



Innehåll

Maj 2024

Inledning	4
Global ekonomi	5
Internationell översikt	6
Tema: EU:s gröna giv	12
Räntemarknaden	15
Valutamarknaden	16
Tema: Valutascenarier – dollar, euro och krona i en komplex miljö	17
Aktiemarknaden	20
USA	21
Japan	24
Kina	26
Indien	28
Emerging markets	29
Euroområdet	31
Tema: Europa går till val	34
Storbritannien	37
Norden	38
Sverige	39
Norge	43
Danmark	45
Finland	47
Baltikum	48
Litauen	49
Lettland	50
Estland	51
Nyckeltal	52
Kontaktuppgifter	57



Splittrad bild när centralbanker ska bekänna färg

Året har börjat dramatiskt med geopolitisk oro och centralbankernas vägval i centrum för den ekonomisk-politiska diskussionen. Den pågående konflikten i Mellanöstern eskalerade till direkta attacker mellan Israel och Iran, en utveckling som många fruktat men ingen önskat. Attackerna och motattackerna fick marknader att reagera negativt med minskad riskapitet, lägre aktiekurser, högre räntor, stigande olje- och guldpriser, starkare dollar och svagare euro och krona. Sedan både de inblandade parterna och omvärlden visat tydliga tecken på att vilja deskalera, och inga fler angrepp tycks följa, dämpades oron och till exempel oljepriset föll tillbaka till tidigare nivåer. Men episoden utgör en viktig påminnelse om att läget är skört och de geopolitiska marginalerna är små.

En annan sorts dramatik utspelar sig när det gäller inflationen, centralbankerna och den kommande ränteutvecklingen. I förra utgåvan av *Nordic Outlook* citerade vi Federal Reserves Chris Waller som i ett tal pratade om fallande inflation, en mjuklandning som mer eller mindre var i hamn och att "för en makroekonom är det här nästan så bra det kan bli". Vid den tidpunkten (mitten av januari) pekade marknadsprissättningen på inte mindre än sju räntesänkningar från Fed under året och börser och marknader trivdes. Men sedan dess har mycket hänt. I USA kom det tre överraskande höga inflationssiffror i rad (för januari, februari och mars) och därtill visade den amerikanska arbetsmarknaden och ekonomin i stort tecken på att återigen börja stärkas. Mjuklandningen såg plötsligt ut att gå mot ingen landning alls och Waller och andra Fed-företrädare bytte tonläge och konstaterar nu att det inte är någon brådska alls med räntesänkningar. De flesta (vi också) har därför ändrat ränteprognoserna och tror nu att den första sänkningen dröjer till efter sommaren. Och de sju räntesänkningar som marknaden prissatte som mest har nu fallit till knappt två.

Men trots den geopolitiska oron och dramatiken kring Fed och de uppskjutna räntesänkningarna, vore det fel att påstå att det övergripande läget för ekonomin har försämrats. Den övergripande bilden, med fallande inflation och en normalisering av ekonomin, står sig, även om den för närvarande är tydligare i Europa än i USA. Vi tror att ECB börjar sänka räntan i juni, trots de tvekande tongångarna från Fed. Och vi tror att Riksbanken, mot bakgrund av en fin inflationsutveckling men svag tillväxt och arbetsmarknad, ser skäl att sänka räntan tidigare än både Fed och ECB. Det stora orosmolnet för den planen är förstas den svenska kronan, som efter att ha stärkts i slutet av förra året åter är oroväckande svag.

Så länge inflationen gradvis faller tillbaka, recession kan undvikas och den huvudsakliga ränterörelsen härifrån är nedåt, läggs ändå grunden för en förstärkning av hushållens köpkraft, företagens investeringsvilja och en återhämtning i den ekonomiska aktiviteten. Och i relativspelet länderna emellan ser de nordiska länderna ut att kunna gå bättre än många andra på något års sikt. Det är intressanta ekonomiska tider vi lever i och vi ser fram emot att fortsätta bevaka och diskutera dem med er.

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

- EU:s Gröna giv
- Det svåra valutapusslet
- Europa går till val

Vi önskar er en intressant läsning!

Jens Magnusson
Chefsekonom

Daniel Bergvall
Prognoschef

Global ekonomi

USA | sid 21

Fortsatt motståndskraftig ekonomi gör att vi reviderar upp vår BNP-prognos till 2,5 procent i år. Inflationsbakslag gör att Fed avvaktar, men svalare arbetsmarknad i sommar och förnyat stöd för gradvis lägre inflation får Fed att sänka i september.

Kina | sid 25

Ökade penning- och finanspolitiska stimulanser behövs för att nå ambitiösa tillväxtmål. Vi räknar med en tillväxt på 5 procent i år och 4,4 procent 2025. PBoC håller sannolikt räntan oförändrad under vår prognoshorisont.

Euroområdet | sid 30

Lägre inflation och att ECB sänker räntan i år är förutsättningar för att konsumtion och investeringar ska växla upp andra halvåret i år. Arbetsmarknaden visar tecken på försvagning. ECB levererar den 'utlovade' första räntesänkningen i juni.

Storbritannien | sid 36

Ekonomi utvecklas svagare än i många jämförbara länder. Inflationen faller snabbt från höga nivåer och lönetillväxten mattas. Det möjliggör för Bank of England att sänka räntan snabbare än andra centralbanker med start i juni.

Internationell översikt

Mer splittrat läge när räntesänkningar närmar sig

Tillväxtutsikterna har sedan inledningen av 2024 förbättrats något. USA har återigen överraskat med tillväxtstyrka, men också oroande inflationsmotgång. Den nedåtgående inflationstrenden lever men är svajig vilket innebär att centralbanker väntar längre och sänker räntorna i långsammare takt; ECB i juni och Fed i september. Lägre inflation och ränta – och hög sysselsättning – lägger grunden för ökad konsumtion och investeringar. Det uppskruvade geopolitiska läget, med ständigt nya konflikter – militära, politiska och ekonomiska – skapar en fortsatt oförutsägbar värld.

Det säkerhetspolitiska läget försämrats när nya konflikthärdar adderas till ett redan allvarligt läge. Kriget i Ukraina och Mellanöstern fortsätter med uppenbara spridningsrisker. Supervalåret 2024 bidrar med ytterligare politisk osäkerhet; nervositeten växer inför höstens USA-val som tillsammans med EU-valet i juni kan förändra den politiska kartan. Samtidigt är Kinas geopolitiska agenda oklar. Globala spelregler för säkerhetspolitik, handel och klimat är under omprövning i en miljö där öppenhet och frihandel ifrågasätts medan världsekonomin fortfarande är i en läkningsprocess efter pandemin och energipris- och inflationschocken.

Trots stora geopolitiska risker – ekonomi och marknad tar det hittills med ro. Den ekonomiska förutsägbarheten har ökat och effekterna av global osäkerhet ger små eller måttliga reala och finansiella effekter så länge energipriser inte påverkas i någon större utsträckning. Stressmått för globala värdekedjor är nära normala nivåer, trots attacker i Röda havet och Persiska viken. Fraktpriser har fallit tillbaka de senaste veckorna och industrins humör har förbättrats. Även om riskaptiten fått sig en törn av inflationsbesvikelser i USA – som resulterat i en kraftig omvärdering av Fed:s räntesänkingscykel och högre räntor – har globala tillgångspriser uppvisat oväntad motståndskraft.

USA:s ekonomi överraskar. Den globala inflations- och tillväxtbilden från *Nordic Outlook* januari 2024 står sig i stort med ett viktigt, och för våra ekonomiska och finansiella prognoser avgörande, undantag: USA:s

ekonomi fortsätter att trotsa motvinden från höga realräntor och konsumentpriser. Vi har reviderat upp vår prognos för USA:s BNP-tillväxt med nära en procentenhet i år. Ekonomins och arbetsmarknadens styrka, och inflationsbakslagen i början av 2024, har bidragit till att antalet förväntade räntesänkningar från Fed i år har justerats ned från sex till två. Att både efterfråge- och utbudssidan i den amerikanska ekonomin har bidragit till en mer positiv utveckling är välkommet men ger också en mer svårnavigerad policymiljö för Fed. Sammantaget har den reviderade USA-bilden bidragit till högre nominella och reala räntor och en starkare amerikansk dollar, vilket påverkar tillväxt och penningpolitik i både Europa och Asien. Skillnaderna och spänningarna ökar därmed på flera plan mellan USA och resten av världen.



Olika förutsättningar för olika centralbanker.

Inflations- och tillväxtskillnaderna har således ökat, främst drivet av USA-överraskningar. Det skapar nu olika spelplaner för världens stora centralbanker. Världen har framgångsrikt fått ner inflationen från höga nivåer. Vi ser – trots vissa inflationsbakslag – det fallande inflationstrycket som intakt. USA:s tillväxt och inflationsläge i jämförelse med t ex Europas svagare ekonomiska aktivitet och bättre inflationsutsikter gör att t ex Riksbanken och ECB sänker räntan redan i maj-juni medan Fed tvingas avvakta till tredje kvartalet. Det utmanar Europas och Asiens centralbanker som riskerar att få hantera en svag inhemsk valuta mot en stark dollar, något som i sig utgör en tillfällig inflationsrisk.

Viss ljusning i globala tillväxtutsikter i en divergerande värld. Tillväxten i världsekonomin som helhet utvecklas något bättre än vad vi förväntade oss i *Nordic Outlook* januari. Trots USA-styrkan är det dock en måttlig global tillväxt som väntas, bara någon tiondel över 3 procent per år 2022-2025. Det är svagt i ett historiskt perspektiv men samtidigt hoppfullt med tanke på vad som hänt de senaste åren: pandemin, klimat- och energikriserna samt kriget i Europa och Mellanöstern.

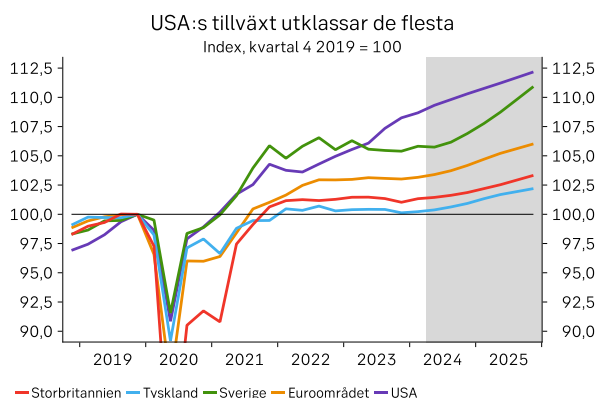
Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

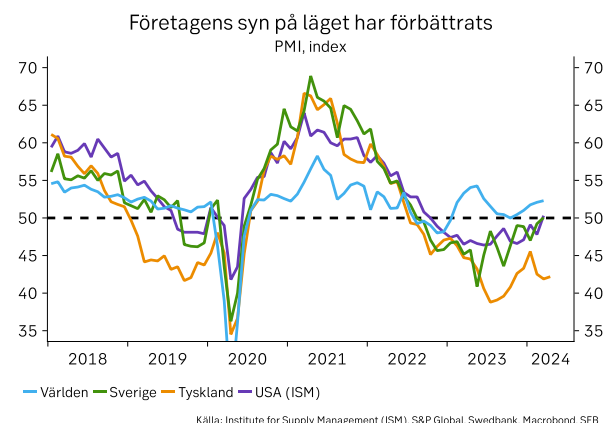
Mjuklandning för de flesta – USA visar styrka. USA-tillväxten dämpas 2025 men till en tillväxt som ligger bara något under trend när arbetsmarknaden till slut mattas av under hösten 2024. Presidentvalet ses inte som avgörande för ekonomin men vinner Trump tror vi på en något lägre BNP-tillväxt, starkare dollar, ökad geopolitisk osäkerhet samt handelskrig. Övriga BNP-revideringar är relativt små. Euroområdets tillväxt är låg första halvåret; ett svagt Tyskland håller tillbaka tillväxttalen. Med hjälp av finanspolitiskt stöd lyckas Kina nå sitt tillväxtmål på 5 procent i år trots fortsatt motvind från svag konsumtion, fastighetsmarknad och geopolitik. Indien växer med ca 6,5 procent. Fortsätter den utvecklingen tar landet inom några år över platsen som världens tredje största ekonomi. För Nordens del får Danmark en tillväxtskjuts av läkemedelssektorn och Norge av oljesektorn medan svensk tillväxt blir fortsatt låg p g a svag konsumtion och tvärnit för bostadsbyggandet 2024. Nästa år förbättras tillväxtutsikterna även för Sverige och andra räntekänsliga ekonomier.



Källa: Macrobond, SEB

Lägre inflation och räntor lägger grund för upp-

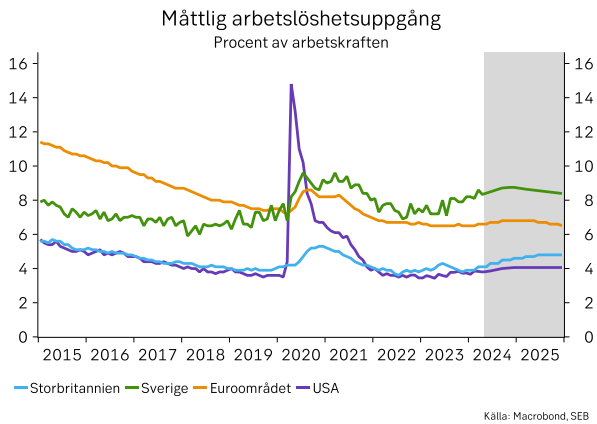
växling. Även om tillväxten globalt är svag ser vi tecken på att det håller på att ljusna. Konsumentförtroendet har förbättrats även om nivån är fortsatt låg. Indikatorer för global tillverkningsindustri har växlat upp till kring, eller strax över, neutrala nivåer. Utvecklingen globalt, med en ökad protektionism, kinesisk överkapacitet inom en del branscher samt industrisubventioner, ger ökad oförutsägbarhet för industri och exportberoende länder. För en återhämtning under hösten och framför allt 2025 måste flera pusselbitar fortfarande falla på plats. Inflationsnedgången är avgörande för lägre räntor och för att stötta realinkomster och investeringar. Lägre inflationstakt, löneökningar över snittet före pandemin och en hög sysselsättningsnivå, lägger redan grunden för ökad konsumtion. Lägre räntor väntas så småningom också bidra till en mindre press på hushållsekonomin, stöd till bostadsinvesteringar som fallit i många länder och förbättrade utsikter för företagens investeringar.



Källa: Institute for Supply Management (ISM), S&P Global, Swedbank, Macrobond, SEB

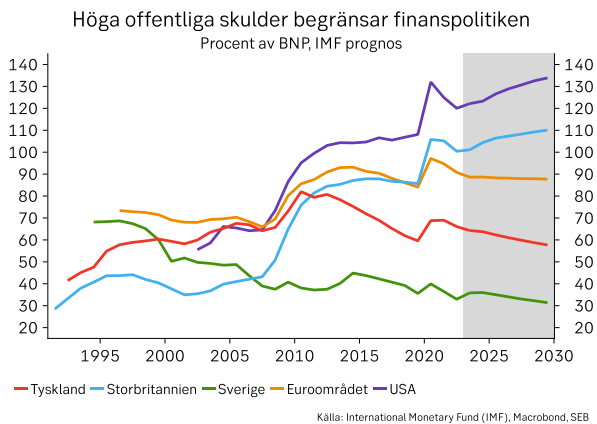
En handfull faktorer som ger tillväxtskillnader.

Måttlig global tillväxt och ett starkt USA präglar inte bara 2024 och 2025. IMF konstaterar i sin senaste World Economic Outlook från april att de senaste årens kriser kostat världen ca 3 procent i lägre BNP-nivå. Jämfört med tillväxtprognoser före pandemin har USA gått starkare och flertalet andra ekonomier svagare. Sämst har det gått för redan fattiga länder. Ett antal faktorer har stor betydelse för var i tillväxtliga länder hamnat. Det handlar om räntekänslighet, grad av finanspolitisk stimulans, förändringar i tillgångspriser, industriberoende (framför allt om beroendet varit till Kina) och industripolitik, exponering mot energikrisen samt produktivitet. Ju mer exponerade länder har varit för dessa faktorer, positivt eller negativt, desto bättre eller sämre har tillväxten varit. En viktig uppgift för penning- och finanspolitiken är nu att kalibrera politiken för mer än bara inflationsbekämpningen i närtid. Hur politiken utformas för att ta läka pandemins och inflationschockens ärr kommer att spela stor roll för tillväxtutsikterna även för andra halvan av 2020-talet.



Många måsten för finanspolitiken

De senaste två decenniernas krispolitik och stigande räntekostnader begränsar det finanspolitiska manöverutrymmet, med några få undantag som t ex Tyskland och Sverige. Krispolitiken måste nu ersättas av en politik som ska täcka stora investeringsbehov inom försvar, säkerhetspolitik samt energi- och grön omställning. Det sker dessutom i en miljö där räntan stiger och den demografiska motvinden ökar. Samtidigt ska politiken i många länder parera dessa strukturella förändringar utan att stödet för ytterlighetspartier på det inrikespolitiska planet ökar än mer.



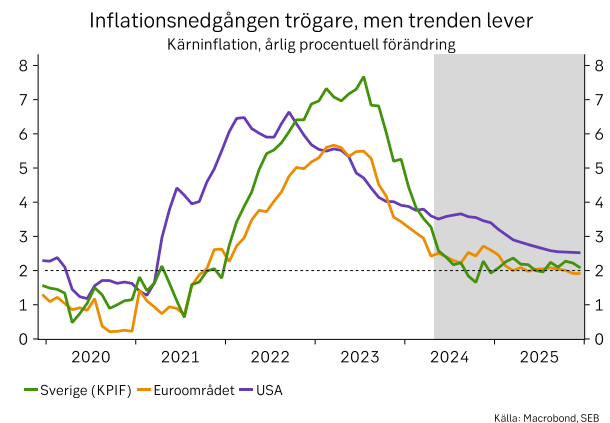
Neutral eller svagt åtstramande finanspolitik.

Utgångsläget, med höga offentliga skulder och budgetunderskott, talar för en neutral eller svagt åtstramande finanspolitik i många länder. Politiskt splittrade parlament riskerar att försena strukturreformer och bidrar även till en tvekan bland ratinginstitut för politikernas förmåga att hantera stora underskott och höga skulder – något som bland annat lyfts fram för USA:s ekonomi. Vi tror dock inte att investerarkollektivet kommer att döma ut USA:s trovärdighet i närtid. Om det ändå inträffar skulle vi troligen snabbt, liksom under eurokrisen, få rejäla effekter på räntemarknaden och stora földeffekter på tillväxt och valutor. I många länder måste politiken i stället mobilisera privat kapital genom olika typer av

incitament, som miljöskatter eller offentlig-privata samarbetsprojekt, för att få nödvändiga satsningar på plats. En finanspolitisk risk är att USA, EU och Kina hamnar i en statsstödstävlan som kan leda till dels en stor kostnad för stater, dels felallokering av kapital om politiska beslut i större utsträckning styr satsningar mot vissa företag eller branscher.

Inflationen är på väg ner, trots vissa bakslag

Att det fallande inflationstrycket mött en del problem på vägen är inte oväntat och något vi varnade för i *Nordic Outlook* Januari. Inflationsbesvikelserna i USA har nu varit något för stora för att avfärda som bara tillfälliga och något som Fed därmed skulle kunna bortse från. Samtidigt är inte inflationsbesvikelserna något utbrett fenomen; utvecklingen i flera länder har varit mer i linje med våra förväntningar (t ex euroområdet), eller överraskat på nedsidan (t ex Sverige). Vi ser överlag den nedåtgående inflationstrenden som högst levande men – precis som den allmänna ekonomiska utvecklingen – mer splittrad än förväntat och det tar lite mer tid för USA att få ner inflationen än för t ex euroområdet. Större delen av de senaste årens uppgångar har trots allt reverserats.



Tjänstepriser fortsatt orosmoln. Enligt företagsundersökningar och barometrar har pristrycket fallit och producentpriser pekar på lägre varupriser i KPI-index framöver. Råvarupriserna har fallit betydligt jämfört med topparna 2022, även om nivåerna fortfarande i flera fall är betydligt högre än före pandemin. Att konjunkturen i sig har mattats av, även något i USA, och att konsumenterna brottas med högre räntor, väntas sätta avtryck även i en svagare prisutveckling framöver. Välkommet är att de långsiktiga inflationsförväntningarna överlag ligger nära inflationsmålen. Det stora orosmolnet kvarstår dock: tjänstesektorns inflationstryck, där efterfrågan hållits uppe, i kombination med en arbetsmarknad som bara försvagats måttligt, ger en fortsatt oro för alltför höga löneökningar. Löne-

ökningarna har dock saktat in betydligt i USA och under våren finns tecken på avmattning även i Europa.

Kärninflation

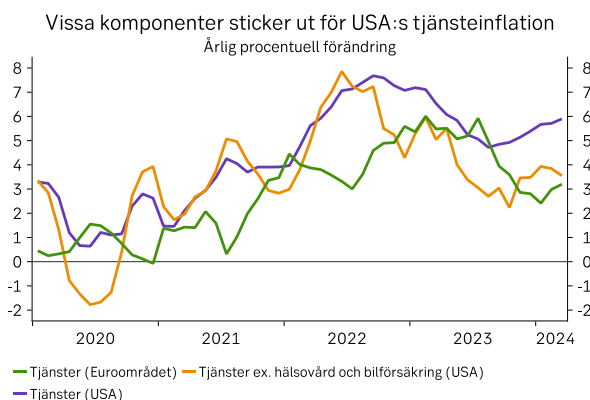
Total inflation exkl. energi och livsmedel, årlig procentuell förändring, KPI om inget annat anges

	Mars	Dec 2024	Dec 2025
USA	3,8	3,4	2,5
USA (PCE)	2,8	2,8	2,0
Euroområdet	2,9	2,6	1,9
Storbritannien	4,2	3,0	2,3
Sverige	2,9	1,6	2,0

Källa: SEB

Liknande trend men en del USA-komponenter sticker ut.

Vissa komponenter sticker ut i USA-inflationen den senaste tiden som gör läget extra svårtolkat. Precis som att t ex begagnade bilpriser drev upp USA-inflationen 2021 bidrar nu hyror, bilförsäkringar och hälsovård till att hindra inflationen från att falla tillbaka. Ytterligare en faktor som komplicerar analysen av Fed är att skillnaden mellan USA:s KPI och PCE (prisindex för hushållens konsumtion) just nu en procentenhet för kärnmåtten (3,8 procent vs 2,8 procent). Normalt ligger skillnaden på 3-4 tiondelar men hyror, hälsovård och bilförsäkringar förklarar just nu den stora skillnaden på grund av dessa komponenters lägre vikt och/eller annorlunda mätmetoder i PCE. PCE är Feds målvariabel och är därför det viktigaste inflationsmålet och med en lägre avvikelse från målen än kärn-KPI.



ECB före Fed efter inflationsbakslag

Tre månader i rad med inflationsbesvikelse från USA och ett mjukt räntebesked från ECB i april har tydligt förändrat utsikterna. Drivkrafterna är samtidigt olika i USA och Europa. Fed ska hantera en fortsatt stark ekonomi och inflationsbakslag. För ECB:s del är ekonomin svag, inflationen har fallit ungefär som väntat men fokus har successivt skiftat till mer långsiktiga inflationsrisker och en vilja att ha vårens avtalsrörelser

på plats för att säkerställa att inflationstrycket fortsätter vara under kontroll.

Centralbanker

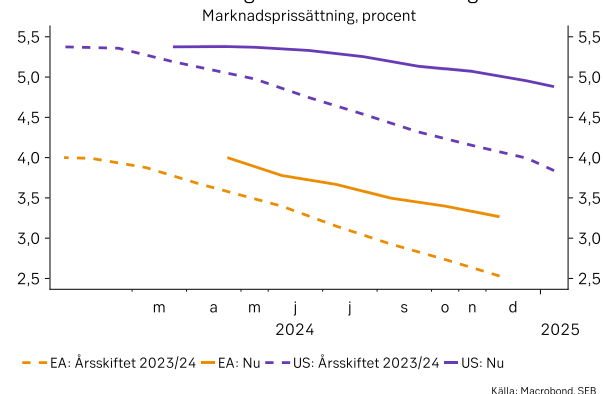
Styrräntenivåer i slutet av året i procent

	25 apr	2024	2025
Federal Reserve	5,50	5,00	4,00
ECB*	4,00	3,00	2,00
Bank of England	5,25	4,25	3,25
Norges Bank	4,50	4,00	3,00
Riksbanken	4,00	3,00	2,25
* Inlåningsränta			Källa: SEB

Justerad räntesänkingscykel med földeffekter.

I början av 2024 förväntade sig marknaden hela sex räntesänkningar från Fed under 2024 med möjlighet till en första sänkning i mars-maj. Idag tvivlar marknaden på om Fed förmår mer än en sänkning innan årets slut. För ECB har marknadsprissättningen samtidigt gått från sex till tre räntesänkningar. Vi ser utvecklingen som relativt rimlig för USA. ECB har successivt under vintern och våren pekat mer tydligt på att vårens avtalsrörelse ska betas av innan räntan sänks, även om inflationen ganska snabbt har rört sig ner mot inflationsmålet.

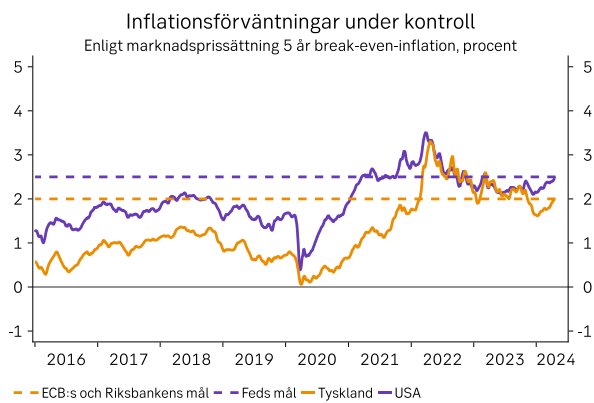
Från 6 till 2 Fed-sänkningar sedan årsskiftet enligt marknaden



ECB har nu i princip "lovat" en junisänkning och

konstaterade vid det penningpolitiska mötet i april att man är "databeroende, inte Fed-beroende". Totalt väntar vi oss fyra ECB-sänkningar både 2024 och 2025. Fed avvaktar alltså till september och går även långsammare fram än vi tidigare bedömt; totalt två räntesänkningar i år och fyra 2025. Vår prognos för Riksbanken ligger fast; lägre inflation och svag tillväxt krattar manegen för en sänkning i maj. Den starkare dollarn, d v s ökad kronsvaghet, är ett valutaproblem som Riksbanken delar med andra centralbanker. Men en maj-sänkning är samtidigt en möjlighet för Riksbanken att visa att den inte är ECB-beroende. Även om styrräntor sänks ligger nivån över den neutrala räntan

under hela prognosperioden, d v s politiken är åtstramande, om än i minskad utsträckning.



