska räntor stiger något mer även under första halvan av 2023. Mot slutet av nästa år minskar dock räntedifferensen mot Tyskland igen alltefter som även ECB drar ned på återinvesteringarna.

Norska långräntor har pressats upp av Norges Banks tidiga höjningar. I takt med att marknadsförväntningar på ECB-höjningar ökat har långräntedifferensen mot Tyskland minskat något från historiskt höga nivåer. Norges Bank väntas gradvis fortsätta att höja räntan i takt med rådande marknadsprissättning. Emissionen av en ny 20-årig obligation kan visserligen bidra till att hålla uppe långräntedifferensen men huvudbilden är likväl att den krymper i takt med stigande tyska långräntor.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent	5 maj	Dec	Jun	Dec
		2022	2023	2023
USA	2,93	3,40	3,50	3,50
Tyskland	0,98	1,30	1,45	1,60
Sverige	1,93	2,30	2,35	2,50
Norge	2,89	3,10	3,20	3,25

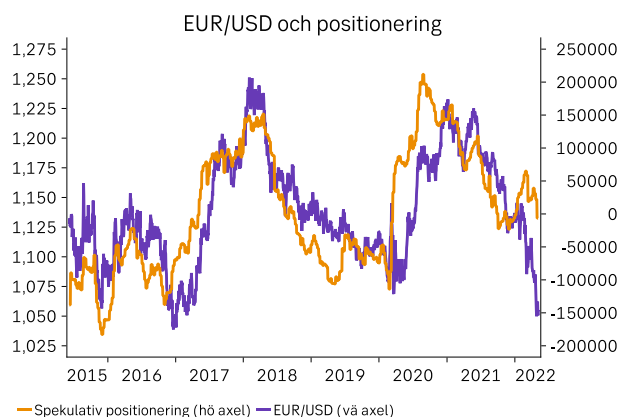
Källa: Nationella centralbanker, SEB

Valutamarknaden

Fed och svag riskapitet stöttar USD ännu en tid

Efter Rysslands invasion av Ukraina har förväntningarna på centralbankerna förändrats dramatiskt. Därtill har de negativa konsekvenserna för global tillväxt påverkat valutamarknaden. Extra stor sårbarhet i Europa har gjort att euron inte kunnat utnyttja sina defensiva kvaliteter. Vi tror att EUR/USD fortsätter ned i närtid innan värderingsargumentet får större betydelse. Kronan hämmas på kort sikt av global avmattning men efter hand bidrar Riksbankens höjningar till en kraftig förstärkning.

Dollartoppen dröjer. EUR/USD har nu redan nått de nivåer vi förutspått för andra kvartalet men vi är inte övertygade om att botten redan nåtts. Fed höjer snabbare än någon annan centralbank i närtid samtidigt som ECB måste balansera mycket hög inflation mot snabbt vikande tillväxt. Europas geografiska närhet till kriget samt beroendet av rysk gas skapar sårbarhet. Vi tror därför att ECB går försiktigt fram även om en första höjning kommer redan i sommar.



Värderingsargumentet biter så småningom. I rådande marknadssentiment är det svårt att tro på någon snabb vändning men värderingen av dollarn börjar bli ansträngd, inte minst mot kronan. I avsaknad av en allvarlig kris och djup recession kommer värderingsargumentet att tynga utsikterna för USD. Svaga amerikanska fundamenta kommer därtill att pressa ner dollarns andel av globala reserver. Vi väntar oss att EUR/USD faller till 1,02 senare i år innan euron börjar ta igen förlorad mark. Mot slutet av 2023 väntas EUR/USD ligga relativt nära sin långsiktiga jämviktsnivå på 1,15.

Pundet fortsätter att trotsa svaga fundamenta

kortsiktigt och EUR/GBP handlar strax över flerårslägsta. Storbritannien har dock en långsiktigt sårbar ekonomi och strukturella problem även om dessa överskuggas i närtid av Bank of Englands räntehöjningar samt euroområdet stora sårbarhet för krigsutvecklingen. Vi behåller en prognos där EUR/GBP handlar sidledes kring 0,84-0,85 men sedan stiger långsamt mot 0,90 under 2023. Hög värdering och dåliga fundamenta i form av dålig konkurrenskraft och externa underskott tar ut sin rätt.

Valutakurser

	5 maj	Dec 22	Jun 23	Dec 23
EUR/USD	1,05	1,07	1,11	1,15
USD/JPY	130	133	130	127
EUR/GBP	0,84	0,87	0,89	0,90
EUR/SEK	10,40	10,15	9,55	9,70
EUR/NOK	9,93	9,90	9,70	9,70

Källa: Bloomberg, SEB

Stark medvind för kronan under 2023. Riksbanken har påbörjat sin plan med en serie snabba räntehöjningar det närmaste året. I närtid har kronan svårt att dra nytta av en positiv ränta när global ekonomi bromsar in och Europa är sårbart. Successivt bör dock vidgat gap mellan Riksbanken och ECB ge medvind när strukturella utflöden kopplade till minusräntan och QE-programmen nu vänds till neutrala/positiva flöden. Det gäller t ex ett ökat intresse bland svenska företag att börja köpa kronor för de stora belopp som samlats på valutakonton samt ökad aptit på svenska statspapper hos utländska investerare. Riksbankens köp till valutareservern upphör också vid årsskiftet vilket gör att vi ser stark medvind för SEK under 2023 och vi tror att EUR/SEK handlar 9,55 i mitten av året.

EUR/NOK bör falla tillbaka igen. Norska räntehöjningar och stigande oljepriser har gett stöd åt NOK. Samtidigt har NOK och flera andra cykliska valutor försvagats när riskapitet vikit. De norska valutaköpen har stigit till 2 mdr NOK per dag vilket ger en tydlig motvind. Vår bedömning är att NOK på kortare sig ska stärkas när riskapitet normaliseras men att den kommer att tappa mot både EUR och SEK under hösten, dels baserat på dess säsongsmönster som visar på svaghet under andra halvan av året och dels på att EUR och SEK kommer få mer stöd från ECB och Riksbanken under hösten. NOK/SEK rusade tidigare från paritet upp mot 1,10. Dagens nivåer på 1,05 är mer rimliga men vi tror på en något lägre nivå kring 1,03 i slutet av 2022.

Aktiemarknaden Riskfylld balansakt

Storleken på nedrevideringar av tillväxt och vinster framöver avgör den långsiktiga börspotentialen. På kort sikt är detta dock ett år då börshumöret styrs av centralbanksförväntningar. En mjuklandning utan vare sig stora ytterligare långränteuppgångar eller alltför svag tillväxt är diskonterad på börserna, där de mest aggressiva värderingarna har slipats av. Om denna balansakt klaras av finns hopp om en hygglig börsutveckling.

Under årets första tertial har börsförutsättningarna alltmer kommit att likna pessimistens julafton. Stigande inflation och räntor, nedjusterad tillväxt, fortsatta störningar i globala leveranskedjor, skenande energipriser, ett tragiskt krig på europeisk mark och kraftfulla pandeminedstängningar i den globala fabriken Kina skapar stor oro hos placerarkollektivet.

Att räntor och penningpolitik normaliseras är till stor del välkommet. Men besvärande hög inflation skapar, förutom tillväxpress, givetvis risk för större ränteuppgångar. De kraftiga uppgångarna i obligationsräntor väcker frågan om när ränteplaceringar kommer i spel. Våra prognoser pekar på måttligt stigande långräntor, något som inte behöver utlösa börsdramatik. Gångna års räntestöd har dock vänts till motvind för börserna.

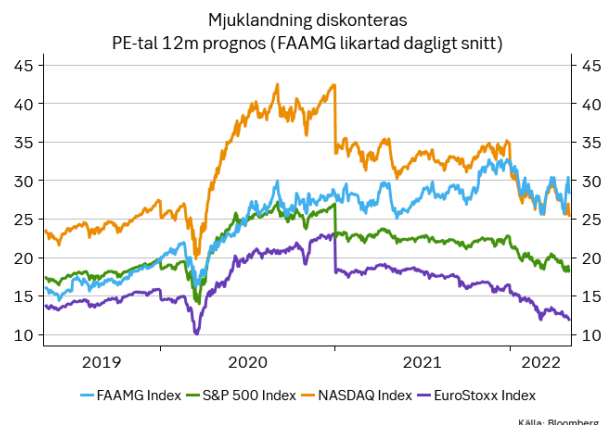
Värt att notera är att stigande räntor och ökade kreditspreadar har gjort att den löpande avkastningen för ett Investment grade-index i USA stigit till drygt 4 procent och motsvarande siffra för High yield är knappt 7 procent. Det framstår som alltmer investeringsbara nivåer, TINA-argumentet (There Is No Alternative) försvagas.

Globala tillväxtprognoser skruvas ner, inte bara av oss, men hittills har det dock inte gjort något större avtryck i vinstprognoserna på aggregerad nivå. De globala vinstprognoserna för 2022 har endast dragits ner marginellt under året från ökning på 8-9 till 5-6 procent. För 2023 är prognoserna stabila runt 8 procent. Årets prognoser kan mycket väl komma att skruvas ner ytterligare, men skulle prognoserna hålla

ger det stöd till aktiekurserna, särskilt då värderingen generellt kommit ner de senaste kvartalen.

Positionering ger stöd. Förutom att bolagen fortsätter visa god anpassningsförmåga, ger också placerarnas mer försiktiga syn och positionering rimligen stöd åt aktiekurserna. Förväntningarna har skruvats ner tydligt och professionella placerare har dragit ner risken i sina portföljer med en högre andel kassa och lägre andel aktier än det historiska snittet. Inom aktier överviktas man mer stabila sektorer som läkemedel på bekostnad av industribolag. Geografiskt är man mer försiktiga till Europa, vilket är logiskt givet geopolitik och tillväxtoro.

Bland årets förlorare märks tidigare års vinnare – tillväxtbolagen. Det innebär att de uppskruvade värderingarna för dessa bolag har kommit ner och den historiskt höga skillnaden mot övriga marknadssegment har minskat. Tydligast är detta i de mindre bolagen med allra högst värdering, men även de globala digitala drakarna FAAMG (Facebook/Meta, Apple, Amazon, Microsoft, Google/Alphabet) följer mönstret.



Med stora orosmoln på himlen och osedvanligt starka krafter i rörelse lär börsriktningen kommande månader styras av nyhetsflödet kring inflation, centralbanker och tillväxtförutsättningar. Utmaningarna är stora med risk för högre inflation och räntor om centralbankerna inte lyckas i sin inflationsbekämpning och risken att tillväxten pressas ytterligare mot recession som urholkar vinster och motiverar lägre värdering. Om inflationen kan dämpas och tillväxtprognoserna håller ser vi dock utsikter att börserna kan leverera en rimlig avkastning givet risken.

USA

Osäker mjuklandning efter inflationschock

Överhettad arbetsmarknad och alltjämt motståndskraftig efterfrågan ökar pressen på centralbanken Fed samtidigt som kriget i Ukraina och Kinas Covid-nedstängningar skapar nya risker för både tillväxt och inflation. Vi har skruvat upp våra förväntningar på Feds räntehöjningar och tror att tillväxten saktar ner något under trend. Huvudscenariot är alltjämt att ekonomin mjuklandar och att en recession undviks.

De senaste åren har sett dramatiska skiften i tillväxt- och inflationsutsikterna för USA. Vår BNP-prognos revideras nu ned ytterligare till 2,6 respektive 1,7 procent under 2022 och 2023. Samtidigt har både inflations- och styrränteprognoisen skrivits upp. Fed höjde med 50 punkter i maj. Vi väntar oss ytterligare höjningar med totalt 150 punkter på de tre kommande mötena till en ränta i linje med Feds syn på neutral på strax under 2,50 procent. Styrräntan väntas nu ligga i intervallet 2,75 - 3,0 procent i slutet av året och toppa på 3,25 - 3,50 procent i mitten av 2023. Feds balansräkning bantas gradvis i en takt av nära 100 mdr USD per månad.

Nyckeldata

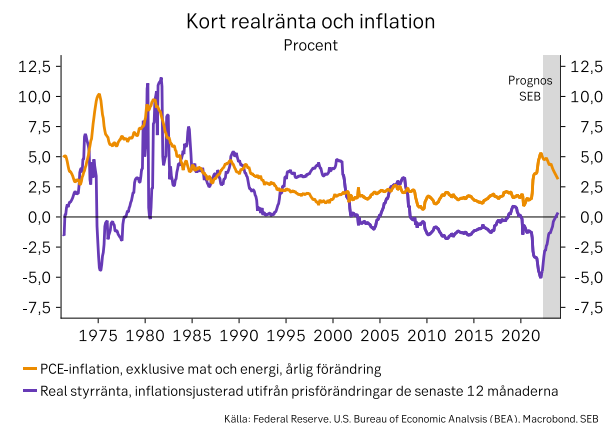
Procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,4	5,7	2,6	1,7
Arbetslöshet*	8,1	5,4	3,7	4,1
Löner	4,9	4,2	5,0	3,7
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,4	3,3	4,9	3,8
Offentligt saldo**	-14,5	-10,2	-5,0	-4,0
Offentlig bruttoskuld**	134	134	129	127
Fed funds rate, % ***	0,25	0,25	3,00	3,50

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

Svår balansgång för Fed. Vår prognos innebär att tillväxten växlar ned något under trend i år, men att en recession, med fallande BNP undviks. Arbetslösheten väntas stiga något över Feds syn på jämvikts-

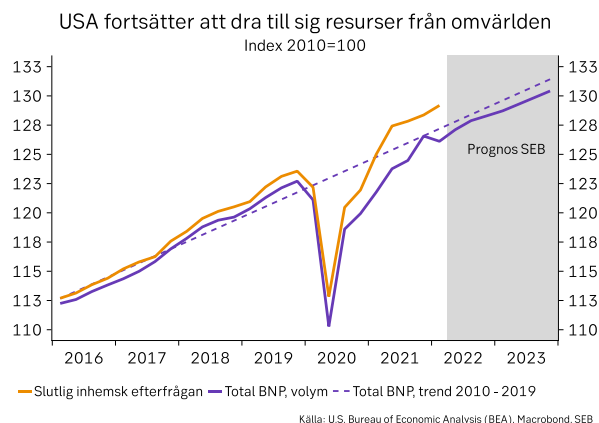
arbetslöshet (4 procent) samtidigt som inflationen gradvis dämpas. Historiska erfarenheter manar till ödmjukhet angående Feds förmåga att åstadkomma en sådan mjuklandning. Det är möjligt att vi underskattar hur mycket Fed kommer att behöva höja och hur stora kostnaderna för ekonomin då blir. Vår prognos indikerar en kort realränta på cirka 0,5 procent (beräknad på 12-månadersförändringar i kärn-PCE) i slutet av perioden, vilket är en fortsatt måttlig nivå sett över den senaste 10-årsperioden och långt under vad som krävdes för att få bukt med inflationen i början på 1980-talet.



Begränsade höjningar jämfört med historiska räntecykler av flera skäl. Att inflationen delvis drivits av tillfälliga faktorer kopplade till pandemin underlättar Feds uppgift, även om Fed tvingats ge upp talet om övergående inflationskrafter. Feds höjningar kan väntas bita på lägre nivåer än vad som historiskt varit fallet på grund av nedgången i den neutrala räntan; den nivå som varken bromsar eller expanderar ekonomin. Den reala neutrala räntan ligger enligt vår bedömning idag på 0,0 till 0,5 procent, mot 3 till 4 procent under början av 1980-talet. Räntehöjningarna kompletteras också av Feds kvantitativa åtstramning av balansräkningen; detta är dock ett relativt oprövat verktyg med svårbedömda effekter. Kraftiga kostnadsökningar har därtill i sig själva en nedkylande effekt, så länge som inte den ekonomiska politiken kompenserar företag och hushåll. Ju längre den höga inflationen håller i sig, desto större blir dock risken för att inflationsförväntningar kopplar loss från inflationsmålet och att pris- och lönedynamiken förändras jämfört med de senaste decenniernas låginflationsmiljö. Fed-ekonomer har på senare tid producerat flera analyser kring risken för bestående hög inflation, vilket visar att man är stressad över frågan. Det stödjer en framtung höjningscykel.

Dålig start på året men bättre än vid första anblicken. BNP-tillväxten svängde från +6,9 procent i omräknad årstakt kvartal fyra till -1,4 procent under första kvartalet, men detta överdriver svagheten. Utrikes-

handeln gav stora negativa bidrag vilket speglar stark import och alltjämt dämpad export; hög inhemsk efterfrågan gör att USA fortsätter att dra åt sig resurser från omvärlden. Lager gav negativa bidrag efter en kraftig lageruppbyggnad under kvartal fyra. Privata investeringar accelererade däremot medan privat konsumtion växte i något snabbare takt.

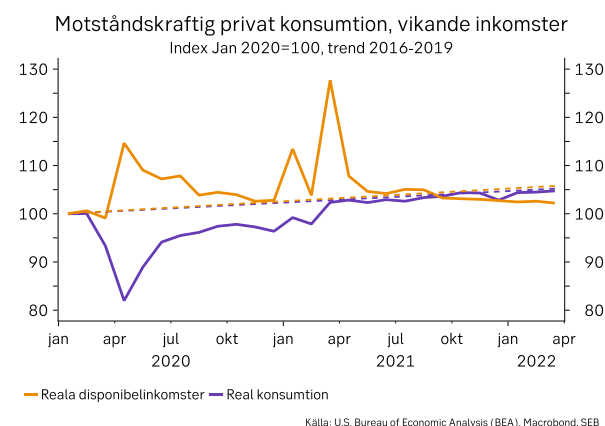


Inbromsning i näringslivet, pessimistiska småföretag.

Sentimentsindikatorer för näringslivet (ISM) ligger på nivåer som historiskt indikerat relativt god tillväxt, men har växlat ned från toppen i fjol. Aprilmätningar för industrin i Philadelphia och New York-området visar att utsikterna 6 månader framåt försämrats markant; för småföretagen ligger framtidsförväntningarna, enligt NFIB:s index, på de lägsta nivåerna sedan mätningarna började i mitten av 1980-talet. Försämrade utsikter och stigande räntor kan väntas dämpa näringslivets investeringar jämfört med tidigare prognoser. Att investeringar i till exempel fordon hållits tillbaka av utbudsbegränsningar skapar dock ett uppdämt investeringsbehov på kort sikt. Priserna på bostäder stiger snabbare än inför finanskrisen 2008, men lågt utbud av bostäder samt lägre belåning och räntekostnader som andel av disponibelinkomsterna minskar risken för en ny kris på fastighetsmarknaden. Försäljningen av nya och befintliga bostäder har dock vänt ner de senaste månaderna och vi räknar med en fortsatt dämpning framöver.

Konsumtionskrafterna är motstridiga. Stark arbetsmarknad och växande sysselsättning fortsätter att ge stöd för inkomsterna men motverkas av den höga inflationen. Stödet från finanspolitiken har avtagit efter årsskiftet och pressar i kombination med stigande kostnader för bland annat drivmedel, mat och generella prisökningar hushållens köpkraft. Reala disponibelinkomster har rört sig stadigt lägre sedan mitten av förra året. Konsumtionen har dock hittills varit motståndskraftig. Total konsumtion (fasta priser) stiger i linje med trenden innan pandemin. Utsikterna till nya

finanspolitiska stöd innan kongressmajoriteten i höst mest troligt övergår till republikanerna är små, givet fortsatt intern splittring inom demokraterna. Förra vårens stödpaket inkluderade utökade stöd till barnfamiljer, motsvarande 0,5 procent av årlig privat konsumtion, där andra halvan ska betalas ut i samband med skatteåterbäringen senare i vår. Hushållen behöver ansöka om stödet; undersökningar tyder dock på att många inte är medvetna om dessa möjligheter. Feds räntehöjningar är en ny riskfaktor för hushållen samtidigt som starka balansräkningar och bolån med långa löptider skapar motståndskraft. Stigande bolåneräntor, till högsta nivåerna sedan 2018, har dock fått ansökningar om nya bolån och omläggning av existerande att falla kraftigt.