Hur Fedoberoende kan andra centralbanker vara?

Senarelagda Fedsänkningar väcker frågor kring i vilken grad andra centralbanker kan agera och vilka effekter större styrränteskillnader jämfört med Fed kan få på den ekonomiska och finansiella utvecklingen. Vår bedömning är att inflations- och tillväxtskillnader avgör sekvensen, d v s ECB och Riksbanken sänker först och därefter Fed. Men frågan är hur långt före ECB och t ex Riksbanken kan gå innan effekterna på valuta och inflation blir ett problem. Kopplat till denna fråga har vi även företagens prissättningsbeteende om valutan försvagas. Vi bedömer att ECB och andra centralbanker kan ligga ett par sänkingssteg före Fed, men därefter, och mycket beroende på marknadsreaktionerna, kan uppförsbacken bli brantare. Frågan kan ställas på sin spets om Feds räntesänkningar skjuts alltmer på framtiden. Kommande månaders data blir ur detta perspektiv viktiga; USA:s inflation och arbetsmarknadsstatistik måste ge 'rätt' tecken i april och maj, annars kan även en septembersänkning bli svår för Fed.

Den korta änden styr den långa

Centralbanksförväntningarna kommer fortsätta att vara drivande för obligationer med längre löptider. För USA:s del handlar allt om Fed. Den börspressen en hög räntenivå ger bidrar till att begränsa uppsidan för långräntor. Med lägre styrränta under andra halvåret 2024 och 2025 tror vi att även amerikanska långräntor faller. Får vi rätt om Fed-prognosen kommer 10-årsräntan succesivt att falla mot drygt 4 procent i slutet av 2025 från dagens ca 4,70 procent.

Utbud pressar upp svenska räntor. Riksgälden ökade obligationsemissionerna till 6,5 miljarder per månad i februari och planerar att öka dem ytterligare efter sommaren. Detta väntas leda till att ränteskillnaden mot Tyskland åter börjar öka. Svenska statsobligationer stiger långsamt och ligger i slutet av 2025 på 2,9

procent. Även rörelserna i norska långräntor väntas vara relativt begränsade under prognosperioden. Svag växelkurs och avvaktande Norges Bank bidrar till att ränteskillnaden mot Tyskland minskar. Ökat obligationsutbud med längre löptider bidrar till en brantare avkastningskurva.

Balanserad riskbild med inflation i fokus

Vi ser liksom i *Nordic Outlook* Januari riskbilden för tillväxten som balanserad. Vi gör i denna rapport, förutom för USA, relativt små justeringar av våra tillväxtprognoser, men även om den ekonomiska förutsägbarheten ökat är riskfaktorerna onekligen besvärande många. Inflationsutvecklingen är fortfarande en central variabel för riskscenarierna och som vi visade i olika alternativscenarier i *Nordic Outlook* Januari krävs inga stora förändringar i prognosantagandena för att inflationen ska avvika ett par procentenheter från huvudprognosen.

Scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2022	2023	2024	2025
Huvudscenario	2,9	1,7	1,7	1,9
Negativt scenario			0,9	0,4
Positivt scenario			2,3	2,8

Källa: SEB

Tillfälliga inflationsbesvikelser i USA eller spridnings-effekter och geopolitiska spänningar?

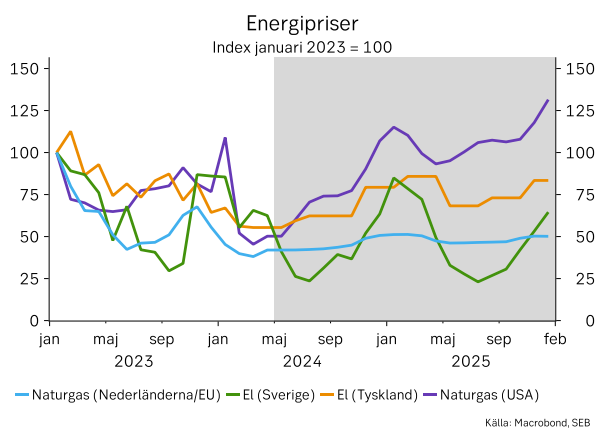
Förväntningarna på räntesänkningar har i denna rapport i flera fall skjutits på framtiden och räntan faller i långsammare takt. I ett positivt scenario visar det sig att USA:s inflationsbesvikelser var tillfälliga och att tjänsteinflationen faller snabbare. I kombination med en förstärkt investerings- och konsumtionscykel samtidigt som produktiviteten växlar upp, får vi en miljö med lägre räntor, högre tillväxt och en starkare arbetsmarknad. I ett negativt scenario sprider sig inflationsbakslagen till fler länder samtidigt som en mer uppskruvad geopolitisk konfliktnivå får energi- och fraktpriser att stiga. I ett sådant scenario senareläggs räntesänkningar och det kan t o m bli tal om höjda styrräntor. Redan pressade hushåll tvingas drar ner ytterligare på konsumtionen och tillgångspriser faller. Även om vi ser riskerna som balanserade är avvikelsen från huvudscenariot större på nedsidan. Arbetslösheten är låg i utgångsläget och utrymmet för en uppväxling är trots allt begränsad.

Efterfrågan & OPEC+ styr oljepris

Oljepriset har hittills i år stigit från strax under 80 dollar per fat (Brent) till strax under 90 dollar i slutet av april. På kort sikt står oron för en eskalering i Mellanöstern i

fokus. Vår bedömning är dock att konjunktur, inflationsutfall och centralbanksförväntningar – tillsammans med OPEC+ produktionsplaner – avgör den stora prisbilden. Även om industrikonjunkturen är måttlig pekar bl a industrimetaller som koppar på att läget ändå inte är så dåligt. Nya sanktioner mot Iran och USA:s återinförda sanktioner mot Venezuela kan ta bort en del utbud från marknaden men andra länder som Saudiarabien har i så fall ledig kapacitet. Vi håller fast vid vår prognos att oljepriset ligger på i genomsnitt 85 respektive 90 dollar per fat 2024 och 2025 men att vi under perioden, tillfälligt, kan få uppgångar mot 100 dollar per fat.

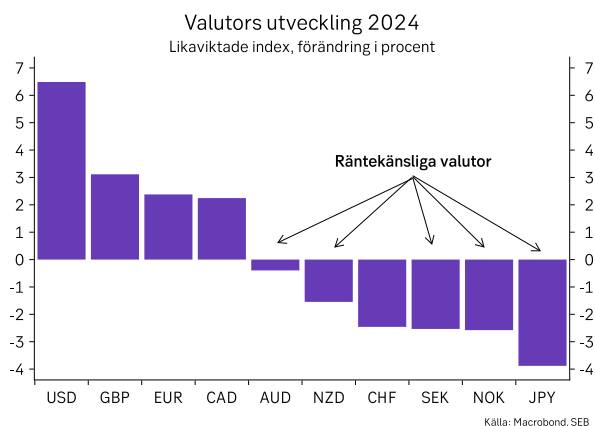
El- och energipriser har fallit. Sedan början av 2023 har energipriser fallit, även om de är högre än innan pandemin. Olje- och gaspriser har fallit rejält, och utsikterna ser relativt stabila ut, men energipriser ut till kund är fortsatt höga i ett historiskt perspektiv. En viktig förklaring är att olika kostnader och skatter kopplade till energikonsumtion ökat kraftigt. Det gäller allt från priset på utsläppsrätter till nätavgifter och nationella energiskatter. Ofta är dessa dessutom högre i Europa än i USA vilket påverkat konkurrenssituationen. En del regler på EU-nivå, t ex CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism, se Tema: EU:s gröna giv, sida 12) har som mål att utjämna en del av dessa skillnader och förbättra konkurrensläget för europeiska företag, men effekter kommer först på några års sikt.



Dollarstyrka pressar euro och kronor

En fortsatt motståndskraftig amerikansk ekonomi har satt spår i valutamarknaden, med en starkare dollar och högre räntor. Resultatet har återigen blivit svagare ränte- och riskkänsliga valutor som t ex svenska och norska kronor men även australiensiska och nyzeeländska dollar har tappat värde. Att Riksbanken sänker räntan före både Fed och ECB hjälper inte heller den svenska kronan. Vår långsiktiga syn att risk- och räntekänsliga valutor ska förstärkas ligger fast, men det blir en utveckling för främst andra halvåret i år. Att Fed börjar sänka räntan ser vi som en viktig utlösande faktor

för att euron, kronan och kronen ska börja förstärkas. Innan dess kan svenska kronan återigen nå nivåer kring 12,00 mot euron.



Osäkert avslut på 2024 – nya drivkrafter 2025. En osäker valutahöst med USA-val kan begränsa kronåterhämtningen, framför allt om Feds sänkingsplaner skjuts än mer på framtiden. Fed spelar en nyckelroll och färre och senare sänkningar kan spilla över även på förutsättningarna för 2025. Kronan, och andra räntekänsliga valutor, bör i grunden få stöd även 2025 men i ökad grad av att ekonomierna får ett snabbare tillväxtlyft av lägre räntor. En fara för kronan på sikt är om räntenivån är låg jämfört med omvärlden eftersom kronan då riskerar att bli en finansieringsvaluta vilket var en orsak till kronsvagheten 2015-2023.

Tillväxtuppväxling ger aktiemarknaden stöd

Efter ett starkt första kvartal var april en månad med förnyade bakslag på aktiemarknaden när den geopolitiska utvecklingen sänkte riskviljan. I likhet med effekterna på det makroekonomiska området har geopolitisk risk sällan varaktiga negativa effekter på börser utan effekterna tenderar att vara mer av korrektionskaraktär. Redan innan tillbakagången i början av april hade marknadens riskperspektiv svängt från mjuklandning till amerikanska inflationsöverskningar, vilket gynnat värde-aktier (råvaror, banker, energi, industri) jämfört med tidigare stigande tillväxtaktier (teknologi mm). Vi tror att den rotationen fortsätter vilket även minskar risken om makroprognosen visar sig vara för positiv. Den övergripande makroprognosen lägger grund för en positiv syn på aktiemarknader 2024 och 2025 och mer fokus kommer ligga på företagens faktiska, inte förväntade, intjäning.

Tema:

EU:s gröna giv

Konkurrenskraft och strategisk autonomi står på spel

EU är i en kapplöpning med Kina och USA om miljöteknik när en ny industripolitik tar fäste med fokus på klimatförändring, energisäkerhet och konkurrenskraft. Som en del av EU:s Green Deal har unionen antagit flera stora förslag som rör klimat, energi och den inre marknaden inklusive tullar på koldioxidintensiv import och uppmjukningar av reglerna för statsstöd. Trots dessa ansträngningar saknar EU fortfarande en fullfjädrad grön industripolitik. Jämfört med USA förblir stödsystemen för små och för komplicerade. Med populistiskt tryck kommer framtida politik sannolikt att drivas av medlemsländer med fokus på att sänka energikostnader och öka sysselsättningen. Planer för att sluta gapet mot USA och Kina tas nu fram och de kommer troligen att leda till ett paradigmskifte i EU-politiken med mer offentliga interventioner och subventioner som följd.



Utmaningar i energiomställningen

Mer än 2 500 förändringar av industripolitiken, varav 71 procent bedöms snedvrída handeln, har införts sedan början av 2023 enligt IMF. Denna "nya" industripolitik omfattar åtgärder med både fler och mer omfattande områden och mål, än de traditionella områdena (t ex stål och bilar) eller målen (t ex ökad konkurrenskraft).

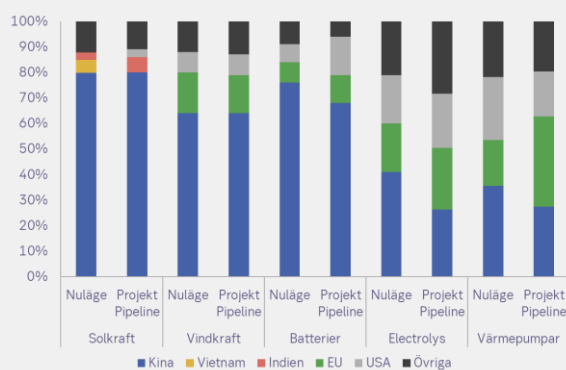
Mildra klimatförändringar och en övergång till koldioxidsnål ekonomi är två av de uttalade motiven för statliga ingripanden, vilket enligt IMF påverkar nära 6 procent av global import. Det är bara politik som syftar till strategisk konkurrenskraft som har större inverkan på global handel. Det understryker den strategiska betydelsen som regeringar globalt tillmäter ledarskap inom ren energi och teknologi.

Klimatåtgärder överlappar andra industripolitiska mål som motståndskraftiga leveranskedjor (t ex kritiska råvaror) och inhemsk konkurrenskraft inom andra strategiska sektorer (t ex optoelektronik, mikrochips eller kärnteknik). Industripolitiken inom miljöteknik är därmed en del av en större trend mot en mer fragmenterad global ekonomi med uppdelning i konkurrerande handelsblock.

Klimatpolitiken en del av säkerhetspolitiken. Sedan Covid-19-pandemin och Rysslands anfall på Ukraina har målet att bli koldioxidneutral och strategisk autonomi blivit viktiga policydrivkrafter för EU.

EU möter hård konkurrens, primärt från Kina. Med sin "Made in China 2025"-politik har Kinas omfattande industripolitik gått långt före västländernas. Kinesiska industriföretag kan få nästan nio gånger större statliga stöd (i förhållande till omsättning) än jämförbara företag inom OECD. Subventioner till t ex elbilar, batterier och vindkraft – i kombination med andra skyddsåtgärder som samriskföretag – har gjort det möjligt för kinesiska företag att bli globala ledare. USA:s Inflation Reduction Act har också ökat trycket på EU. Den första amerikanska heltäckande klimatpolitiken omfattar minst 369 miljarder dollar t o m 2032.

Ren teknologi per region



Källa: International Energy Agency, 2023

Geopolitiken i den globala energiomställningen kommer med både fördelar och utmaningar för EU. Å ena sidan kommer behovet av fossilenergi (olja och gas) att minska när andelen förnybar energi ökar. Enligt det internationella energiorganet IEA sparade EU:s elkonsumenter uppskattningsvis 100 miljarder euro under 2021-2023 tack vare den extra energin från nyinstallerade förnybara energikällor. Att transportera grön el eller vätgas kommer dock med betydande kostnader, vilket kan leda till att energiintensiv produktion flyttar från Europa till länder med högre förnybar energipotential. Dessutom saknar EU tillgång till viktiga råvaror som sällsynta jordartsmetaller, litium och platina som används i grön teknologi.

Grön industripolitik under Green Deal

"The Green Deal" är EU:s flaggskepp för klimat, energi och grön industripolitik. Den antogs 2020 och syftar till att EU ska bli klimatneutralt till 2050 och minska utsläppen med 55 procent till 2030. För att nå detta mål är paketet "Fit for 55", som antogs 2022, en uppsättning förslag för att ändra och modernisera nuvarande EU-lagstiftning för att stärka 2030-målet för utsläppsminskning. Initialt följde EU sitt traditionella mönster av att öka kostnaden för koldioxidutsläpp för att skapa incitament för förnybar energi och grön teknologi. Det inkluderar EU:s utsläppshandelssystem

(ETS) med utsläppstak och handel med rättigheter mellan 2026 och 2034. Utfasningen väntas öka priset på utsläppsrätter till 130 euro per ton koldioxid 2030, från i nuläget 65 euro per ton.

Climate Boarder Adjustment Mechanism (CBAM) infördes 2023 för att hindra utsläppsläckage, d v s att företag flyttar energiintensiv produktion till länder med lägre utsläppskostnader. Regelverket omfattar importerade varor som ingår i systemet med utsläppsrätter inom EU, såsom cement, stål, aluminium, gödningsmedel och el. Importörer kommer att behöva köpa koldioxidcertifikat till EU:s koldioxidpris, som motsvarar utsläppen i samband med produktionen av dessa varor utanför EU.

CBAM syftar till att skapa lika villkor. CBAM kommer gradvis att fasas in och ge europeiska producenter tillfällig lättnad från utsläppsintensiv konkurrens. Implementeringen börjar med rapporteringsskyldighet t o m 31 december 2025. Från och med 2026 är importörer skyldiga att köpa utsläppsrätter som motsvarar de "dolda" utsläppen. CBAM kommer initialt att täcka 2,5 procent av varuimporten (2026) och täckningsgraden ökar till 100 procent 2034. Detta kan komma att öka importkostnaden för kinesiskt stål och aluminiumprodukter med 6 respektive 17 procent, och den vanligaste formen av ammonium från Ryssland med 30 procent de kommande 10 åren. CBAM kommer då att jämna ut förutsättningarna mellan EU-producenter och koldioxidintensiv import. CBAM har även blivit ett prejudikat för klimatrelaterad handelspolitik som kan få långtgående effekt på global handel. Fyra lagförslag med CBAM-liknande inslag, d v s att höja priset på kolintensiva importvaror, ligger i USA:s kongress, tre med Republikanskt stöd. Kina och Indien har stämplat CBAM som ett handelshinder.

Kostnadsökningen kommer att vara måttlig under de första åren med CBAM. Under denna period kan exportörer till EU skicka produkter med lägre utsläpp till EU-marknaden. Men de kan också helt enkelt undvika EU:s högre kostnader genom att sluta verka på EU-marknaden, vilket kan skapa utbudsbrist. Samtidigt kommer kostnaderna att stiga för EU:s producenter i takt med att systemet med gratis utsläppsrätter fasas ut. På lång sikt skulle CBAM kunna lägga till mer än 70 miljarder euro årligen i importkostnader men skulle också kunna stimulera till lägre koldioxidutsläpp på koldioxidmarknader utanför Europa.

Trots dessa försök är EU:s gröna industripolitik långt ifrån fulländad. De olika initiativen som beskrivs ovan är en blandning av ett horisontellt tillvägagångssätt för att skapa allmänna ramvillkor (t ex CBAM eller CRMA)

för grön industriell utveckling och en vertikal strategi som möjliggör en mer specifik inriktning på viss grön teknik (t ex EIB eller EU Innovation fund) och innovation (t ex Horizon 2030).

Verktyg i EU:s gröna låda

EU:s policyverktyg	Policy (år för antagande, där det är relevant)
Ramverksvillkor	<ul style="list-style-type: none"> Förordning om nettonoll-industrin (2024) Plan för EU:s gröna industri (2023) Tillfällig kris- och omställningsram (TCTF) (2023) Gränsjusteringsmekanismen för koldioxid (CBAM) (2022) Revideringen av EU:s system för handel med utsläppsrätter (EU ETS) (2022) Akten om kritiska råvaror (CRMA) (2022) Fit för 55 (2021) EU Gröna Given (2020)
Deployment	<ul style="list-style-type: none"> EU:s vätagasbank (2023) EU:s innovationsfond Europeiska investeringsbanken (EIB) REPowerEU (2022) NextGenerationEU (2020) Viktiga projekt av gemensamt europeiskt intresse (IPCEIs)
Innovation	<ul style="list-style-type: none"> Horisont Europa Europeiska institutet för innovation och teknik

Källa: Journal of Industry, Competition and Trade 2024, SEB

Till skillnad från USA står EU inför några allvarliga begränsningar när det gäller industripolitik.

EU:s politiska svar på IRA präglas oundvikligen av dess egna institutionella begränsningar. EU har inte befogenhet att höja skatter för att finansiera utgifter, vilket också gör det oerhört svårt att använda skattelättnader som incitament i någon EU-omfattande politik. EU kan därför inte replikera IRA:s upplägg. Även när EU:s subventioner matchar IRA:s, gör byråkratin det ännu svårare i EU. Medan statligt stöd för ren teknik i EU ligger på en jämförbar eller till och med högre nivå beroende på kategori, ger IRA en dragkraft på europeiska företag på grund av enkelheten i dess skattelättnader jämfört med EU:s komplicerade subventionssystem.

Finansiering största bristen i EU:s gröna industripolitik.

Från början lovade EU:s Green Deal att mobilisera 1 000 miljarder i offentliga och privata hållbara investeringar under nuvarande årtionde. En tredjedel av de 750 miljarder euro som ingick i NextGenerationEU (NGEU), som syftade till återhämtning efter pandemin, öronmärktes för klimatåtgärder. EU har dock hittills bara emitterat 55,9 miljarder euro i gröna obligationer. Av de 225 miljarder euro i bidrag och lån inom Recovery and Resilience Facility (RRF) som använts t o m 2023 har bara 28,5 miljarder använts inom grön energiomställning och RRF avslutas 2026. Inga extra pengar har heller avsatts inom Net-zero Industrial Act (NZIO). I stället har 20 miljarder euro lagts till existerande program i en mindre

variant av EU:s Sovereignty Fund än vad som initialt föreslogs.

Framtiden för EU:s gröna industripolitik

EU måste nu möta hoten från andra länders industripolitik. USA:s satsning på clean tech är här för att stanna. Även om Trump återtar Vita huset är det mindre troligt att republikanerna river upp IRA. Dels är det mesta av de 156 miljarder USD i finansiering inom clean tech enligt IRA förlagda till republikanska delstater eller i s.k. *swing states*. Dels har hemflytt av produktion av solpaneler eller uppskalning av batteritillverkning för att säkra energioberoende och konkurrensfördelar gentemot Kina, blivit en partiöverskridande fråga. För att undvika att tillväxten bromsar in kommer Kina troligen inte heller att minska sitt stöd för clean tech.

EU:s gröna politik kommer att fokusera mer på direkt nytta för väljare.

EU:s nuvarande tillvägagångssätt har varit att lägga till nya gröna policymål utan att ta bort gamla, med ökade kostnader att täcka med lån. Att skala upp investeringar inom energiomställning utan att öka priser och räntekostnader i en miljö med högre räntor är en stor utmaning. EU:s gröna industripolitik kommer i första hand att vara kopplad till energisäkerhet, sysselsättning och kortsiktiga kostnadsbesparingar och i andra hand till innovation. EU kommer troligen även att svara på kinesiska subventioner på ett mer aggressivt sätt och därmed öka spänningarna inom handel.

Uppluckrade statsstödsregler kan snedvrída inre marknaden.

Parallellt med NZIA ändrade EU sina riktlinjer för statsstöd för att skynda på investeringar som minskar utsläpp och bränsleberoende under ramverket för tillfällig kris och omställning (TCTF). EU har hittills godkänt 23 miljarder euro i statsstöd till energiomställningsprojekt och stödssystem. Denna trend kommer utan tvekan att fortsätta men försvaga EU:s inre marknad.

Planer som kan bidra till att minska klyftan mellan EU och USA eller Kina utarbetas nu.

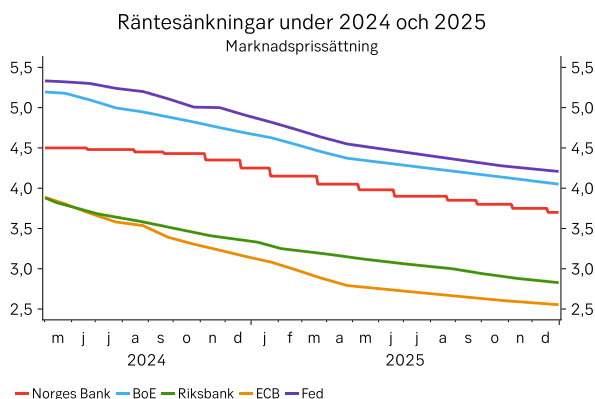
I en särskild rapport förklarade den tidigare italienska premiärministern Enrico Letta nyligen att EU snarast måste vidta åtgärder för att främja en "konkurrenskraftig industristrategi", inklusive en EU-omfattande bidragsmekanism för statligt stöd. Detta skulle representera ett paradigmskifte i EU:s politiska beslutsfattande mot en aktiv industripolitik och större offentliga utgifter, samtidigt som man skyddar den inre marknaden och återfår det offentliga stödet – en formidabel utmaning.

Räntemarknaden

Korträntor styr långa när räntesänkningar närmar sig

Förväntningar om styrräntesänkningar kommer fortsätta att vara drivande för långa statsräntor. I USA vänder de ned när Federal Reserve lättar på sin åtstramande penningpolitik. I euroområdet är långa räntor redan på mycket låga nivåer och rör sig sidledes trots styrräntesänkningar. Högre utbud från Riksbankens försäljningar och svagare statsfinanser väntas leda till att svenska långräntor stiger relativt tyska. Norges Bank dröjer längre med räntesänkningar vilket begränsar nedgången i norska långräntor.

Indikationer om en mer ihållande inflation och mer hökaktiga signaler från Fed har lett till stora svängningar i räntesänkningförväntningar sedan årsskiftet vilket har resulterat i en uppgång i amerikanska statslåneräntor. Utvecklingen i statslåneräntor kommer att fortsätta att huvudsakligen bero på hur förväntningarna kring den kommande räntesänkningssyckeln förändras. Den geopolitiska situationen adderar ytterligare ett lager av osäkerhet och utgör en potentiell risk för abrupta marknadsrörelser.



USA: Allt handlar om Fed. Vi förväntar oss att en svalare arbetsmarknad och mjukare signaler från Fed leder till att 10-årsräntan sjunker de kommande månaderna. Stark makrostatistik skulle kunna innebära att räntesänkningarna skjuts ytterligare på framtiden och utgör därmed en risk till vår prognos. Samtidigt skulle uppsidan i räntor begränsas av motverkande krafter från lägre aktiepriser i ett sådant scenario, när investerare vänder sig från aktiemarknaden till förmån för obligationsmarknaden. Vi tror att Fed sänker styrräntorna med 150 räntepunkter till slutet av 2025

och att 10-årsräntan handlas till 4,40% vid slutet av 2024 och 4,15% i slutet av 2025. QT-politik och stora USA-underskott väntas inte spela någon avgörande roll för räntemarknaden.

Euroområdet: Väldigt små rörelser. Långa räntor i euroområdets kärnländer är redan låga i relation till styrräntan vilket innebär att tyska 10-årsräntan rör sig mellan 2,00–2,50% under 2024 och 2025, bara något under den nuvarande nivån. ECB kommer att snabba på balansräkningsminskningen med start i juli, vilket stödjer vår prognos om att långa euroräntor hålls uppe trots fallande korträntor. Det avviker i så fall från det historiska mönstret där långa räntor trendmässigt faller under räntesänkningssyckeln men förklaras samtidigt av ett lågt utgångsläge.

10-åriga statslåneräntor

Procent

	25 apr	Jun 2024	Dec 2024	Dec 2025
USA	4,65	4,60	4,40	4,15
Tyskland	2,58	2,50	2,45	2,50
Sverige	2,51	2,60	2,70	2,90
Norge	3,82	3,75	3,65	3,65

Källa: Centralbanker, SEB

Sverige: Utbud pressar upp räntan. Efter att ha ökat gradvis minskade den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland mot slutet av fjolåret och därefter har trenden varit sidledes. Vi förväntar oss att den uppåtgående trenden återupptas. Riksbanken ökade statsobligationsförsäljningarna till 6,5 miljarder per månad i februari samtidigt som Riksgälden ökade auktionsvolymerna, och planerar att öka auktionerna ytterligare efter sommaren. Ränteskillnaden mot Tyskland för 10-åriga obligationer väntas stiga till 25 räntepunkter i slutet av 2024 och till 40 punkter 2025.

Norge: Räntesänkningarna dröjer. Den norska kronans svaga växelkurs och höga löneökningar gör att Norges Bank väntar längre med att inleda räntesänkningssyckeln än exempelvis ECB. Vi väntar oss att den 10-åriga ränteskillnaden mot Tyskland kommer att minska till 115 räntepunkter i början av 2025, och därefter ligga ungefär oförändrat runt dessa nivåer. Obligationsutbudet ökar snabbt i år och en stor del av upplåningen sker i obligationer med längre löptid. Sammantaget tyder det på en brantare avkastningskurva när korta räntor faller.

Valutamarknaden

Fördröjd kronstyrka

Förväntningar på när Fed ska sänka räntan har under våren skjutits på framtiden, vilket fördröjer förstärkningen av valutor som varit svaga under höjningscykeln. Det innebär att den svenska kronan, norska kronen och japanska yenen stärks först under andra halvan av 2024. EUR/USD har inlett året lägre och återhämtningen under hösten kan bli svagare än tidigare förväntat, förklarar av en blandning av starkare amerikansk och svagare europeisk ekonomi samt extra osäkerhet inför USA:s presidentval.

Svag inledning av året för både krona och krone.

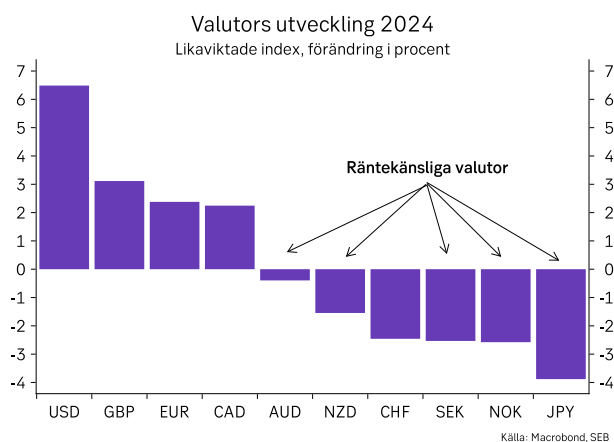
Kronstyrkan från slutet av förra året kom av sig under framför allt senvåren och det finns nu en risk att EUR/SEK återigen kommer handla på nivåer kring 12,00 där den befann sig innan förstärkningen under sista kvartalet 2023. På samma sätt som apprecieringen då främst berodde på globala faktorer, Fed meddelade att de var färdiga med höjningscykeln och amerikanska räntor gick ned kraftigt, så är det återigen främst globala faktorer som ligger bakom den svaga utvecklingen hittills i år. Den här gången är drivkrafterna en motståndskraftig amerikansk ekonomi och att förväntningarna på när Fed sänker räntan skjutits på framtiden. Det har resulterat i högre amerikanska räntor, starkare dollar och svagare riskkänsliga valutor som den svenska och norska kronan men även AUD och NZD. Att Riksbanken, p g a svag svensk tillväxt och planenligt fallande inflationen, förväntas sänka innan Fed (och ECB) hjälper inte heller kronan.

Valutakurser

	25 Apr	Jun 24	Dec 24	Dec 25
EUR/USD	1,07	1,05	1,09	1,18
USD/JPY	157	150	140	135
EUR/GBP	0,86	0,87	0,88	0,92
EUR/SEK	11,70	11,70	11,15	10,80
EUR/NOK	11,79	11,60	11,10	10,90
USD/SEK	10,95	11,14	10,23	9,15
USD/NOK	11,04	11,05	10,18	9,24

Källa: Bloomberg, SEB

Feds sänkningar trolig utlösare av starkare krona och krone samt svagare dollar. Precis som i januari tror vi att det som kommer vara den tydligaste drivkraften för en förstärkning av kronan och kronen är att Fed börjar sänka räntan. Det förutsätter att data återigen börjar peka på ett mjuklandningsscenario för amerikansk ekonomi där Fed kan sänka räntan i ett lugnt och kontrollerat tempo. En amerikansk mjuklandning och räntesänkningar från Fed, men först under andra halvåret i år, gör att vi fortsatt tror på kronstyrka under 2024. Nu handlar det dock snarare om andra än första halvan av året. Detsamma gäller för andra räntekänsliga valutor som japanska yen, australiensiska och nyzeeländska dollar och vi förväntar oss även att EUR/USD då rör sig något högre.



Osäker höst kan begränsa återhämtningen. Tidig höst brukar sammanfalla med osäkerhet på marknaden, starkare dollar och svagare riskkänsliga valutor. Med det amerikanska presidentvalet i höst är det möjligt att osäkerheten blir extra stor, vilket försvårar en kraftig återhämtning för riskkänsliga valutor även om Fed börjar sänka räntan under den här perioden. Dessutom finns möjligheten att Fed kommer gå fram försiktigare med räntesänkningarna efter den första än vad som tidigare har förväntats. Det skulle i så fall också begränsa återhämtningspotentialen för riskkänsliga valutor som annars står redo för viss återhämtning när räntorna sänks.

Nya drivkrafter 2025. Kronan bör få stöd även in i 2025 men då i ökad grad av att räntesänkningar snabbare får en positiv effekt på den räntekänsliga svenska ekonomin. Samma faktorer talar för en starkare norsk krone. En fara för kronan på längre sikt är om svenska räntor relativt sett blir väldigt låga eftersom kronan då återigen riskerar att bli en finansieringsvaluta vilket var en av delorsakerna till dess svaga utveckling under perioden 2015-2023. En förutsättning för ihållande kronstyrka är en svag USD och häri finns ytterligare en risk då en långsammare sänkingscykel i USA än förväntat skulle kunna bromsa prognostiserad dollarsvaghet 2025.

Tema:

Valutascenarier

Dollar, euro och kronan i en komplex miljö

En stark USA-ekonomi och färre förväntade Fed-sänkningar har gjort att kortsiktiga valutaprognoiser kommit på skam under våren. Räntan är vanligtvis en viktig komponent för valutor men den har nu varit än viktigare. Huvudscenariot är att EUR/USD fortsätter att handla på låga nivåer under kvartal två och tre för att därefter röra sig högre. Osäkerheten är dock stor. Detta tema tittar på två alternativscenarier. I scenariot med stark dollar biter sig EUR/USD fast på låga nivåer och dollarn kan till och med bli än starkare 2025; ihållande USA-styrka, färre sänkningar och en Trumpvinst med ökade tullar. I scenariot med svag dollar, rör sig EUR/USD betydligt högre under andra halvan av 2024 och framför allt under 2025. För kronan är det av stor vikt vilket scenario det blir då en stark dollarmiljö tenderar att ge en svagare krona mot både USD och EUR.

Skiftande drivkrafter

I och med att framför allt amerikansk ekonomi och inflation överraskat under våren och förväntade Fed-sänkningar skjutits på framtiden, har också valutorna utvecklats annorlunda än vad de flesta trodde i början av året. Påverkan är extra stor just nu då den tidigare generellt starkaste drivkraften, riskapitet uttryckt genom börskurser, under 2024 inte alls har haft samma tydliga inverkan på valutakurserna. I stället är det räntor som har ökat i förklaringsgrad och då främst deras förändring i nivå snarare än förändringar i räntedifferenser d v s förändringen ländernas räntor relativt varandra.

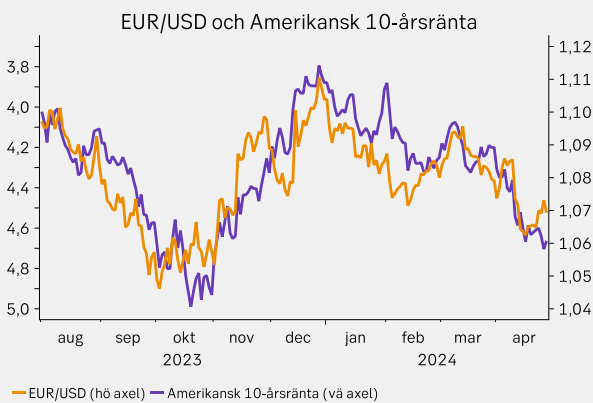
Huvudscenariot – mjukare USA-data. En svalare arbetsmarknad framåt sommaren gör att Fed kan skicka mjukare signaler som banar väg för en sänkning i september (se USA-texten på sidan 21). Att Fed signalerar och därefter sänker räntan pressar även långräntor som styrs mycket av den korta änden av räntekurvan. Det blir en katalysator för en vändning på valutamarknaden där det för t ex både EUR/USD och EUR/SEK varit tydligt att amerikanska 10-årsräntan till stor del styr rörelserna under våren.

Huvudscenario med svagare USD

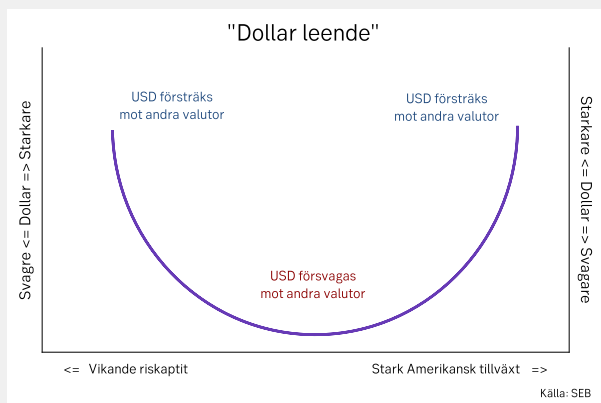
I vårt huvudscenario kommer EUR/USD att ligga kvar på låga nivåer (stark dollar) och röra sig högre först mot slutet av året (svagare dollar). Att euros återhämtning kommer i tredje kvartalet är p g a att det är då vi väntar



oss att ekonomiska data successivt driver Fed mot att sänka räntan (i september). Dock sammanfaller det med en period som historisk har uppvisat vikande riskaptit och starkare dollar. När vi till det adderar extra osäkerhet inför det amerikanska presidentvalet (5 november) så tror vi att mycket av dollarsvagheten från en Fed-sänkning kan komma att motverkas. Dessutom väntar vi oss flera räntesänkningar från ECB under hösten. Det gör att inte bara USD-benet i EUR/USD ger ett nedåtryck utan att också EUR benet adderar i samma riktning. Vändningen kommer i stället under fjärde kvartalet då marknaden kan lämna presidentvals-osäkerheten bakom sig och vi även kommer in i en period där dollarn brukar gå svagt. Med både Fed och ECB i sänkingscykler blir det dessutom mindre fokus på sänkningars exakta tajming och magnitud och marknaden kan börja fokusera på andra drivkrafter.



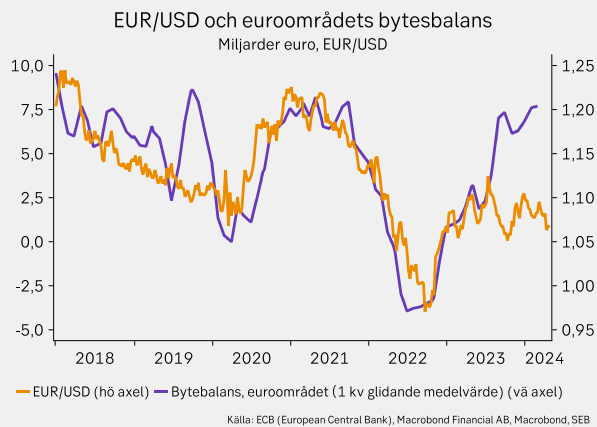
Dollarns stärks när ekonomin går relativt bättre eller när riskaptiten viker. Dollarns beteende brukar ofta beskrivas som "dollar-leende" d v s att dollarn går starkt endera när tillväxten är starkare i USA än i Europa (och övriga världen) och/eller när riskaptiten är svag.



USA:s tillväxt försvagar relativt Europa 2025. Hittills i år är det framför allt en starkare tillväxt som förklarar dollarstyrkan men som framgår av resonemanget ovan tror vi att lagom tills den styrkan avtar något så är det snarare riskaptiten som kommer stödja dollarn. Under

2025 prognostiserar vi en återhämtning i europeisk tillväxt (1,7 procent 2025 mot 0,6 procent 2024) samtidigt som vi tror att USA går åt det andra hållet (1,8 procent 2025 mot 2,5 procent 2024). Den relativa övervikten för USA:s tillväxt kommer därmed försämrats 2025 vilket genom "dollar-leende"-sambandet bör ge en svagare dollar visavi euro (högre EUR/USD). Vi tror också att riskaptiten kommer att tillta när osäkerheten inför det amerikanska presidentvalet minskar samt att inflation generellt etablerat sig på lägre nivåer och inledda sänkingscykler börjar stimulera tillväxt. Det innebär att den andra drivkraften i "dollar leende"-sambandet också kommer att ge en svagare dollar under 2025. Det är de främsta orsakerna till att vi prognostiserar en svagare dollar och en tämligen kraftig uppgång för EUR/USD under 2025. Den prognosen får även stöd i vår modell för långsiktig jämviktsnivå i EUR/USD som just nu pekar på 1,15.

Euro-stöd kan också ses i sambandet mellan Europas bytesförhållande (terms of trade) och EUR/USD. Under energikrisen i spåren av Rysslands invasion av Ukraina, när europeiska importpriser steg mer än exportpriserna p g a dyr energi, försämrades handelsbalansen. Det var då en vanlig förklaring till den svaga euron. Nu har bytesförhållandet återhämtat sig vilket borde stärka euron när väl den negativa inverkan av uppskjutna Fed-sänkningar och osäkerhet inför USA valet passerat.



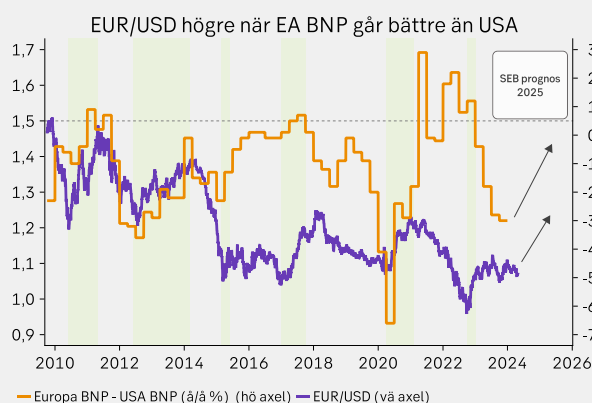
Alternativscenario med starkare USD
EUR/USD kan gå lägre om amerikansk ekonomi fortsätter att vara motståndskraftig och/eller inflationen biter sig fast. I ett sådant scenario kommer det att dröja längre innan Fed sänker eller i alla fall kommer deras sänkingscykel att bli mycket långsammare. Samtidigt kan europisk ekonomi fortsätta att underpresteras och inflationen falla. I ett sådant scenario kan färre Fed-sänkningar förväntas av marknaden samtidigt som ECB behöver sänka ungefär i linje med nuvarande marknadsprissättning. Den kombinationen av centralbanksbeteenden skulle driva

dollarn ännu starkare än i vårt huvudscenari under kommande kvartal. Frågan är hur stor divergens mellan tajming och antal räntesänkningar som ECB klarar av innan räntedifferensen mellan USA och Europa blir för stor och euron för svag. Framför allt då en svag euro samtidigt kan ge högre (importerad) inflation. Troligt är att ECB ändå sneglar på Fed och ju större divergensen blir, desto svårare blir det för ECB att sänka räntan.

Lägre EUR/USD vid en Trump vinst. Vi bedömer att en vinst för Trump genom handelskrig kommer ge högre tullar, lägre tillväxt och starkare USD. Det finns även risk att Trump riktar in sig mer på Europa än Kina som var i fokus under förra mandatperioden. Det kan inverka negativt på europeisk ekonomi (bl a så har USA utvecklats till att bli främsta exportland för Tyskland sedan Kina kraftigt fallit (se Tema "Tyskland: EU-motorn som hackar" i *Nordic Outlook* Januari 2024). Inträffar det här ger det än mer stöd för en lägre EUR/USD då tillväxtskillnaden inte minskar i linje med huvudscenariot. Vad som till viss del kan motverka är dock (1) att vi tror tullar även kommer vara negativt för amerikansk ekonomi samt (2) att en allt för stark dollar inte bör vara i Trumps intresse då det i viss mån motverkar den effekt som önskas uppnås av högre tullar (d v s importen blir inte lika mycket dyrare eftersom dollarstyrkan i viss mån väger upp för högre tullar). Vi har redan sett början på försöken att minska försvagningen av viktiga handelspartners valutor när USA:s finansminister Janet Yellen i april gjorde ett gemensamt uttalande med Japans och Sydkoreas finansministrar om oro för dessa länders snabbt försvagade valutor.

Alternativscenario med svagare USD

Det finns också ett alternativscenario där EUR/USD skulle kunna röra sig betydligt högre, främst 2025. Det är framför allt om de högt ställda förväntningarna om stark USA-ekonomi och svag europeisk skulle komma på skam. Till ett sådant scenario kan läggas en möjlighet att USA:s inflationsbesvikelser visar sig vara tillfälliga.



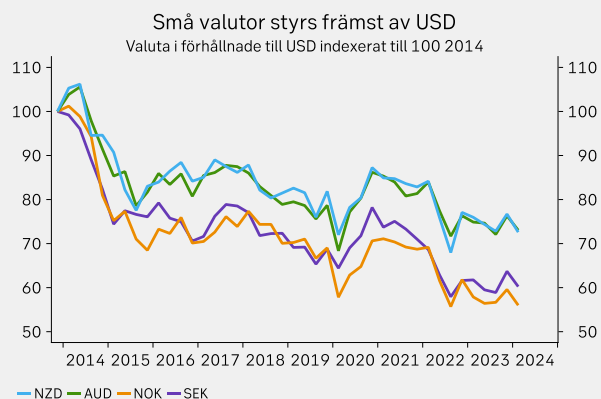
Källa: Bloomberg, SEB

USA-hårdlandning – först stark, sedan svag dollar. En hårdlandande amerikansk ekonomi skulle initialt ge en starkare dollar där återigen "dollar leendet" skulle ge stöd när riskaptiten faller. Den långsiktigare effekten är däremot att snabba räntesänkningar från Fed minskar ränteskillnaden och därmed i betydlig utsträckning minska dollarstödet. Skulle dessutom en amerikansk hårdlandning så sammanfalla med att europeisk tillväxt ändå utvecklar sig relativt bra under 2025 – vilket inte är omöjligt givet att räntesänkningar från ECB kan ge snabbare effekt än för motsvarande Fed-sänkningar i ett hårdlandningsscenario – så skulle de förändrade tillväxtförväntningarna kunna ge ett rejält eurostöd.

Bättre återhämtning än väntat i Europa, även utan en hårdlandning i USA, kan också ge en starkare euro under 2025 men det är då mer i linje med vårt huvudscenari fast med något mer utväxling till eurons fördel.

Dollarmiljön avgörande för SEK

Utvecklingen för EUR/USD i de olika scenarierna har stor inverkan på kronan. Det finns tillfällen då EUR/SEK avviker från utvecklingen i EUR/USD men över lag är det den globala miljön som styr och ger förutsättningarna för små exportberoende valutor som kronan. För den svenska kronan är det EUR/USD som ger just dessa globala förutsättningar. Resonemanget med dollarns styrka gäller även andra små valutor som NOK, NZD och AUD, även om magnituden i rörelser skiljer sig åt.



Källa: Bloomberg, SEB

En återhämtning för kronan beror därmed främst på vilket tillväxt- och inflationsscenario vi får. Det ger i sin tur olika centralbanksscenarioer som ger olika EUR/USD-alternativ. Även lokala faktorer spelar en roll. Framför allt väntar vi oss en starkare återhämtning av den räntekänsliga svenska ekonomin (vår prognos är att svensk BNP växer med 2,8 procent 2025, jämfört med 1,7 procent i euroområdet) vilket under 2025 bör ge kronan ett extra stöd mot euron.

Aktiemarknaden

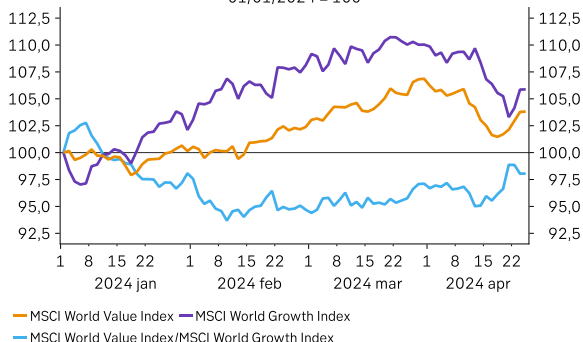
Argument för cykliska värdeaktier

Efter ett starkt första kvartal har vi under april fått en korrigerig i globala aktier. Geopolitiska chocker kommer sannolikt bara att ha en kortvarig inverkan på riskaversionen. De makroekonomiska riskerna har under en längre tid handlat om inflation och högre räntor, men återhämtningsscenarioet är intakt. Det talar för en fortsatt övervikt i aktier, men med ett skifte från tillväxtaktier till cykliska värdeaktier.

De globala aktiemarknaderna levererade starka uppgångar under första kvartalet i år, men inledningen av andra kvartalet har varit mer utmanande. Amerikanska S&P 500 har gått in i en officiell korrigeringsfas med en nedgång på mer än 5 procent. Enligt vår uppfattning återspeglar detta en kombination av en rad kortvariga geopolitiska chocker och mer ihållande förändringar i de ekonomiska utsikterna, som motståndskraftig amerikansk ekonomi och negativa inflationsövertäckningar, som sannolikt inte kommer få rådande positiva börssentiment att tvärvända.

Från mjuklandning till amerikanska inflationsövertäckningar. Samtidigt hade bekräftelsen på en synkroniserad global återhämtning redan förskjutit balansen mellan makroriskerna till det förväntade mjuklandningsscenarioet från "hårdlandning" (recession) till "ingen landning" (stigande inflation) innan korrigeringen skedde. Detta flyttade makromedvinden från de stora tillväxtaktierna (som Magnificent 7 i USA) som hade lett det första kvartalets rally mot mer värdeorienterade cykliska aktier.

Återhämtning och inflation driver sektorsrotation mot cykliskt
01/01/2024 = 100



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

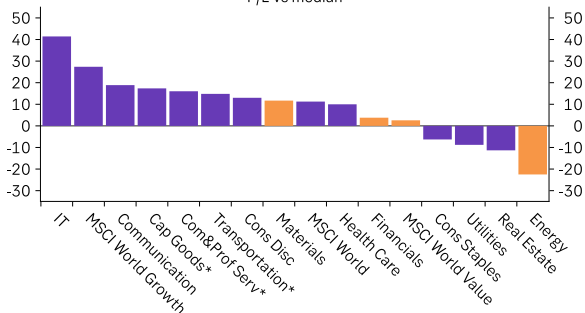
Rotation från tillväxt till värde. I avsaknad av händelser med negativ påverkan på riskaptiten hade denna rotation, där värdeaktier stängde utvecklingsgapet mot tillväxtaktier, kunnat ske medan marknaden fortfarande steg. Den plötsliga uppblående geopolitiska risken innebar dock att resultatet blev ett minskat gap, snarare än stängt gap. Den utlösande faktorn för korrigeringen kom från upptrappningen av den militära konflikten i Mellanöstern när Irans attack mot Israel skapade oro och riskaptiten minskade.

Det som händer i geopolitiken, stannar i geopolitiken. Detta gäller oftast ur ett börsperspektiv. De två största undantagen sedan 1990 var invasionen av Kuwait, där oljepriset fördubblades under två månader, och invasionen av Ukraina 2022, där oljepriset steg med 30 procent under de följande tre veckorna. I båda fallen blev resultatet en korrigerig, inte en "bear market". De senaste händelserna har inte lett till några störningar i oljeförsörjningen, och vi förväntar oss inte någon upptrappning. Vi bedömer därför detta som den typ av korrigerig på 5-7 procent under kort tid som vi normalt ser minst en gång om året under en "bull market".

Den ekonomiska återhämtningen stöder fortsatt positiva börser. Makrocykeln kommer sannolikt att fortsätta övergången från den förväntade till den realiserade återhämtningen. Samtidigt räknar vi med en fortsatt gradvis nedgång i inflationen, som gör att central bankerna kan sänka räntan, om än något senare. Börsens positiva momentum kan fortsätta, men med ökat fokus på faktiska vinster, med andra ord ett skifte från tillväxtbolag med höga värdering till cykliska värdeaktier med mindre utmanande värderingar.

Mer värde betyder mindre sårbarhet. Ur ett riskperspektiv gör det också portföljen mindre sårbar om det visar sig att vi har fel och det verkligen är en varaktig och inte bara en övergående inflationsvändning på gång – En breddning av uppgången, som drivits av ett fåtal tillväxtbolag ger också en stabilare grund.

Undervärderade cykliska sektorer
P/E vs median



MSCI World sektorer P/E i dagsläget vs median 2014-2024

Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

USA

Motståndskraftig ekonomi ger Fed svår balansgång

Bundna bostadslån, finanspolitiska stöd och stark utbudssida har skapat motståndskraft mot Feds räntehöjningar. Vi skriver åter upp vår BNP-prognos för 2024, nu till 2,5 procent. Inflationsbakslag i början av året och tecken på ny fart på arbetsmarknaden gör att Fed avvaktar längre. Vi tror fortfarande att inflationen rör sig mot målet när löneökningstakten växlar ner och att arbetsmarknaden dämpas tydligare i sommar. I september börjar Fed sänka räntan.