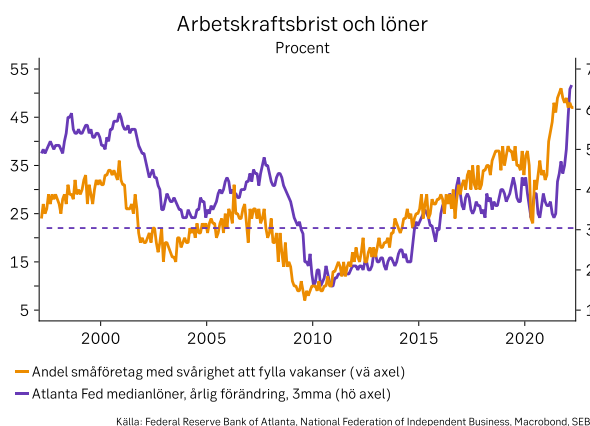


Finansiellt starka men deppiga. Hushållen har under pandemin byggt upp rejäla sparbuffertar på åtminstone 2000 mdr USD, motsvarande nära 10 procent av BNP, vilket kan hålla uppe konsumtionen i ett läge med sjunkande disponibelinkomster. Dessa buffertar är inte jämnt fördelade; högre tillgångspriser gynnar främst hushåll i högre inkomstskikt, ökat sparande under pandemins inledning drevs av en minskad konsumtion av tjänster, där hushåll med högre inkomster dominerar. De finanspolitiska kontantstöden liksom höjda arbetslöshetsersättningar har dock gjort störst skillnad för hushåll med lägre inkomster. Bedömningar av hur stor del av sparöverskottet som hamnat hos de med lägst inkomster, och högst konsumtionsbenägenhet, visar en stor spännvidd. Enligt en Fed-analys står de 40 procenten med lägst inkomster för 29 procent av sparöverskottet under pandemin; klart över det normala.

Konsumtionen växer i långsammare takt. Osäkra utsikter talar emot att hushållen drar ned sparatet i samma omfattning som man drog upp det under pandemin; som mest låg sparkvoten på över 30 procent av disponibelinkomsterna. Det innebär att buffertarna inte till fullo aktiveras. Normalt rör sig sparkvoten i motsatt riktning mot konsumentförtroendet.

Sentimentsmått skiljer sig nu åt. Michigan-index har fallit till nivåer som normalt bara syns under lågkonjunkturer medan Conference Boards fortfarande är något över det historiska snittet. Båda visar dock en tydlig nedgång i förväntansindex som är bättre korrelerad med privat konsumtion. Den samlade bedömningen är att hushållen upprätthåller en konsumtion något under det normala men att tidigare excesser upphör.

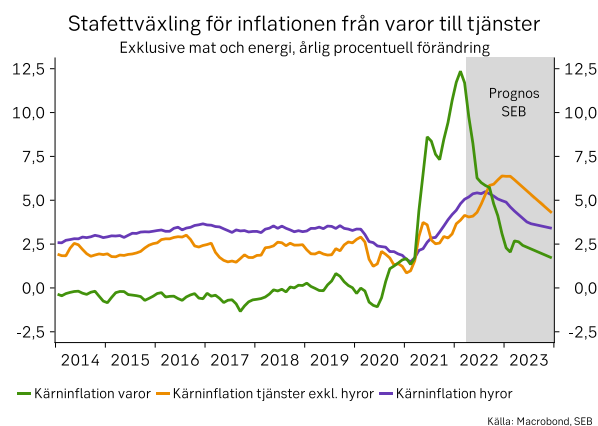
Arbetsmarknaden är historiskt stram, att döma av antal lediga platser per arbetslös. Bristmått bland småföretag ser dock ut att ha toppat och planerna på höjda ersättningar har vänt ned. Det talar för att vi kan vara nära en topp för löneökningar. Arbetskraftsdeltagandet har stått i fokus för analysen kring resursutnyttjandet. Deltagandegraden över 16 år ligger nu 1,2 procentenheter under nivån innan pandemin, vilket innebär att man tagit tillbaka ca två tredjedelar av det inledande tappet. Deltagandet hos äldre över 55 år är fortfarande nedpressat. Denna grupp stod i slutet av förra året för ungefär en tredjedel av gapet. Om utträde skett genom förtida pension är det inte sannolikt att man kommer tillbaka. Lågt deltagande i andra grupper kan spegla en kombination av oro för viruset, skolstängningar, vård av anhöriga och ökad finansiell flexibilitet från de finanspolitiska stöden. Dessa faktorer bör gradvis lösa upp sig. Matchningsproblem efter kriser gör dock att arbetskraftsdeltagandet normalt släpar efter nedgången i arbetslösheten; vi ser inga skäl att vänta något annat denna gång. Vi räknar med en fortsatt gradvis uppgång men inte hela vägen tillbaka till utgångsläget under prognoshorisonten. Dämpad aktivitet i näringslivet och minskade sjukskrivningar efter Omikron bör ändå bidra till en något svalare arbetsmarknad framöver.



Inflationstoppen sannolikt nära. KPI-inflationen steg i mars till 8,5 procent respektive 6,5 procent exklusive mat och energi, i båda fallen högsta på mer än 40 år. Vi tror att detta även markerar toppen. Ett huvudskäl är att höga månatliga prisökningar andra kvartalet 2021

nu faller bort ur statistiken. De senaste inflationsutfallen är också något lugnande. Priserna på begagnade bilar, som varit en viktig drivkraft det senaste året, har börjat falla tillbaka. Månadsökningar på övriga varor, exklusive energi och mat, har dämpats. Priserna på tjänster börjar ta över som drivkraft för inflationen, men delvis på grund av uppgångar för resor och hotellövernattningar sannolikt kopplat till öppnandet av tjänstesektorn och, för transporter, en normalisering tillbaka till trenden före pandemin. Hyrorna stiger i snabbare takt än innan pandemin men har inte accelererat senaste månaderna. Energipriser, naturgas och olja, har stabiliserats under topparna direkt efter krigsutbrottet i slutet av februari.

Uppåtrisker dominerar. Vi tror att priserna fortsätter att stiga snabbare än normalt under hela perioden och att risken för prognosen ligger på uppsidan. Sannolikt har vi ännu inte sett det fulla genomslaget från högre råvarupriser till följd av kriget i Ukraina. Kinas Covid-nedstängningar orsakar nya kortsiktiga störningar i produktions- och leveranskedjor. Inköpschefsindex, PMI:s, för april indikerade ny uppgång i insatskostnader och försäljningspriser på nya toppnivåer inom både industrin och tjänstesektorn. Stigande löner kommer att sätta fortsatt press upp på priser på tjänster.



Ovanligt lätt att höja priser. Efterfrågan på varor har dämpats men ligger alltså på ohållbart höga nivåer en bra bit över den tidigare trenden. Så länge som inte en bättre balans mellan utbud och efterfrågan nås kan företag fortsätta att skicka vidare kostnadsökningar till konsument. Vi ser ökad "pricing power" som en viktig förklaring till det senaste årets kraftiga inflationsuppgång. Detta möjliggjordes i sin tur av den generösa stödpolitiken under pandemin, särskilt kontantutbetalningarna i början av 2021. Lugnare konsumtion krävs för att minska acceptansen för prishöjningar, medan en svalare arbetsmarknad kan dämpa arbetstagarernas förhandlingsstyrka.

Euroområdet

Energiexponering mest avgörande

Kriget i Ukraina har kastat om prioriteringar inom EU. Ökade satsningar på försvar och snabbare energiomställning kommer att stötta tillväxten. Samtidigt urholkar den höga inflationen köpkraft och BNP-tillväxten dämpas väsentligt när konsumtionen mattas. BNP växer med 2,1 procent 2022; en tydlig nedjustering från tidigare 4 procent. Fortsatt stigande och hög inflation gör att ECB tvingas höja räntan i juli men takten blir betydligt långsammare än andra centralbanker.

Nya kriser flätar återigen samman unionen

Rysslands anfall på Ukraina har återigen visat att kriser kan öka den europeiska sammanhållningen, precis som under pandemin och senare delen av eurokrisen. Underliggande meningsskiljaktigheter läggs åt sidan och Tysklands omsvängning kommer att i grunden förändra det säkerhetspolitiska läget i Europa. Macrons vinst i det franska presidentvalet minskar osäkerheten vad gäller EU:s samarbetsklimat, men det återstår att se hur stort stöd han får i parlamentsvalet i juni. Det europeiska samarbetet har alltså medvind för tillfället, men när den externa pressen minskar finns åter risken att enskilda länders olika prioriteringar sätter nya käppar i hjulet.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-6,4	5,4	2,1	2,8
Arbetslöshet*	8,0	7,7	6,9	7,2
Löner	-0,7	4,0	3,5	3,5
KPI	0,3	2,6	7,4	3,0
Offentligt saldo**	-7,1	-5,1	-4,3	-3,2
Offentlig bruttoskuld**	97,2	95,6	93,0	98,0
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	0,25	1,00

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

Inbromsning oundvikligt; energiberoendet spelar roll.

Det ryska anfallet på Ukraina kom i ett läge då ekonomin gynnades av att restriktionerna dragits ner till ett

minimum, vilket innebar starkast medvind för tjänstesektorn. Å andra sidan var inflationen på väg att växla upp, vilket urholkar hushållens köpkraft samtidigt som störda leveranskedjor innebar fortsatt uppförsbacke för industrin. Kriget i Ukraina förändrar nu spelplanen och handelsrelationen till Ryssland styrs i hög grad av närhetsprincipen och energi. Det är dock bara små ekonomier som Finland och de baltiska länderna som har landgräns mot Ryssland. Handelsandelarna för hela euroområdet är generellt låga och uppgår till knappt 4 procent för importen och till 2,5 procent för exporten. När det gäller import av naturgas och olja är andelarna från Ryssland däremot så höga som 35 respektive 20 procent. För Tysklands del kommer 40 procent av importen av naturgas från Ryssland. Trots stora investeringar i förnybar energi är det tydligt att det i hög grad är rysk gas som har ersatt kärnkraften.

Energiberoende skapar spänningar. Det är med andra ord tydligt att energiberoendet är avgörande. Även om Tyskland nu övergivit strategin med "wandel durch handel" bidrar ändå det stora beroendet av rysk gas till att ytterligare sanktionspaket bromsas. EU har nu ändå satt ett ambitiöst mål om att minska gasimporten från Ryssland med två tredjedelar i år och neddragningen av energiköp från Ryssland går snabbt. Även Italien har stor import av rysk gas, men tecknade nyligen ett avtal med Algeriet om utökade gasleveranser och regeringen räknar med att 30-40 procent av den ryska gasen kan ersättas omgående. Planer för att hitta alternativa energikällor fortskrider men processen kommer att ta tid. Europa har dock skapat bra förutsättningar för att lagervåra gas under en längre tid. Men trots att vädret nu blir mildare har lagren dragits ned, vilket skapar större utmaningar när nästa vinter närmar sig.

Återhämtningen tar en paus

Vi väntar oss en svag ekonomisk utveckling under andra och tredje kvartalet. På kort sikt pressas främst konsumtionen av urholkad köpkraft. Konsumentförtroendet har snabbt försämrats och ligger nu nära pandemins bottenivåer. Den underliggande återhämtningskraften bidrar dock till att BNP åter växlar upp under hösten. Potentialen är störst för tjänsteproduktionen när hushållen kan återgå till ett mer normalt liv efter mer än två år med restriktioner. Ett högt ackumulerat sparande, låg arbetslöshet och finanspolitiskt stöd ger också tillväxtkraft. Men en allmän osäkerhet tenderar att göra hushåll försiktiga även på lite längre sikt och höga priser på nödvändiga varor som livsmedel och energi dämpar övrig konsumtion. Det gör att konsumtionsuppgången för helåret 2022 stannar på 1,2 procent. Sammantaget väntas BNP-tillväxten nå 2,1 procent, vilket innebär en

kraftig nedjustering från 4,0 procent i förra *Nordic Outlook*. Ett lägre resursutnyttjande skapar potential för en uppväxling av tillväxttakten till 2,8 procent under 2023. En nedåtrisk är kopplad till att energiransonering inte kan uteslutas om t ex gasledningar skadas eller om Ryssland skulle dra åt kranarna som svar på omvärldens hårda sanktioner.

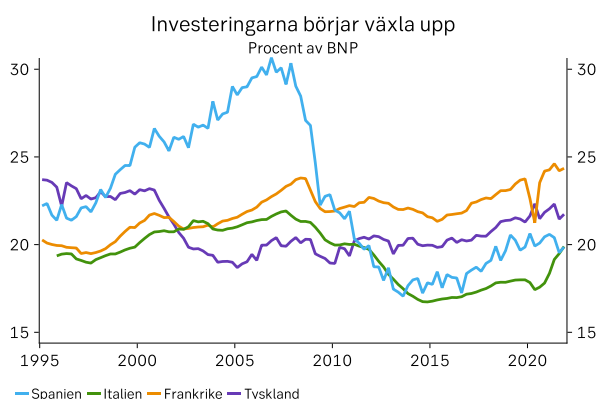
BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
Tyskland	-4,9	2,9	1,5	3,2
Frankrike	-7,9	7,0	2,5	1,9
Italien	-9,0	6,6	2,5	2,5
Spanien	-10,8	5,1	4,4	3,8
Euroområdet	-6,4	5,4	2,1	2,8

Källa: Eurostat, SEB

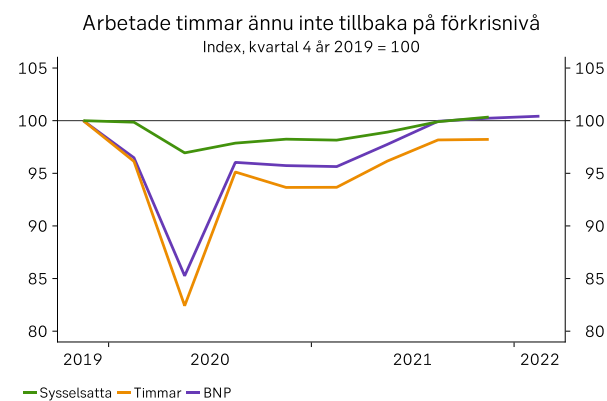
Fortsatt uppförsbacke för industrin. Industriproduktionen har mestadels rört sig sidledes under 2021 och 2022, främst beroende på problem med leveransstörningar i värdekedjor. Enkätundersökningar som PMI tyder på att leveransproblemen har minskat något, men det är långt kvar till ett normalläge. Till tidigare problem kommer nu även fortsatta nedstängningar i Kina och kriget i Ukraina. Försenade och för små leveranser bidrar också till att varupriser stigit på bred front. Denna trend förstärks av att företagen nu behöver kompensera sig för stigande kostnader. I Tyskland och Frankrike ligger prisförväntningarna fortfarande högt, och stiger på vissa håll. Det talar för att normaliseringen ännu knappt har börjat.



Nya stödprogram och mer investeringar. Finanspolitiken fortsätter att ge stöd till ekonomins aktörer. Fokus ligger nu på att dämpa effekterna av höga priser, främst på energi för hushållen och särskilt utsatta sektorer som jordbruket. Därtill kommer ambitionen att öka graden av självförsörjning för att minska sårbarheten vid internationella kriser. Finanspolitiken kommer därför också

att användas för investeringar som kan minska energiimporten, även om en sådan process tar relativt lång tid. Samtidigt måste företagen genomföra egna investeringar för att skapa utrymme för ökad produktion. Pandemin verkar ha bidragit till en välbehövlig uppväxling av investeringsaktiviteten. Vi bedömer att investeringarna stiger med 6 procent 2022 och 4 procent 2023.

Större underskott att vänta. Det mesta talar för att EU fortsättningsvis kommer att vara mer tillåtande för underskott i enskilda länder och avseende gemensamt finansierade projekt. Dessutom börjar *Next Generation EU*, som lanserades under pandemin, ge mer konkret effekt under hösten. Det är sannolikt att stabilitetspakten pausas även 2023 för att t ex öka utrymmet för gröna investeringar och säkerhetspolitiska satsningar. Prognosen för de offentliga budgetunderskotten har därför justerats upp. Men utfasning av tillfälliga pandemistöd gör ändå att det offentliga underskottet gradvis minskar från drygt 5 procent av BNP 2021 till 3 procent 2023. Den offentliga skulden ligger relativt konstant strax under 100 procent av BNP under 2021-2023.



Ledig kapacitet på arbetsmarknaden

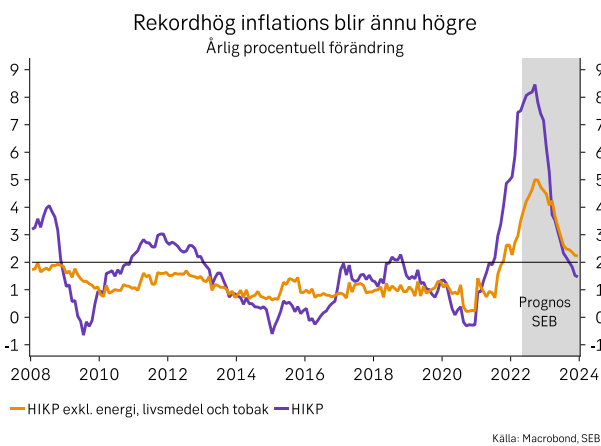
Arbetslösheten har fortsatt nedåt och ligger nu på den lägsta nivån sedan euron infördes. Skillnaden mellan länderna är dock stor. 2005 toppade tysk arbetslöshet på 11,2 procent och har därefter uppvisat en fallande trend till dagens 2,9 procent. I Frankrike och Nederländerna ligger arbetslösheten nära tidigare lägstಾನivåer medan Italien har långt kvar till nivån före finanskrisen. Företagen har fortsatt ambitiösa anställningsplaner och klagar också på förhållandevis stor brist på personal. Antalet sysselsatta har stigit över nivån innan pandemin. Samtidigt är antalet arbetade timmar fortfarande 2 procent lägre. Detta indikerar en lägre medelarbetstid, vilket i kombination med en lägre förvärvsfrekvens ändå tyder på att det finns ledig kapacitet på arbetsmarknaden, trots låg arbetslöshet. Vi bedömer därför att arbetslösheten ligger kvar på

nuvarande nivåer, 6,9 procent i genomsnitt 2022, för att stiga något till 7,2 procent 2023.

Måttlig uppväxling av löneökningstakten. Stramare arbetsmarknad talar för högre löneökningstakt men än så länge syns ingen större uppväxling i statistiken. Denna släpar dock efter betänkligt i euroländerna och frågan om löntagarnas kompensationskrav för den höga inflationen blir viktig den närmaste tiden. Tyska IG Metalls lönekrav står i vanlig ordning i fokus i de förhandlingar som sker i år. I en ECB-enkät från januari angav företag att man såg kompensationskrav för frysta löner under pandemin som en större fråga än inflationskompensation. Men då bör man beakta att inflationsprognoserna höjts kraftigt sedan januari.

Inflationen oroande hög

Inflationstakten har stigit dramatiskt och uppgick i april till 7,5 procent. Även om inflationen har breddats är den fortsatt i hög grad driven av energi, livsmedel och andra varor. I april var uppgången i livsmedel den högsta en enskild månad på över tjugo år. Alla indikationer tyder på att den ska upp ytterligare det närmast halvåret. Därtill kommer effekter av kriget i Ukraina att driva upp den redan höga inflationen ytterligare. Det är också möjligt att vi underskattar spridningseffekterna av stigande energi- och råvarupriser; uppsidan fortsätter således att dominera riskbilden.

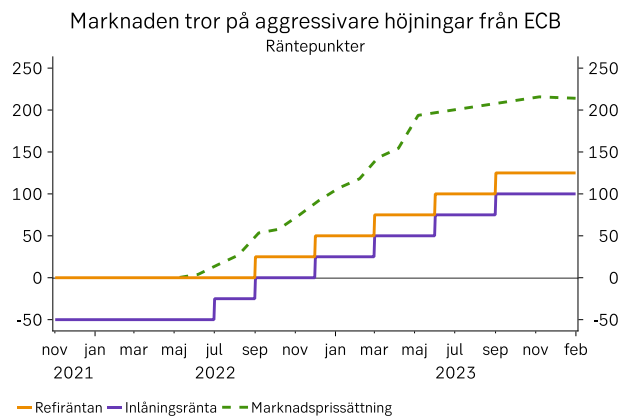


Stigande inflation trots dämpande baseffekter.