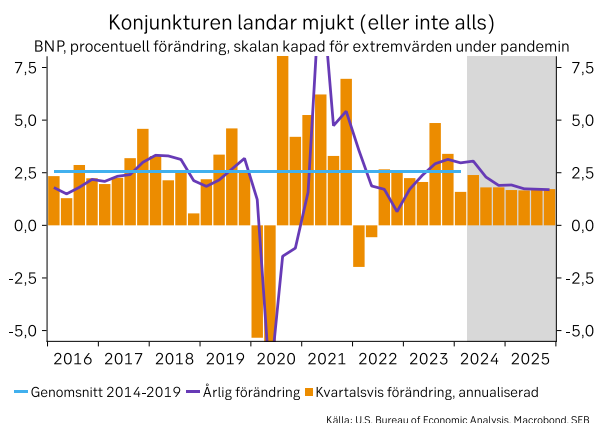
USA fortsätter att trotsa motvinden från höga räntor och priser. Överraskande stark tillväxt de senaste kvartalen gör att BNP-prognosen för i år revideras upp betydligt, till 2,5 procent från 1,6 procent i *Nordic Outlook* januari. Under 2025 väntas BNP växa med 1,8 procent, i linje med tidigare bedömning. Trots positiva överraskningar håller vi fast vid att USA-ekonomin ska bromsa in. Den kvartalsvisa tillväxttakten dämpas, men inbromsningen blir måttlig, till något under de 2,5 procent vi såg innan pandemin, men ingen tydlig sättnings. En starkare än väntad avslutning på 2023 är en förklaring till den höjda prognosen i år. Även med en oförändrad BNP-nivå under hela året skulle BNP tack vare detta "överhäng" stiga med 1,4 procent 2024. Men vi ser även andra skäl till att göra en mer optimistisk bedömning av utsikterna för det närmaste året.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	1,9	2,5	2,5	1,8
Arbetslöshet*	3,6	3,6	3,9	4,1
Löner	5,4	4,5	3,9	3,1
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	5,2	4,1	2,8	2,2
Offentligt saldo**	-4,1	-8,8	-6,5	-7,0
Offentlig bruttoskuld**	120	122	123	126
Fed funds rate, % ***	4,50	5,50	5,00	4,00

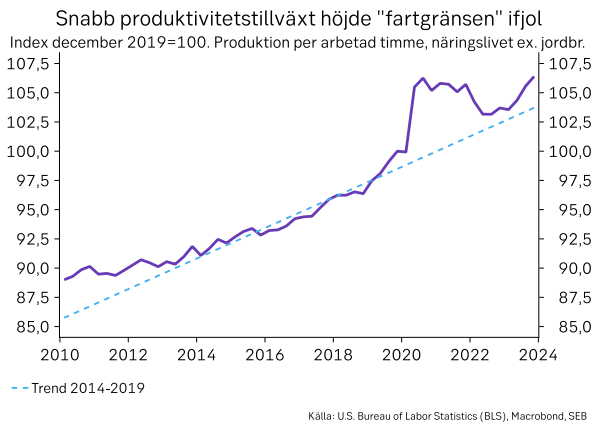
*% av arbetskraften, **% av BNP, ***övre delen av Feds styrränterintervall. Källa: Macrobond, SEB



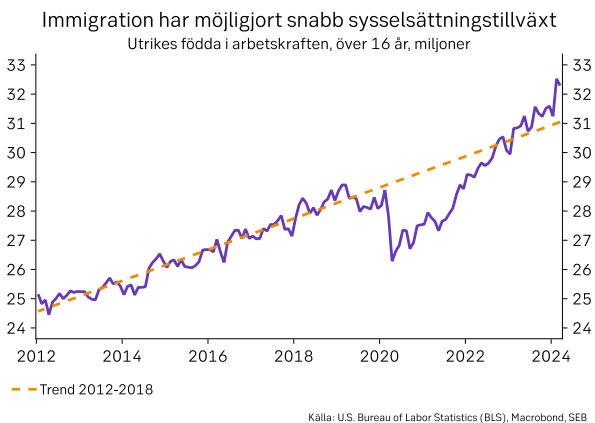
Splittrad bild från bolagen. Det är nio månader sedan Fed senast höjde räntan och risken för att vi ännu inte sett den fulla effekten av tidigare åtstramning minskar successivt. Tillväxtindikatorer för större bolag har stärkts något i början av 2024, med ökad optimism i industrin medan indikatorer för tjänstesektorn är kvar på måttligt expansiva nivåer. Småföretagsindex går i motsatt riktning och föll i mars till den lägsta nivån sedan 2012 och lägre än under pandemin. En förklaring kan vara att små företag haft svårare att parera stigande räntekostnader, men det kan också finnas en politisk komponent. Sentimentet bland småföretagen stärktes påtagligt efter skiftet till en republikansk president 2017 och föll efter demokraternas seger 2020. Konsumenthumöret fortsätter, enligt vissa mätningar, att återhämta sig, men har gett sämre vägledning för konsumtionen på senare år.

Styrka på både efterfråge- och utbudssidan

Att höga räntor inte satte större ekonomiska avtryck i fjol har flera förklaringar. Hushåll och företag gick in i pandemin med starka balansräkningar och lyckades lägga om sina lån när räntorna inledningsvis föll. Över 95 procent av de amerikanska bolånen är bundna på löptider på upp till 30 år. Det gör att räntekänsligheten är klart lägre än i många andra länder. Konsumtionen har också fått fortsatt stöd av de stora sparbuffertarna från pandemin. Kvarstående medel från stödpaketet i inledningen av Bidens presidentperiod har även hållit uppe efterfrågan hos delstater och lokala myndigheter, vilket gjort att offentlig sektor sammantaget lämnat stora tillväxtbidrag de senaste 1,5 åren. Under 2023 ledde dessutom subventioner och skattekrediter från Biden-administrationens reformer för infrastruktur-satsningar, inhemsk halvlederproduktion och klimat-omställning till en kraftig uppgång i övriga privata bygginvesteringar. Dessa uppvägs tillsammans med bland annat investeringar i mjukvaror de fortsatta nedgångarna i bostadsbyggandet.



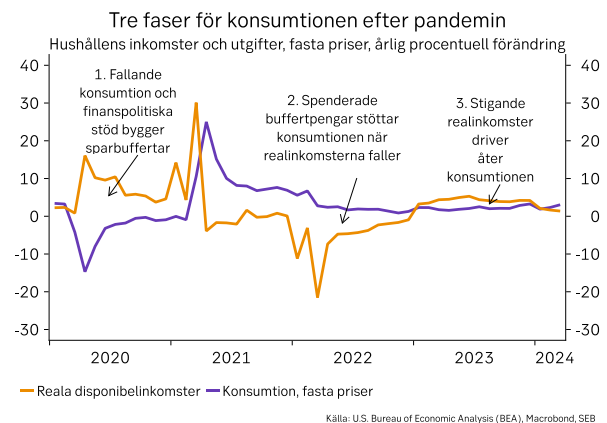
Ekonomins utbudssida stärktes i fjol av både accelererande produktivitetstillväxt och ett ökat inflöde i arbetskraften från högre arbetskraftsdeltagande men framför allt ökad invandring. Dessa faktorer var avgörande för att inflationstakten kunde fortsätta att falla även i ett läge med stark efterfrågan. Ökad användning av AI är ett skäl att tro på fortsatt hög produktivitetstillväxt men hur snabbt detta slår igenom i ekonomin, och om fjolårets uppsving drevs av mer tillfälliga svängningar, är svårt att bedöma.



Drivkrafterna för 2024 och 2025 kommer att se annorlunda ut, tror vi. Även om Bidens tidigare reformer fortsätter att understödja investeringar i nya produktionsanläggningar räknar vi inte med att de kommer att växa i samma takt som ifjol. Privata bygginvesteringar utanför bostadssektorn steg med 30 procent under första kvartalet 2023 men uppgången mattades under andra halvåret. Under första kvartalet stod det privata byggandet exklusive bostäder stilla. Å andra sidan ser bostadsbyggandet ut att ha bottnat, även om höga räntor gör att en tydlig uppgång sannolikt dröjer. Trots en förväntad nedgång i offentliga investeringar gör detta att de totala investeringarna ändå väntas öka snabbare i år.

Hushållens sparbuffertar är nu i stort sett uttömda, enligt beräkningar av San Francisco Fed. Det innebär att hushållens konsumtion i högre grad kommer att styras

av inkomsterna. Hög, men avtagande, lönetillväxt och lägre inflation har gjort att hushållen haft en positiv real-löneutveckling sedan mitten av 2022. De senaste inflationsbakslagen har dock utgjort en kortsiktig motvind medan det finanspolitiska stödet avtagit. Delar av hushållssektorn ser ut att ha blivit mer pressad, att döma av ökat kreditkortsanvändande och betalningsproblem för vissa typer av krediter. Samtidigt sjunker sparkvoten åter. Arbetsmarknaden är en nyckel till efterfrågan framöver. Med fortsatt, om än långsammare, sysselsättningsuppgång stöttas en måttlig konsumtionstillväxt, på 2,5 procent i år, inklusive stora överhängseffekter från i fjol, och på 1,8 procent 2025.



Varningssignaler från arbetsmarknaden Sysselsättningen har tagit ny fart sedan slutet av 2023 men vi förväntar oss fortfarande en dämpning framöver. Anställningsplaner bland småföretagen, som varit en bra ledande indikator under pandemin, fortsätter att peka neråt, och antalet heltidsanställda, som brukar samvariera med konjunkturen, har börjat sjunka. Uppsägningarna ligger på en låg nivå, men viljan att hamstra personal kommer troligen att minska när bristtalen minskar, vilket ökar risken för bakslag. Tillfälligt anställda – som normalt leder total sysselsättning – toppade redan för två år sedan. Sysselsättningen drevs därtill i fjol av mindre konjunkturkänsliga sektorer som hälso- och sjukvård samt offentlig sektor. Dessa sektors sysselsättning växte med nära 4 procent mot drygt 1 procent för övriga. En förklaring kan vara strukturell i och med en åldrande befolkning. Framför allt offentlig sysselsättning har dock släpat efter tidigare under återhämtningen, men är efter fjolårets uppsving tillbaka på nivåerna innan pandemin, vilket talar för en lugnare rekryteringstakt framöver. På utbudssidan är vi försiktiga med att skriva fram fjolårets starka trend. Det leder tillsammans med antagandet om långsammare sysselsättningstillväxt till att arbetslösheten väntas

stiga till strax över 4 procent, i linje med Feds syn på jämviktsarbetslösheten.

Valet blir avgörande för utsikterna 2025

Finanspolitiken blev mer expansiv i fjol, delvis på grund av uppskjutna skattebetalningar i samband med ett antal naturkatastrofer. I år räknar vi med en något åtstramande politik. Delad makt över kongressen innebär att Vita Huset inte längre får igenom sin politik och att budgeten anpassas till fjolårets stramare överenskommelse mellan president Biden och dåvarande talman McCarthy. Utgången av presidentvalet blir viktigt för 2025. Opinionsmätningarna väger i nuläget relativt jämnt mellan Joe Biden och Donald Trump. Att obligationsmarknaden har en minskad acceptans för stora underskott begränsar dock finanspolitiken oavsett vem som vinner. Vår syn är att en ny mandatperiod för Trump kommer att vara negativ för ekonomin eftersom ett nytt handelskrig, med betydligt högre tullar, denna gång inte kan uppvägas av ofinansierade skattesänkningar. Att inkomster från tullar väntas kanaliseras tillbaka in i ekonomin begränsar dock skadeverkningarna. Trumps tidigare skattesänkningar upphör gradvis med start 2025. Vi väntar oss att sänkningarna förlängs, men inte fullt ut med Biden. Demokraterna ser oavsett utgång i presidentvalet ut att få svårt att behålla en majoritet i senaten, vilket kommer att tygla Bidens reformpolitik om han vinner. Hårdare immigrationspolitik under Trump kan bli ett annat tillväxthinder men inflödet över gränsen mot Mexiko har blivit ett politiskt problem även för Biden.

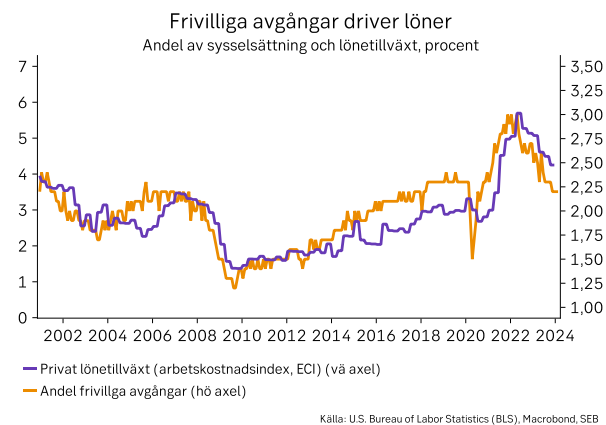
Inflationsbakslag gör att Fed väntar längre

Snabbare prisökningar i början av året har satt käppar i hjulen för Feds planerade sänkningar, särskilt som uppgången sammanfallit med tecken på en nytändning på arbetsmarknaden. Normaliserade varukedjor har fått varuinflationen att sjunka. Men tjänstepriserna stiger alltså i snabb takt, drivet av höga hyresökningar men även prisökningar på tjänster som bilförsäkringar och bilreparationer samt hälso- och sjukvård. Hyror i nya kontrakt pekar mot något lägre hyror även i KPI, men genomslaget har dröjt längre än väntat. Bil- och hälso-relaterade tjänster kan spegla fördröjda effekter från pandemin, så som tidigare snabb uppgång i bilpriser. Dessa komponenter har lägre vikt och/eller mäts därtill annorlunda i Feds målvariabel kärn-PCE (deflatorn för privat konsumtion exklusive mat och energi).

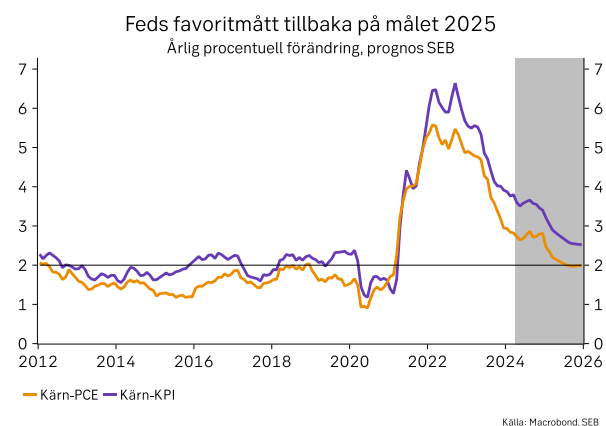
Kärn-PCE-inflationen är nu tillbaka under 3 procent.

Vi tror att den planar ut kring 2,5-3,0 procent under resten av året och tar sig mot målet 2,0 procent under 2025. Att lönerna fortsätter att växla ner är avgörande

för prognosen. Löneökningarna enligt det kvartalsvisa arbetskostnadsindexet har gradvis dämpats i takt med att arbetsmarknaden rört sig mot en bättre balans. Andelen frivilliga uppsägningar, som tenderar att leda löneökningstakten, är nu tillbaka under nivåerna innan pandemin, vilket stödjer en fortsatt normalisering av lönerna. Trumps handelskrig är en inflationsjoker. Vi tror dock att inflationsimpulserna från högre tullar, i alla fall delvis, kan motverkas av en starkare dollar. Risken för att geopolitisk oro får oljepriset att stiga är ett annat osäkerhetsmoment.



Dörren för en sänkning i närtid har stängts efter tre månader med KPI-bakslag. Arbetsmarknaden, som enligt Fed skulle kunna utlösa en sänkning, tror vi kommer att börja visa tydligare tecken på att försvagas i sommar. Vi tror att det bör räcka för att Fed levererar en första sänkning i september och därefter ytterligare en i december, vilket tar Feds styrränta till intervallet 4,75-5,0 procent i slutet av i år. Under 2025 tror vi att Fed sänker räntan ytterligare fyra gånger till 3,75-4,0 procent. Det innebär utifrån tidigare bedömningar av en neutral ränta kring 2,50 procent en fortsatt åtstramande politik och att det finns utrymme för fler räntesänkningar bortom prognoshorisonten om inflation och konjunktur tillåter. Fed fortsätter, oavsett räntesänkningar, att krympa sin balansräkning in i 2025, men takten i neddragningen minskar framöver.



Japan

Trots löneflyt – osäkerhet om inflationens uthållighet

Japanska hushåll är ovana vid prisökningar och högre räntor. Det skapar frågetecken kring de nya och klart högre löneavtalens långsiktiga effekter på efterfrågan och inflation. Tillväxttakten 2024 och 2025 ligger strax över 1 procent. Bank of Japan höjer räntan igen till totalt 0,20 procent i en omvärld med i övrigt lägre styrräntor. Penningpolitiken, inklusive tidigare tillgångsköp, förblir klart expansiv under hela prognosperioden.

Vårens höga löneavtal på över 5 procent blev som väntat den utlösande faktorn för Bank of Japan (BOJ) att till sist överge minusräntan och höja 0,10 procentenheter till 0,00 procent. BOJ avslutade i princip även tillgångsköpen (QE) med omedelbar verkan. Japan har de senaste 40 åren haft problem med både deflation och lönestagnation. Samtidigt har strukturella problem, t ex demografin, hämmat tillväxten. Åtskilliga finanspolitiska stimulanspaket har sjösatts utan större långsiktiga effekter på tillväxt eller inflation. Vi tvivlar därför på att vårens löneavtal i grunden ändrar Japans ekonomiska utsikter.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	1,0	1,9	1,0	1,0
Arbetslöshet*	2,5	2,6	2,5	2,4
KPI	2,5	3,3	2,2	1,8
Offentligt saldo**	-4,4	-5,8	-6,5	-3,2
Offentlig bruttoskuld**	257	252	255	253
Styrränta, %***	-0,10	-0,10	0,20	0,20

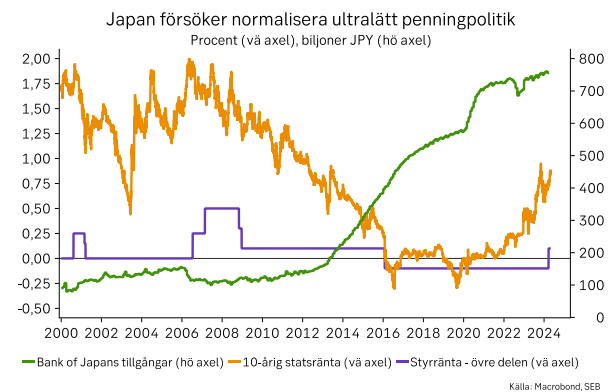
*% av arbetskraften, **% av BNP, ***vid årets slut. Källa: IMF, SEB

Arbetsstagarorganisationer krävde 5,8 procent i 2024 års löneförhandlingar (shuntō), de högsta kraven sedan 1993. Utfallet ser ut att landa på 5,3 procent, klart högre än förra årets 3,8 procent. Politiker och BOJ hoppas att Japans 30-åriga deflationscykel därmed kan avslutas.

Japans penningpolitiska kursändring får endast marginella effekter på ekonomin och de finansiella

utsikterna. Vi räknar med att BNP växer med 1,0 procent både i år och 2025. Inhemsk ekonomin fortsätter att gynnas av dels uppdämt konsumtionsbehov efter pandemin, dels ökade försvarsinvesteringar och dels ökad turism som delvis är ett resultat av en svag yen. Under 2025 väntas en starkare global konjunktur bli ett minidraglok för Japan.

Regeringens stimulanspaket, som godkändes i november på totalt 119 miljarder dollar (2,8 procent av BNP), stöttar köpkraft och tillväxt i närtid. Regeringens paket omfattar företagsstöd med syftet att påskynda omställningen till en mer säker, grön och digital ekonomi. Investeringstillväxten hålls också uppe av höga vinster vilka även lyfts av den svaga yenen. Det finns förhoppningar om att företagens satsningar på t ex AI och digitalisering ska öka produktiviteten långsiktigt. Att japanska aktier (Nikkei 225) stigit med runt 50 procent de senaste 16 månaderna – drivet av höga vinster, låga räntor och ökat omvärldsintresse – bidrar till ökad hushålls-, företags- och investeraroptimism.



Tillväxten hämmas långsiktigt av en stark demografisk motvind med åldrande befolkning vilket bidrar till en påtagligt stram arbetsmarknad. Jobbtryggheten och stimulanspaketet bidrar till en positiv konsumtionsutveckling. Sammantaget stimuleras konsumtionen av tjänstefterfrågan både av japaner och landets ökade turism. Arbetslösheten ligger kvar nära 2,5 procent under hela prognosperioden.

Trots kraftigt negativa korta och långa realräntor har japansk BNP-tillväxt varit överraskande svag de senaste åren. Förklaringen kan vara dels en förväntat mycket låg nivå på den neutrala reala räntan R* (BOJ indikerar att R* ligger på ca -0,2%), dels fördröjd penningpolitisk transmissionseffekt. Utformningen av penningpolitiken och möjligheten att till sist normalisera den och samtidigt åstadkomma en starkare yen underlättas av att andra centralbanker väntas sänka styrräntorna under 2024 och 2025. Vår prognos är att USD/JPY når 142 i slutet av 2024 och 135 i slutet av 2025.

Kina

Stimulanser och reformer krävs

De kinesiska beslutsfattarna behöver öka de penning- och finanspolitiska stimulanserna för att nå sina ambitiösa tillväxtmål i år. Vi räknar med en BNP-tillväxt på 5,0 procent i år och 4,4 procent 2025. People's Bank of China (PBoC) väntas hålla räntan oförändrad under vår prognoshorisont men PBoC sänker reservkraven med ytterligare 25 räntepunkter under tredje kvartalet. I slutet av året handlas yuanen till 7,10 mot US-dollar.

Bräcklig Kina-ekonomi behöver mer stöd för en cyklisk återhämtning. Kina har satt upp ett ambitiöst tillväxtmål på "runt 5 procent" för 2024. Nationella folkkongressen (NPC) signalerade i mars sin avsikt att ge mer stöd till ekonomin och beslutsfattarna kommer att behöva öka den monetära och finanspolitiska stimulansen för att uppnå en BNP-tillväxt på 5 procent i år. Vår syn är att det behövs bredare policyåtgärder än vad som hittills har annonserats för att öka efterfrågan. Förutsatt att regeringen lyckas med att leverera ett sådant paket, och även om lösningar på landets mer strukturella problem lär få vänta, förväntar vi oss en BNP-tillväxt på 5,0 respektive 4,4 procent för 2024 och 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

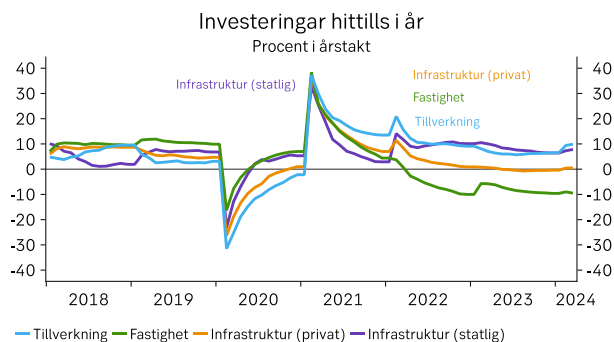
	2022	2023	2024	2025
BNP	3,0	5,2	5,0	4,4
Inflation	1,8	0,4	0,9	1,6
Budgetsaldo*	-4,7	-4,9	-5,0	-5,0
1-årig låneränta, %**	3,80	3,45	3,45	3,45
7d omvänd reporänta, %**	1,8	1,7	1,7	1,7
USD/CNY**	6,36	7,10	7,10	6,80

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

Finanspolitik ökade tillväxten under första kvartalet.

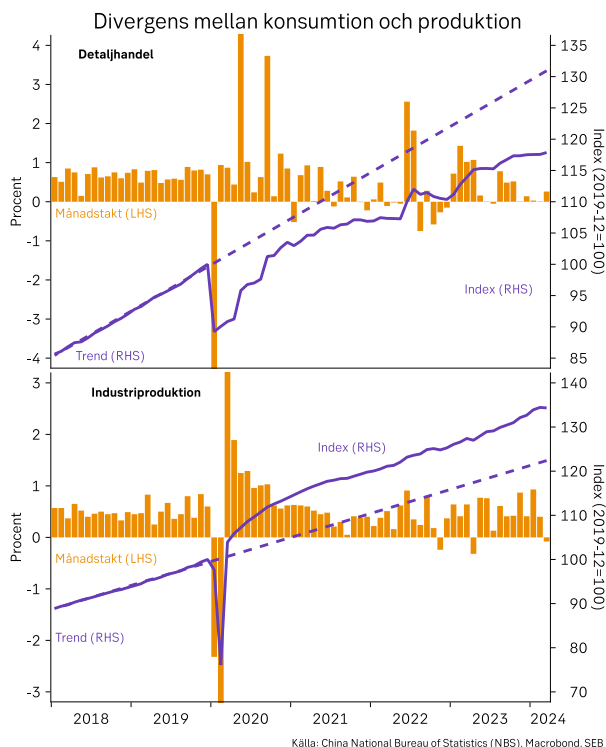
Första kvartalets BNP-data antyder att offentligt stöd kan ge viss stabilisering om än inget ökat momentum. BNP-tillväxten överraskade på uppsidan med 5,3 procent i årstakt. Offentliga infrastrukturinvesteringar ökade vilket stimulerade även annan produktion. Privata investeringar låg fortfarande runt nollstrecket. Konsumtionstillväxten är fortsatt nedpressad då detaljhandelsförsäljningen föll till 3 procent i årstakt i mars.

Divergens mellan produktion och konsumtion. Industriproduktionen föll till 4,5 procent i årstakt i mars (från 7 procent januari-februari i år). Sammantaget har skillnaden mellan produktion och konsumtion ökat ytterligare, vilket understryker hushållens svaga efterfrågan.



Strukturproblemen förblir desamma. Som vi har hävdat tidigare kommer BNP-tillväxten sannolikt att fortsätta att sjunka under överskådlig framtid eftersom Kina inte har lyckats ta tag i de strukturella problem som håller tillbaka efterfrågan hos konsumenterna. Givet myndigheternas fortsatta aversion mot att expandera sociala skyddsnet och välfärdssystem är det osannolikt att hushållens konsumtion kan uppvisa annat än en svag tillväxt framöver. Dessutom har Kinas finanspolitiska kapacitet också begränsningar. Sjunkande skatteintäkter och färre markförsäljningar pressar de lokala myndigheternas budgetar, samtidigt som behovet av att omstrukturera skulderna ökar. Den finanspolitiska strukturen innebär utmaningar på grund av en obalans i hur intäkter och utgifter fördelas mellan olika regioner och institutioner. I sin senaste Artikel IV-rapport upprepade Internationella valutafonden (IMF) behovet av betydande strukturella reformer – inklusive ett starkt socialt skyddsnet, arbetsmarknadsreformer för att minska matchningsproblem, pensionsreformer, bättre marknadsintegration, främjande av konkurrensneutralitet mellan statligt ägda och privata företag samt förbättrade ramverk för hantering av insolvens och rekonstruktioner. I avsikt av betydande strukturella reformer spår IMF en BNP-tillväxt i Kina på 3,4 procent för 2028.

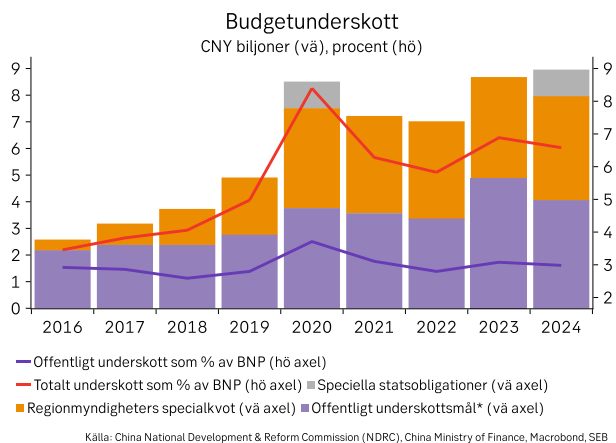
Korrigerig av fastighetssektorn pågår. Svagare siffror för Kinas bostadsindikatorer, trots visst policystöd, tyder på att fastighetsmarknaden fortsätter korrigeriga tidigare obalanser. Priser på nya bostäder föll i januari på månadsbasis för åttonde månaden i rad. En fallande bostadsförsäljningen pressar fastighetsutvecklarnas finanser och gör att risken för betalningsinställelser förblir förhöjd. Vi förväntar oss en fortsatt svag utveckling i sektorn under första halvåret i år, med en stabilisering under andra halvåret, men riskerna kvarstår på nedsidan.



Källa: China National Bureau of Statistics (NBS), Macrobond, SEB

Finanspolitiken driver på tillväxten i år. Regeringen har målsatt budgetunderskottet till 8,96 biljoner yuan, eller 6,6 procent av BNP. Detta inkluderar ett underskott på 4,06 miljarder yuan (3,0 procent av BNP) i den allmänna budgeten, 1 miljard yuan i särskilda obligationer som ska emitteras av centralregeringen och 3,9 miljarder yuan i särskilda obligationer från lokala myndigheter. Även om den offentliga upplåningen har minskat under de senaste månaderna har en stor del av intäkterna från den kraftiga ökningen av obligationsemissionerna i slutet av förra året ännu inte använts, eller används för närvarande. Detta bör hålla de offentliga utgifterna starka på kort sikt. Och den lättare finanspolitiska inriktning som presenterades vid Nationella folkkongressen tyder på att den offentliga upplåningen kan öka ytterligare under de kommande månaderna.

Nya produktivetskrafter. En av de främsta prioriteringarna i regeringens arbetsrapport som publicerades i mars var ett fokus på de så kallade "nya produktivetskrafterna". Detta innebär att främja högteknologiska sektorer och innovation för att driva på tillväxten med målet att stödja nya industrier och därmed bryta utländska "stryppgrepp" på nyckelteknologier, öka leveranskedjornas oberoende och utveckla nya drivkrafter för ekonomisk tillväxt.



Källa: China National Development & Reform Commission (NDRC), China Ministry of Finance, Macrobond, SEB

Behov av att ta tag i Kinas problemsektorer. Även om nya produktivetskrafter bör öka BNP-tillväxten måste Kina också ta itu med andra problem, särskilt överkapacitet inom andra sektorer. I en färsk rapport från Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA) konstaterades t ex att investeringarna i stålsektorn var 14 gånger större än industrins vinster och att sektorn riskerade att generera en stor mängd "strandade tillgångar" om Kina fullföljer sina klimatmål. Analytiker har varnat för överkapacitet i en stor och nu krympande fastighetssektor, en svagare stålsektor och risken för "zombifiering" i den gamla fordonssektorn.

Exporttillväxten begränsas av geopolitik. Högre tillväxt via nettoexport kan möjligen utgöra en kortsiktig lösning men det nuvarande geopolitiska landskapet kan visa sig vara mindre tillmötesgående. Kinas produktionsöverskott av tillverkade varor har stadigt ökat över tid, till en nivå där det nu uppgår till cirka 1,5 procent av global BNP. Ett Trump-presidentskap och högre tullar skulle sannolikt begränsa exportens bidrag till tillväxten. Som vi noterar i vår senaste *Emerging Markets Explorer* (april 2024) kan skillnaden mellan Biden och Trump i den övergripande hållningen till Kina ses som liten, utöver nivån på tullarna. Försämrade handelsrelationer med EU, särskilt när det gäller elfordon, kan göra att EU inför mer protektionistiska åtgärder vilket ytterligare skulle begränsa kinesiska exportintäkter.

Låg inflation – PBoC har begränsat manöverutrymme. Låg inhemsk inflation håller tillbaka inflationen framöver och kan öppna för lägre ränta men omsorg om valutan begränsar PBoC:s manöverutrymme. Inflationen var 0,1 procent på årsbasis i mars med kärninflationen endast något högre på 0,6 procent. Vi räknar med en KPI-inflation på 0,9 respektive 1,6 procent 2024 och 2025, dvs väl under målet på 3 procent. PBoC sänker reservkravet med ytterligare 25 räntepunkter under tredje kvartalet 2024 men styrräntorna förblir oförändrade under hela vår prognoshorisont.

Indien

God tillväxtpotential men institutionella utmaningar

Indien imponerade återigen med en hög tillväxt förra året och även under kommande år förväntas höga tillväxttal. Omräknat i dollar bör detta göra Indien till världens tredje största ekonomi 2027. Institutionella problem och behov av reformer kan dock försvåra de ekonomiska framstegen. Inflationen har visserligen minskat de senaste månaderna men det tar lång tid innan inflationen är tillbaka på inflationsmålet. Första räntesänkningen dröjer till sista kvartalet 2024.

God ekonomisk utveckling de senaste kvartalen. BNP ligger nu 20 procent över nivån som rådde före pandemin. Även om BNP-data för fjärde kvartalet 2023 kan ha över-skattat tillväxten något (de alternativa måtten för bruttoförädlingsvärde visade en långsammare men fortfarande hög tillväxt på 6,5 procent) sticker Indien ut jämfört med de flesta andra stora ekonomier som har betydligt lägre tillväxttakt.

Nyckeltal

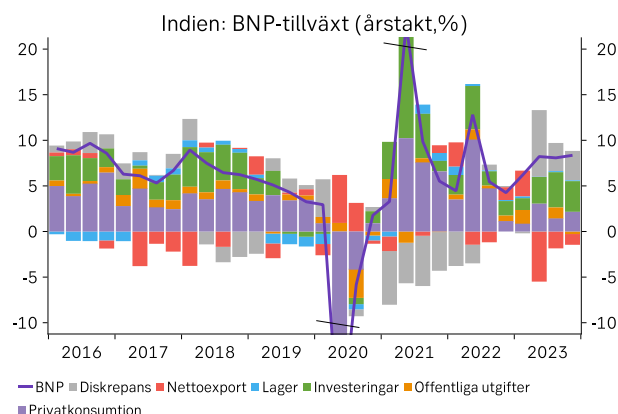
Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	7,0	7,6	6,5	6,5
KPI	5,7	5,4	4,5	4,4
Styrränta	6,50	6,50	6,25	6,00
USD/INR	83,50	83,10	82,50	82,10

Not: Indiens räkenskapsår går från 1 april till 31 mars följande år. 2024 går därför från april 2023 till mars 2024. Källa: IMF, SEB.

Tillväxttakten avtar framöver. Vi räknar med att tillväxten avtar något under de kommande kvartalen. Hushållens konsumtion bör bromsa in när begränsningar för utlåning träder i kraft (som tidigare varit obegränsad). Men dynamiken i kredit tillväxten förblir ändå betydande, och genomslaget från den stramare penningpolitiken till kredit tillväxten bör redan ha uppnåtts. Regeringen förutser ett lägre budgetunderskott under det kommande budgetåret, men detta verkar förklaras av ambitiösa prognoser för intäkterna snarare än en tillbakagång i utgifterna. Indien kommer att gynnas av geopolitiska skiften, framför allt i och med utländska investerares

svalnande intresse för Kina. Men hittills har de sammanlagda effekterna av direktinvesteringar varit blygsamma.



Sammantaget förväntar vi oss en BNP-tillväxt på 6,5 procent under budgetåren 2024 och 2025. Med dessa tillväxtsiffror blir Indien världens tredje största ekonomi 2027 (i dollartermer). Bytesbalansunderskottet under de närmaste åren bör hamna under 2 procent av BNP, vilket centralbanken lär anse hållbart så länge råvarupriserna förblir långt under toppnivåerna 2022.

Disinflation på gång men centralbanken RBI har inte bråttom att sänka. Den totala inflationen föll till 5,5 procent i februari, vilket är inom RBI:s målintervall. Den volatila livsmedelsinflationen (som uppgick till 7,8 procent i februari) har bromsat inflationsnedgången enligt huvudmålet. Kärninflationen var dock 3,2 procent i mars, vilket är under inflationsmålet och nedgången i årstakten verkar vara bredbaserad. Vi förväntar oss att den årliga inflationen kommer att landa över målet vid årsslutet, och att räntorna i USA kommer vara förhöjda under en längre tid. Vi har därför skjutit fram vår första förväntade räntesänkning från RBI till fjärde kvartalet i år.

Modi 3.0-reformer, institutionella förändringar. Valet som inleddes i april bör ge premiärminister Narendra Modi och hans regerande Bharatiya Janata Party (BJP) ännu en säker majoritet. Detta väntas ge ledaren den politiska kraft som krävs för att genomföra strukturella reformer. Detaljerna får sannolikt vänta tills regeringen presenterar sin fullständiga budget i juli. Modis agenda i år kretsar kring ekonomiska reformer, infrastrukturutveckling och ytterligare bilaterala handelsavtal. Institutionella svagheter är fortfarande en av de största riskerna för Indien framöver. Mätningar av politiska institutioner från både Freedom House och Varieties of Democracy visar på en betydande försämring under Modis styre. Om detta skulle få ytterligare konsekvenser för rättsstatsprincipen kan investerare bli mindre benägna att investera i Indien.

Emerging markets Anpassning för högre räntor

Grusade förväntningar på Fed-sänkningar pekar mot en försenad och utdragen räntenedgång. Oro i Mellanöstern har inte oroat marknaden nämnvärt, men en bredare konflikt riskerar negativa utbudshocker via främst oljemarknaden. Vi ser aggregerad tillväxt i EM på 4,2 procent 2024 och 2025 och riskerna överlag som balanserade.

Försenade räntesänkningar verkar oundvikligt då inflationstryck kvarstår. Fortsatt starka ekonomiska data från USA verkar driva upp ränteförväntningarna. Det sätter många centralbanker i en knepig situation, där annars inhemska inflationsdrivande faktorer öppnar för sänkningar. Sänkningar riskerar dock att sätta press på växelkurserna och skulle kunna leda till högre importerad inflation och – där ansträngda balansräkningar eller externa positioner råder - möjligen också finansiell instabilitet. Centralbankerna i EM kan därför behöva acceptera en mer utdragen återhämtning. I vissa länder har dock det inhemska inflationstrycket förblivit betydande och verkar mot högre inflation även under längre tid.

BNP-tillväxt

Procentuell förändring

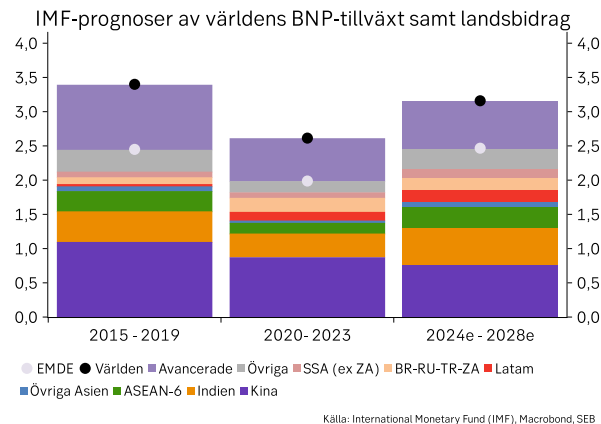
	2022	2023	2024	2025
Kina	3,0	5,2	5,0	4,4
Indien	7,0	7,6	6,5	6,5
Brasilien	3,0	2,9	1,8	2,0
Ryssland	-1,2	3,6	1,8	2,0
SEB EM-aggregat	3,6	4,2	4,2	4,2

Källa: IMF, SEB

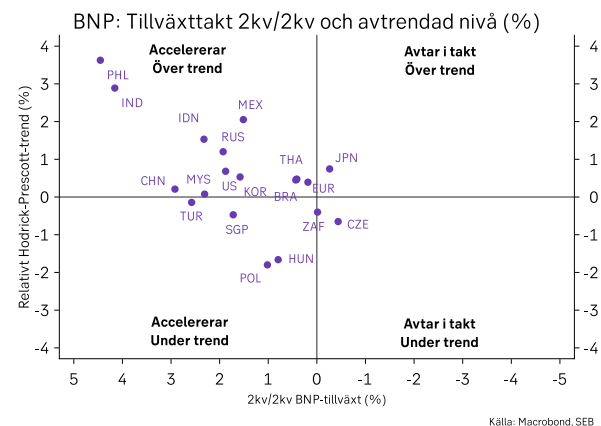
BNP-tillväxten har accelererat bland EM-länderna under de senaste kvartalen. För alla våra EM-länder utom Tjeckien ökade BNP under de senaste två kvartalen jämfört med de föregående två kvartalen. Tillväxten har ökat mest i Asien, exklusive Malaysia. På årsbasis har även Ryssland och Turkiet haft en snabb tillväxt.

De flesta av våra EM-marknader accelererar, över trendnivåerna. Den sekventiella tillväxten har varit fortsatt stark och för närvarande är det bara Tjeckien och Ukraina som ligger kvar under nivån före pandemin.

I jämförelse med en flexibel (och naiv Hodrick-Prescott-baserad) statistisk trend ligger Kina och Brasilien i stort sett kvar på sina respektive trender, medan Indiens höga tillväxttakt har gjort att landet ligger en bra bit över.



Både Ungern och Polen visar tecken på acceleration efter de räntesänkningar som inleddes förra hösten. Den turkiska tillväxten är fortsatt inflationsdrivande och den svaga tillväxten i Sydafrika har åtföljts av strukturella problem. I Ryssland döljer landets omvandling till en krigsekonomi de ohållbara drivkrafterna bakom de höga totala tillväxttalen.

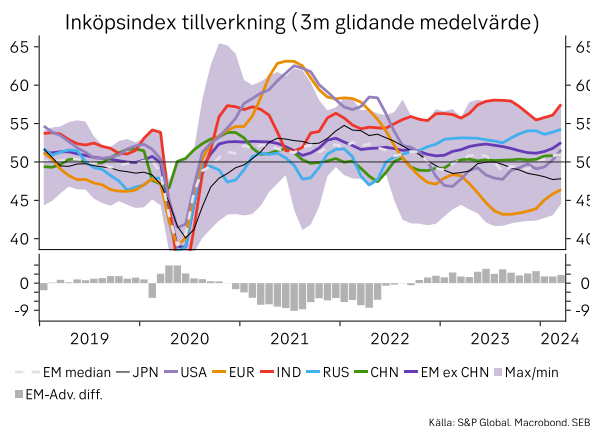


Inköpsindex för tillverkningsindustrin signalerar acceleration i den ekonomiska aktiviteten.

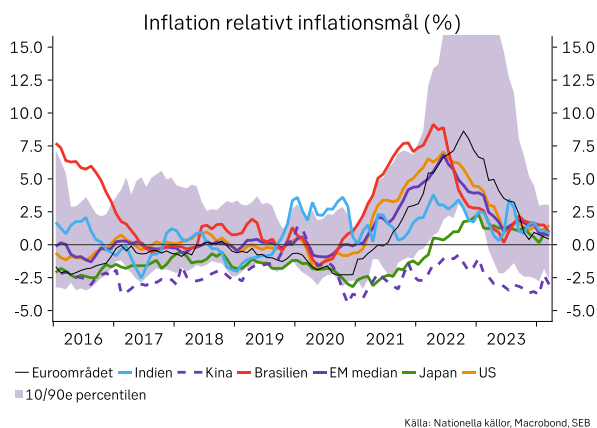
Sammanstatta inköpsindex i USA, EU och Kina förbättrades alla, med EU kvar i kontraktionsterritorium. EM-DM-differensen är fortsatt gynnsam även om den stramades åt något under det senaste kvartalet på grund av starkare momentum i euroområdet och USA. Som vi noterar i vår senaste Emerging Markets Explorer verkar "friendshoring" i handeln ha gynnat länder som Ungern, Indien och Mexiko, men mer aggregerade FDI-investeringar är fortfarande blygsamma.

Kina bromsar in, Indien blir global nummer tre. År 2024 ser vi att Kina når sitt tillväxtmål på 5 procent, till stor del tack vare finanspolitiska stimulanser, men faller tillbaka till 4,4 procent i en nedåtgående tillväxttrend. I

Indien bör BNP-tillväxten under en tredje mandatperiod för Modi uppgå till 6,5 procent under de kommande två åren, vilket gör att landet kan efterträda Tyskland som det tredje största landet mätt i dollar-BNP 2027.

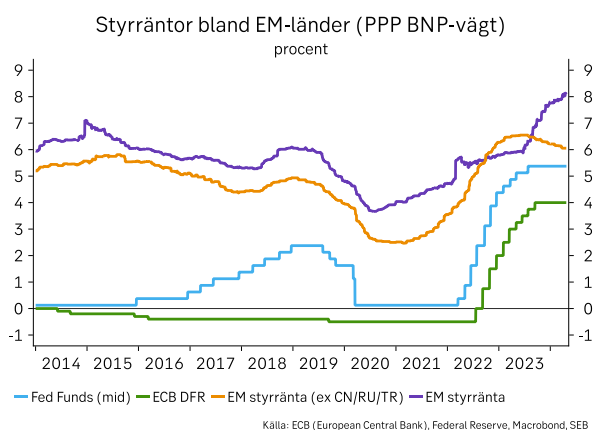


Överlag bör en lättare penningpolitik - om än försenad efter mer högaktiga Fed-förväntningar - öppna upp för starkare hushållsefterfrågan. I Centraleuropa bör reallönerna driva på tillväxten ytterligare men även hålla inflationen nere. Tillväxtländer i Asien lär erfara något lägre tillväxttakter när centralbankerna skjuter upp räntesänkningar och svag kinesisk efterfrågan begränsar exportbidraget. Latinamerika kommer att fortsätta att se en svag tillväxt på grund av frågor om finanspolitisk konsolidering.



Inflationen ligger kvar över målet i de flesta EM-länder. Disinflationen bland EM-länderna har fortsatt. I alla våra EM-länder - utom Kina, Thailand och Ukraina - ligger dock den årliga totala inflationen fortfarande över inflationsmålet eller i det övre intervallet. Kina och Thailand har befunnit sig i, eller flirtat med, deflation, där livsmedelspriserna förklarar en del av skillnaden mellan totala inflationen och den något högre kärninflationen. Samtidigt ligger de centraleuropeiska länderna ungefär på toppen av sina inflationsmål, även om det underliggande inflationstrycket i Ungern och Polen fortfarande är betydande och den totala inflationen bör stiga igen

under året. I synnerhet kommer varaktigt hög lönetillväxt å ena sidan att öka reallönerna och stödja hushållens efterfrågan, men å andra sidan över tid driva upp konsumentprisinflationen igen. Turkiet sticker ut med en kärninflation på över 75 procent, ett resultat av inflationschocken från årtal av ekonomisk misskötsel och ohållbar konsumtionsdriven tillväxt. Den kostnadsdrivna inflationen har också avtagit. Medianinflationen för producentpriserna i våra EM-länder har varit ungefär oförändrad sedan mitten av 2023 och ligger kvar på deflationsterritorium i både Brasilien och Kina, framöver bör detta förstärka disinflationen.



Riskerna är fortsatt balanserade. Riskerna för tillväxtutsikterna bland EM-länder ter sig balanserade, vilket vi noterar i vår senaste publikation *Emerging Markets Explorer*. Pristoppar på råvaror och spridningseffekter från regionala konflikter i Mellanöstern och Ukraina kan skapa negativa utbudshöjningar, komplicera disinflationen och försena penningpolitiska lättnader och i slutändan dämpa den ekonomiska tillväxten. Sådana chocker skulle sannolikt påverka råvaruexportörer på ett annat sätt än importörer. Högre energi- och livsmedelspriser kan leda till försämrade budgetbalanser i länder med betydande livsmedels- och bränslesubventioner och driva upp den totala inflationen. I kombination med ett riskbenäget sentiment kan detta tvinga centralbankerna i EM att inte bara avvakta utan till och med höja räntorna. Problemen i Kina utgör ytterligare risker. Utan ett politiskt paket för att omstrukturera fastighetssektorn kan fastighetsinvesteringarna minska ytterligare på grund av svagare bostadspriser och lägre förtroende bland hushållen. Misslyckade omstruktureringssatsningar bland lokala myndigheter kan leda till finanspolitiska begränsningar som ytterligare skulle minska tillväxten. En nedpressad efterfrågan i Kina kan leda till lägre efterfrågan på varor i grannländerna, vilket dämpar exportbidraget till tillväxten i dessa länder.

Euroområdet

Långsiktiga tillväxtkrafter saknas

BNP-tillväxten stagnerade förra året och stannade för helåret 2023 på måttliga 0,4 procent. Lägre inflation och att ECB sänker räntan i år är förutsättningar för att konsumtion och investeringar ska växla upp andra halvåret i år. Arbetsmarknaden har varit robust men nu syns allt fler tecken på en försvagning även om arbetslöshetsuppgången endast blir måttlig. ECB levererar den 'utlovade' första räntesänkningen i juni.

BNP föll marginellt under fjolårets andra halva och tillväxten för helåret 2023 uppgick till måttliga 0,4 procent. Sammantaget är barometrar fortsatt svaga även om enkätundersökningar som inköpschefsindex (PMI) förbättrats något, särskilt i april. Utsikterna varierar fortsatt mellan både länder och sektorer. Tysk industri är särskilt svag, i både mjuka och hårda data, men även fransk industri utmanas av allmänt svag efterfrågan. För euroområdet som helhet fortsätter tjänstesektorn att vara mer robust än industrin och PMI för tjänstesektorn är nu på nivåer som åter indikerar tillväxt. Det syns även i makrodata där mer tjänsteberoende ekonomier, som Spanien, har haft högre tillväxttal de senaste två åren, delvis som en följd av återhämtningen från pandemin. Sammantaget pekar indikatorerna på ganska svag tillväxt i närtid.

Nyckeltal

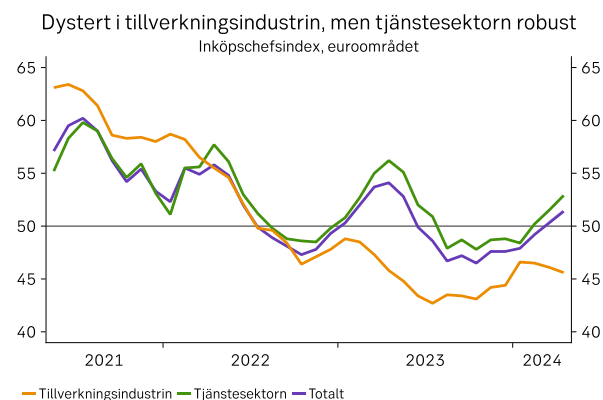
Procentuell förändring

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

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

Svagt första halvår i år. Svaga barometerdata går hand i hand med svag faktisk produktion och efterfrågan

hittills i år och flera faktorer förklarar den låga tillväxten. Hushållen är fortsatt pressade av hög pris- och räntenivå. En stark arbetsmarknad och höga nominella löneökningar har varit motverkande krafter och fortsätter att vara det även framöver. Exporten pressas av en låg utländsk efterfrågan. Investeringarna, och särskilt bostadsinvesteringarna, utvecklas svagt till följd av penningpolitikens fördröjande genomslag på ekonomin.



Lägre inflation och räntor ger tillväxtuppväxling.

Även om 2024 inleds svagt tycks tillväxten ha bottnat och framför allt under andra halvåret i år växlar tillväxten upp. Inflationen har successivt fallit sedan toppnoteringarna i slutet av 2022 och nedgången fortsätter. Inflationsmålet nås i sommar och nedgången innebär att ECB kan inleda en serie räntesänkningar med start i juni i år. I kombination med höga nominella löneökningar ökar konsumtionsutrymmet igen. Investeringarna som får en svag start första halvåret i år gynnas framöver av mindre strama finansiella förhållanden, energi- och grön omställning, digitalisering och ökade satsningar på försvaret. Även om inflationstakten och räntor faller ligger dock priser och räntor kvar på en hög nivå, vilket innebär att återhämtningen bli måttlig.

I stort sett neutral finanspolitik.

Stödet från finanspolitiken blir begränsat de kommande åren då flera länder brottas med en hög offentlig skuldsättning och finanspolitiska regelverk som ger små utrymmen att stimulera. Underskotts- och skuldregler pausades under pandemin men gäller återigen från och med i år. Många EU-länder behöver därför börja minska underskotten och pressa ner skuldnivåerna kommande år. Särskilt de höga budgetunderskotten i Frankrike och Italien är bekymmersamma och det går inte att utesluta att EU inleder en procedur mot Italien och Frankrike på grund av ländernas alltför stora budgetunderskott (som uppgick till 7,2 respektive 5,5 procent av BNP 2023). EU håller just nu på att se över det finanspolitiska

ramverket. I skrivande stund har Europaparlamentet röstat igenom ett nytt förslag till ramverk och länderna lär därmed behöva förhålla sig till regler för budgetunderskott och skuldsättning även framöver, dock med vissa mått av flexibilitet. Sammantaget ökar BNP med 0,6 procent 2024 och strax under 2 procent 2025, vilket i stort sett är i linje med prognosen i januari. I slutet av 2025 har BNP fortfarande inte nått trendnivån.

Näst intill nolltillväxt i Tyskland men viss konvergens.