Inflationstakten fortsätter att stiga, men mycket talar för att uppgången tappar viss fart. I början av 2021 noterades stora prisökningar som nu faller ur 12-månaderstalen, så kallade baseffekter, vilket gör att de förnyade prisuppgångar vi nu ser delvis motverkas. Mot slutet av 2022 och början av 2023 bidrar sådana baseffekter till att inflationen bromsar in rejält och inflationen åter faller ner mot 2 procent. Att prisuppgången varit så koncentrerad till energi och mat gör att skillnaden mellan totalmätt och kärninflation är rekordstor. Samtidigt som total inflation tillfälligt går

över 8 procent fram till i höst väntar vi oss en kärninflation på 5 procent. Under sommaren 2023 sjunker båda måtten till ca 2 procent. Skulle råvarupriserna falla tillbaka från dagens upptrissade nivåer faller inflationstakten ännu mer under 2023.

ECB höjer räntan i sommar. Trots rekordhög inflation har ECB hittills fortsatt att inta en mer avvaktande hållning än andra tongivande centralbanker. Ett skäl är att inflationsuppgången inte varit lika bred som i t ex USA och Storbritannien. Trots stigande bristtal syns därtill få tecken på någon uppväxling av lönerna. Dessutom måste ECB ta hänsyn till risker för att ränteskillnader mellan medlemsländerna ska öka för mycket. ECB delar dock andra centralbankers oro för att indirekta effekter från stigande energi- och insatsvarupriser och framför allt kompensationskrav i lönebildningen varaktigt ska driva inflationen högre än målet. Även om lönerna i euroområdet sannolikt är mer trögrörliga än i USA och Storbritannien har ECB-ledamöterna uttryckt oro för att kompensationskrav kan uppstå väldigt snabbt. Man pekar också på riskerna för att en mer markant uppgång i tjänstepriser kan komma med betydande fördröjning. ECB har dock inte varit helt passiva utan snabbat på neddragningen av obligationsköpen med avsikt att gradvis höja räntan "snart efter" neddragningen av obligationsköpen under tredje kvartalet. Läget förändras dock snabbt och ECB kommer återigen att behöva göra stora upprevideringar av inflationen i kommande juniprognos. Eftersom ECB-ledamöter återkommande hänvisar till att besluten är datadriva räknar vi med att ECB höjer inlåningsräntan med 25 punkter i juli. Därefter höjs både inlåningsräntan och styrräntan två gånger under hösten. Under 2023 räknar vi med ytterligare tre höjningar så att inlåningsräntan vid slutet av året ligger på 1,00 och styrräntan på 1,25 procent.



Storbritannien Kollaps i köpkraft?

BNP-prognosen för 2022 har reviderats ned på grund av försämrade utsikter för privat konsumtion. Regeringen har bara kompenserat en tredjedel av den urholade köpkraft som energiräkningarna orsakat. Arbetsmarknaden är dock historiskt stark. Bank of England riskerar att tappa greppet om inflationen om exitpolitiken går för långsamt. I slutet av 2023 väntas styrrentan ligga på 2,25 procent. En aktiv QT-politik genom försäljning av räntepapper kan påbörjas i höst.

Från möjligheter till växande utmaningar. Ekonomin uppvisade i början av 2022 relativt goda tillväxtutsikter trots en snabbt stigande inflation. Ukrainakrigets effekter på inflationstrycket och på hushålls och företags framtidsutsikter gör att vi nu reviderar BNP-tillväxten för 2022 till 3,6 procent (tidigare 4,5 procent) och till 2,3 procent för 2023 (tidigare 2,9). Att tillväxten ändå blir så pass hög beror på att det tidigare stora BNP-tappet under potential skapar extra stora möjligheter för återhämtning.

Nyckeldata

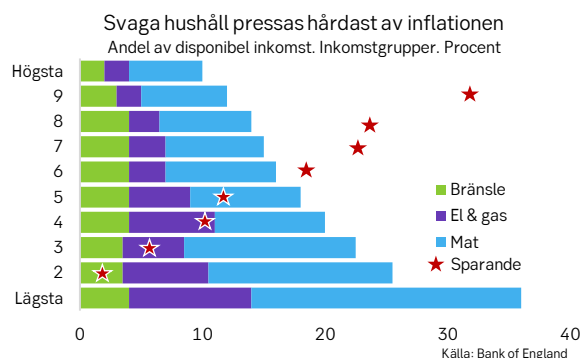
Procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-9,3	7,4	3,6	2,3
Arbetslöshet*	4,5	4,5	4,1	4,2
Löner	1,8	5,9	3,4	2,4
KPI	0,9	2,6	8,3	5,5
Offentligt saldo**	-12,5	-12,0	-6,0	-4,0
Offentlig bruttoskuld**	104,5	108,0	108,0	109,0
Styrränta, %***	0,10	0,25	1,75	2,25

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

Hushållens konsumtionskraft har försvagats påtagligt det senaste året. Det gäller inte minst hushåll med svag ekonomi. Att dessa hushåll också tenderar att ha hög marginell konsumtionsbenägenhet ökar nedåtricken för tillväxten. Regeringen Johnson har beslutat om ett stöd-paket på 9 miljarder pund för att lindra effekterna av de höga energipriserna. Ca 80 procent av hushållen väntas få en tillfällig skatterabatt på 150 pund samt ytterligare

en rabatt på 200 pund fr o m oktober. Den sistnämnda "rabatten" ska dock betalas tillbaka. Åtgärderna kompenserar bara till en tredjedel den realinkomstchock som träffar hushållen 2022 och 2023. Pandemin drev dock upp sparandet till mycket höga nivåer, vilket delvis kommer att fungera som krockkudde. "Löften" från regeringen om framtida skattesänkningar – innan nästa val – hjälper dock knappast hushållen idag. Storbritanniens offentliga skuld på ca 109 procent av BNP i slutet av 2023 tvingar regeringen till försiktighet vilket kan vara klokt med tanke på det besvärliga inflationsläget.



Stark arbetsmarknad. Arbetslösheten har fallit och noterades i februari till 3,8 procent; samma nivå som före pandemin och nära 50-årslägsta. Långtidsarbetslösheten är också historiskt låg bl a beroende på minskat arbetskraftutbud och minskad immigration i spåren av Brexit och pandemin. Antalet arbetade timmar är därför fortfarande drygt 2 procent lägre än före pandemin. Lönstillväxten har lyft till 5,5 procent. Ökat arbetskraftsutbud och svagare BNP-tillväxt gör att arbetslösheten stiger framöver. Efterfrågan på arbetskraft inom tjänstesektorn väntas öka. Den strama arbetsmarknaden gör att risken för lönedriven inflation förblir relativt hög.

Inflationen väntas nå en topp på 8,3 procent i april;

den högsta nivån på 40 år. Den väntas ligga kvar över 7 procent även vid kommande årsskifte, främst drivet av energipriser och global varuinflation. Inflationen blir i år i genomsnitt 8,3 procent för att nästa år falla tillbaka till 5,5 procent. Långsiktiga inflationsförväntningar har också stigit under våren och ligger på ca 4,4 procent för nästkommande 5-10 år.

Efter fyra räntehöjningar det senaste halvåret uppvisar Bank of England (BoE) en vilja att gå vidare. Risken för kollaps i hushållens köpkraft tycks väga något lättare än inflationsrisker från stigande löner och inflationsförväntningar. Vi räknar med att BoE höjer räntan ytterligare tre gånger i år och därefter två gånger 2023 för att nå styrräntan 2,25% procent i slutet av 2023.

Tema:

Rysslands nya roll

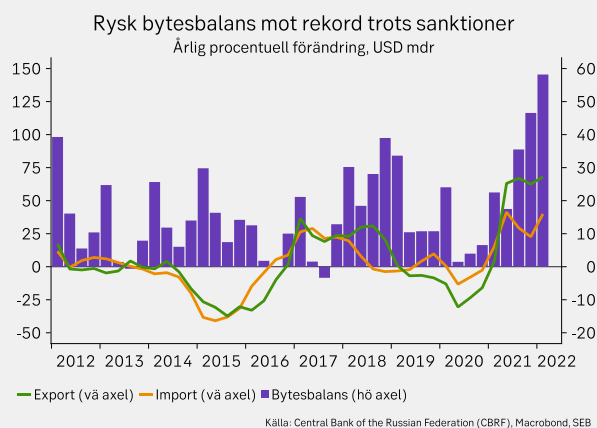
Behov av att vinna riskerar att skapa långvarigt krig

Kriget i Ukraina hotar att stänga ute Ryssland från global ekonomi och sänka potentiell tillväxt till en bråkdel av omvärlden. Ryssland har internationellt stöd för sitt motstånd mot en expansion av NATO och många länder kommer fortsätta att köpa energi och andra råvaror från Ryssland. En total isolering liknande Nordkorea är därför osannolik. Länder som Kina och Indien kommer att vara neutrala så länge de kan. Om Ryssland eskalerar kriget och använder kärnvapen lär dock valet även för Rysslands allierade vara enkelt; endast regimer som lägger liten vikt vid ekonomisk tillväxt kommer att välja att liera sig med ett land med en stagnerande ekonomi och korrupt statsapparat istället för västvärldens mer dynamiska ekonomier.

Den ryska invasionen av Ukraina är inne på sin tredje månad och kriget har blivit en del av ett, förhoppningsvis, tillfälligt normalläge för världsekonomin. Situationen har stabiliserats även i Ryssland som stod inför en kollaps efter införandet av sanktioner som initialt ledde till en djup försvagning av valutan, stora börsfall och köer för att ta ut kontanter. Aktiebörsen och obligationsmarknaden i Moskva är åter öppen för handel om inte fullt ut för utländska investerare. Rubeln har återhämtat sig till nivåer som rådde innan invasionen tack vare fortsatta kapitalinflöden från exporten av olja och gas, samt restriktioner mot kapitalutflöden. Trots att rysk olja handlas till en större rabatt än normalt mot Brent-oljan lär Rysslands bytesbalansöverskott bli rekordstort i år på grund av ökad oljeproduktion och minskad generell import. Trots sanktioner råder det än så länge ingen allvarlig varubrist i Ryssland. Efter sanktionerna i samband med annekteringen av Krim 2014 har Kreml gradvis strävat efter att öka tillgången av inhemskt producerade varor som kan substituera import, framförallt av livsmedel.



Kraftiga BNP-fall. Att rysk ekonomi kommer att drabbas hårt av invasionen av Ukraina är tydligt. Vi väntar oss att BNP sjunker med cirka 10 procent i år och med ytterligare 3 procent 2023. Osäkerheten i prognosen är dock mycket stor. Vår prognos är baserad på antagandet att Ryssland inte eskalerar kriget genom att använda kemiska vapen eller kärnvapen, eller genom att attackera ett Nato-land. EU väntas gradvis dra ned importen av rysk olja under 2022. Från 2023 börjar också en stegvis minskning av gasimporten. Att flera andra länder, inklusive Kina och Indien, kommer att fortsätta att importera rysk olja och gas mildrar dock konsekvenserna för ekonomin.

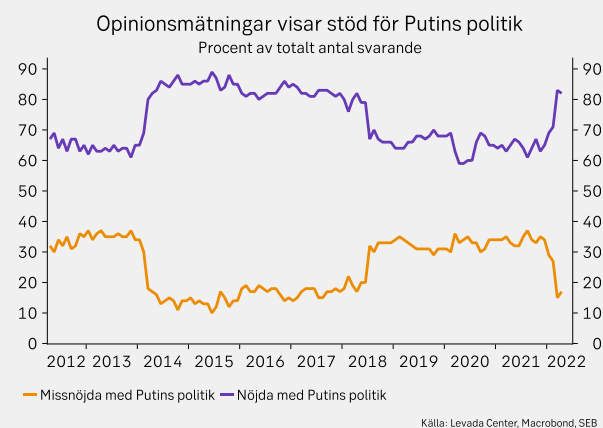


BNP-fallet 2022 drivs främst av nedskärningar bland utländska företag, minskade investeringar och lägre privat konsumtion. Ökade överskott i nettohandeln tillsammans med stigande offentlig konsumtion lär endast delvis kompensera för nedgången i de andra delarna av ekonomin. En stor majoritet av de utländska företag som planerar att minska eller helt upphöra sin verksamhet i Ryssland har aviserat att man kommer att betala lön till sina anställda i tre till nio månader. Dessa utbetalningar kommer förhindra ett större fall i konsumtionen 2022. Nästa år väntas arbetslösheten fortsätta stiga, vilket leder till svag konsumtion. Därtill kommer nettohandeln att hämma tillväxten om EU lyckas med att dra ned importen av rysk olja och gas enligt aviserade planer. Investeringar i inhemsk produktion för att ersätta bortfallet i importen lär ge visst stöd till ekonomin, men inte tillräckligt för att hindra ett fortsatt fall i BNP.

Stagnation — Rysslands ekonomi efter 2023. I nuläget är det ytterst osannolikt att President Putin skulle avsluta kriget och dra sig ur Ukraina till följd av de sanktioner som USA och EU med flera har infört. För Putin är det ett existentiellt geopolitiskt beslut och kostnaden blir något som Ryssland får anpassa sig till. Sanktionernas syfte är istället att övertyga den ryska befolkningen och maktsfären utanför Putins inre cirkel

om att kriget inte är värt kostnaden. Förhoppningen är att ökade kostnader och minskat välbefinnande skall få dessa grupper att försöka förmå Putin att avsluta kriget och dra tillbaka trupperna. Om inte det lyckas hoppas man åtminstone att höga kostnader skall avskräcka och försvåra framtida angrepp mot andra länder.

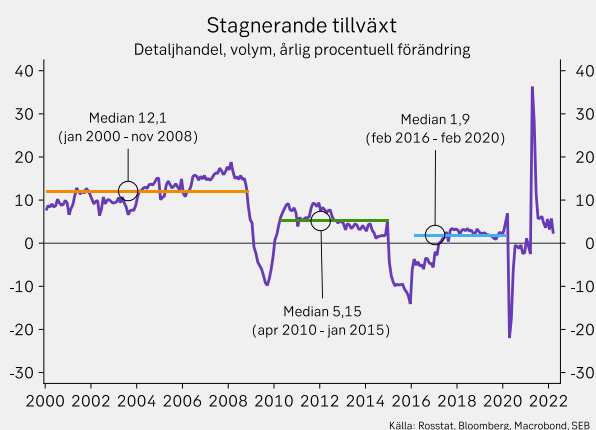
Sanktionerna har gett resultat i form av ökade problem både på slagfältet och för rysk ekonomi, men än så länge har tecknen varit få på att stödet för kriget skulle minska. Kremles mål med invasionen har uppenbarligen skiftat från ovillkorlig kapitulation med regeringsbyte i Kiev och kontroll av hela Ukraina till att erövra så mycket territorium som möjligt i östra och södra delarna av landet. I nuläget finns i stort sett ingen vilja till förhandlingar och Ukraina försvarsförmåga blir gradvis bättre med hjälp av vapen från USA, Storbritannien och delar av EU. Kriget kan därför dra ut på tiden långt mer än de 3–6 månader vi antog vid krigsutbrottet den 24 februari.



Ingen lösning i sikte. Så länge president Vladimir Putin sitter vid makten kommer med all sannolikhet Ryssland inte att göra några betydande eftergifter i kriget mot Ukraina och merparten av de sanktioner som införts i samband med kriget kommer att finnas kvar. Det är svårt att se någon lösning som skulle tillåta honom att avsluta kriget med äran någotsånär i behåll. Ukraina är knappast berett att göra så stora eftergifter som skulle behövas för att Putin skulle kunna rädda sitt politiska anseende. Vi räknar istället med att sanktionerna kommer att skärpas med tiden. I takt med att EU minskar sitt beroende av rysk gas och olja kommer man att ta steg för att ytterligare skära av Ryssland från omvärlden, både politiskt och ekonomiskt.

Sanktioner hämmar både på kort och lång sikt. Utöver åtgärder riktade mot individer har sanktionerna huvudsakligen tre effekter på rysk ekonomi: 1) genom att hindra utländsk finansiering stiger räntekostnaderna i landet vilket dämpar konsumtion och investeringar; 2) sanktioner mot specifika sektorer hämmar utveck-

lingen och tillväxten av till exempel energisektorn och den ryska krigsmakten vilken är beroende av amerikansk och europeisk teknologi; 3) sanktioner mot banker och internationella transaktioner hindrar import av viktiga insatsvaror för rysk industri. Sanktionerna i kombination med en repressiv politisk miljö, en svag rättsstat och omfattande korrupktion kommer att leda till ekonomisk stagnation. Rysk ekonomisk tillväxttakt växlade ner markant efter annekteringen av Krim och den förra vågen av sanktioner. En ytterligare inbromsning är att vänta de kommande åren då vi ser rysk potentiell tillväxt falla från nuvarande 2–3 procent per år till runt 1 procent.



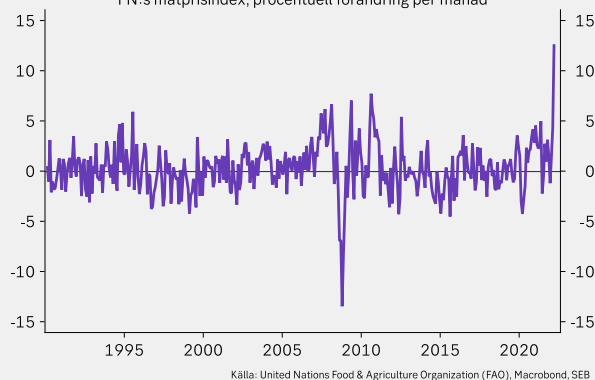
Rysslands roll: reducerad men fortsatt betydelsefull.

I brist på ett bättre uttryck kommer den närmsta tiden karaktäriseras av ett nytt kallt krig mellan å ena sidan Ryssland och Belarus och andra sidan USA och dess allierade. Även om huvudrollsinnehavarna i stort sett är de samma, USA och Ryssland (Sovjetunionen), är skillnaderna från det kalla kriget mellan 1947 och 1991 betydande. En majoritet av världens regeringar vill hålla sig neutrala och vägrar att införa egna sanktioner mot ryska företag, banker och myndigheter. Ryssland är mer integrerat i global ekonomi idag än vad landet var efter andra världskriget och har en ledande roll i produktionen av energi, spannmål, metaller, och tillsammans med Belarus konstgödsel. Att helt skära av G20-landet Ryssland från global ekonomi är omöjligt av både praktiska och politiska skäl.

Råvaruproducerande länder gynnas. Ryssland står för cirka 10 procent av global oljeproduktion. Saudiarabien och Förenade Arabemiraten, som är de enda länder som skulle kunna ersätta rysk olja, har aviserat att man inte kommer att göra det. Ryssland är också världens största exportör av vete och en nyckelproducent av majs och konstgödsel, samt metaller som nickel, palladium, järn, aluminium, platina, tungsten, koppar och guld. Vi ser nu att priserna på dessa varor stigit i spåren av Ukrainakonflikten. Generellt kan råvaruexporterande

länder som Brasilien och Sydafrika och oljeexportörer i Mellanöstern dra nytta av högre priser. Men samtidigt riskerar ökade kostnader för mat och matproduktion att orsaka svältkatastrofer i de fattigaste delarna av världen. Hög matinflation kan också leda till social oro även i de rikare ekonomierna. Detta illustrerar dilemmat att stödet för sanktioner kan minska om man stänger ute Ryssland från global ekonomi utan att det finns ersättning för dess produkter.