Även om det börjar ske en viss tillväxtkonvergens mellan de stora ekonomierna ser det fortfarande mörkast ut för Tyskland. Förra året föll tysk BNP med nästan 0,5 procent. Den ekonomiska utvecklingen i länder som Frankrike, Spanien och Italien har varit bättre även om de också påverkats negativt av höga priser och höga räntor. I slutet av förra året stagnerade fransk BNP och tillväxtindikatorer pekar på en svagt krympande ekonomi i närtid. Den tyska ekonomin har drabbats särskilt hårt av höga energipriser, svag efterfrågan från omvärlden (särskilt Kina), strukturella utmaningar och en splittrad regering med bakbunden finanspolitik (se temaartikeln "Tyskland – EU motorn som hackar" i Nordic Outlook januari 2024). Även om tysk tillväxt väntas växla upp i höst, bl a med hjälp av fortsatt historiskt höga löneökningar och ökad export, bidrar en rad strukturella utmaningar till att den blir måttlig även på lite längre sikt.

BNP-prognoser

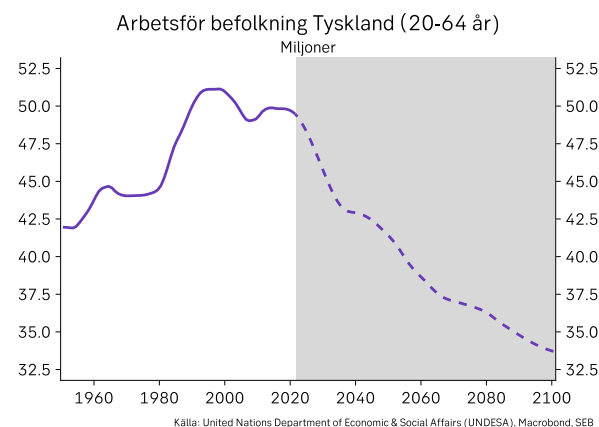
Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Tillväxtutmaningar på längre sikt. Även om tillväxten i euroområdet växlar upp senare i år blir återhämtningen måttlig, trots två år av nära nolltillväxt. De strukturella faktorerna för en mer långsiktigt snabbare BNP-uppgång lyser med sin frånvaro. En viktig anledning är de demografiska utmaningarna med ett fall i antalet individer i arbetsför befolkning (20–64 år). De demografiska utmaningarna är särskilt stora för Tyskland. Framskrivningar visar att Tyskland kommer att ha stora fall i arbetsför befolkning (från ca 50 miljoner år 2021 till drygt 40 miljoner år 2050). Deltagandegraden på arbetsmarknaden är bland de högsta i EU, så det blir svårt att höja tillväxten genom att

få in fler på arbetsmarknaden utan att öka invandringen. Satsningar på investeringar som ökar produktiviteten och investeringar i den gröna energiomställningen är nödvändiga åtgärder för att höja tillväxten på lite sikt.



Måttlig arbetslöshetsuppgång. Trots den låga tillväxten har arbetsmarknaden varit förvånansvärt motståndskraftig med hög sysselsättningstillväxt. Den robusta tjänstesektorn och brist på kvalificerad arbetskraft förklarar delvis utvecklingen. En annan förklaring kan vara att företagen trots lägre efterfrågan behåller sina anställda för att inte stå utan arbetskraft när konjunkturen väl tar fart igen. Även en medvetenhet om den demografiska motvinden kan spela en roll. Vår bedömning är att faktorerna som bidragit till arbetsmarknadens motståndskraft fortsätter att motverka en kraftig arbetslöshetsuppgång och att arbetslösheten i slutet av 2025 åter börjar minska.

EU-valet: Många frågor står på spel. I juni är det val till Europaparlamentet. Med tanke på de frågor och utmaningar som EU står inför är valet ovanligt viktigt. Det geopolitiska läget är osäkert på flera håll, men närmast geografiskt är kriget i Ukraina. Relationerna med USA och Kina kommer bli avgörande för handel, investeringar och därmed tillväxten. Den nödvändiga gröna omställningen vilar på den politiska sammansättningen i Europaparlamentet. Valet kommer därför att ha inverkan på både politiken och ekonomin (se temaartikeln "Europa går till val- effekter inom unionen och EU:s roll globalt").

Lägre inflation men risker längs vägen

Inflationstakten har fallit snabbt sedan toppnoteringen i slutet av 2022, drivet av stora baseeffekter, lägre energipriser och effekter av tidigare räntehöjningar. Hösten 2023 föll även den viktiga kärninflationen (inflation exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) märkbart. Priserna på livsmedel och energi har rört sig mer sidledes sedan årsskiftet. Tjänsteprisernas ökningstakt fortsätter dock att vara besvärande höga,

vilket resulterat i att kärninflationens nedgång gått trögare än vad vi tidigare väntat oss. Inflationsutfallen de första tre månaderna i år ändrar inte vår syn att inflationstakten är på väg ner, men nedgången sker i en långsammare takt än vad vi räknade med tidigare i år.

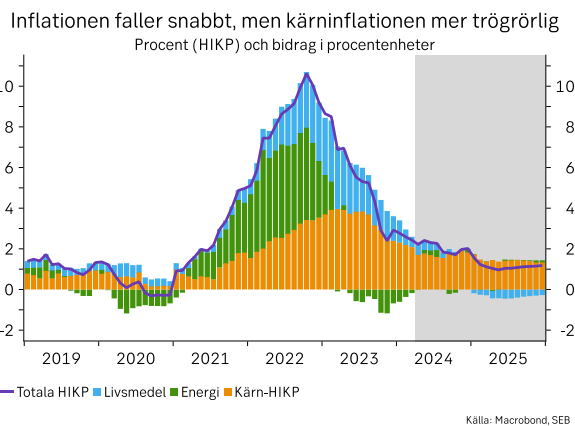
Löner och tjänstepriser blir avgörande. Under det senaste året har det varit stort fokus – även bland centralbankerna – på den kortsiktiga inflationsdynamiken. Inflationen från månad till månad och uppräknade 12-månaderstal har varit en vanlig metod för att rensa bort bland annat baseffekter. Runt årsskiftet skedde dock en tydlig förändring i ECB:s retorik även om den nyanserats något den senaste tiden. Mer fokus har riktats mot utvecklingen av tjänstepriserna och de höga löneökningarna. Löneökningarna, som visserligen börjat komma ner från historisk höga nivåer, anses tillsammans med de höga tjänstepriserna vara den största risken för att inflationen inte ska komma ner till målet på medellång sikt. ECB lägger särskilt stor vikt vid vårens avtalsförhandlingar och betydelsen av dessa för inflationen på sikt. Det är tydligt att den utvecklingen blivit alltmer mer vägledande för ECB:s beslut.

Hög men avtagande löneökningstakt. Vår bedömning är att lönerna växer med runt 4 procent i år för att sedan växla ner till drygt 3 procent 2025, en nivå som är hyfsat förenlig med ECB:s inflationsmål på 2 procent men samtidigt högre än utvecklingen de senaste 30 åren. Osäkerheten kring löneutvecklingen är dock stor och högre löneökningar än väntat riskerar att fördröja kärninflationsnedgången. Att företagen accepterar lägre vinstmarginaler och att de inte vältrar över alltför mycket av de högre löneökningarna på konsumenterna är av stor betydelse för att inflationen ska komma tillbaka till 2 procent.



Kärninflationen på 2 procent våren 2025. Den snabba inflationsnedgången under hösten 2023 innebar att inflationen låg på strax under 3 procent vid årsskiftet. De senaste månaderna har inflationsnedgången varit

något svagare än vad vi tidigare räknat med och bedömningen är därför att kärninflationen minskar i något långsammare takt. Inflationen enligt huvudmålet når 2-procentmålet redan till sommaren, men det dröjer ytterligare ett år för kärninflationen.



ECB inleder räntesänkningar i juni. ECB:s skiftande fokus till löneökningarna, kommande löneavtal och löneökningarnas effekter på inflationen på medellång sikt, i kombination med något högre inflationsutfall i början av året, har resulterat i att vi har senarelagt tidpunkten för första räntesänkningen. Vår bedömning är att ECB inleder räntesänkingscykeln i juni. Fortsatt fallande inflation, särskilt kärninflation, och att vårens löneökningar inte blir för höga är nödvändiga villkor för att ECB ska känna sig bekväma med att börja göra penningpolitiken mindre åtstramande. Den svaga ekonomiska aktiviteten i euroområdet är inte en avgörande faktor, men allmänt svag tillväxt och en viss inbromsning på arbetsmarknaden gör att ECB:s oro för att inflationen ska ta fart igen minskar. Sammantaget sänker ECB räntan fyra gånger med totalt 100 räntepunkter under 2024 och lika mycket nästa år. I slutet av prognosperioden kommer inlåningsräntan att ligga på 2 procent, vilket i stort sett är i linje med den neutrala räntan och något över marknadsprissättningen. ECB sänker före Fed och frågan är hur oberoende ECB kan vara från Fed? Vår bedömning är att skillnader i inflation och tillväxt stödjer vår syn att ECB sänker före Fed, men att osäkerheten efter första sänkningen är stor, särskilt om inflations- och arbetsmarknadsdata för USA skjuter Fed-sänkningarna ännu längre fram i tiden.

Tema:

Europa går till val

Effekter inom unionen och EU:s roll globalt

Under perioden 6–9 juni 2024 röstar EU:s 27 medlemsländer med sammanlagt 450 miljoner invånare i valet till Europaparlamentet. Sverige går till val den 9:e juni. Valet till parlamentet sker vart femte år och det senaste valet skedde 2019. Sedan dess har världen drabbats av flera kriser: pandemin, kriget i Ukraina och den höga inflations- och räntemiljön. Det säkerhetspolitiska läget har försämrats, det tidigare beroendet av rysk energi har tvingat fram en nödvändig energiomställning och världshandeln ser ut att gå mot en ökad fragmentering. Många viktiga frågor står på spel och den politiska opinionen i många EU-länder talar för att det kan komma hinder på vägen som kan ge både ekonomiska och politiska effekter.

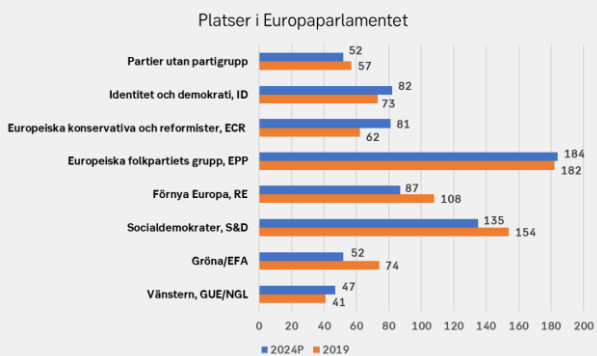
Parlamentet är ett viktigt beslutande organ.

Parlamentet beslutar om lagar, övervakar EU-kommissionen och granskar och antar EU:s budgetar tillsammans med ministerrådet. Parlamentet ska även godkänna EU-kommissionärerna och har möjlighet att tvinga bort politikerna i kommissionen. Parlamentet organiseras i partigrupper som är uppdelade enligt ideologiska skiljelinjer. Under mandatperioden 2024–2029 kommer det att finnas 720 platser i parlamentet och antalet platser per land bestäms utifrån varje lands befolkningsstorlek. Just nu har parlamentet 705 platser och ökningen av antalet platser reflekterar befolkningsändringarna som skett sedan 2019. Sverige har 21 platser i parlamentet medan Tyskland med nästan 85 miljoner invånare har 96 platser. Första gången parlamentet träffas efter valet blir i juli och ett av parlamentets första jobb blir att välja ordförande i kommissionen. Förväntat är att nuvarande ordförande Ursula von der Leyen (från partigruppen EPP där traditionellt borgerliga partier ingår) föreslås på nytt, även om den osäkra politiska sammansättningen efter valet har minskat hennes chanser att bli omvald något. Von der Leyen kan behöva gå högerpartier till mötes som värnar mer om ekonomi och sysselsättning snarare än miljö.



Parlamentet är ett av fyra viktiga organ. Resterande tre organ utgörs av EU-kommissionen, ministerrådet och det Europeiska rådet. Kommissionen föreslår och följer upp lagar och föreslår en budget för hela EU. Efter varje val bildas en ny kommission. Ministerrådet beslutar om nya lagar. I rådet samlas ministrarna från ländernas regeringar och vilka ministrar som träffas beror på det aktuella ämnet. I rådet diskuteras kommissionens förslag. Länderna turas om att leda arbetet i ministerrådet, vilket sker ett halvår i taget. För närvarande är det Belgien som är ordförandeland. I Europeiska rådet träffas ländernas regeringschefer. Mötena, de så kallade toppmötena, äger rum fyra gånger per år. Rådet bestämmer om EU:s riktlinjer och prioriteringar. Ansvar för handelspolitiska beslut delas mellan ministerrådet och parlamentet. Dock är det kommissionen som förhandlar för EU:s räkning och när ett avtal har förhandlats klart måste det antas av både ministerrådet och parlamentet.

Sju partigrupper i parlamentet. Idag finns det sju olika partigrupper i Europaparlamentet: Europeiska folkpartiets grupp (EPP), Gruppen Progressiva förbundet av socialdemokrater (S&D), Förnya Europa (RE), Identitet och Demokrati (ID), De gröna/Europeiska fria alliansen (Gröna/EFA), Europeiska konservativa och reformister (ECR) och Europeiska enade vänstern/ Nordisk grön vänster (GUE/NGL). Från Sverige ingår Moderaterna och Kristdemokraterna i EPP, Socialdemokraterna i S&D, Liberalerna och Centerpartiet i RE, Miljöpartiet i Gröna/EFA, Sverigedemokraterna i ECR och Vänsterpartiet i GUE/NGL. Sverige har inget parti i den högnationalistiska och EU-skeptiska gruppen ID, där bland andra franska Nationell samling, italienska Lega och tyska Alternative für Deutschland (AfD) ingår. Den ungerske premiärministern Victor Orbán och hans nationalkonservativa parti Fidesz tillhör just nu ingen partigrupp men har uttryckt önskemål om att gå med i ECR efter valet.



Källa: EuropeElects

Frågeställningar viktiga för koalitioner. Idag bildar mittenkonservativa (EPP), socialdemokrater (S&D) och liberaler (RE) en bred majoritetskoalition. Dock bör poängteras att till skillnad från olika nationella parlament så finns det ingen fast koalition utan koalitioner bildas utifrån olika frågor. Enligt en studie från SIEPS har det t ex varit vanligare att EPP, S&D och RE röstar lika när det gäller frågor om internationell handel. När det gäller frågor som handlar om jordbruk är en mer center-höger koalition tydlig då EPP tenderar att rösta mer i linje med ECR än med S&D. En center-vänster koalition är mer tydlig vid miljöfrågor. Koalitioner är alltså inte stabila och kan variera beroende på frågan. Ett valresultat med ökat stöd för partier på yttre högerkanten kan helt klart utmana tidigare center-vänster-koalitioner eftersom medianledamoten flyttar högerut.

Mer åt höger i valet 2024. Enligt valundersökningar skulle de gröna partierna backa och partierna på yttre högerkanten gå framåt om det vore val idag. Dagens breda koalition skulle enligt undersökningarna behålla majoriteten i parlamentet. Av diagrammet nedan framgår i vilken utsträckning partierna på yttre högerkanten väntas öka sina platser i parlamentet.

EPP troligtvis en nyckelspelare i valet. Nyckelgruppen i parlamentet efter valet kommer med största sannolikhet att bli EPP. EPP tillsammans med partierna på yttre högerkanten (ECR+ID) skulle enligt valundersökningarna få strax under hälften av rösterna om det vore val idag, men om nuvarande trender i opinionen fortsätter går det inte att utesluta att partierna på högerkanten (EPP, ECR och ID) får majoritet. Huvudscenariot är ändå att dagens breda koalition med EPP, S&D och RE kommer fortsätta sitt samarbete. Partierna på yttre högerkanten kommer dock att kunna utöva inflytande på EPP, särskilt på politiker inom EPP som står närmare partierna på yttre högerkanten. Förhandlingar inom koalitionen EPP, RE och S&D kan försvåras och kompromisser bli svårare att nå. Det kan således bli en dragkamp från både vänstern/mitten och yttre höger om EPP och EPP kan bli en mer splittrad grupp.

Avgörande frågor står på spel. Inom många regionala och globala frågor är EU en viktig aktör. Det säkerhetspolitiska läget, miljön och snabbt ökande reglering och tullar inom handeln är några där valutgången kan ha stor inverkan.

Klimatpolitiken. Den gröna given som föreslogs av kommissionen 2019 är ett initiativ som banar vägen för nettonollutsläpp till år 2050, år 2030 ska EU:s utsläpp minska med 55 procent jämfört med 1990 års nivåer.

Men vägen mot klimatneutralitet och implementeringen av den gröna givn riskerar att bli lång och kantas av motstånd. Det är inte minst energikrisen, ökade kostnader för hushållen och den senaste tidens ökade protester från bönder i Europa bevis på. Böndernas protester handlar delvis om miljöreglering och frågan om vem som ska bära kostnader för åtgärder. Miljöfrågor och även effekterna för jordbruket är frågor som lär fortsätta dyka upp även under nästa mandatperiod. Partier på yttre högerkanten har tydligt visat motstånd mot miljöfrågor och stöttat bönderna. Det kan innebära medvind för dessa partier i valet till parlamentet.

Militärt och ekonomiskt stöd till Ukraina. Det finns ett stöd för både ekonomisk och militär hjälp till Ukraina i parlamentet, även om det finns en del splittring inom vissa partier (vänstern, ID och ECR). Utmaningen är i stället vad som händer om USA:s stöd till Ukraina minskar eller rent av dras in helt efter presidentvalet i november i år. USA:s kongress röstade nyligen igenom ett stödpaket till Ukraina på ca 60 miljarder dollar. Om Trump vinner kommer EU med största sannolikhet behöva stötta Ukraina ännu mer vilket kan leda till komplicerade förhandlingar om resurserna inte räcker till.

Migrationen. För tillfället har parlamentet röstat igenom en lag om striktare regler för migration. Nästa steg är ett godkännande av ministerrådet. Migrationsfrågan är därför inte en lika het valfråga som för fem år sedan, även om medgång för de yttre högerpartierna kan innebära påtryckningar om en ännu stramare migrationspolitik.

Utvidgningen av EU. I december 2023 beslutades att Ukraina och Moldavien ska få inleda medlemskapsförhandlingar med EU. Georgien beviljades samtidigt status som ett kandidatland. Flera partier på yttre högerkanten (inom ID-gruppen) har nära relationer till Kreml. Dessa partier kan därför visa motstånd mot en utvidgning av EU för att hålla sig väl med Ryssland.

Klimatpolitiken på båda sidor om Atlanten. EU:s gröna satsningar var direkta svar på USA:s klimatpaket Inflation Reduction Act (IRA) och Kinas ökade statliga satsningar för att stötta grön innovation (se "Gröna subventioner" i *Nordic Outlook*, augusti 2023 och Tema EU:s gröna giv på sid 12). Även om EU:s och USA:s klimatsatsningar kan ses som en återgång till 1960- och 1970-talets industripolitik med mer statlig inblandning i näringslivet (se temat "Den nya världen" i *Nordic Outlook*, januari 2024) anses de av många vara en nödvändighet för att klara energiomställningen och det strategiska oberoendet. Nu när både EU och USA går till

val kan klimatsatsningarna bli föremål för omförhandlingskrav från båda sidor av Atlanten, särskilt om partierna på högerkanten i valet till Europaparlamentet går framåt och Donald Trump blir president i USA. Även om det framför allt är EU-kommissionen som ansvarar för EU:s utrikespolitik har parlamentet makten att besluta om lagar och förordningar och kan därmed påverka beslut om klimatpolitiken. Partierna på högerkanten lär uppmana till åtgärder som säkrar energiförsörjning och håller nere kostnaderna för konsumenterna.

Sämre handelsrelation med USA. Presidentvalet i USA blir i november avgörande för EU:s handelsrelationer med USA. Oavsett valutgången i Europaparlamentet måste EU förhålla sig till ökade protektionistiska inslag om Trump vinner presidentvalet. Trump har redan sagt att han kommer införa tullar på 10 procent på all import till USA om han blir vald till president. Risken för ett handelskrig med EU och USA är alltså stor. USA är EU:s största exportpartner och givet exportens stora andel av EU:s BNP kan de ekonomiska effekterna av minskad handel bli betydande.

Minska beroendet av Kina. Kina är en viktig handelspartner till EU (största importpartner med 21 procent av total varuimport och tredje största exportpartner med 9 procent av total varuexport). Givet den stora kinesiska marknaden har europeiska företag haft omfattande ekonomiska intressen i Kina och EU har byggt upp nära relationer med Kina på det kommersiella planet. De senaste åren har dock retoriken mellan EU och Kina hårdnat, inte minst när det gäller frågor om konkurrens. Två konkreta exempel är solpaneler och elbilar. EU utreder just nu den kinesiska statens subventioner till elbilar för export. Utredningen väntas bli klar först till hösten, men EU har ändå beslutat att börja tullregistrera kinesiska bilar för att retroaktivt kunna ålägga tullar på dem om utredningen kommer fram till att priserna på dem hålls nere av omfattande statliga subventioner. Konsekvenserna av att billigare kinesiska elbilar konkurrerar ut europeiska elbilar är, förutom effekter på europeisk produktion och sysselsättning, att Europa riskerar att bli beroende av Kina för energiomställningen. Även när det gäller kritiska metaller har EU-parlamentet tagit vissa kliv mot minskat beroende av Kina i och med antagandet av Critical Raw Materials Act (CRMA). CRMA syftar till att garantera tillgången till kritiska mineraler för den gröna och digitala omställningen och minska beroendet av Kina (som är stor tillverkare av dessa mineraler). EU lär även framöver hamna i situationer där rena ekonomiska intressen måste vägas mot säkerhetspolitiska intressen.

Storbritannien

Tufft och utmanande läge inför parlamentsval

Ekonomi fortsätter att utvecklas svagare än i många andra jämförbara länder. Inflationen faller snabbt från höga nivåer och lönetillväxten mattas. Det möjliggör för Bank of England att sänka räntan snabbare än t ex Fed med start i juni. Finanspolitiken är bakbunden oavsett utgången i höstens val av höga skulder och kvarvarande räntemarknadsmissstro.

Brittiska ekonomin fortsätter sin knaggliga väg framåt med stora utmaningar även om läget ser ut att förbättras på vissa håll. Arbetsmarknad, lönetillväxt och inflation bidrar till att Storbritannien fortsätter tappa tillväxtmässigt jämfört med t ex euroområdet. Den strama arbetsmarknaden har gjort att lönetillväxten legat klart högre än i andra ekonomier vilket tvingat Bank of England (BoE) att höja räntan mer i linje med Fed än med andra europeiska centralbanker.

Nyckeltal

Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	4,3	0,1	0,2	1,2
Arbetslöshet*	3,9	4,0	4,3	4,7
Löner	6,1	7,1	3,1	3,1
KPI	9,1	7,3	2,2	2,3
Offentligt saldo**	-4,7	-6,0	-4,6	-3,7
Offentlig bruttoskuld**	100	101	104	106
Styrränta, %***	3,50	5,25	4,25	3,25

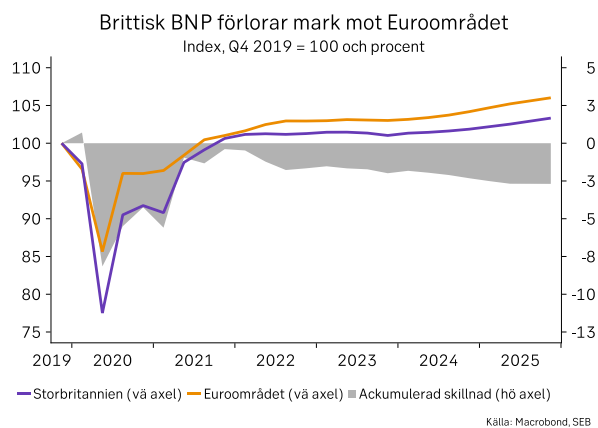
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källa: IMF, ONS, SEB

Efterlängtd avmattning på arbetsmarknaden. Svagt arbetsutbud kvarstår som den stora utmaningen, en effekt av dels Brexit, dels att många lämnade arbetsmarknaden under pandemin. Antal lediga jobb har gradvis minskat det senaste året vilket dämpar trycket på arbetsmarknaden och har bidragit till lägre lönetillväxt. Men kraven på inflationskompensation kvarstår som en uppåtrisk för löner och inflation. En mer måttlig efterfrågan dämpar dock aktiviteten i

tjänstesektorn, som mer eller mindre gått på högvarv de senaste 1–2 åren.

Inflationstakten är på väg ner från tidigare höga nivåer med hjälp av lägre priser på energi och livsmedel. Även kärninflationen faller men hamnar i våra prognoser likväl på 2,4% under 2025, klart högre än jämförbara ekonomier.

Bank of England sänker räntan fyra gånger i år. BoE har dock klargjort att även sänkningar från en hög räntenivå (idag 5,25 procent) innebär att politiken förblir restriktiv. Även om den ekonomiska motvinden lättar förblir arbetsmarknaden fortsatt förhållandevis stram när omställningen av ekonomin efter skilsmässan med EU fortsätter. Det verkar därför troligt att BoE:s styrränta förblir relativt hög jämfört med andra centralbankers.



Svårt läge oavsett regering när ekonomin behöver hjälp. Britterna går antagligen till nationellt val under andra halvan av 2024. Mycket talar för att drygt 14 år av konservativt styre nu bryts. Lokalvalen i början av maj kan ge en tidig fingervisning om vilka förändringar som väljarna vill se. Men oavsett partifärg blir regeringsmakten bakbunden i en tid när ekonomin kräver omfattande stöttning. Offentliga skulden är hög men erfarenheterna från budgetdebaclet i september 2022 håller tillbaka alltför expansiva förslag från Labour. Att en fjärdedel av utstående skuld är inflationskyddad gör också att kompensationen till obligationsägarna går före att stötta ekonomin. Även om vårbudgeten innehöll viss lättnad för hushållen måste den betraktas som återhållsam med tanke på kommande val och opinionsläget för den sittande Tory-regering. Givet att man nu har ett tydligt övertag i opinionen har heller inte Labour kommit med alltför djärva förslag.

Norden

Sverige | sid 38

Snabbt fallande inflation öppnar för en tydlig omläggning av både finans- och penningpolitik – och en stark tillväxt-återhämtning under 2025. Riksbanken sänker räntan i maj och vi fortsätter räkna med totalt fyra sänkningar i år.

Danmark | sid 44

Tillväxten har nästan uteslutande varit driven av nettoexport, medan inhemsk efterfrågan har fallit. Konsumtions- och bostadsindikatorerna förbättras och vi räknar med en tillväxt på 2,5 procent 2024 och 3 procent 2025.

Norge | sid 42

Den ekonomiska aktiviteten är fortsatt tyngd av svag inhemsk efterfrågan. Tillväxten spås dock växla upp under andra halvåret i år. 2025 ger ökad köpkraft, reallöneökningar och lägre räntor stöd åt en återhämtning av BNP.

Finland | sid 46

Motståndskraften i ekonomin är borta. Export och investeringar har minskat rejält. Återhämtningen är långsam och BNP faller i år marginellt. Starkare fastighetsmarknad och ökad export ger en tillväxt på 2 procent 2025.

Sverige

Mycket på rätt plats för en stark vändning 2025

Snabbt fallande inflation öppnar för en tydlig omläggning av både finans- och penningpolitik – och en stark tillväxtåterhämtning under 2025. Utgångsläget är dock svagt och arbetslösheten fortsätter stiga under återstoden av 2024. Men BNP föll mindre än väntat förra året och gryende optimism bland hushåll och företag gör att prognosen för 2024 har justerats upp några tiondelar. Riksbanken sänker räntan i maj och vi fortsätter räkna med totalt fyra sänkningar i år.

BNP föll under 2023 men nedgången var lite mindre än vi räknade med i *Nordic Outlook* januari. Inkommande data tyder dessutom på lite starkare tillväxt även i år och prognosen har justerats upp från 0,1 till 0,5 procent. Upprevideringen i år förklaras främst av högre investeringar och export men lägre inflation och hopp om lägre bostadsräntor gör också att hushållen blivit betydligt mer optimistiska. En relativt kraftig finanspolitisk stimulans under 2025 ger förutsättningar för en snabbare återhämtning för hushållens konsumtion. Inflationen har fortsatt att falla snabbt under inledningen av 2024 och vi fortsätter att räkna med en första sänkning från Riksbanken i maj. Prognosen att räntan sänks till 3,00 procent i slutet av 2024 och 2,25 procent i slutet av 2025 ligger fast, men sänkingscykeln bedöms bli lite mer utdragen är vi tidigare räknat med.

Nyckeltal

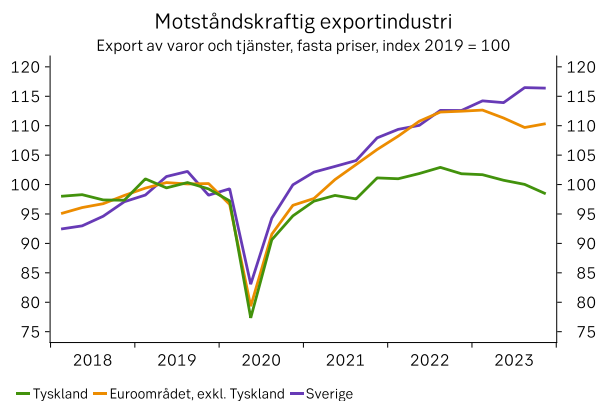
Procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,7	-0,2	0,5	2,8
Arbetslöshet*	7,5	7,7	8,5	8,5
Löner	2,8	3,8	3,8	3,5
KPIF	7,7	6,0	2,0	2,0
Offentligt saldo**	1,2	-0,5	-1,5	-1,0
Offentlig bruttoskuld**	32,9	30,8	32,5	33,3
Inlåningsränta, %***	2,50	4,00	3,00	2,25

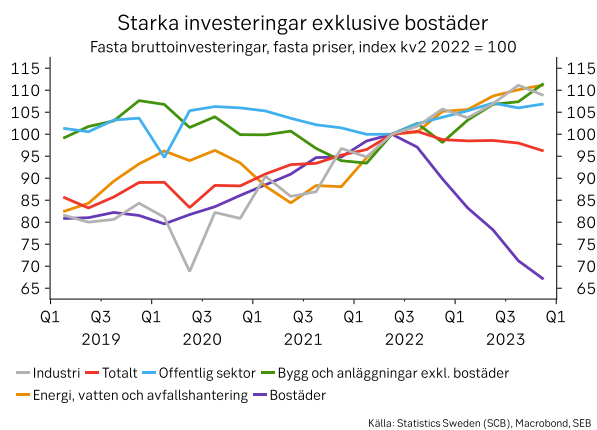
*% av arbetskraften, **% av BNP, *** vid årets slut. Källor: Eurostat, SEB

Industrin fortsätter stå emot nedgången i Europa.

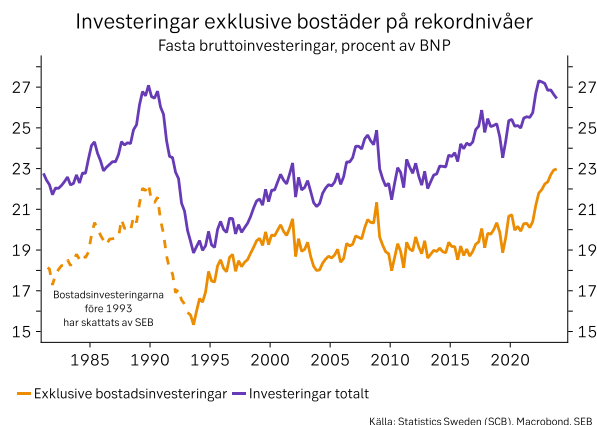
Trots att efterfrågan i Europa sladdar så har exporten fortsatt att stiga. Att den europeiska nedgången drivs av Tyskland, som fortsatt är Sverige viktigaste exportmarknad, gör att utvecklingen är förvånande stark. En svag krona är antagligen en förklaring, men historisk har växelkursen inte varit tillräcklig för att helt undvika ett exportfall. Motståndskraften är relativt bred men stora uppgångar för fordons- och läkemedelsindustrin är viktiga förklaringar. Trots fortsatt svag tillväxt i Europa tyder stigande sentimentsindikatorer på att exporten kommer fortsätta att växa, eller till och med tillta något under 2024. När återhämtningen tar lite mer fart under 2025 stiger tillväxten ytterligare. Totalt växer exporten med 3,5 procent i år och 5 procent 2025.



Starka investeringar – exklusive bostäder. Fasta bruttoinvesteringarna har fallit svagt sedan början av förra året drivet av en stor nedgång för bostadsinvesteringarna. Totala investeringar föll med 1,5 procent under 2023, vilket var betydligt mindre än väntat på grund av en ganska bredbaserad tillväxt för övriga investeringar med stora uppgångar för industri, energiproduktion och offentlig sektor.



Rekordhög investeringsandel. Om bostäder exkluderas var investeringarnas andel av BNP den högsta sedan åtminstone början av 1980-talet. Den uppdrivna nivån talar för att investeringarna saktar in under 2024, men investeringarnas andel av BNP fortsätter vara hög. Dessutom väntas bostadsinvesteringarna fortsätta att falla under hela 2024 och vi räknar med ett fall på totalt 3 procent i år. Under 2025 planar bostadsinvesteringarna ut samtidigt som övriga investeringar börjar stiga igen och totalt stiger investeringarna med 3 procent.

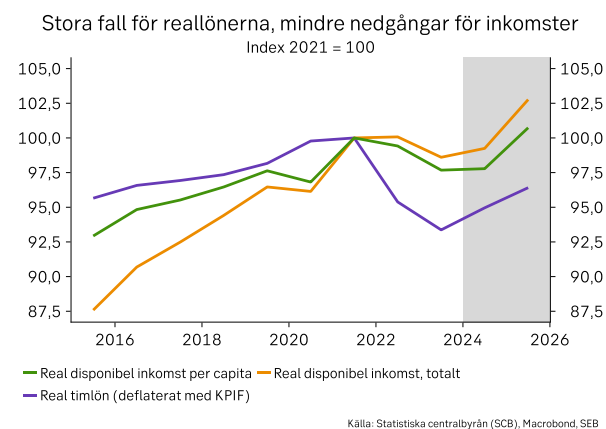


Stora konsumtionsfall – i fasta priser

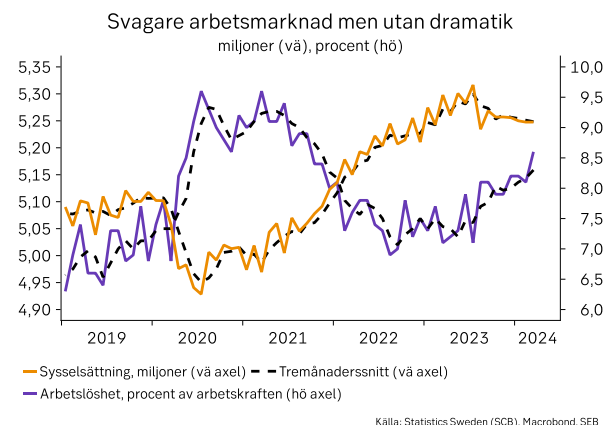
Hushållens konsumtion föll med nästan fyra procent mellan mitten av 2022 och tredje kvartalet förra året. Nedgången är stor i ett historiskt perspektiv, nästan i paritet med fallen i början av 1980-talet och 1990-talet. På samma sätt som då drivs nedgången av brant stigande priser, medan konsumtionen i löpande priser fortsatt att stiga. När inflationen nu bromsar in har konsumtionsvolymen vänt uppåt och under fjärde kvartalet i fjol steg den med 0,7 procent. Fallande inflation gör att hushållens reala inkomster åter börjat stiga vilket tillsammans med förväntade räntesänkningar fått tillförsikten att stiga betydligt bland hushåll och i detaljhandeln. Nivåerna är dock än så länge låga och SCB:s månatliga konsumtionsindikator tyder på ett bakslag med fallande konsumtion under första kvartalet i år. Det mesta talar dock för att nedgången är tillfällig och lägre räntor i kombination med en expansiv finanspolitik gör att förutsättningarna för en stark konsumtionsåterhämtning 2025 är goda.

Sysselsättning och finanspolitik räddar totala hushållsinkomst. De reala timlönerna föll med nästan 10 procent under 2022 och 2023 och nivån i slutet av 2025 är fortfarande tre procent lägre än 2021 och än mer under den historiska trenden, trots en god återhämtning under 2024 och 2025. Hushållens reala disponibla inkomster är dock högre 2025 än 2021 vilket delvis förklaras av finanspolitiskt stöd men främst av att

befolkning och sysselsättning fortsatt att öka i en hög takt. Både sysselsättning och befolkningstillväxt blir dock betydligt lägre under 2024 och 2025 vilket dämpar återhämtningen för de reala inkomsterna.



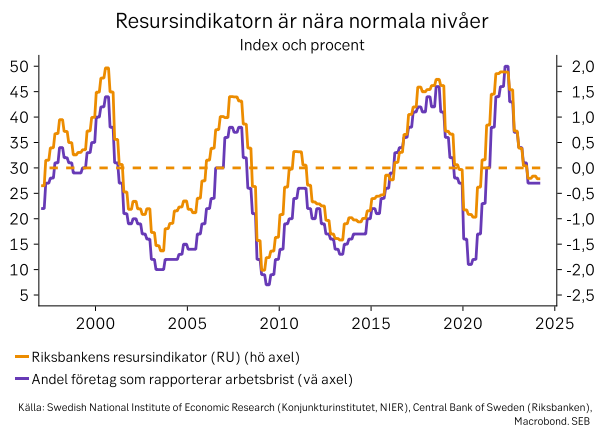
Bopriser vänder upp, men i långsam takt. Bostadspriserna har fortsatt att röra sig i sidled men signalerna om att priserna kommer vända uppåt har blivit fler. T ex har SEB:s Boprisindikator stigit fem månader i rad till en nivå lite över det historiska snittet och omsättningen på bostadsmarknaden har börjat komma igång. Vi fortsätter räkna med gradvis stigande priser från mitten av 2024 och bedömer att priserna ökar med fyra procent under 2025. Lägre nybyggnation kan på sikt ge visst stöd men ännu hålls utbudet uppe av svårsålda nyproducerade lägenheter där projekten drog igång innan senaste årets nybyggnationskollaps.



Svagare arbetsmarknad men ingen kollaps

Svag eller fallande BNP har med en lite längre fördröjning än vanligt medfört att arbetsmarknaden försvagas och under de senaste 6–9 månaderna har arbetslösheten stigit med ca 0,7 procentenheter. Sysselsättningen har fallit med ungefär en procent efter att ha varit oväntat stark under första halvan av 2023. Försvagningen av arbetsmarknaden är tydlig men inte dramatisk och kortsiktiga indikatorer som antalet varsel och företagens anställningsplaner har dessutom

stabiliserats i början av 2024. Vi räknar med att arbetslösheten fortsätter stiga under det närmaste halvåret, men när tillväxten tar fart 2025 så faller den tillbaka till ungefär dagens nivåer. Riksbankens resursindikator, som främst grundar sig på andelen företag med brist på arbetskraft enligt KI:s barometer, har fallit från rekordhöga nivåer i mitten av 2022 till nu strax under det historiska snittet. En i ett historiskt perspektiv måttlig nedgång i resursutnyttjande stöder bilden av en relativt mild konjunkturedgång.

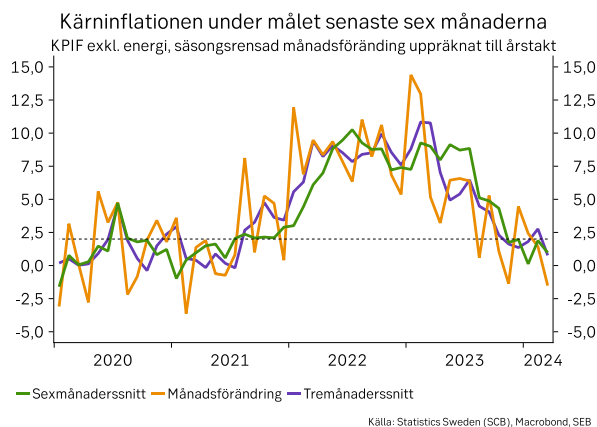


Timlönerna steg ytterligare i slutet av förra året, enligt konjunkturlönestatistiken, till strax under 4,5 procent. Jämfört med bedömningen när avtalen slöts har löneökningarna ändå varit lite lägre än väntat och från april kommer det lägre avtalet för år två att träda i kraft. Löneökningstakten bedöms då bromsa till lite över 3,5 procent. Nästa avtalsrunda börjar gälla från april 2025 och inflationstaktens nedgång minskar risken för att löneökningarna tar fart på nytt. De senaste årens stora reallönefall talar dock för att avtalen hamnar högre än de låga nivåerna från före pandemin. Vår prognos att totala lönerna ökar med 3,5 procent 2025 är fortfarande rimlig.

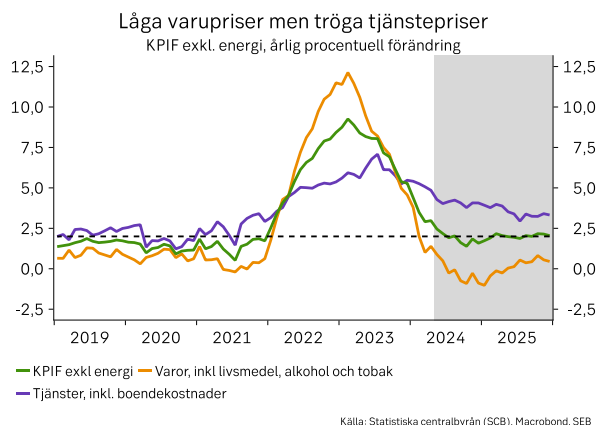
Inflationen närmar sig målet

Efter en sen start har inflationstaktens nedgång tagit fart ordentligt. De månatliga ökningstalen för KPIF exklusive energi har varit bland de lägsta bland jämförbara länder, även om säsongjustering av svensk inflation är vanskelig på grund av hög volatilitet och ett säsongsmönster som över tiden ändrats betydligt. Månadsförändringen i mars, i uppräknad årstakt, var nära en procent för både tre- och sexmånadersgenomsnitten. Månadsförändringar har varierat mellan minus två och plus fem procent och vår bedömning är att den låga inflationen i början av året överdriver den underliggande trenden. Men utvecklingen är en påminnelse om att inflationen i alla fall tillfälligt riskerar att falla för långt. Årsförändringen för KPIF exklusive energi, livsmedel alkohol och tobak föll till 3,5 procent i

mars och är nu bara drygt en halv procent högre än motsvarande kärninflationsmått i euroområdet.



Fortfarande hög tjänsteinflation. Nedgången i inflation drivs framför allt av priserna på livsmedel och andra varor. Tjänsteinflationen är fortfarande hög men har under inledningen av 2024 också visat tecken på att falla. Fallande varupriser är en nedåtrisk för inflationen trots att växelkursen kommer fortsätta ge positiva inflationsbidrag under hela 2025. Enligt våra beräkningar kulminerade dock växelkurseffekten i början av 2024, trots den senaste tidens kronförsvagning. Högre hyresökningar, höjda administrativa priser och ovanligt stora höjningar av indirekta skatter på alkohol och tobak bidrar till att lyfta inflationen med drygt 0,5-0,6 procentenheter i år jämfört med före pandemin. Ökningstakten avtar under 2025 men framför allt hyror ser ut att fortsätta att öka i hög takt. Sammantaget väntas KPIF exklusive energi tillfälligt hamna en bit lägre än både Riksbankens prognos och inflationsmålet under andra halvan av 2024.



Lägre energipriser. Energipriserna bedöms falla svagt både i år och nästa år, trots att både el- och oljepriserna stigit i samband med geopolitisk oro. Terminspriserna på el under 2024 och 2025 är nära snittnivåerna från före pandemin. Minskad reduktionsplikt och lite lägre skatt

på drivmedel bidrog till att bränslepriserna föll i början av året.

Gradvisa räntesänkningar, första i maj

Efter att KPIF exkl. energi fallit med fyra tiondelar mer än Riksbankens prognos i mars är sannolikheten hög för en räntesänkning i maj. En svag krona oroar visserligen och direktionen hade antagligen gärna sett att ECB gått före. Samtidigt har ECB varit tydliga med att räntan kommer sänkas i juni och den låga inflationen gör att ribban för när växelkursen förhindrar en majsänkning har höjts betydligt. Vi räknar dock med att direktionen kommer att säga att planen att sänka räntan gradvis ligger fast och därmed skruva ned förväntningarna på att räntan sänks igen redan i juni. Inflationutfallen under våren och sommaren kommer bli avgörande för hur snabbt räntan sänks men vi har flyttat fram vår prognos på den andra räntesänkningen till augusti från juni. Vi fortsätter dock räkna med att räntan sänks fyra gånger i år och ytterligare tre gånger under 2025 till 2,25 procent i oktober nästa år.

Lite mer sänkningar från Riksbanken än från ECB

2024-2025. Osäkerheten om hur snabbt och hur långt räntan kommer att sänkas är stor. Inflationens utveckling kommer vara viktigast, men även andra centralbankers agerande kommer påverka då Riksbanken vill undvika att bidra till att en redan svag krona försvagas ytterligare. Att konjunkturedgången ser ut att bli mindre allvarlig och kortvarigare än väntat gör det också lättare för direktionen att acceptera att inflationen hamnar under målet under en tid. Samtidigt kommer trycket från politiker och arbetsmarknadens parter att sänka räntan att vara stor, inte minst på grund av den kraftiga inbromsningen för bostadsbyggandet.

Mer finanspolitik nu när inflationen fallit

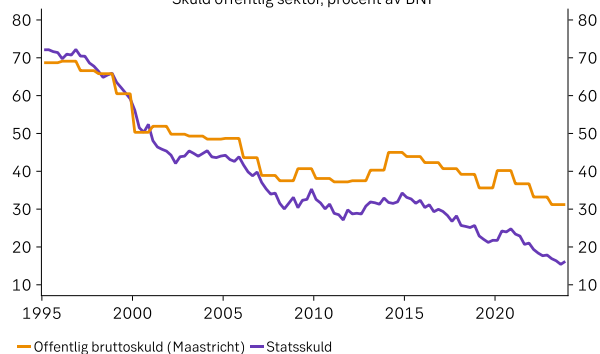
Regeringens vårproposition från i april innehöll 17 miljarder i ökade utgifter för innevarande år, med bland annat ytterligare sju miljarder till kommuner och regioner. Regeringen säger att den fallande inflationen öppnar för en mer expansiv finanspolitik men att det fortfarande är för tidigt för en mer omfattande stimulans. Enligt regeringens och Konjunkturinstitutets beräkningar så är finanspolitiken ganska neutral för tillväxten under 2024, men starka statsfinanser och låg offentlig skuldsättning öppnar för en expansiv finanspolitik i budgetpropositionen för 2025 som presenteras i september i år. Konjunkturinstitutet bedömer att utrymmet för ofinansierade åtgärder är 40 miljarder under 2025 men vi tror att den totala de ofinansierade utgifterna snarare kommer att öka med 60-80 miljarder (1-1,5 procent av BNP). Sänkta skatter och - i mindre utsträckning - ökade bidrag till hushållen

och mer pengar till kommuner och regioner blir de viktigaste åtgärderna.

Budgetsaldo har åter överraskat positivt. Efter att ha varit lite svagare än väntat i slutet av 2023 har statens finanser återigen blivit starkare. Statens budgetsaldo var under februari och mars ca 30 miljarder högre än riksgäldens prognos, främst på grund av oväntad höga skattebetalningar. Statens finansiella sparande visar visserligen ett underskott, men främst till följd av ett svagare konjunkturläge än normalt. Den offentliga sektorns bruttoskuld föll till 30,8 procent av BNP i slutet av 2023, en större nedgång än väntat. Statens skuld föll till 16 procent av BNP och det är främst kommunsektorns upplåning som under de senaste åren hållit uppe den offentliga sektorns skuldkvot.

Balansmål istället för överskottsmål? Det pågår en utredning om överskottsmålet på 0,3 procent av BNP för offentlig sektor ska ändras. Troligen kommer regeringen föreslå att målet sänks till ett balansmål vilket skulle öka budgetutrymmet med ca 20 miljarder. Riksdagen har beslutat om ett skuldankare på 35 procent av BNP och det är tveksamt om en övergång till balansmål för den offentliga sektorn är tillräckligt för att på sikt förhindra att bruttoskulden faller ytterligare. Om den offentliga sektorns skuld underskrider ankaret med mer än 5 procentenheter ska regeringen förklara för Riksdagen hur avvikelsen ska hanteras. En annan strukturell fråga är hur trenden med ökande skuld i kommunal sektor ska vägas mot den fallande och redan mycket låga statsskulden. Konjunkturrell försvagning av statsfinanserna och upplåning för att rekapitalisera Riksbanken med ca 45 miljarder gör att motsägelsen mellan skuldankaret och målet för budgeten kan skjutas lite på framtiden. Det återstår att se om utredningen (presenteras i höst) ens tar upp den långa nedåtgående statsskuldstrenden och att den offentliga skulden domineras av kommuner och regioner.

Låg offentlig skuld och ännu lägre statsskuld
Skuld offentlig sektor, procent av BNP



Källa: Statistiska centralbyrån (SCB), Macrobond, SEB

Norge

Svag men stabil tillväxt

Den ekonomiska aktiviteten är fortsatt dämpad, tyngd av svag inhemsk efterfrågan, men tillväxten spås växla upp under andra halvåret i år. Under 2025 ger ökad köpkraft, reallöneökningar och lägre räntor stöd åt en återhämtning av BNP, som växer i linje med trend. Kärninflationen fortsätter falla under våren men höga löner gör nedgången långsammare än i många andra länder, vilket får Norges Bank att avvakta med en räntesänkning fram till september.

Den ekonomiska aktiviteten har varit överraskande motståndskraftig och nedgången i BNP-tillväxt oväntat mild. Fastlands-BNP växte med 0,7 procent under 2023 och utsikterna ser fortsatt svaga men stabila ut, utan tecken på en kraftig nedgång. Svagheten drivs framför allt av dämpad inhemsk efterfrågan, särskilt stora nedgångar i byggnadsinvesteringarna. Norges Banks regionala nätverk indikerar att företagen spår oförändrat läge i den ekonomiska aktiviteten fram till sommaren, men också att stora skillnader mellan de olika sektorerna består. Under andra halvåret växlar tillväxten emellertid upp med stöd av reallöneökningar och ökad konsumtion. Fastlands-BNP ökar med 0,6 procent under 2024 och växer i linje med trend under 2025. Total BNP fortsätter att få stöd av hög aktivitet i oljesektorn och växer med 1,7 procent i år och 2,1 procent under 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

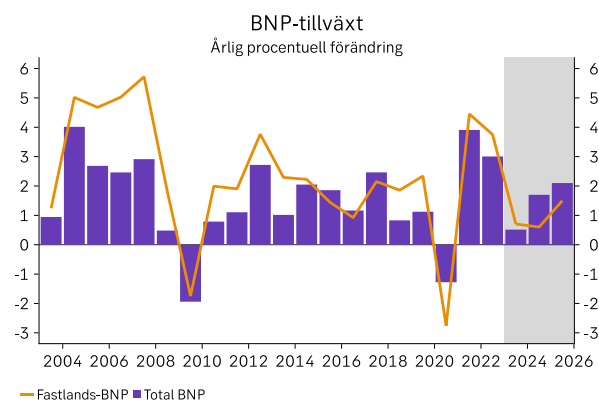
*% av arbetskraften. Källa: Macrobond, SEB

Hög aktivitet i oljesektorn dämpar nedgång

Den finanspolitiska impulsen beräknas uppgå till 0,4 procentenheter av fastlands-BNP 2024, men justerat

för utlandsrelaterade utgifter är budgeten neutral. Regeringen presenterar en budget för 2025 först i oktober men har annonserat satsningar om ytterligare 600 miljarder kroner fram till 2036 på att förstärka och bygga ut försvaret. Satsningarna kommer att finansieras av intäkter från petroleumsektorn och påverkar därför inte statskulden.

Investeringstakten sjunker. Höga investeringstal i den petroleumrelaterade verksamheten fortsätter att ge stöd åt den ekonomiska tillväxten både i den egna sektorn och i ekonomin som helhet. Under 2023 växte investeringarna i olje- och gassektorn med 10,5 procent och vi förväntar oss att den höga tillväxttakten håller i sig även i år. En betydande del av den höga investeringstakten förklaras av de skattesubventioner som regeringen lanserade under pandemin och som avslutades vid utgången av 2022. I takt med att de projekt som initierades under perioden avslutas avtar dock tillväxten och faller under 2025. Offentliga investeringar väntas öka något snabbare än tidigare, särskilt på grund av satsningarna på försvaret. Bostadsinvesteringarna har rasat med 27 procent sedan toppen andra kvartalet 2021 men det finns tecken som tyder på att nedgången avtagit. Lägre kostnader och högre bostadspriser ger stöd åt bostadsinvesteringarna under slutet av 2024 och senare.



Svag utländsk efterfrågan dämpar exporttillväxten.