Matpriserna stiger snabbast sedan 90-talet
FN:s matprisindex, procentuell förändring per månad



Divergerande syn på NATO:s roll. I Västvärlden och flera andra demokratier finns en utbredd övertygelse att Ryssland ensam är skyldig till kriget i Ukraina. Ett flertal regeringar, däribland Kina har dock uttryckt stöd för Rysslands ståndpunkt att Nato inte ska expandera. Kremels syn att Nato utgör ett existentiellt hot som Ryssland måste försvara sig mot har således fått ett ganska brett gehör internationellt. Stora EM-ekonomier som Mexiko, Brasilien och Indien har ställt sig neutrala till kriget. De allra flesta företag som i någon form säljer varor i USA och EU kommer ändå att följa sanktionerna mot Ryssland då valet mellan en stagnerande rysk ekonomi eller dynamiska och högteknologiska västerländska ekonomier är enkelt för de allra flesta. Men att helt utesluta Ryssland från världsekonomin likt Nordkorea, Iran eller Venezuela kommer inte att gå då Ryssland fortfarande åtnjuter politiskt stöd i större delen av världen. Om Kreml däremot skulle eskalera kriget och använda kemiska vapen eller kärnvapen skulle sannolikt trycket på länder som Kina och Indien öka för att tydligt ta avstånd från Ryssland.

Kina

Covidstrategi dämpar utsikterna

Kina avviker från omvärlden med att hålla fast vid strategin att försöka stoppa smittspridningen genom masstestning och hårda restriktioner. Ju smittsammare viruset blir desto svårare blir det att lyckas och det är sannolikt att Peking missar tillväxtmålet för 2022. Strategin hämmar också global tillväxt och bidrar till att höja inflationen. Den lär dock tidigast överges efter kommunistpartiets nationella kongress i höst.

Kinas covidstrategi dämpar tillväxten under större delen av 2022. Regeringen har medgett att strategins ekonomiska kostnader är betydande men har inte visat någon benägenhet att backa. Detta beror bl a på att lokala myndigheter ansvarar för masstestning, karantäner och nedstängningar. President Xi Jinping har också vid flertalet tillfällen upprepat att man inte kan slappna av nu. Då endast 80,5 procent av befolkningen som är över 60 år är fullt vaccinerade ses en ändrad strategi som alltför politiskt riskabel; inte minst mot bakgrund av kommunistpartiets nationalkongress i höst.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

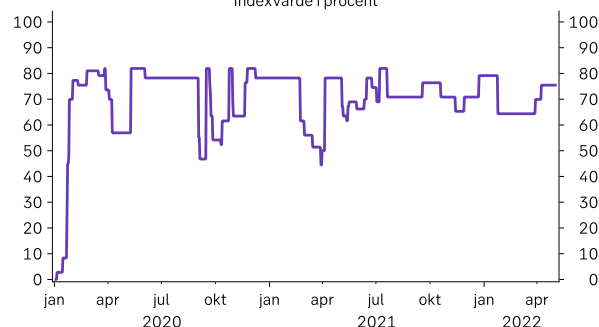
	2020	2021	2022	2023
BNP	2,2	8,1	5,0	5,2
KPI	2,2	0,9	2,4	2,1
Offentligt saldo*	-11,2	-7,5	-6,8	-6,2
Bankernas kassakrav, %**	12,5	11,5	11,0	11,0
1-årig låneränta**	3,85	3,80	3,60	3,60
7-d omvärd reporänta %**	2,20	2,20	2,10	2,10
USD/CNY**	6,53	6,36	6,40	6,25

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

Shanghai med drygt 25 miljoner invånare stängdes ned i slutet av mars men en gradvis återöppning påbörjades i slutet av april. Trots restriktioner hölls en del produktion igång så länge de anställda kunde stanna på sina arbetsplatser dygnet runt. Inbromsningen i ekonomin har ändå varit påtaglig framförallt inom transportsektorn. En begynnande våg av

virusinfektioner i Peking har lett till ökade kontroller i huvudstaden. På andra platser avslöjar en minskning av trafiken att lokala myndigheter har infört preventiva restriktioner. Sammantaget har detta bidragit till en nedjustering av BNP-prognosen till 5,0 procent i år från 5,2 procent i förra NO. För 2023 har vi också sänkt prognosen något till 5,2 från 5,4s procent.

Kinas växlande covid-restriktioner stör produktionskedjor
Indexvärde i procent



— Kina: Grad av COVID-19-relaterade restriktioner

Källa: University of Oxford, Macrobond, SEB

Finanspolitiken kommer att dra det tunga lasset. I takt med att tillväxtmålet på 5,5 procent 2022 ter sig alltmer avlägset har politbyrån utlovat finanspolitiska stimulansåtgärder. Peking har främjat en accelererad upplåningstakt för lokala och regionala myndigheter för att kunna öka de offentliga utgifterna så snart restriktionerna hävs. För att öka verkningsgraden prioriterar man regioner med starkare finansiell ställning och lägre skuldbörda vid fördelningen av obligationerna. Löften om ökat stöd för tillväxten har än så länge varit generella, men den senaste tiden har man gjort utfästelser om ökade anslag till infrastruktur-satsningar och stimulanser för fastighetssektorn. Problemet är dock att ökade finansiella medel inte hjälper speciellt mycket så länge restriktionerna finns kvar. En uppmjukning av covidstrategin skulle därför vara den mest effektiva åtgärden i nuläget.

Trots tilltagande tillväxtrisker har stödet från penningpolitiken varit blygsamt. Centralbanken sänkte den genomsnittliga kassakravskvoten till 11,25 från 11,50 procent i april och har lovat fler åtgärder, speciellt för industrin och mindre företag. En sänkning av styrräntan har dock försvårats av stora kapitalutflöden i samband med åtstramningen av amerikansk penningpolitik. Mindre penningpolitiska lättnader är är möjliga. Vi väntar oss att den kinesiska valutan renminbin försvagas den närmsta tiden av tre anledningar: 1) inbromsningen av ekonomin; 2) stigande amerikanska och fallande kinesiska räntor; och 3) regeringen tillåter det för att stimulera ekonomin.

Norden

Sverige | sid 31

Konsumtionen saktar in. Trots en relativt omvärlden gynnsam industristruktur växlar tillväxten ned under trend 2022-2023. Riksbanken har en svår balansgång när höga bopriser gör ekonomin räntekänslig. Nya avtal ger något högre löner.

Danmark | sid 40

Ekonomisk osäkerhet och hög inflation har fått konsumentförtroendet att kollapsa. Även om utsikterna för hushållen är utmanande stiger sysselsättning, löner och bostadspriser. Finanspolitiken stöttar och investeringar hålls trots allt uppe.

Norge | sid 38

Borttagande av restriktioner ger en skjuts under våren. Hushållen är pessimistiska men motståndskraftiga mot höga energi- och varupriser men högre räntor ger en inbromsning. Norges Bank fortsätter med gradvisa räntehöjningar.

Finland | sid 41

Ekonomins koppling till Ryssland är stor men har minskat de senaste åren. Inflationen är hög men lägre än i många andra EU-länder och hanterbar. Hushållens efterfrågan står emot. Arbetsmarknaden är stark och investeringsutsikterna är gynnsamma.

Sverige

Hög inflation och stigande räntor pressar hushållen

Hög inflation och räntehöjningar gör nu att hushållens konsumtion saktar in. Trots att svensk industri gynnas av ökad efterfrågan på investerings- och insatsvaror har BNP-tillväxten justerats ned markant och ligger under trend både 2022 och 2023. Riksbanken står inför en svår balansgång när uppdrivna bostadspriser gör svensk ekonomi extra räntekänslig. Kommande avtalsrörelse ger en uppväxling av löneökningstakten men risken för en allvarlig pris- och lönespiral är låg.

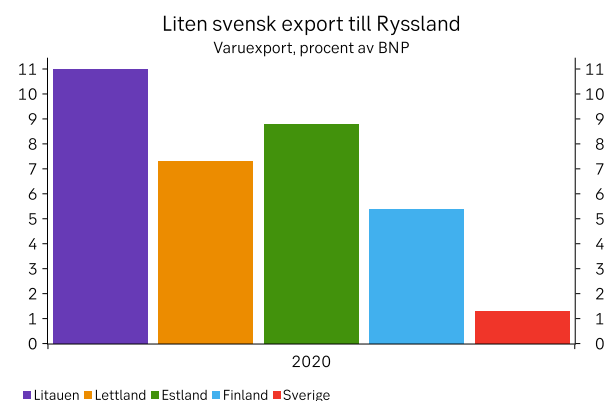
Den snabbt stigande inflationen urholkar hushållens inkomster och tvingar Riksbanken att höja räntan. I den prognosrevidering vi publicerade i slutet av mars justerades BNP-prognosen för 2022 ner till 1,8 procent jämfört med 3,0 procent i januariprognosen. Enligt det preliminära utfallet föll BNP med 0,4 procent första kvartalet och tillväxten andra kvartalet ser också ut att bli svagt. Även nästa år väntas BNP-tillväxten bli 1,8 procent; en nedjustering med en procentenhet. Räntekänsliga hushåll och minskat byggande talar för att tillväxten i Sverige blir lägre än i euroområdet. Vi räknar nu med att Riksbanken höjer räntan till 1,75 procent vid slutet av 2023; något högre än Riksbankens nya bana och vi tror därtill på något mer framtunga höjningar. Vår bana ligger dock fortfarande lägre än gällande marknadsförväntningar. Olika former av nedåtrisker i konjunkturen, t ex en större nedgång för bostadspriserna, gör den penningpolitiska balansgången extra komplicerad.

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,9	4,8	1,8	1,8
Arbetslöshet*	8,5	8,8	7,6	7,5
Löner	2,1	2,7	2,7	3,5
KPIF	0,5	2,4	5,9	3,0
Offentligt saldo**	-2,7	-0,2	0,3	0,2
Offentlig bruttoskuld**	39,6	36,7	31,9	29,1
Reporänta, %***	0,00	0,00	1,25	1,75

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

Blandade utsikter för industrin

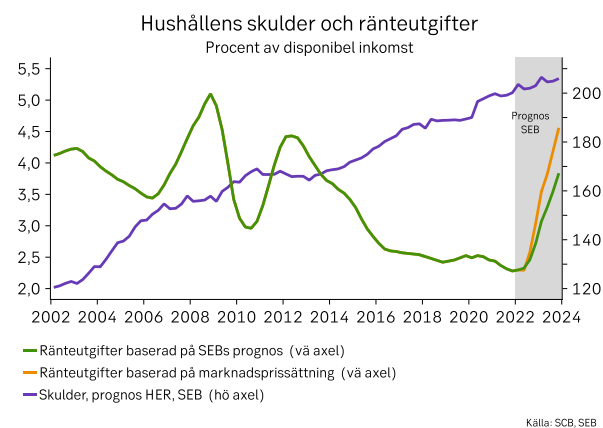
Rysslands invasion av Ukraina bidrog till att svensk varuexport tydligt bromsade in i mars. Enligt såväl Inköpschefsindex (PMI) som KI-barometern är företagen dock relativt optimistiska, vilket tyder på att vi står inför en ganska mild inbromsning. Skillnaden är dock betydande där framför allt branscher kopplade till råvaror, försvar och energi gynnas medan företag som drabbas av höga insatsvarupriser pressas hårt. Jämfört med många andra länder i Europa har svensk industri en relativt gynnsam struktur, framför allt genom en tonvikt mot investeringsvaror. Därtill kommer att elpriserna har stigit betydligt mindre än genomsnittet i Europa, framför allt i landets norra prisområden. Den låga andelen naturgas i energiförsörjningen utgör också en fördel. Exportandelen till Ryssland utgör endast 2 procent och nedåtriskerna för industrin är därför främst kopplade till att vi underskattar konsekvenserna av de höga energipriserna för Europakonjunkturen generellt. Under senare delen av 2022 väntas export- och industrikonjunkturen förbättras med stöd av starkare omvärldsefterfrågan och lättnader när det gäller problemen med leveransstörningar. Sammantaget väntas exporten öka med 3,7 respektive 4,4 procent 2022-23.



Industriinvesteringarna saktar in till följd av ökad osäkerhet och svagare efterfrågan. Stigande räntor och materialkostnader bidrar också till att investeringar i bostäder dämpas under senare delen av 2022. Bygandet av kommersiella fastigheter började falla redan före pandemin och högre räntor förstärker nu den trenden. Stigande offentliga investeringar och snabb utbyggnad på energisidan gör dock att de totala investeringarna ökar 2022 och 2023, om än i lägre takt än 2021.

Hushållen pressas av inflation och räntor

Höga energi- och livsmedelspriser samt stigande bostadsräntor pressar nu hushållen och fallet i reallöner ser ut att bli det största sedan krisen i början av 1990-talet. Samtidigt räknar vi med att ränteutgifterna stiger från drygt 2 till knappt 4 procent av inkomsterna. En expansiv finanspolitik och stigande sysselsättning gör ändå att nedgången i hushållens reala inkomster stannar vid 1,4 procent i år. Vi räknar med att konsumtionen de närmaste åren får stöd av ett minskat hushållssparande. Hushållens sparande är mycket högt i både ett historiskt och internationellt perspektiv. En stor del av sparandet utgörs dock av avtalspensioner och nettoköp av hus och bostadsrätter. Det egna finansiella sparandet utgör bara 3-4 procent av inkomsterna; långt ifrån de 17-18 procent som utgör det totala sparandet.



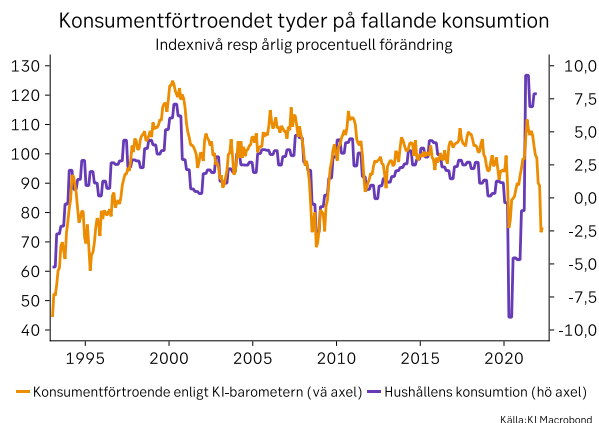
Ökade risker på bostadsmarknaden. Vår prognos innebär att hushållens konsumtion fortsätter växa i hyfsad takt från och med andra halvåret 2022. Utvecklingen på arbetsmarknaden blir dock viktig och att hushållens förtroendeindikator har fallit till nivåer i paritet med finanskrisen är en oroande signal om ökat snarare än minskat sparande, om historiska mönster följs. Att bostadspriserna hyfsat står emot stigande räntor är en annan viktig förutsättning för vår konsumtionsprognos. Vår bedömning är att bostadspriserna vänder ner senare i år och sedan faller med 5 procent under 2023. Det krävs antagligen ett relativt stort prisfall för att ge tydliga utslag på konsumtionen.

Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

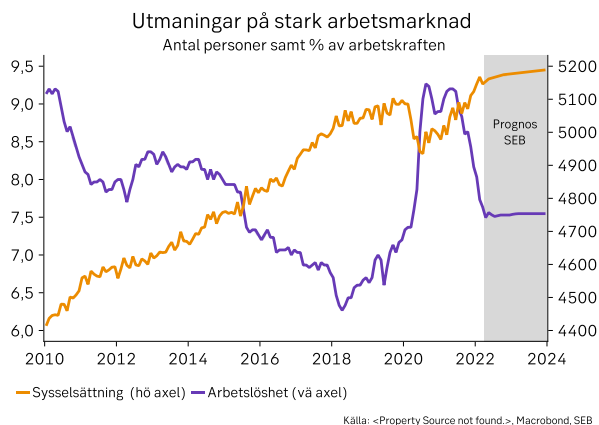
	2020	2021	2022	2023
Real disponibel inkomst	-0,1	4,0	-1,4	-0,4
Privat konsumtion	-4,7	5,8	1,6	1,0
Sparkvot	18,0	17,1	14,1	13,0

Källa: SCB, SEB



Arbetslösheten på väg att plana ut

Arbetsmarknadens motståndskraft blir viktig för att en negativ spiral ska kunna undvikas. Utgångsläget är starkt med sysselsättningsindikatorer nära rekordnivåer. Sysselsättningen har också kommit tillbaka till den historiska trenden samtidigt och arbetslösheten närmar sig bottenivåerna från 2018. Vi räknar nu med en avmattning och att arbetslösheten planar runt 7,5 procent i år och stannar på denna nivå under 2023. Risken för en uppgång under andra halvan av 2022 är dock relativt stor.

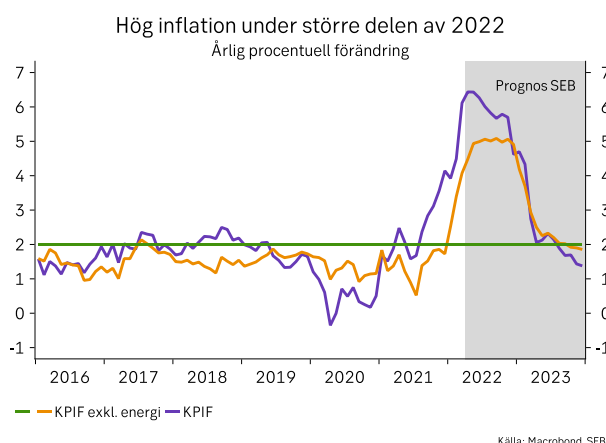


Stor brist på arbetskraft. Det starka utgångsläget återspeglas också i att andelen företag som anger brist på arbetskraft var i paritet med de högsta nivåerna någonsin enligt senaste KI-barometern. Vi bedömer att arbetskraftbristen faller tillbaka något, men de löneförhandlingar som inleds i slutet av året ser ändå ut att ske i ett relativt starkt arbetsmarknadsläge. Viktigare för förhandlingarna blir dock de mer långsiktiga inflationsförväntningarna och hur en period med betydande nedgångar i reallöner ska hanteras. Det fackliga huvudspåret tycks än så länge vara att behålla inflationsmålsankaret och förhandlingsordningen där industrins parter sätter tonen lär inte ändras. Frågan om kompensation för stigande kostnader gör att kommande avtalsrörelse blir den svåraste på mycket länge. Vi har justerat upp vår

löneprogos för 2023 till 3,5 procent och höga inflationsförväntningar talar för att riskerna är större på uppsidan (se temaartikel sid 35).

Kriget spär på redan hög inflation

När inflationen började stiga brant i slutet av 2021 var höga energipriser den helt dominerande drivkraften medan KPI exkl. energi låg kvar under målet. I början av 2022 såg vi dock en dramatisk breddning av inflationen då detta underliggande inflationsmått fördubblades på bara tre månader. Marssiffran på 4,1 procent var den högsta sedan 1993. Uppgången beror främst på att varupriserna har stigit i spåren av högt internationellt pristryck samt indirekta effekter från höga energipriser. Mest dramatisk har uppgången varit för livsmedelsinflationen som i mars nådde nästan 6 procent. Mycket tyder på att uppgången fortsätter upp över 10 procent i slutet av året. Även tjänstepriserna har stigit när kostnader för energi och livsmedel vältras över på konsumenterna.



Fallande energipriser gör att KPIF är nära toppen. Hur länge den höga inflationen biter sig fast beror främst på den internationella utvecklingen avseende energi- och råvarupriser samt leveransstörningar. Den inhemska löneresponsen blir också viktig och på kortare sikt även växelkursen. Vår huvudprognos är att inflationen, liksom i omvärlden, faller tillbaka när utbudsproblemen lättar och efterfrågan på konsumtionsvaror dämpas. KPIF-inflationen ser nu ut att vara nära toppen eftersom energipriserna verkar vända nedåt, delvis som en följd av sänkta skatter. Under hösten väntas nedgången förstärkas av baseffekter när energiprisuppgången under 2021 faller ur 12-månaderstalen. Energibidraget till KPIF-inflationen faller enligt vår prognos från 2,5 procent i mars till strax under noll i december. Den totala KPI-inflationen pressas upp av högre räntor både i år och nästa år, och hamnar därmed högre än KPIF.

Riskerna på uppsidan dominerar fortfarande.

Energipriserna förblir volatila och utsikterna kan snabbt

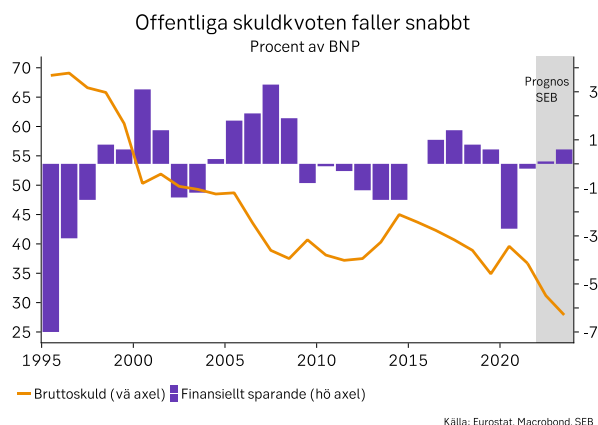
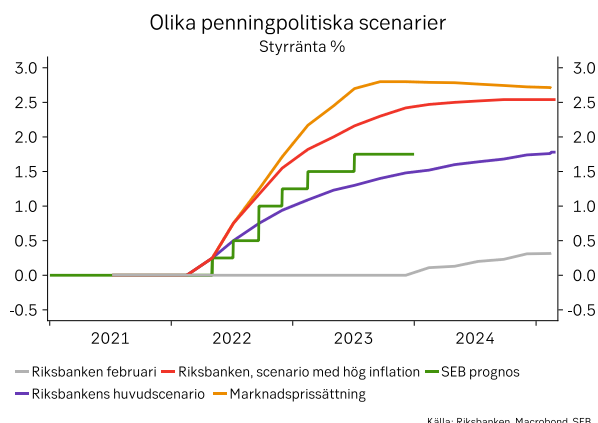
ändras. Prisuppgången på råvaror kan generellt bli kraftigare och det är också möjligt att varupriserna på världsmarknaden inte reagerar speciellt mycket på svalare efterfrågan och minskande utbudsproblemen. Men det finns också nedåtrisker. Historiskt har stora prisuppgångar på varor snabbt reverserats när balansen mellan utbud och efterfrågan uppnåtts. Vår prognos att KPIF sjunker under 2 procent en bit in i 2023 kan verka aggressiv, men det vore inte konstigt om en kombination av baseffekter och normaliseringar av prisnivåer temporärt skulle pressa ned inflationen ännu lägre.

Dramatisk U-sväng i penningpolitiken

Efter att så sent som i februari ha signalerat oförändrad ränta ända fram till hösten 2024 tvärvände Riksbanken i april och höjde styrräntan över nollstrecket för första gången sedan 2014. Det är tydligt att de senaste månadernas kraftiga överraskningar på uppsidan nu gjort att inflationsoro är penningpolitikens huvudsakliga fokus. Riksbankens huvudprognos är att styrräntan höjs till 1,0 procent under 2022 och sedan vidare till 1,50 resp 1,75 procent slutet av 2023 och 2024. Att riskerna därtill ligger på uppsidan illustrerades av ett alternativt scenario där styrräntan höjs till närmare 2,5 procent i slutet av 2023 om inflationen fortsätter att överraska på uppsidan.

Stor räntekänslighet i svensk ekonomi. Liksom andra centralbanker kommer Riksbanken att ställas inför ett dilemma framöver när inflation långt över målet kombineras med nedåtrisker för tillväxten. I Sverige innebär dessutom högt uppdrivna bostadspriser att fallet kan bli betydande om räntan höjs snabbt. Att många hushåll har rörlig eller kort bindningstid spär på risken ytterligare. Även om Riksbanken inte kan ta explicit hänsyn till bostadspriserna i nuläget kan man inte heller bortse från konsekvenserna av ekonomins stora räntekänslighet när det gäller inflations- och tillväxtutsikterna i ett längre perspektiv.

Septemberhöjning med 50 punkter sannolik. Vår inflationsprognos de närmaste månaderna ligger högre än Riksbankens vilket gör att vi tror på något mer framtunga höjningar med en 50-punkters höjning i september och en styrräntenivå på 1,25 procent i slutet av 2022. Givet vår mer pessimistiska tillväxtbild tror vi att Riksbanken ändå stannar på 1,75 procent och avslutar höjningscykeln i mitten av 2023 då man känner sig rimligt säker på att inflationen kommer närma sig målet. Marknadens förväntningar på styrräntan ligger nära Riksbankens höginflationsscenario medan vi räknar med betydligt färre räntehöjningar under nästa år.



Riksbanken beslutade i april att halvera obligationsköpen under andra halvåret till knappt 20 miljarder SEK per kvartal, vilket var i linje med vår prognos. Vi tror sedan att köpen i början av 2023 sänks till några enstaka miljarder per år och att de då sker för ha en bättre beredskap om behovet att växla upp köpen skulle öka i en framtida kris.

Budget i balans trots nya stimulanser

De offentliga finanserna fortsätter att uppvisa styrke-tecken. Underskottet under 2020 var det största sedan 1996 men redan 2021 återtog två tredjedelar av uppgången i skuldkvot. Den offentliga sektorns sparande var då i stort sett i balans samtidigt som t ex Tyskland och Frankrike hade offentliga underskott på 3,7 respektive 6,5 procent. Statsfinanserna har fått stöd från olika håll. Krispolitiken kostade mindre än befarat och skatteintäkter har överraskat positivt när sysselsättningen fortsatt att öka.

Tvetydiga konsekvenser av inflationschocken.

Utsikterna blir nu mer blandade. Tillväxten mattas visserligen, men sysselsättningen fortsätter att öka. Även om vi t ex justerar ner hushållens konsumtion i volymtermer innebär den höga inflationen att moms och andra skatteintäkter hålls uppe. Höga elpriser driver upp skatteintäkter och nätavgifter men nya kompensationsåtgärder har också lett till ökade kostnader. Efter åtgärderna i vårpropositionen bedömer vi att finanspolitiken i stort sett blir neutral för 2022. Förutom kompensationsåtgärder för höga priser på energi och andra insatspriser tillkommer satsningar på försvar och migration i spåren av kriget i Ukraina. De sistnämnda kompenseras dock delvis av minskande biståndsanslag. Vi tror att fler stödåtgärder kan komma i närtid, men så länge ekonomin inte försvagas markant blir beloppen sannolikt relativt små. Sammantaget väntas det finansiella sparandet förbättras ytterligare något i år.

Oviss valutgång. Det parlamentariska läget har varit skakigt de senaste åren där den nyttillträdde socialdemokratiska enpartiregeringen tvingades acceptera oppositionens budgetförslag. Opinionsläget och partiernas positioner i regeringsfrågan innebär att läget är fortsatt oklart. Vår prognos för 2023 bygger dock på att budgeten efter valet blir relativt expansiv, vilket bidrar till att det finansiella sparandet försvagas något. Därtill kommer ökade kostnader för ränteavdrag i takt med stigande boräntor. Fortsatt uppgång för nominell BNP gör dock att skuldernas andel av BNP faller till ca 29 procent av BNP nästa år; den lägsta nivån i modern tid.

Tema:

Avtalsrörelse i ny miljö

Låg risk för pris- och lönespiral trots svåra förutsättningar

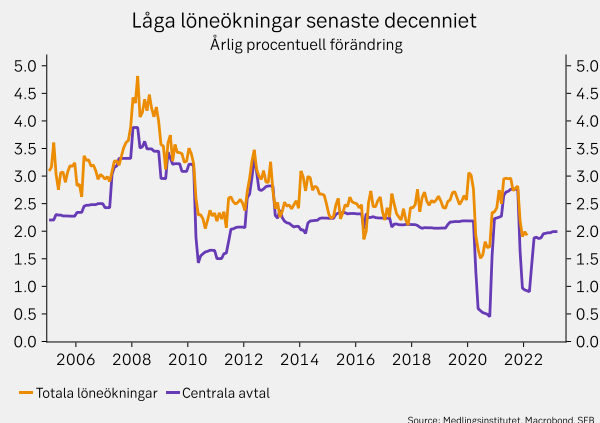
Den kraftiga inflationsuppgången i kombination med Riksbankens nya räntestrategi har på kort tid förändrat förutsättningarna för avtalsrörelsen. När parterna nu ska formera sig inför kommande förhandlingar talar mycket för att löneökningarna växlar upp. Båda parter har dock en hel del att vinna på att enas kring nivåer som inte tvingar Riksbanken att ytterligare öka takten i räntehöjningarna. Vår prognos är att lönerna nästa år ökar med 3,5 procent; betydligt lägre takt än vi nu ser i USA och Storbritannien. Risker är relativt liten för löneökningar på en nivå som inte kan anses förenliga med inflationsmålet. Om inflationsmiljön blir än mer problematisk är det mest troliga att vi får se speciallösningar med framtunga avtal, engångskompensation eller kortare avtal.

Avtalsrörelserna har på senare tid fått genomföras i turbulenta miljöer. När pandemin bröt ut i början på 2020 fick förhandlingarna avbrytas när parterna var nära målgång. Förhandlingarna återupptogs sedan hösten 2020 och landade då i en marginell uppväxling av avtalen jämfört med föregående runda. Detta gällde dock bara den framåtblickande delen. Om man också beaktar att lönenivåerna frös under en stor del av 2020 blir genomsnittet under hela tidsperioden, d v s från tidigare avtals utgång våren 2020, en nedväxling.

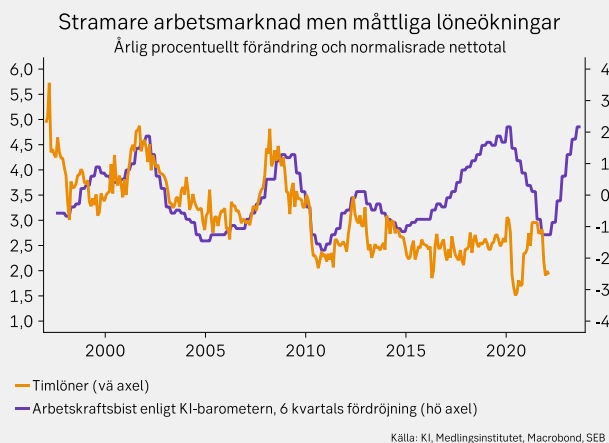
Efter att Riksbanken under ganska lång tid kämpat med obekvämt låga löne- och inflationsförväntningar har man nu svängt om kraftigt med planer om återkommande räntehöjningar under kommande avtalsrörelse. Detta innebär en helt ny spelplan för den ekonomiska politiken och samspelet mellan Riksbanken och arbetsmarknadens parter. Avtalsrörelsen får därmed ett nygammalt fokus på i vilken grad löntagarnas köpkraft kan bevaras i den nya inflationsmiljön. Det lär dröja en tid innan aktörerna formerat sig och hunnit hitta lämpliga strategier.



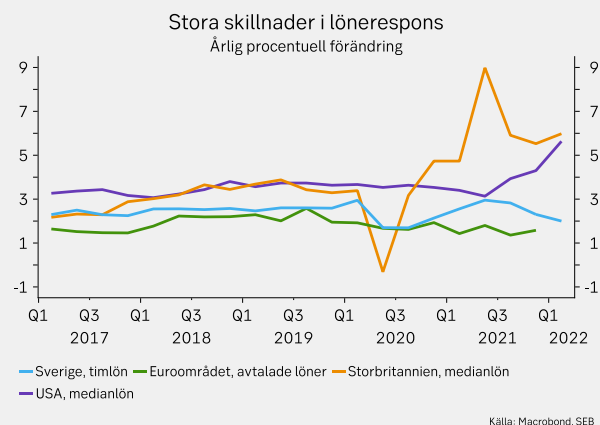
Problemen med löneökningar som var så låga att de utgjorde ett problem för penningpolitiken hade sin upprinnelse i efterdyningarna av finanskrisen. En kombination av svenska räntehöjningar 2010 och 2011 och eurokrisen ledde då till att svensk inflation gradvis sjönk, bl a drivet av en kraftig kronappreciering där EUR/SEK sjönk till nivåer nära 8. När Riksbanken sedan i praktiken valde att acceptera låg och fallande inflation, bl a med hänvisning till risker på bostadsmarknaden ("luta sig mot vinden"-argumentet), började parterna ifrågasätta inflationsmålet som ankare för lönebildningen. Trots Riksbankens stora omsvängning 2014 lyckades man inte riktigt återskapa trovärdighet för målet. Även om problemen i betydande grad berodde på omvärldsfaktorer har en diskussion ständigt pågått om hur förtroendet mellan Riksbanken och parterna ska kunna förbättras. Att Riksbankens så sent som i februari signalerade "evigt" låga räntor som ett medel att få upp inflationsförväntningarna kan nog ses som sista akten i detta drama.



Industriavtalet klarar utmaningen? Ansvariga förbundsledningar och förhandlare har hittills legat lågt. De fem ordförandena inom samarbetet "Facken inom industrin" skrev dock en debattartikel (DN 18 mars) med budskapet att arbetsformerna inom det s k Industriavtalet är den bästa garanten för en ansvarsfull hantering även i denna svåra situation. Man varnade där för riskerna med en huggsexa om lönekraven började spreta. Det fanns därtill en passning till arbetsgivarsidan om att man ska sluta hävda att "inflationsmålet saknar betydelse för lönebildningen". Det är svårt att veta vad detta konkret betyder, speciellt när inflationen nu lyft ytterligare. Men man kan kanske se konturerna av en kompromiss där den fackliga sidan investerar i trovärdighet genom att acceptera inflationsmålets roll även när det på kort sikt innebär reallönesänkningar. Arbetsgivarsidan kan å sin börja tona ned sin kritik av dagens stabiliseringspolitiska ramverk när man nu för första gången på ett decennium kan ha nytta av inflationsmålets disciplinerande funktion.

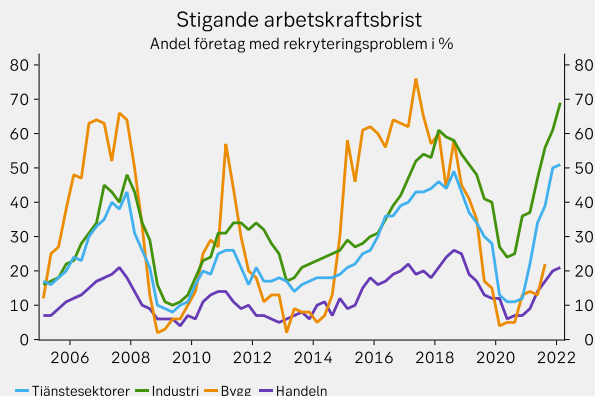


Omtumlande förändring av spelplanen. När vi nu plötsligt hamnat i en mer klassisk situation där Riksbanken behöver vidta åtgärder för att få ner inflationen, är det tydligt att olika aktörer famlar efter nya positioner. Den senaste tiden har olika utspel från chefsekonomer på den fackliga sidan på ett ganska pedagogiskt sätt illustrerat läget. LO-ekonomerna har hävdat att Riksbanken borde avvakta med räntehöjningar medan ekonomer på tjänstemannafacket Unionen har däremot deklarerat att det är lika bra att Riksbanken agerar snabbt. Det är inte svårt att förstå båda synsätten. Å ena sidan kan det vara en värdefull signal inför avtalsrörelsen att Riksbanken tar situationen på allvar och slutar "leka med inflationselden". Å andra sidan kan upprepade räntehöjningar tolkas som en misstro mot parternas förmåga att sluta ansvarsfulla avtal och därtill förvärra läget när högre ränteutgifter ökar bördan för löntagarna.



Stum lönerespons i Nordeuropa. När det gäller statistiksidan kan man än så länge inte spåra några tydliga tecken på en löneuppväxling i Tyskland och Norden i linje med det vi sett i USA och Storbritannien. Det kan dock förekomma eftersläpningar i statistiken och i Sverige har parterna nyligen haft en kontrollstation med lönerrevision som ännu inte påverkat utfallsdata.

Tyska IG Metall har också nyligen gått ut med högre lönekrav än vanligt men det brukar vara mycket svårt att tolka vad detta till slut betyder.



Stram arbetsmarknad. I nuläget säger företagen att det är stor brist på arbetskraft. Sammanvägt ligger vi i paritet med historiska toppnivåer och för industrin och tjänstesektorn är bristtalen rekordhöga. Resursläget var dock ansträngt också åren före pandemin utan att lönerna då steg nämnvärt. Det är ganska lång tid kvar till förhandlingarna kommer igång på allvar och den första viktiga hållpunkten blir de fackliga samordningsöverläggningarna i slutet av 2022. Utsikterna är osäkra den närmaste tiden men vår huvudprognos är att brist-situationen lättar något även om ingen större förändring i arbetslösheten ligger i korten.

Tidsschema för 2023 års avtalsrörelse

Okt-nov: Fackliga samordningsöverläggningar

Jan-feb: Förhandlingar mellan parterna påbörjas

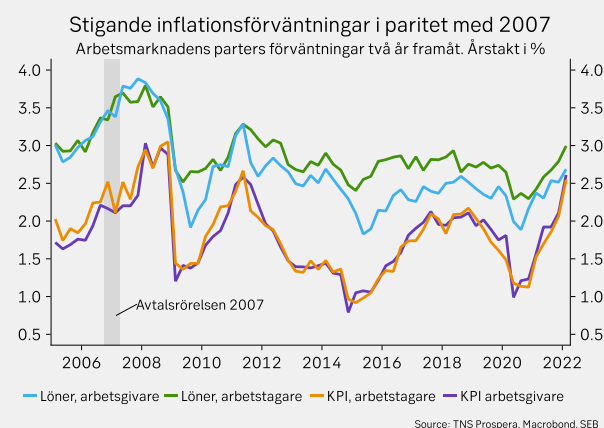
31 mars: Avtal går ut för bl a industrin

30 april: Avtal går ut för bl a byggsektor

Skillnader och likheter med 2007. Senast avtalsrörelsen resulterade i nivåer som blev obekvämt höga för Riksbanken var år 2007. Även då var arbetsmarknaden stram och inflationen på väg upp, drivet av stigande råvarupriser. Parternas inflationsförväntningar låg också i paritet med dagens. Avtalen ledde till att lönerna ökade med 4,3 procent som årsgenomsnitt för 2008, varefter takten föll kraftigt när Lehmankraschens konsekvenser på allvar nådde Europa. Denna avtalsrörelse brukar lyftas fram som ett exempel på vikten av att industrin är löneledande eftersom handeln och finanssektorn då slöt avtal klart högre än industrin.

Löneprognoser för 2023 i fokus. I sin aprilprognos räknar Riksbanken med att löneökningarna år 2023 hamnar på 3,2 procent medan Konjunkturinstitutet landade på 3,0 i sin marsprognos. I detta tidiga skede är det naturligt att man gör ganska försiktiga antaganden

om avtalsutfallen. Vår egen prognos är att löneökningstakten för 2023 landar på 3,5 procent och då har vi ändå en mer pessimistisk syn på tillväxtutsikterna framöver. Å andra sidan tror vi att inflationen i närtid kommer in högre än vad som ligger i Riksbankens prognos. Detta kan driva upp inflationsförväntningarna ytterligare och därmed försvåra avtalsrörelsen. Men det är ändå sannolikt att bilden av en markant fallande inflation i början av 2023 har blivit tydligare när avtalsrörelsen går in i mer kritiska skeenden. I ett sådant scenario är det inte troligt att vi får se fleråriga avtal på nivåer som är oförenliga med inflationsmålet på sikt.



Speciallösningar tänkbara om läget förvärras. Om inflationen skulle dra iväg ytterligare ligger det närmast till hands att tänka sig konstruktioner där facken lyckas förhandla fram någon form av engångskompensation, men där man då också försöker klargöra att man på sikt (t ex under senare delen av avtalsperioden) kommer tillbaka till lägre nivåer. Det är också tänkbart att parterna tvingas nöja sig med ettåriga avtal, vilket utgjort en nödlösning vid några tillfällen de senaste 10-15 åren när förhållandena varit så svåra att parterna inte nått målsättningen med treåriga avtal. En fråga är i vilken grad finanspolitiska satsningar som håller uppe hushållens köpkraft kan underlätta kommande avtalsrörelse. Under lång tid har det funnits en utbred motvilja i Sverige mot att blanda in en sådan typ av "inkomstpolitik" i lönebildningen. Men även om man inte explicit blandar in detta kort är det ändå möjligt att åtgärder som håller uppe hushållens köpkraft indirekt kan underlätta avtalsrörelsen.

Norge

Ekonomisk återhämtning när livet återgår till det normala

Avskaffandet av alla pandemirelaterade restriktioner i februari ökar den ekonomiska aktiviteten i vår. Privat konsumtion står emot höga energi- och råvarupriser, men stigande räntor bromsar tillväxten i fastlands-BNP mot trend 2023. Högt resursutnyttjande, stram arbetsmarknad och extern prispress resulterar i stigande priser och löner. Kärninflationen stiger till 3 procent i år men stabiliserar sig nära målet 2023. Norges Bank förespråkar gradvisa räntehöjningar.

I mitten av december i fjol återinförde regeringen nationella covid-19-restriktioner på grund av utbrottet av Omikron-varianten. Det ledde till en svag ekonomisk aktivitet runt årsskiftet. Månadsdata indikerar att BNP föll med nära 0,6 procent under kvartal ett; kvartalsdata publiceras 13 maj. Regeringen tog sedan bort alla restriktioner i februari och bytte strategi. Covid-19 ses nu som en säsongsinfluensa, vilket minskat risken för nya nedstängningar. Aktiviteten återhämtar sig nu, under ledning av tjänstesektorn. Ukrainakriget skapar osäkerhet, men dess negativa inverkan på fastlands-BNP förväntas bli mild och kopplad till indirekta effekter från svagare internationell efterfråga och utbudsstörningar. Privat konsumtion väntas stå emot höga energi- och råvarupriser, men stigande räntor och ett normaliserat konsumtionsmönster bromsar tillväxten mot trend 2023. Fastlands-BNP väntas växa med 3,7 procent 2022 och 1,5 procent 2023. Livaktigare investeringar i oljesektorn ger stöd för total BNP som växer med 3,6 procent 2022 och 2,9 procent 2023.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

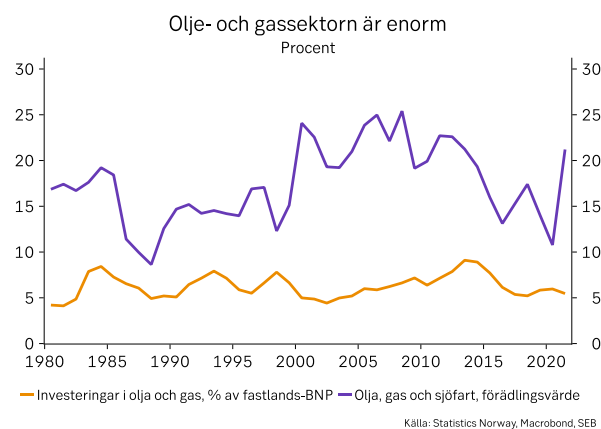
	2020	2021	2022	2023
BNP	-0,7	3,9	3,6	2,9
Fastland-BNP	-2,3	4,2	3,7	1,5
AKU-arbetslöshet*	4,6	4,3	3,1	3,2
Löner	3,1	3,1	4,0	3,6
KPI-ATE-inflation	3,0	1,7	2,7	2,5
Styrränta, %	0,00	0,50	1,75	2,25

*Procent av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Höga priser ökar olje- och gasinkomsterna

Höga olje- och gaspriser resulterar i rikliga petroleuminkomster för regeringen, som ändå förespråkar försiktiga utgiftsökningar för att undvika en ekonomisk överhettning. Finanspolitiken kommer att stramas åt i år. Överskottet överförs till Statens Pensionsfond Utland och placeras i utlandet. Regeringen kommer att presentera sin reviderade budget den 12 maj.

Full fart i energiproduktionen. Norge producerar motsvarande 4,3 miljoner fat olja och gas inklusive petroleumkondensat (natural gas liquid, NGL) per dag. Regeringen har godkänt en ökad naturgasproduktion på den norska kontinentalsockeln för att öka leveranserna till Europa. Eftersom den redan är nära full kapacitet väntas gasproduktionen bara öka cirka 10 procent. Bristen på nya stora utvecklingsprojekt har sänkt investeringarna med 7 procent sedan toppen 2019. Ytterligare 6 procents nedgång väntas 2022. Högre efterfrågan på norsk olje- och gasexport kommer att stödja kapacitetshöjande investeringar kommande år. I kombination med de projekt som står i kö att godkännas innan parlamentets skatteåtgärds paket löper ut vid årsskiftet, bör detta ge stöd för en cyklisk vändning med start 2023 och investeringar som ökar med 10 procent.

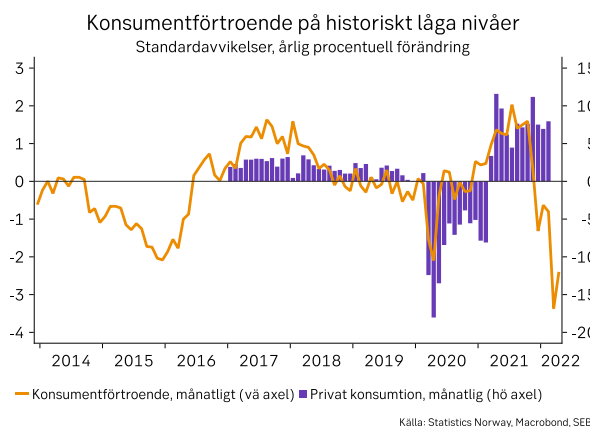


Visst stöd även för fastlandsekonomin. Olje-, gas- och sjöfartssektorn står för 21 procent av BNP, men fastlandsekonomin har minskat sitt beroende av dessa sektorer sedan oljeprisnedgången 2014–2017. Vissa positiva efterfrågeimpulser är ändå troliga från ökad aktivitet och investeringar bland underleverantör till olje- och gasindustrin. Ett kapacitetsutnyttjande över det normala inom tillverkningsindustrin kommer också att stödja näringslivets investeringar. Vi tror på positiva tillväxtbidrag från investeringarna i fastlandsekonomin på nära 1,0 procent per år under 2022 och 2023.

Pessimistiska hushåll

Hög inflation och höga energipriser i kombination med stigande räntekostnader pressar hushållens reala

disponibelinkomster. Privat konsumtion sjönk 6,4 procent från november till januari, med stora nedgångar för både varor och tjänster. Konsumtionen av tjänster har hämtat sig efter att restriktionerna togs bort, men hushållen är alltjämt försiktiga. Konsumentförtroendet föll till en rekordlåg nivå i mars. Trots viss återhämtning i april är hushållen fortsatt pessimistiska kring de egna finanserna. Då 95 procent av hushållen har rörliga bolåneräntor kan kommande räntehöjningar väntas få en stark påverkan på disponibelinkomsterna.



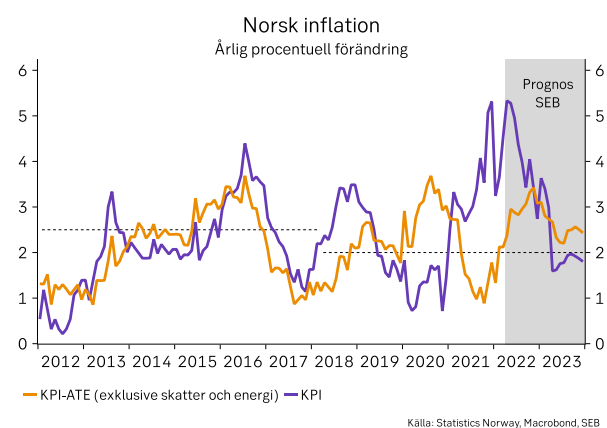
Viss motståndskraft. Det finns dock vissa stödjande faktorer för privat konsumtion. Regeringen har förlängt subventionerna till mars 2023 för att kompensera för delar av de högre elkostnaderna. Hushållen har också byggt upp stora finansiella buffertar under pandemin. Sparkvoten har ökat till 9,9 procent, klart över snittet 2009-2019 på 6,6 procent. Dessutom har registrerad arbetslöshet tagit tillbaka hela uppgången under pandemin och ligger, på 1,9 procent, under Norges Banks bedömning av jämviktsarbetslösheten på 2 ¼ procent. Upphävandet av restriktioner, högt kapacitetsutnyttjande och brist på kvalificerad arbetskraft tyder på en stram arbetsmarknad, vilket avspeglas i stigande löneförväntningar. Årets löneförhandlingar pågår. Den norm som satts av industrin är 3,7 procent. Inklusive löneglidning prognostiserar vi årliga ökningarna på 4,0 procent. Vi har sänkt vår prognos för privat konsumtion till 5,9 procent för 2022 och 3,2 procent 2023.

Stark bostadsmarknad i början av året. Priserna på befintliga bostäder är upp 2,9 procent, högsta uppgången för första kvartalet sedan 2007. Detta återspeglar främst tillfälliga flaskhalsar på utbudssidan till följd av nya regleringar. Tempot kan därför väntas mattas av och högre räntor lär dämpa efterfrågan längre fram. Vi förutspår en årlig pristillväxt på 5,4 respektive 0,8 procent under 2023 respektive 2024.

Kärninflationen över 3 procent 2022

KPI-JAE (exklusive skatter och energi) accelererade från låga nivåer i slutet av 2021. Uppgången har fort-

satt i år till 2,1 procent i mars, även om månadsdata har varit volatila – med stora överraskningar åt båda hållen. Stigande varupriser är den viktigaste drivkraften. Livsmedelspriserna har också vänt upp efter att ha fallit under stora delar av förra året. Industrin rapporterar ett växande kostnadstryck och spår accelererande prisökningar. Internationella priser kommer att fortsätta att pressa upp varuinflationen, även om den historiska korrelationen är relativt låg. Stark arbetsmarknad och stigande efterfrågan talar för att tjänsteinflationen gradvis kommer att stiga. Vi prognostiserar att KPI-JAE-inflationen tillfälligt överstiger 3 procent i höst och därefter faller tillbaka mot målet under 2023.



KPI-inflationen toppar ur. Kraftigt stigande elpriser lyfte KPI-inflationen över 4 procent i slutet av 2021, även om starka subventioner till hushållen har hållit tillbaka uppgången. Att subventionen förlängs innebär att nya prisökningar begränsas till elkompenten i KPI. Termensmarknaderna indikerar kraftigt lägre elpriser under sensvåren och i sommar. Vi räknar med att KPI-inflationen kommer att vara betydligt lägre än KPI-JAE under andra halvåret 2022 och 2023.

Norges Bank förespråkar gradvis strategi

Norges Bank har höjt styrräntan i tre steg till 0,75 procent sedan september 2021. Räntebanan signalerar en höjning per kvartal till 2,50 procent, vilket är över den bedömda neutrala räntan på 1,7 procent. Stigande pris- och lönetryck, i kombination med ett växande positivt produktionsgap, tyder på framtunga räntehöjningar. Men Norges Banks kommitté för penningpolitik och finansiell stabilitet är orolig över hushållens räntekänslighet. Norges Bank tror att en gradvis åtstramning kommer att räcka för att stabilisera inflationen nära målet över tid, men att ihållande hög inflation skulle motivera snabbare räntehöjningar. Vi förutspår fyra höjningar till 1,75 procent vid årsskiftet och tror att den starka transmissionsmekanismen innebär att räntan stannar på 2,25 procent.

Danmark

Utmanande läge

Efter en stark avslutning på fjolåret, drivet av hushållens konsumtion, har nya utmaningar dykt upp i form av stigande inflation och obligationsräntor. Å ena sidan har konsumentförtroendet kollapsat till den lägsta nivån sedan 1988. Å andra sidan har regeringen pausat budgettaket för att ge finanspolitiskt stöd. Det är rimligt med tanke på starka offentliga finanser men vi ser fortfarande nedåtrisker för BNP-prognosen om utbudschockerna kvarstår.

Stark avslutning på 2021. BNP-tillväxten 2021 har reviderades upp från preliminära 4,2 procent till 4,8 procent, att jämföra med vår prognos på 4,0 procent i föregående Nordic Outlook. Samtidigt har 2022 börjat en mer utmanande miljö. Vi väntar oss därför en BNP-tillväxt på 2,4 procent 2022 och 2023, en minskning från 3,3 procent respektive 3,0 procent.

Nyckeldata

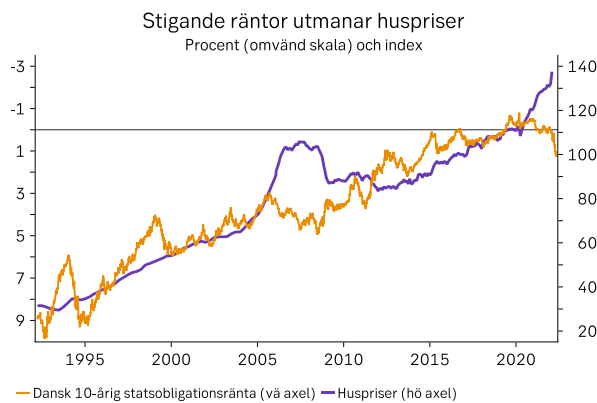
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,1	4,8	2,4	2,4
KPI	0,4	1,9	5,9	3,7
Löner	1,9	2,3	2,9	3,7
Offentligt saldo*	-3,0	0,5	2,0	4,0
Offentlig bruttoskuld*	44,0	40,0	35,0	30,0
Bytesbalans*	7,5	7,5	7,0	6,5
Styrränta (CD ränta),%	-0,50	-0,60	0,15	0,90

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

Tillväxtstöd, trots allt. Hushållens konsumtion minskade med 1 procent under fjärde kvartalet, vilket speglar den partiella nedstängningen till och med januari. Underliggande drivkrafter kvarstår dock. Sysselsättningen steg med 1,1 procent fjärde kvartalet. Det tar helårets uppgång till 2,6 procent vilket stöttar inkomsterna. Mot slutet av förra året accelererade också bostadspriserna och gav ytterligare positiva förmögenhetseffekter. Slutligen togs alla pandemirestriktioner bort i februari, markerande en återgång till ett normalt liv och ett uppsving för tjänstekonsumtionen.

Utmanande miljö för konsumenter. Läget för konsumenterna har tydligt försämrats. Hög inflation och stigande obligationsräntor pressar bostadspriserna. Danska 10-åriga statsobligationsräntan har stigit med över 100 räntepunkter sedan början av året och massmedia rapporterar att omsättningen på bostadsmarknaden faller, normalt en indikation på en pristopp. Arbetslösheten fortsätter sannolikt att sjunka, men i måttligare takt, till 3,9 procent i slutet av 2023. Löneinflationen stiger till 3,7 procent samma år.



Konsumentförtroendet kollapsar och har nått samma låga nivå som den ökända svältkuren i slutet av 1980-talet ("kartoffelkuren" på danska), och lägre än under finanskrisen. Detaljhandelsförsäljningen har minskat med 10 procent från återöppningstoppen i mars 2021 men ligger fortfarande 5 procent över nivån före pandemin. Starka balansräkningar fortsätter att stötta konsumtionen men det finns en betydande nedåtrisk för vår prognos på en konsumtionstillväxt på 3,3 procent för 2022 om inflationen fortsätter att sänka realinkomsterna och pressa upp räntan.

Solid investeringsnivå, just nu i alla fall. Reviderad statistik över företagens omsättning lyfte BNP under fjärde kvartalet och berodde främst på tjänste- och byggsektorerna, medan industrin reviderades ned. Höga vinster och högt kapacitetsutnyttjande stöder industrins investeringar men geopolitisk osäkerhet försenar sannolikt investeringsbeslut. Bostadsbyggandet avtar också när räntor och andra kostnader har stigit och förblir därmed en nedåtrisk. Vi bedömer att de totala investeringarna ökar med 4,1 procent 2022.

Budgettaket satt på paus. Kriget i Ukraina har lett till ändrade politiska prioriteringar. Regeringen har pausat budgettaket för att möjliggöra högre försvarsutgifter och planerar också att stötta hushåll med höga energikostnader. Vi ser inte detta som ett problem på grund av statens budgetöverskott och det stora externa överskottet. Samtidigt har trycket på DKK lättat efter förra årets interventioner och räntesänkningar.

Finland

Motståndskraftiga hushåll trots hög inflation

Kriget i Ukraina förändrar inte bara de ekonomiska utsikterna, utan även de politiska när Finlands tidigare neutrala hållning nu lutar åt fullt NATO-medlemskap. Ekonomins koppling till Ryssland är starkare inom import än export och totalt sett har beroendet minskat. Hushållen är relativt motståndskraftiga. Inflationen är hög, men lägre än i de flesta EU-länder. Vi har sänkt vår BNP-prognos för 2022 med 1,2 procentenheter och räknar nu med en tillväxt på 1,8 procent. År 2023 faller den ytterligare till 1,5 procent.

Geopolitikens negativa ekonomiska effekter. Finland har traditionellt fört en försiktig och balanserad utrikespolitik gentemot Ryssland. Detta pragmatiska tillvägagångssätt har lett till relativt nära affärsrelationer och Ryssland är Finlands femte största handelspartner 2021 med 5,5 procent av varuexporten. Mestadels på grund av olja är beroendet av rysk import ännu större och utgjorde 12 procent av den totala varuimporten förra året. På lång sikt kan handelsflöden ledas om, men för tillfället verkar vissa störningar oundvikliga vilket begränsar exporttillväxten till 2,8 procent 2022.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

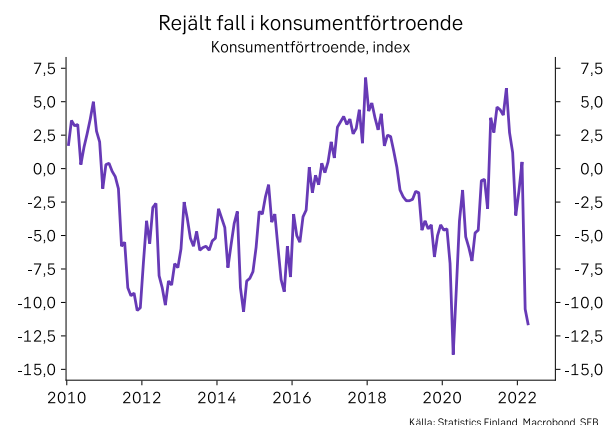
	2020	2021	2022	2023
BNP	-2,3	3,5	1,8	1,5
Hushållens konsumtion	-4,1	3,1	2,0	1,7
Export	-7,5	4,7	2,8	3,5
Arbetslöshet*	7,7	7,6	6,8	6,5
Löner	1,8	2,3	2,5	2,2
Inflation	0,3	2,1	4,5	1,8
Offentligt saldo**	-5,5	-2,6	-2,2	-1,8

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

Inflationen blir hög, men hanterbar. Hushållens konsumtion kommer inte att möta lika stor motvind som i större delen av Europa eftersom inflationen väntas bli lägre. Livsmedel och energivaror, där vi sett de största prisuppgångarna, utgör dessutom en mindre andel av hushållens utgifter än genomsnittet för euroområdet.

Vidare har ökningen av livsmedels- och energipriserna varit en av de minsta i euroområdet. I år kommer inflationssiffran bli den högsta sedan 1990, men den kommer fortfarande att begränsas till 4,5 procent.

Hushållens efterfrågan står emot. Finska konsumenter har påverkats negativt av kriget i Ukraina. Nedgången i konsumentförtroende i mars var det största månatliga fallet som någonsin registrerats. Ändå kommer effekten på konsumtionen sannolikt att begränsas på kort sikt eftersom nedgången drevs av en mer negativ bedömning av de allmänna ekonomiska utsikterna snarare än den privatekonomiska situationen. Vi förutser inte en drastisk nedgång i konsumtionen, utan snarare en ökning med 2,0 respektive 1,7 procent 2022-2023.



Inga stora förändringar på arbetsmarknaden. Vi bedömer att nuvarande geopolitiska situation ger marginella effekter på arbetsmarknaden, trots att tillväxten bromsar in. Enligt företagsundersökningar har sysselsättningsförväntningarna lättat något men de ligger kvar på en historiskt hög nivå. Arbetslösheten kommer att fortsätta att gradvis gå ner till 6,8 procent i år och 6,5 procent 2023.

Fortsatt gynnsamma investeringsutsikter. Företag som tidigare var tveksamma på grund av pandemin är nu mer ivriga att investera. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin är fortsatt högt samtidigt som en ökad efterfrågan på tjänster också bör gynna investeringar. Inom byggsektorn börjar volymerna dock minska gradvis och bidrar negativt till investeringstillväxten. Vi räknar ändå med att totala investeringar ökar med 2,7 procent 2022 och 1,8 procent 2023.

Historiskt Natobeslut. Ekonomiska frågor har förpassats till bakgrunden när parlamentet snart kommer att fatta ett historiskt beslut om att gå med i Nato-alliansen. Även om beslutet skulle gå i motsatt riktning kommer mer att spenderas på försvaret. Det offentliga saldot ligger kring -2 procent av BNP 2022-2023.

Tema:

Baltikum i förändring

Tillväxten dämpas, men beroendet av Ryssland har minskat

Utöver den höga inflationen bidrar nu även kriget i Ukraina och tillhörande sanktioner till sänkt tillväxt. Givet geografin är det lätt att anta att Rysslands grannar Estland, Lettland och Litauen tillhör de länder som förlorar allra mest på situationen. Sedan kriget började har också prognoserna reviderats ner, men kanske inte så mycket som förväntat. De ekonomiska banden mellan Baltikum och Ryssland är mindre viktiga än många tror. År av ansträngda relationer med ett alltmer autokratiskt Ryssland har tvingat de baltiska länderna att sprida sina ekonomiska och politiska risker. Resultatet är ett minskat beroende av Ryssland, särskilt för exporten. Det är nu därför råvarubrist och utbudsstörningar, snarare än förlusten av exportmarknader, som orsakar problemen.

Även om Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina kom som en chock för de flesta, var överraskningen mindre för många i Estland, Lettland och Litauen. Historien och den geografiska närheten till Ryssland har bidragit till stor oro, men också stor medvetenhet. Efter 50 år av sovjetisk ockupation återvann de tre baltiska länderna sin självständighet 1991 och har sedan dess arbetat ihärdigt för att undvika att historien ska upprepa sig. De har t ex gått med i både NATO och EU för att försäkra sig mot såväl politiska som ekonomiska risker.

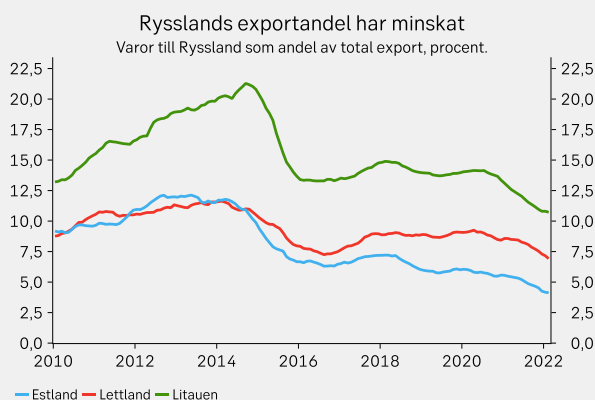
Minskning av det ekonomiska beroendet. Handel styrs ofta av geografi och typiskt sett är det grannländer som handlar mest med varandra. Men även om Estland, Lettland och Litauen delar totalt 780 km gemensam gräns med Ryssland, är de direkta ekonomiska banden mellan länderna mindre än man skulle kunna tro. Så har inte alltid varit fallet, men ett antal ekonomiska och politiska chocker under de senaste decennierna, har bekräftat att affärsrelationer med Ryssland medför risker som de baltiska länderna inte är beredda att ta.



Den senaste vändpunkten var Rysslands ockupation av Krim, men tidigare händelser, som rubelkrisen 1999, konflikten mellan Estland och Ryssland 2007 (efter nedmonteringen av ett sovjetiskt monument) och Rysslands invasion av Georgien 2008, har också bidragit.

Handelsstatistiken överskattar Rysslands betydelse.

Effekterna på de baltiska ekonomierna av de nuvarande sanktionerna mot Ryssland kan vara mer begränsade än vad statistiken antyder. 2021 var det 11 procent av Litauens, 7 procent av Lettlands och 4 procent av Estlands varuexport som gick till Ryssland. Det var dock bara en liten del av dessa varor som var producerade i Baltikum. I Estland och Litauen, där mer detaljerad statistik finns att tillgå, uppgick de inhemskt producerade varorna till Ryssland till mindre än 2 procent av den totala exporten. Det mesta av exporten är i stället transitexport, varor som i huvudsak bara passerar igenom landet på väg till sitt slutmål. Transitexport gynnar exempelvis partihandlare och logistikbolag, men förädlingsvärdet är oftast lågt. Tittar vi på varuexporten exklusive transitexporten är Litauen faktiskt mer exponerat mot Ukraina än mot Ryssland och i det fallet kan förstås både logistikproblem och minskad efterfrågan bli utmanande.



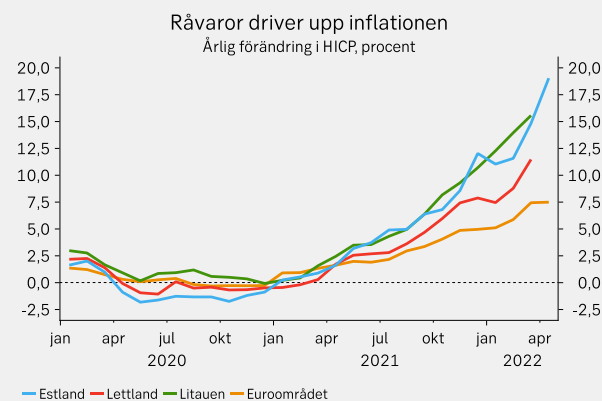
Energiimporten från Ryssland kan ersättas. 2021 utgjorde varor från Ryssland 12 procent av Litauens, 10 procent av Estlands och 9 procent av Lettlands totala import. Även i det här fallet kan dock siffrorna var något missvisande eftersom råolja och förädlade oljeprodukter stod för 60 procent av all import från Ryssland till Baltikum. Lettland och Estland har tidigare exporterat rysk olja vidare till andra länder. I Litauen finns Baltikums enda raffinaderi, men även det har nu stoppat oljeköpen från Ryssland och använder sig av andra leverantörer. När det gäller naturgas har Estland och Litauen sagt att de kommer att avsluta sina köp från Ryssland och i stället förlita sig helt på LNG (flytande naturgas som kan importeras från andra länder).

Lettland förväntas fatta samma beslut nästa år. Litauen har sedan 2014 en fungerande LNG-terminal, medan Estland, tillsammans med Finland, planerar för en sådan de närmaste månaderna i estniska Paldiski. Ett projekt som senare även Lettland kan komma att ansluta sig till.

Förlorad rysk import ett problem för

tillverkningsindustrin. Situationen är mer bekymmersam för Baltikums stora trävaru- och metallindustri, som tidigare importerat en stor del av sina insatsvaror från Ryssland. Visserligen är Estland och Lettland två av de mest skogbeklädda länderna i Europa, så det är inte direkt någon råvarubrist, men priserna kan komma att stiga. Att ersätta ryska metaller kommer att bli svårare, men till högre priser kan sannolikt även järn och stål inhandlas från andra länder. Även om mycket rysk import alltså kan ersättas, kommer det att ske till högre råvarupriser, vilket i sin tur kommer att påverka företagets marginaler negativt och spä på de redan snabba ökningarna av t ex byggbaser. En annan sektor som kommer att drabbas är jordbruket som kommer att få brist på importerat konstgödsel.

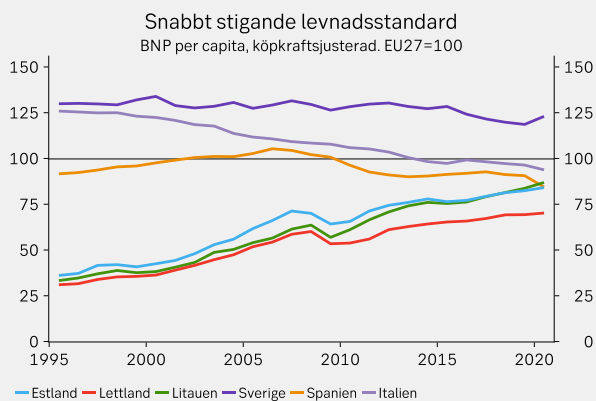
Tvåsiffriga inflationstal. Det största ekonomiska problemet för de baltiska länderna just nu är att kriget trycker upp råvarupriser på bred front och i nästa steg konsumentprisinflationen. Jämfört med de rikare nordiska länderna utgör mat och energi mycket större andelar av konsumentprisindex i de baltiska länderna. I Sverige utgör mat 14 procent av HIKP, medan motsvarande siffra i Estland och Litauen är 19 procent och 23 procent i Lettland. Energi, som utgör mindre än 10 procent av hushållens utgifter i Sverige, uppgår till 13 procent i Litauen och 16 procent i Lettland och Estland. Å andra sidan är alla de tre baltiska länderna nettoproducenter av mat, vilket både säkrar mattillgången och utgör en viktig del av näringslivet.



Levnadsstandard på samma nivå som i Sydeuropa.

Även om inkomstnivån i de baltiska länderna fortfarande är mindre än hälften av den i Sverige, har åren med snabb tillväxt höjt levnadsstandarden rejält.

Köpkraftsjusterad BNP per capita var 1995 strax över 30 procent av genomsnittet för EU27. Nu är motsvarande siffra nästan 90 procent i Litauen och Estland, högre än Spanien och allt närmare Italien. Lettland, som drabbades hårdast av finanskrisen, har något lägre BNP per capita, men uppvisar samma trend som sina baltiska grannar.

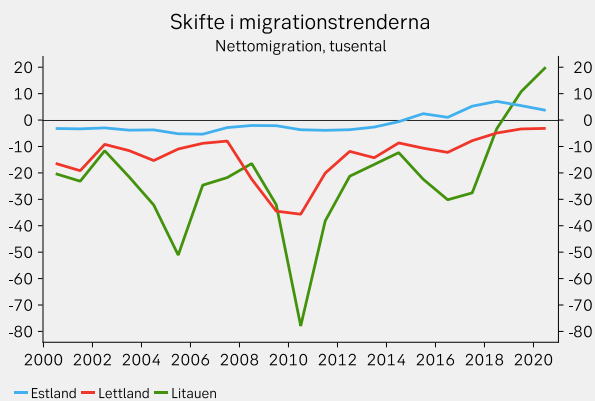


Förlorad rysk transithandel förändrade ekonomierna.

Tillsammans med den förbättrade välfärden har betydande strukturella förändringar skett i ekonomierna. I Lettland och Estland hör de ihop med försvagningen av de ekonomiska relationerna till Ryssland. Mängden ryska varor som passerar genom länderna har minskat genom åren, vilket i sin tur har minskat storleken på lager- och logistiksektorn. Båda länderna har också upplevt en gradvis minskning av tillverkningsindustrins andel av BNP. På 90-talet utgjorde tillverkning runt 20 procent av det totala förädlingsvärdet i ekonomierna, men har till 2021 sjunkit till under 15 procent i Estland och runt 12 procent i Lettland. Båda länderna utmärker sig också med mycket låg produktivitet i tillverkningssektorn. En delförklaring är att många stora nordiska företag äger produktionsenheter i de baltiska länderna medan mer förädlingsintensiva moment, som produktutveckling och försäljning, sköts i hemlandet.

Skifte till serviceekonomier. Generellt har servicesektorns roll under det senaste decenniet vuxit i de baltiska ekonomierna. Litauen har framgångsrikt utvecklat sin transportsektor och nyttjat sin geografiska position. Landet har också lyckats behålla en större andel tillverkning, och därmed högre produktivitet, än sina baltiska grannar. Som i många andra länder har också IT- och tekniksektorn vuxit i Baltikum. De största framstegen har gjorts i Estland, där informations- och kommunikationssektorn nu utgör nästan 9 procent av förädlingsvärdet och har passerat sektorer som bygg, transport och lager.

Migrationstrender tar ny form. Ett av de baltiska ländernas största problem har varit utflyttning, särskilt under åren direkt efter finanskrisen. Lettland och Litauen har förlorat över 20 procent av sin befolkning sedan millennieskiftet medan befolkningsminskningen i Estland begränsats till 5 procent. Skillnaderna beror på olika migrationsmönster, där letter och litauer letar jobb långt hemifrån, t ex i Storbritannien eller Tyskland, medan estländare oftare veckopendlar till grannen Finland. Idag har situationen förbättrats dramatiskt och nettomigrationen vände till positiva tal i Estland 2015 och i Litauen 2019. I Lettland är fortfarande utflyttningen större än inflyttningen, men trenden ser även där ut att vända snart. En stor andel av inflyttningen har utgjorts av baltiska medborgare som återvänder hem, men stigande levnadsstandard har också börjat attrahera människor från andra länder.



Kriget i Ukraina påverkar arbetsmarknader. De senaste årens snabba tillväxt har skapat strama baltiska arbetsmarknader, vilket har tvingat företag att leta efter utländsk arbetskraft. En viktig källa har de senaste åren varit Ukraina och arbetskraft därifrån har lättat arbetskraftsbristen, främst inom byggsektorn, men i ökande utsträckning också inom tillverkning och IT. När kriget bröt ut lämnade många ukrainska män Baltikum och återvände hem för att försvara Ukraina. I stället har nu ett stort antal ukrainska kvinnor och barn tagit sin tillflykt till Baltikum för att undkomma kriget. I slutet av april hade Estland och Lettland tagit emot ca 25 000 flyktingar vardera och Litauen nästan 50 000. Många av flyktingarna har redan varit anmärkningsvärt framgångsrika i att hitta jobb och kan förhoppningsvis fortsätta att lindra den baltiska arbetskraftsbristen.

Baltikum

Litauen | sid 46

Tillväxten mattas när handel med Ryssland och Belarus går ner. Handelsrelationen har dock minskat avsevärt sedan 2014. Tvåsiffriga inflationstal mattar konsumtionen och regeringen inför antiinflationpaketet.

Estland | sid 48

Med den högsta aprilinflationen i EU pressas konsumenter och BNP växer bara med 0,6% 2022. Exporten bromsar in men låg statskuld öppnar för större offentliga utgifter.

Lettland | sid 47

Rysslandskopplingen är betydande men hanterbar då många exportvaror kan säljas till andra. Importbolag inom stål och konstgödsel har dock stora utmaningar att ersätta insatsvaror från öst. Tvåsiffrig inflation tvingar fram finanspolitiska stöd.



Litauen

Klipper banden med Ryssland och Belarus

Litauen har avsevärt minskat sina ekonomiska band till Ryssland sedan annekteringen av Krim 2014. Sanktioner och frivillig reträtt från affärer med Ryssland och Belarus kommer att sänka BNP under kvartal två och tre. Inflationstakten väntas ligga kvar på tvåsiffrigt tal till årsskiftet. Hushållens konsumtionstillväxt är fortfarande stark, men inte uthållig. Arbetsmarknaden visar ännu inga tecken på svaghet. Regeringen kommer att kraftigt öka utgifterna 2022.

Begränsad inverkan av kriget senaste kvartalet.

Under första kvartalet 2022 växte BNP med 0,9 procent jämfört med kvartalet innan, en fortsatt solid utveckling. Det kommer dock inte att vara fallet under de närmaste kvartalen eftersom handeln med Ryssland och Belarus kommer att minska kraftigt. Omfattningen av de ekonomiska förlusterna kommer till stor del att bero på företagens förmåga att byta ut ryska eller belarusiska leverantörer till ett rimligt pris. Vår bedömning är att BNP växer med 0,9 procent i år och 1,8 procent 2023.

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

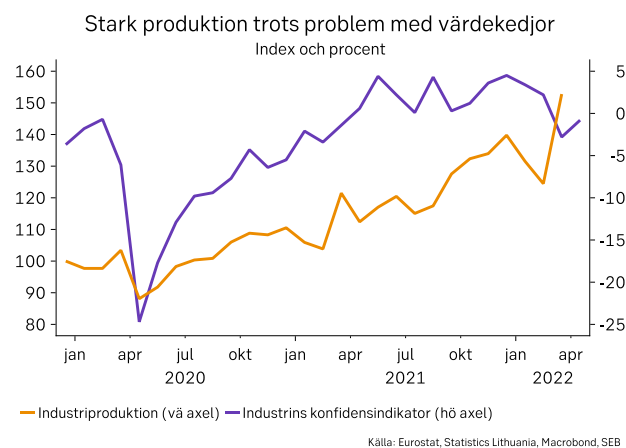
	2020	2021	2022	2023
BNP	-0,1	5,0	0,9	1,8
Hushållens konsumtion	-2,1	7,4	2,4	2,0
Export	0,4	15,9	-2,5	2,0
Arbetslöshet*	8,5	7,1	6,8	6,9
Löner	10,1	10,5	9,0	6,5
HIKP	1,1	4,6	14,7	3,8
Offentligt saldo**	-7,3	-1,0	-4,5	-2,3

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

Nästitill oberoende av rysk energi. I april slutade Litauen helt att köpa rysk naturgas och all efterfrågan möts nu genom LNG-terminalen i Klaipeda. Orlen Lietuva, det enda oljeraffineriet i Baltikum, har också ersatt rysk råolja med leveranser från andra länder. Inköp av el från Ryssland är också begränsad, men eftersom det litauiska elsystemet är sammankopplat

med Ryssland skulle en avstängning orsaka ansträngda relationer.

Utbyte av leverantörer leder till högre materialpriser och lägre lönsamhet. Ryssland och Belarus var tidigare de viktigaste importkällorna för vissa stål- och träprodukter. Företag inom bygg, metallbearbetning och möbelproduktion försöker nu att hitta nya leverantörer. Hittills har industriproduktionen fortsatt att överraska på uppsidan eftersom exportorderböckerna är starka och företagen har solida lager. Politiska spänningar med Kina ledde till ett nästan totalt stopp i exporten dit, medan importen förblev nästan opåverkad.



Hushållen blir mer försiktiga i framtiden. Inflationen har accelererat långt över tillväxten i nominell disponibel inkomst. Hushållens sparkvot sjunker kraftigt när konsumenter inte vill minska konsumtionsvolym utan istället använder det sparandeöverskott som har ackumulerats under pandemin. Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stark och integrationen av ukrainska flyktingar på arbetsmarknaden har varit relativt framgångsrik. Tillväxten i hushållens konsumtion mattas av de närmaste kvartalen eftersom inflationen förblir hög och lönetillväxten minskar i styrka.

Litauen en av euroområdet högsta inflation. Även om energi- och livsmedelspriserna steg mest stiger även kärninflationen avsevärt och nådde 9 procent i mars. Det visar tydligt att återförsäljare och tjänsteleverantörer framgångsrikt har fört över högre kostnader till konsumenterna vilket underlättats av en fortsatt stark efterfrågan. Inflationstakten väntas nå en topp under andra kvartalet.

Regeringen föreslog ett antiinflationpaket som kommer att öka inkomsterna för låginkomsttagare och begränsa ökningen av el- och naturgaspriserna. Utöver det kommer kostnaderna för försvaret att stiga från 2 till 2,5 procent av BNP. Tillsammans med diverse merkostnader bedömer vi att det kommer att leda till ett budgetunderskott på 4,5 procent av BNP 2022.

Lettland

Flera risker hämmar tillväxten

Den ekonomiska tillförsikten sjönk i mars när Rysslands krig i Ukraina bröt ut och ett redan osäkert läge förvärrades. Året började starkt men tillväxten bromsar nu in. Vi har sänkt vår BNP-prognos för 2022 till 1,8 procent och för 2023 till 2,5 procent. Inflationen väntas nå en topp under tredje kvartalet. Arbetslösheten ökar till 7,1 procent vid årsskiftet vilket dämpar löneutvecklingen till cirka 7,5 procent.

Stark start på året. Statistiken visar att 2022 började starkt men i mars föll sentimentet för alla sektorer utom detaljhandeln. Under första halvåret kommer hushållens konsumtion att vara en av de främsta tillväxtdrivkrafterna, men även tillverkningsindustrin och exporten går bra. Den negativa effekten av hög inflation och sanktioner mot rysk handel kommer att bli mer kännbar andra halvåret. Vi räknar med att BNP växer med 1,8 procent i år och 2,5 procent 2023. Avgörande faktorer kommer att vara fortsatta pandemieffekter, energiläget och eventuell substitution för rysk handel.

Nyckeldata

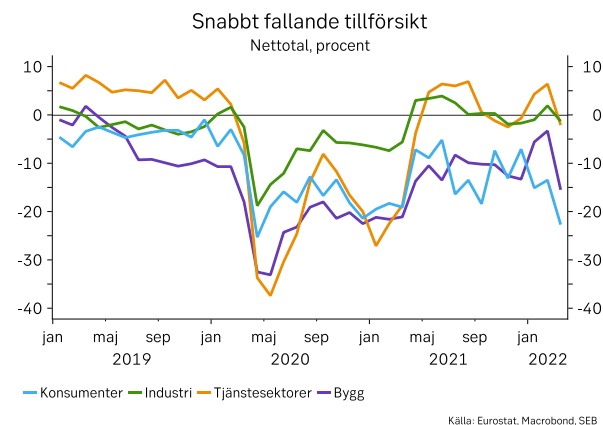
Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,6	4,8	1,8	2,5
Hushållens konsumtion	-10,0	4,8	2,5	3,7
Export	-2,7	6,2	2,3	4,0
Arbetslöshet*	8,1	7,6	7,4	7,3
Löner	6,2	11,8	7,1	8,2
HIKP	0,1	3,3	10,7	3,6
Offentligt saldo**	-4,5	-7,3	-4,2	-2,6

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

Betydande men hanterbara ryska kopplingar. De första två månaderna i år låg exporttillväxten fortfarande runt 30 procent. Försöken att minska handeln med Ryssland, som är mottagare av 7,3 procent av den totala exporten, dämpar tillväxten. Största varukategori är icke- och alkoholhaltiga drycker som står för en fjärdedel av exporten. Det borde dock finnas möjligheter att dirigera om dessa varor till andra

länder. Att ändra handelsmönstret för maskiner och elektrisk utrustning är mer tidskrävande. För importerande företag är det också en stor utmaning att ersätta järn- och stålprodukter samt konstgödsel, men befintliga lager ger visst andrum. Krigets ekonomiska effekter kommer att förvärra inflationstrycket och komplicera investeringar, men EU-fonder kommer att fungera som en stabilisator. Tillverkningsindustri och jordbruk skulle kunna hitta exportmöjligheter västerut, vilket möjliggör en exporttillväxt på cirka 10 procent 2023.



Tvåsiffriga inflationstal. Inflationstakten nådde i mars 11,5 procent och livsmedel, transporter och bostäder bidrog med 9,1 procentenheter. Särskilt utmanande är prisuppgången på energi och mat som minskar köpkraften rejält då de står för 40 procent av konsumtionen, bland de högsta andelarna i EU. Inflationen börjar mattas 2023 men förblir ganska hög.

Lägre löneökningar men högt sparande. Lönertillväxten dämpas till 7,1 procent i år. Ackumulerat sparande under pandemin kommer nu att användas men antalet hushåll som kämpar för att täcka sina utgifter kommer att öka. Arbetslösheten stiger och dämpar löneutvecklingen 2022 som dock tar ny fart 2023. Regeringen behöver förbereda nya stimulansåtgärder som tar hänsyn till olika scenarier. Riktade åtgärder är mer effektiva, men generell stöd kan också behövas för att begränsa effekterna av oproportionerliga kostnadsökningar, särskilt för energi och livsmedel.

De offentliga finanserna 2021 var bättre än väntat. Budgetunderskottet nådde 7,3 procent av BNP och den offentliga sektorns skuld steg till 44,8 procent av BNP 2021, vilket ändå ger visst manöverutrymme för finanspolitisk stimulans. Parlamentsval ska hållas den 1 oktober. Den nuvarande geopolitiska situationen talar för att de nuvarande regeringspartier får stanna vid makten då behovet av stabilitet ökar och de mer populistiska alternativen tappas dragningskraft.

Estland

Hög inflation ger motvind

Osäkerheten om de ekonomiska effekterna av kriget i Ukraina fortsätter att lägga en skugga över prognos-horisonten. Mycket hög inflation gör att vi bedömer att BNP-tillväxten begränsas till endast 0,6 procent 2022. Den nominella tillväxten liksom aktiviteten i näringslivet kommer dock att vara fortsatt stark. När inflationen lättar kommer tillväxten att ta fart. Men dämpad efterfrågan och en begränsad utbudssida dämpar expansionen till 2,0 procent 2023.

Rysslandshandeln inte så viktig som tidigare. Sedan den ryska annekteringen av Krim 2014 har handelsvolymerna med Ryssland haft en nedåtgående trend. År 2021 utgjorde den endast 4 procent av den totala varuexporten. Dessutom var mer än hälften av handeln återexport med lågt förädlingsvärde. Den ytterligare förlusten av handelsvolym kommer ändå att påverka transporter, partihandel och tillverkningsindustri negativt. Minst lika viktigt är att exporten också begränsas av långsammare tillväxt i Finland, Estlands största handelspartner. Därför räknar vi med att exporttillväxten begränsas till 3,8 procent 2022. På importsidan är Ryssland viktigare, särskilt för stora trä- och metallförädlingsindustrier. På kort sikt kan detta bli en svårare motvind än exporten.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

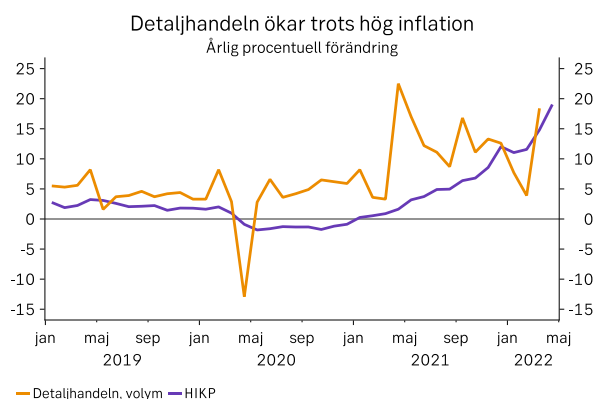
	2020	2021	2022	2023
BNP	-3,0	8,3	0,6	2,0
Hushållens konsumtion	-2,5	6,3	0,8	2,4
Export	-5,0	19,8	3,8	5,0
Arbetslöshet*	6,8	6,2	5,6	5,5
Löner	2,9	6,9	7,0	6,5
Inflation	-0,6	4,5	13,0	0,8
Offentligt saldo**	-5,6	-2,4	-2,9	-2,0

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

Det största bekymret fortsätter att vara inflationen. I april nådde HIKP-inflationen 19 procent, den högsta i euroområdet. Med en tredjedel av konsumentkorgen

bestående av energi och mat ser utsikterna inte bra ut. På grund av baseffekter kommer dock inflationstakten att sakta ner under de kommande månaderna. Vi bedömer att HIKP i genomsnitt kommer att öka med cirka 1,3 procent 2022 men begränsas till 0,8 procent 2023.

Hushållens efterfrågan mattas. Även om statistiken ännu inte visar på avmattning så är den på väg. I mars ökade detaljhandelsvolymen med 18 procent trots 15 procents inflation. Löneökningstakten var troligen fortsatt stark under första kvartalet. Löneökningarna kompenserar inte fullt ut för prisuppgången, men det tidigare mycket höga sparandet kommer att fungera som en extra buffert. Hushållsinlåningen ökade med 13 procent i årstakt i mars, vilket visar att det finns potential att inte bara klara av stigande kostnader, utan också öka konsumtionsvolymen. Utsikterna är dock inte lika optimistiska kommande månader och uppgången i privat konsumtion begränsas till 0,8 procent i år.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Ny era på arbetsmarknaden? De senaste åren har arbetsmarknaden varit stram. Nu kan dock upp till 12 000 ukrainska flyktingar i arbetsför ålder snart söka jobb och de som redan har gjort det har varit anmärkningsvärt framgångsrika att komma in på arbetsmarknaden. Detta kommer att lätta på trycket i vissa sektorer och därmed hålla tillbaka löneutvecklingen. Eftersom arbetskraftsundersökningens metodik inte fullt ut fångar upp de snabba förändringarna i arbetsutbudet, kommer arbetslösheten att sjunka till 5,6 procent i år.

Statens utgifter ökar. Höga skatteintäkter och BNP-tillväxt gav ett oväntat starkt budgetsaldo 2021. Det kommer nu väl till pass. Regeringen har redan godkänt en tilläggsbudget på 800 miljoner euro för att täcka kostnader relaterade till flyktingmottagning, men också för ökade militäringifter. Det verkar troligt att ytterligare utgiftsförslag följer under hösten. Vi räknar med att budgetunderskottet når 2,9 procent och den offentliga skulden 20,5 procent av BNP 2022.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP OECD	-4,6	5,5	2,6	2,3
BNP världen (PPP)	-3,2	6,1	3,0	3,4
KPI OECD	1,4	4,0	7,5	4,1
Oljepris, Brent (USD/fat)	43	71	106	85

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr USD	2020	2021	2022	2023
BNP	22 996	-3,4	5,7	2,6	1,7
Privat konsumtion	15 742	-3,8	7,9	2,8	1,6
Offentlig konsumtion	3 250	2,0	1,0	-0,3	1,4
Bruttoinvesteringar	4 942	-2,0	6,1	3,2	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	-20	-0,6	0,1	0,7	-0,4
Export	2 478	-13,6	4,5	3,7	3,6
Import	3 397	-8,9	14,0	7,3	1,1
Arbetslöshet (%)		8,1	5,4	3,7	4,1
KPI		1,2	4,7	7,5	4,2
Kärn-KPI		1,7	3,6	5,7	3,9
Hushållens sparkvot (%)		16,6	12,3	9,5	8,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-14,5	-10,2	-5,0	-4,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		134	134	129	127

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	11 405	-6,4	5,4	2,1	2,8
Privat konsumtion	5 905	-7,9	3,5	1,1	2,4
Offentlig konsumtion	2 572	1,1	3,9	1,9	1,6
Bruttoinvesteringar	2 497	-7,0	4,2	4,6	4,8
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	0,4	-0,1	-0,1
Export	5 177	-9,1	11,0	6,0	4,0
Import	4 754	-9,0	8,8	6,0	4,0
Arbetslöshet (%)		8,0	7,7	6,9	7,2
KPI		0,3	2,6	7,4	3,0
Kärn-KPI		0,7	1,5	4,0	3,1
Hushållens sparkvot (%)		19,5	17,8	14,2	13,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-7,1	-5,1	-4,3	-3,2
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		97,2	95,6	93,0	98,0

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2020	2021	2022	2023
BNP				
Storbritannien	-9,3	7,4	3,7	2,5
Japan	-4,5	1,6	2,3	1,9
Tyskland	-4,6	2,9	1,5	3,2
Frankrike	-7,9	7,0	2,5	1,9
Italien	-9,0	6,6	2,5	2,5
Kina	2,2	8,1	5,0	5,2
Indien	-6,7	8,3	4,3	7,5
Brasilien	-3,9	4,8	0,9	2,0
Ryssland	-3,0	4,7	-10,0	-3,0
Polen	-2,5	5,7	3,5	4,0

Inflation

Storbritannien	0,9	2,6	8,3	5,4
Japan	0,0	-0,2	1,9	1,3
Tyskland	0,4	3,2	7,4	2,4
Frankrike	0,5	2,1	5,6	2,9
Italien	-0,1	1,9	7,1	2,9
Kina	2,2	0,9	2,4	2,1
Indien	6,6	5,1	5,4	5,0
Brasilien	3,2	8,3	8,5	5,0
Ryssland	3,4	6,7	19,0	15,0
Polen	3,4	5,1	11,0	7,0

Arbetslöshet (%)

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor		05 maj	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
USA	Fed funds	1,00	1,50	3,00	3,50	3,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refiränta	0,00	0,00	0,50	0,75	1,25
Storbritannien	Reporänta	0,75	1,25	1,75	2,00	2,25

Obligationsräntor

USA	10-års ränta	2,93	3,10	3,40	3,50	3,50
Japan	10-års ränta	0,22	0,25	0,25	0,40	0,40
Tyskland	10-års ränta	0,98	1,00	1,30	1,45	1,60
Storbritannien	10-års ränta	1,98	2,00	2,30	2,45	2,60

Växelkurser

USD/JPY	130	131	133	130	127
EUR/USD	1,05	1,04	1,07	1,11	1,15
EUR/JPY	137	136	142	129	146
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,89	0,90
GBP/USD	1,25	1,22	1,23	1,25	1,28

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr SEK	2020	2021	2022	2023
BNP	5 381	-2,9	4,8	1,8	1,8
BNP, dagkorrigerat		-3,2	4,7	1,9	1,9
Privat konsumtion	2 357	-4,7	5,8	1,6	1,0
Offentlig konsumtion	1 411	-1,3	2,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	1 358	-0,3	6,1	3,0	2,5
Lagerbidrag i % av BNP	20	-0,7	0,4	0,2	0,0
Export	2 489	-4,6	7,5	3,7	4,4
Import	2 255	-5,6	9,4	4,3	3,6
Arbetslöshet (%)		8,5	8,8	7,6	7,5
Sysselsättning		-1,3	1,1	2,1	0,4
Industriproduktion		-4,5	8,8	2,0	2,0
KPI		0,5	2,2	6,1	4,2
KPIF		0,5	2,4	5,9	3,0
Timplöneökningar		2,1	2,7	2,7	3,5
Hushållens sparkvot (%)		18,0	17,1	14,1	13,0
Real disponibel inkomst		-0,1	4,0	-1,4	-0,4
Bytesbalans, % av BNP		6,1	5,5	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-221	78	200	10
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-0,2	0,3	0,2
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		39,6	36,7	31,9	29,1

Finansiella prognoser	05 maj	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Reporänta	0,25	0,50	1,25	1,75	1,75
3-månaders ränta, STIBOR	0,42	0,70	1,50	1,85	1,85
10-års ränta	1,93	2,00	2,30	2,35	2,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	95	100	100	90	90
USD/SEK	9,87	9,90	9,49	8,60	8,43
EUR/SEK	10,40	10,30	10,15	9,55	9,70
KIX	119,2	118,7	116,6	108,9	109,6

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	238	-2,3	3,5	1,8	1,5
Privat konsumtion	122	-4,1	3,1	2,0	1,7
Offentlig konsumtion	58	0,4	3,2	2,5	1,0
Bruttoinvesteringar	58	-0,3	1,2	2,7	1,8
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	1,0	0,7	0,4
Exports	85	-7,5	4,7	2,8	3,5
Imports	85	-6,6	5,3	2,3	2,7
Arbetslöshet (%)		7,7	7,6	6,8	6,5
KPI, harmoniserat		0,3	2,1	4,5	1,8
Timplöneökningar		1,8	2,3	2,5	2,2
Bytesbalans, % av BNP		0,8	0,9	0,1	-0,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-5,5	-2,6	-2,2	-1,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		69,0	65,8	66,1	67,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr NOK	2020	2021	2022	2023
BNP	3 538	-0,7	3,9	3,6	2,9
BNP (Fastlandet)	2 992	-2,3	4,2	3,7	1,5
Privat konsumtion	1 475	-6,6	5,0	5,9	3,2
Offentlig konsumtion	884	1,8	3,9	1,2	1,5
Bruttoinvesteringar	904	-5,6	-0,3	3,1	4,3
Lagerbidrag i % av BNP		-0,4	-0,1	0,3	0,0
Export	1 276	-1,2	4,8	5,0	4,2
Import	1 091	-11,9	2,0	6,9	4,8
Arbetslöshet (%)		4,6	4,3	3,1	3,2
KPI		1,3	3,5	4,1	2,2
KPI-ATE		3,0	1,7	2,7	2,5
Årslöneökningar		3,1	3,5	4,0	3,6

Finansiella prognoser	05 maj	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Folioränta	0,75	1,00	1,75	2,25	2,25
10-års ränta	2,89	2,90	3,10	3,20	3,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	191	190	180	175	165
USD/NOK	9,41	9,28	9,25	8,74	8,43
EUR/NOK	9,93	9,65	9,90	9,70	9,70

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr DKK	2020	2021	2022	2023
BNP	2 330	-2,1	4,8	2,4	2,4
Privat konsumtion	1 042	-1,4	4,4	3,3	2,5
Offentlig konsumtion	574	-1,7	3,7	2,1	1,9
Bruttoinvesteringar	521	5,1	5,9	4,1	5,9
Lagerbidrag i % av BNP		-0,1	0,3	-0,3	0,0
Export	1 278	-6,9	8,0	3,0	3,8
Import	1 128	-4,1	8,5	4,1	4,6
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,0	4,5	4,3	3,9
KPI, harmoniserat		0,4	1,9	5,9	3,7
Timplöneökningar		1,9	2,3	2,9	3,7
Bytesbalans, % av BNP		7,5	7,5	7,5	6,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-3,0	0,5	2,0	4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,0	40,0	35,0	30,0

Finansiella prognoser	05 maj	Jun-22	Dec-22	Jun-23	Dec-23
Inlåningsränta	-0,60	-0,60	0,15	0,40	0,90
10-års ränta	1,24	1,24	1,52	1,65	1,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	26	26	26	26	26
USD/DKK	7,05	7,15	6,95	6,70	6,48
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	50	-0,1	5,0	0,9	1,8
Privat konsumtion	29	-2,1	7,4	2,4	2,0
Offentlig konsumtion	9	-0,4	0,5	0,3	0,1
Bruttoinvesteringar	10	-1,8	7,0	0,0	5,0
Export	36	0,4	15,9	-2,5	2,0
Import	32	-4,4	18,7	-1,8	2,8
Arbetslöshet (%)		8,5	7,1	6,8	6,9
Löner		10,1	10,5	9,0	6,5
KPI		1,1	4,6	14,7	3,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-7,3	-1,0	-4,5	-2,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46,6	44,3	41,5	42,3

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	29,3	-3,6	4,8	1,8	2,5
Privat konsumtion	16,1	-10,0	4,8	2,5	3,7
Offentlig konsumtion	5,9	2,6	4,4	3,0	2,5
Bruttoinvesteringar	6,9	0,2	3,0	3,5	4,1
Export	17,7	-2,7	6,2	2,3	4,0
Import	17,3	-3,3	13,5	5,0	4,2
Arbetslöshet (%)		8,1	7,5	7,4	7,3
Löner		6,2	11,8	7,1	8,2
KPI		0,1	3,3	10,7	3,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,5	-7,3	-4,2	-2,6
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,5	44,8	46,1	45,2

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2020, mdr EUR	2020	2021	2022	2023
BNP	27	-3,0	8,3	0,6	2,0
Privat konsumtion	13	-2,5	6,3	0,8	2,4
Offentlig konsumtion	6	3,0	3,9	3,5	2,5
Bruttoinvesteringar	8	19,9	3,3	-7,0	3,5
Export	19	-5,0	19,8	3,8	5,0
Import	19	0,9	20,6	2,0	4,0
Arbetslöshet (%)		6,8	6,2	5,6	5,5
Löner		2,9	6,9	7,0	6,5
KPI		-0,6	4,5	13,0	0,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-5,6	-2,4	-2,9	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		19,0	18,1	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
Storbritannien
+46 70 445 14 04

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
Tema: Baltikum i förändring
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Kina
Tema: Rysslands nya roll
+46 76 038 96 05

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
+46 70 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 70 655 30 17

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Finland, Estland
Tema: Baltikum i förändring
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
Tema: Baltikum i förändring
+370 68646476

Bjarne Schieldrop
SEB Oslo
Tema: Råvarorna och kriget
+47 9248 9230

Marcus Widén
Euroområdet
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 10 maj 2022.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 5 maj 2022.

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.

SEB är en ledande nordeuropeisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas genom vår närvaro i mer än 20 länder världen över med cirka 16 000 medarbetare. Den 31 mars 2022 uppgick koncernens balansomslutning till 3 766 miljarder kronor och förvaltad kapital till 2 432 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Macro & FICC Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt. En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften *Nordic Outlook*. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgroup.com/nordicoutlook