Den svaga växelkursen ger en ökad konkurrenskraft och agerar stötdämpare för exportörer av traditionella varor. Svag utländsk efterfrågan tynger dock exporten som väntas bli lägre i år jämfört med tidigare. Under nästkommande år accelererar emellertid den globala tillväxten vilket leder till högre export än vi tidigare förutspått under 2025. Låg inhemsk efterfrågan håller samtidigt tillbaka importen och nettoexporten bidrar positivt till BNP under både 2024 och 2025.

Stigande bostadspriser trots högt ränteläge

Bostadspriserna har stigit överraskande snabbt under inledningen av året. Förväntningar om flera och tidiga räntesänkningar har sannolikt bidragit till uppgången, men ett lågt bostadsbyggande och begränsad omsättning ger också stöd. Ränteläget är dock fortsatt högt och marknadens förväntningar om när de första räntesänkningarna kommer har senarelagts. Vi tror att det innebär att tillväxttakten i bostadspriserna avtar jämfört med första kvartalet i år men tilltar igen när Norges Bank påbörjar räntesänkningar under hösten. Bostadspriserna stiger med 2,1 procent i år men accelererar till 5,2 procent nästa år.

Stigande reallöner i stram arbetsmarknad

Arbetslösheten har varit närmast oförändrad under en längre tid men underliggande data tyder alltså på en gradvis avkyllning. Enligt Arbeids- og velferdsetaten (NAV) steg den registrerade arbetslösheten ifjol 0,2 procentenheter till 1,9 procent, där den sedan har legat oförändrad i över ett halvår. Sysselsättningsgraden är fortsatt hög, även om andelen sysselsatta är något lägre än under 2022.

Överenskommelse i avtalsrörelsen. Lönerna ökade med 5,2 procent i fjol, vilket innebär tre år i rad med negativa eller oförändrade reallöner. Årets löneförhandlingar är ännu inte helt avslutade, men det inflytelserika industriella lönemärket har satts till 5,2 procent efter en överenskommelse mellan Fellesförbundet (LO) och Norsk Industri (NHO). Trots stora skillnader mellan olika sektorer i både lönsamhet och aktivitet är det sannolikt med en genomsnittlig lönetillväxt i linje med märket, och vi förväntar oss endast en marginell positiv löneglidning. En stram arbetsmarknad i kombination med hög aktivitet i oljesektorn talar för fortsatta reallöneökningar under 2025. Vi spår att lönerna stiger med 5,3 procent 2024 och 4,0 procent under 2025.

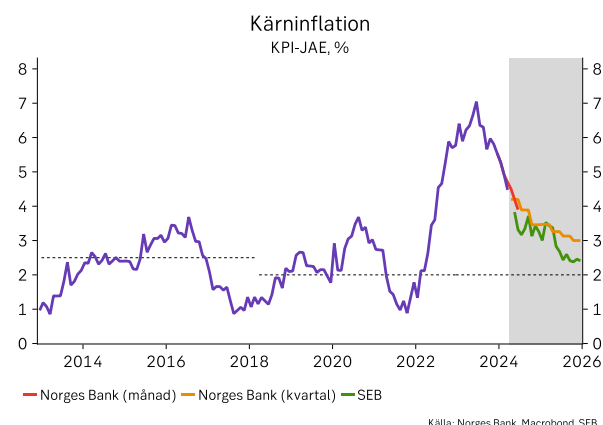
Dämpat sentiment bland hushållen

Höga räntor och fortsatt förhöjd inflation begränsar hushållens disponibla inkomst och köpkraft under stora delar av året. Hushållens konsumtion har därför minskat markant, särskilt varukonsumtionen, men nedgången är ändå mildare än väntat givet den höga räntekänsligheten i den norska ekonomin. Tjänstekonsumtionen har, i reala termer, stigit ungefär i linje med sin historiska trend, trots höga kostnader. Den starka arbetsmarknaden har sannolikt bidragit till motståndskraften, och hushållens minskande sparandebuffertar talar för att konsumtionen delvis upprätthålls av sparade medel. Sentimentet är emellertid dämpat bland såväl hushåll som i

detaljhandeln, vilket talar för en fortsatt låg konsumtion. Reallöneökningar, lägre inflation och sänkta räntor leder till att hushållens konsumtion återhämtar sig och stiger mer nästa år, men en något svagare arbetsmarknad och återuppbyggnad av sparbuffertar begränsar konsumtionstillväxten till 1,5 procent under 2025.

Kärninflationen faller långsammare än i många andra länder.

KPI-JAE (KPI exklusive skatter och energi) har fallit markant det senaste året och sjönk till 4,5 procent i mars. Det är alltså högt över målet på 2 procent och en ihållande efterfrågan i tjänstesektorn i kombination med hög lönetillväxt väntas innebära en långsammare återgång i kärninflationen än i många andra länder. Trots att vi förväntar oss en fortsatt nedgång i inflationen närmar sig KPI-JAE inflationsmålet först under slutet av 2025. Den svaga norska kronan utgör också en risk för att den importerade inflationen förblir hög, och ökar dessutom risken för ett högre lönetryck i petroleumsektorn. Vi tror emellertid att en avmattning i globala varupriser, särskilt för livsmedel, leder till att inflationen faller snabbare än Norges Bank har i sina prognoser under andra halvåret 2024 och vidare in i 2025.



Inflationen har fallit snabbare under vintern än Norges Bank väntat sig, och vi tror att nedgången fortsätter under både 2024 och 2025. Samtidigt tyder mycket på att lönetillväxten blir högre än Norges Bank väntat sig under 2024, vilket måste vägas mot lägre inflation i närtid. Dessutom utgör den svaga norska kronan ett problem för Norges Bank, som tydligt uttryckt att en svagare växelkurs kan bidra till högre inflationstryck och därmed leda till att styrräntesänkningar skjuts på framtiden. Vi tror att löneökningarna och den svaga norska kronan gör att Norges Bank väntar till september med att sänka räntan, men senarelagda räntesänkningar i omvärlden kan leda till att det dröjer längre än så. Vi räknar med två sänkningar under 2024 och ytterligare fyra under 2025, så att styrräntan når 3 procent vid slutet av nästa år.

Danmark

Tillväxten breddas till mer än läkemedel

Tillväxten fortsatte att överraska med ett starkt fjärde kvartal i fjol. Men tillväxten var ovanligt smal och drevs uteslutande av nettoexporten, medan inhemsk efterfrågan föll. Vi räknar inte med att exportökningen fortsätter. Konsumtions- och bostadsindikatorerna förbättras och vi räknar med att tillväxten tar ny fart under prognosperioden till 2,5 procent 2024 och 3 procent 2025.

Fjölåret avslutads med stark tillväxt. BNP-statistiken för fjärde kvartalet var starkare än väntat med en kvartalsförändring på hela 2,6 procent, inte minst drivet av att exporten steg med hela 7,5 procent. Det lyfte helårssiffran för 2023 till 1,9 procent, vilket ger ett betydande bidrag som spiller över till 2024; även om BNP är oförändrad under årets fyra kvartal blir tillväxttakten för hela året 1,9 procent. Då vi fortfarande räknar med en gradvis ökning av inhemsk efterfrågan under innevarande år reviderar vi upp 2024 till 2,5 procent i BNP-tillväxt, men håller fast vid prognosen för 2025 på 3,0 procent.

Nyckeltal

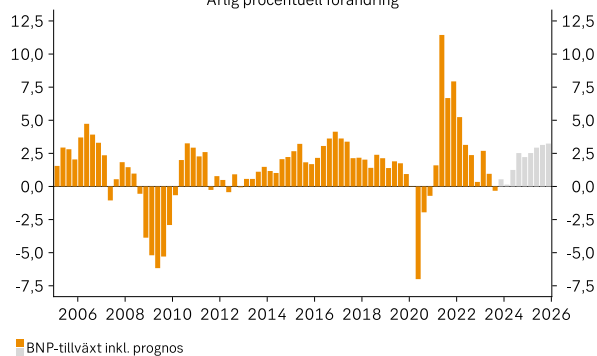
Årlig procentuell förändring

	2022	2023	2024	2025
BNP	2,8	1,9	2,5	3,0
KPI	7,7	3,3	1,4	1,8
Löner	2,6	3,3	3,6	4,1
Offentlig sektors saldo*	3,4	3,0	3,5	4,0
Offentlig sektors skuld*	29,8	30,0	29,0	27,0
Bytesbalans*	13,3	10,9	10,0	9,0
Styrränta (CD rate), %	1,75	3,35	2,60	2,10

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

Ökad osäkerhet om statistiken. BNP-statistiken har varit ovanligt volatil de senaste åren. Det beror på att säsongsjusteringen starkt påverkats av nya mönster under pandemin och inflationschockerna. Den kvartalsvisa tillväxtprofilen har också påverkats av flera stora patentköp de senaste två åren. Vi är därför extra försiktiga med att inte övertolka enskilda kvartal.

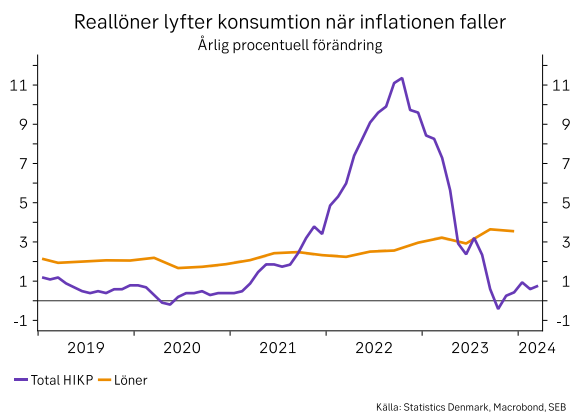
Starkt fjärdekvartal lyfter BNP-prognosen
Årlig procentuell förändring



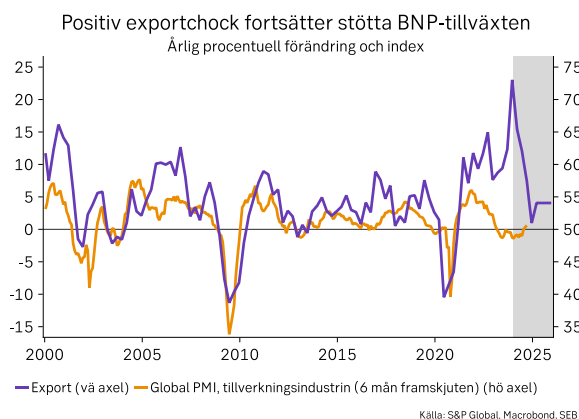
Källa: Macrobond, SEB

Obalanserade tillväxtdrivkrafter. Den oväntat starka BNP-tillväxten 2023 var resultatet av ett ovanligt tillväxtmönster. Exporten växte med hela 13,4 procent och när importen "bara" ökade med 8,6 procent innebar det att nettoexporten t o m översteg den totala BNP-tillväxten; resten av ekonomin utvecklades svagt. Även om konsumtionen tog fart mot slutet av året steg den med måttliga 1,0 procent för helåret. Offentlig konsumtion var oförändrad medan investeringar minskade med 5 procent, bland annat drivet av nedgång i bostadsbyggande och investeringar i maskiner och utrustning. Vi väntar oss att exporten återgår till en mer normal tillväxtbana under prognosperioden, medan inhemsk efterfrågan tar över som den främsta drivkraften, men vi ser risker för att det tar längre tid för exporten att normaliseras.

Reallöner lyfter konsumtionen. Hushållens konsumtion tog fart under vintern, och kvartalsförändringen på 2,0 procent under fjärde kvartalet 2023 var den snabbaste ökningstakten sedan återöppningsboomen andra kvartalet 2021. Statistiken för detaljhandeln de första månaderna i år tyder på fortsatt återhämtning. I genomsnitt ökade detaljhandeln med mer än 3 procent i årstakt under de första två månaderna 2024. Den främsta drivkraften verkar vara stigande inkomster. Inflationen har stabiliserats mellan 0 och 1 procent, medan lönerna stiger med 3,5 procent, vilket ger den starkaste reallöneökningen på många år, om än från en nedpressad nivå efter tidigare inflationschock. Sysselsättningen är rekordhög och växer fortfarande, vilket också bidrar positivt till konsumtionsutvecklingen. Konsumentförtroende ligger fortfarande långt under normala nivåer, men har åter börjat stiga. Samtidigt har bostadspriserna verkat fortsatt öka trots höga bolåneräntor och införandet av nya skatteregler. Vi räknar därför med att konsumtionen förbättras ytterligare både i år och under 2025, och ersätter nettoexporten som främsta tillväxtmotor.



Kan exportmiraklet bestå? Det som gör att tillväxtnmönstret i Danmark sticker ut de senaste åren är uppgången i export och industriproduktion samtidigt global efterfrågan varit dämpas. Det beror främst på framgångarna för läkemedelsindustrin och särskilt Novo Nordisks nya fetmaprodukter. Industriproduktionen har stigit med 30 procent sedan 2021, men räknar vi bort läkemedel har den snarare minskat med cirka 2 procent, vilket är mer i linje med produktionen i resten av EU. Det verkar därför rimligt att ur ett tillväxtperspektiv anta att den här positiva exportchocken bör vara tillfällig.

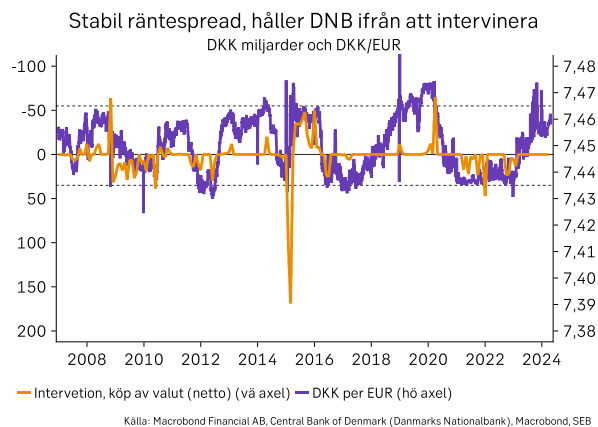


Vid något tillfälle kommer efterfrågan på de nuvarande storsäljande produkterna att plana ut, och vi kan inte utgå från att nya produkter ger liknande effekter framöver, även om vi inte tror att vi är vid den tidpunkten ännu. Novo Nordisk kan fortfarande inte möta efterfrågan och ökar produktionen 2024, vilket tyder på att den positiva exportchocken fortsatt bidrar starkt till BNP i minst 1-2 år till.

Starka interna och externa balanser. Uppgången för läkemedelsexporten har stärkt landets externa balanser och bytesbalansöverskottet ligger över 10 procent för andra året i rad efter att containerfraktboomen 2022 avtog. Om överskott i bytesbalansen på mer än 10 procent av BNP består skulle man kunna argumentera för att finanspolitiken bör verka för att minska sparandeöverskottet för att stötta grundförutsättningarna för valutapeggen. Med

ett budgetöverskott på cirka 3 procent av BNP utgör de offentliga finanserna inte något större hinder. Men den tillfälliga karaktären av en koncentrerad exportboom för läkemedel och en gradvis förbättring av inhemsk efterfråga stöder dock en mer balanserad strategi eftersom vi tänker oss att överskottet i bytesbalansen kommer att minska över tiden. Regeringen har presenterat planer på att öka utgifterna för försvaret, men den övergripande finanspolitiken är inte planerad att vara expansiv.

Stabil styrränteskillnad. Om något tyder Danmarks grundläggande förutsättningar på att danska kronan (DKK) står inför ett mer långsiktigt apprecieringstryck. Det stora bytesbalansöverskottet ger ett pågående inflöde av kapital, medan starka offentliga saldon och låg inflation framhäver ekonomisk stabilitet. Det långsiktiga apprecieringstrycket är också anledningen till att den danska styrräntan ligger 40 punkter under ECB:s. Växelkursen DKK/EUR försvagades dock tillfälligt i höstas till nivåer där Nationalbanken (DNB) normalt brukar intervensera. Efter en kort återhämtning under vintern utan interventioner har den återgått till den nivån i samband med senaste tidens nedgång i global riskaptit. Det ökar möjligheten att DNB kan minska skillnaden något i samband med ECB:s kommande räntesänkningar. DNB har dock fortfarande inte tvingats ingripa, och vi väntar oss att skillnaden mellan styrräntorna förblir stabil under 2024.



Finland

Stort fall i bostadsbyggandet

Motståndskraften mot hög inflation och stigande räntor har upphört och både exporten och investeringarna har minskat rejält. Återhämtningen väntas inte gå snabbt och i år minskar BNP marginellt. Att förtroendet för fastighetsmarknaden förbättras igen i kombination med ökad export innebär att BNP ökar med 2 procent nästa år.

Svag efterfrågan dämpar produktionen. Även om industriproduktionen uppvisat större motståndskraft än genomsnittet i euroområdet fortsätter en minskad orderingång att påverka företagen negativt. Det har visserligen skett förbättringar i den viktiga pappers- och massaindustrin, men nu är istället den också betydelsefulla elektroniksektorn drabbad. Trots tecken på att efterfrågan kan ha bottnat förblir efterfrågan svag, vilket utmanar den sencykliska tillverkningsindustrin. Exporten faller med drygt 2 procent i år för att återhämta sig med 3 procent 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

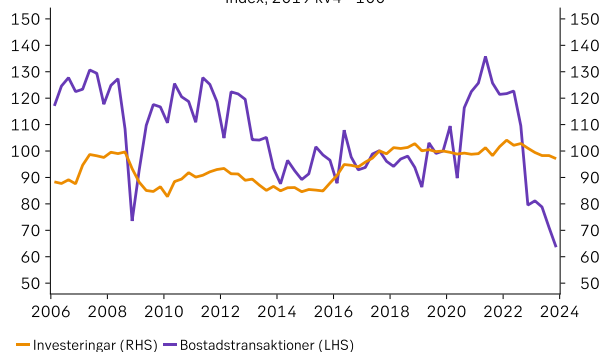
	2022	2023	2024	2025
BNP	1,3	-1,0	-0,2	2,0
Hushållens konsumtion	1,8	0,4	0,7	1,5
Export	3,6	-1,7	-2,2	3,0
Arbetslöshet*	6,8	7,2	7,7	7,3
Löner	2,4	4,2	3,5	2,5
Inflation	7,2	4,3	1,0	1,5
Offentligt saldo**	-0,8	-2,7	-3,5	-3,0

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

Byggandet har nästan stannat av. Även investeringarna och särskilt bygginvesteringarna, har varit svaga. I januari i år utfärdades endast 331 bygglov, den lägsta nivån på nästan 30 år. Antalet bostadsaffärer under fjärde kvartalet 2023 var uppgick till ungefär hälften av nivån 2021. Näringslivet fortsätter att vara försiktiga med nya investeringar trots

förväntningar om räntesänkningar. Vi räknar med att investeringarna minskar med ytterligare 2 procent i år. Investeringarna ökar med 4 procent 2025, men den stora återhämtningen av byggandet dröjer troligen till 2026.

Tvårnitet på bostadsmarknaden och fallande investeringar
Index, 2019 kv4 = 100



Källa: Statistics Finland, Macrobond, SEB

Temporär uppgång i arbetslösheten. Trots vissa uppsägningar inom tillverkningsindustrin fortsätter arbetsmarknaden att vara robust. Arbetslösheten uppgick till 7,7 procent i februari, vilket är en procentenhet högre jämfört med ett år tidigare. Arbetslösheten är dock relativt låg i ett historiskt perspektiv. Arbetslösheten väntas toppa de kommande månaderna och når i genomsnitt 7,7 procent 2024 för att sjunka till 7,3 procent 2025. När bristen på arbetskraft åter blir verklighet kommer frågan om det låga arbetskraftsdeltagandet väckas till liv igen. Regeringen har genomfört en del reformer den senaste tiden, men mer krävs för att avsevärt öka deltagandet.

Ökade inkomster stöttar konsumtionen. Sista kvartalet 2024 steg indexet för löner med 5 procent, vilket är den högsta siffran sedan år 2008. I år dämpas ökningen, men blir ändå 3,5 procent. Den snabba inkomstökningen stöttat hushållens konsumtion, vilken var ekonomins främsta drivkraft 2023. Hushållens konsumtion väntas öka mer i år och med en tillväxt på 0,7 procent överträffar konsumtionen såväl exporten som investeringarna. Hushållens konsumtion stöttas också av den låga inflationen som i år endast blir 1,0 procent i genomsnitt.

Fler åtstramningar av de offentliga finanserna. Det växande budgetunderskottet har tvingat regeringen att minska vissa sociala förmåner. Även sänkningar av ålderspensioner och nya skatter – inklusive högre moms – står på agendan. Åtgärderna syftar till att minska underskottet under målet på 1 procent av BNP till 2027. I år väntas dock budgetunderskottet nå 2,5 procent av BNP och den offentliga skuldsättningen ökar till 77 procent av BNP.

Baltikum

Litauen | sid 48

Offentliga investeringar kompenserar något för minskat byggande i år. Bopriserna stabiliseras och hushållens konsumtion återhämtar sig. Budgetunderskottet ökar när regeringen ökar försvarsutgifterna. BNP förväntas växa 1,5 procent 2024.

Estland | sid 50

Efter två år med fallande BNP finns äntligen tecken på stabilisering, med ljusning i både detaljhandeln och industriproduktionen. BNP faller 0,5 procent i år innan återhämtningen tar fart under 2025 tack vare uppgång i export och hushållskonsumtion.

Lettland | sid 49

De ekonomiska utsikterna förbättras och BNP-tillväxten tilltar trots kvarvarande osäkerheter. Återhämtningen drivs av hushållens konsumtion och starka statliga investeringar. Vi räknar med att BNP-tillväxten når knappt 2 procent i år.

Litauen Lämnar stagnation bakom sig

Bopriserna undvek en större korrigeringsmen bostadsbyggandet minskar i år; offentliga investeringar kompenserar för delar av nedgången. Offentlig konsumtion, investeringar och budgetunderskott ökar när regeringens plan är att öka försvarsutgifterna till 3 procent av BNP 2025.

Hushållens konsumtion återhämtar sig. Förbättrad köpkraft hade en positiv inverkan på detaljhandeln redan i början av 2024. Om inflationsutvecklingen inte blir en besvikelse och konsumentförtroendet förblir stabilt återhämtar sig konsumtionen de närmaste åren. Statistik för det första kvartalet var i linje med vad vi väntat oss, och BNP-prognosen är oförändrad på 1,5 procent 2024 och med 2,8 procent 2025.

Nyckeltal

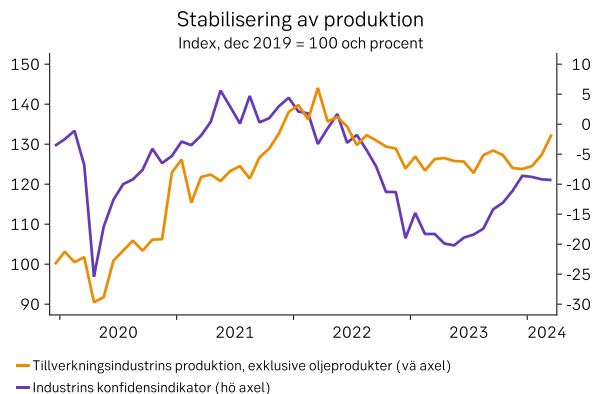
Årlig procentuell förändring

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

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

Tillverkningsindustrin håller på att bottna. Industrin har visat svaga tecken på stabilisering de senaste månaderna. Externa efterfrågan är dock fortfarande ganska svag, särskilt för träprodukter på de viktigaste exportmarknaderna. Lägre naturgas- och elpriser har samtidigt en positiv inverkan på lönsamheten. Industrins investeringar överraskade positivt 2023, men det är osannolikt att liknande tillväxt upprepas 2024. Geopolitiken utgör fortfarande allvarliga hinder för att attrahera utländska investerare. En möjlig positiv flerårig investeringsskjuts kan komma om tyska

Rheinmetall fattar ett slutgiltigt beslut att investera i en ny artilleriammunitionsfabrik.



Källa: Eurostat, Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

Lönerna ökar med över 9 procent i år. Vår tidigare prognos för lönetillväxten i privat sektor har visat sig vara något pessimistisk och företagen har fortsatt att höja lönerna i historiskt snabb takt. Därtill kommer stöd från lönetillväxten i den offentliga sektorn som bara är något långsammare än under 2023. Det övergripande läget på arbetsmarknaden är fortfarande ganska stabilt, men arbetslösheten stiger fortfarande gradvis. Inflödet av utländsk arbetskraft bidrar till att antalet sysselsatta ökar ytterligare.

Inflationen faller snabbare än väntat. Inflationen var bara 0,4 procent i mars, siffran hölls ner av lägre energi- och livsmedelspriser, och spås ligga nära 1 procent framåt hösten. Tjänstepriserna stiger dock fortfarande med över 6 procent på grund av snabbt stigande arbetskraftskostnader. Nedsättningen av den 9-procentiga momssatsen för cateringverksamhet upphörde januari 2024 och bidrar ytterligare till prisuppgången på tjänster.

Bopriserna ligger fortfarande över fjolårets nivå.

Antalet sålda bostäder sjönk till 2015 års nivå i början av året. När räntorna börjar sjunka under sommaren väntar vi oss en viss återhämtning såvida den geopolitiska oron inte stiger än mer. Samtidigt var genomsnittspriset på befintliga lägenheter cirka 5 procent högre än för ett år sedan.

Låna eller höja skatten? Den nuvarande solidaritetsskatten upphör 2024. Samtidigt finns planer på att öka försvarsutgifterna till 3 procent av BNP och partierna söker nu finansieringskällor. Parlamentsvalet i oktober minskar möjligheten att komma överens över partigränserna om att öka budgetens intäkter med hjälp av högre beskattning. Fortsatt negativt produktionsgap 2025 gör att finanspolitiken bedöms fortsätta vara expansiv.

Lettland

Stark reallönetillväxt lyfter konsumtionen

Trots kvarvarande osäkerheter förbättras de ekonomiska utsikterna och BNP-tillväxten tilltar. Återhämtningen drivs av hushållens konsumtion och starka statliga investeringar. Exporten förblir trög när omvärldsefterfrågan inte riktigt tar far. Fortsatt höga löner dämpar dock en hel del investeringar. Vi räknar med att BNP-tillväxten når knappt 2 procent i år och 2,7 procent 2025.

Gradvis bättre ekonomisk tillförsikt.

Sentimentsindikatorer är fortfarande svagare än det historiska genomsnittet, men förbättras i tillverkningsindustrin, bygg- och tjänstesektorn. Utgångsläget är svagt, men det förbättras stadigt. Stark reallönetillväxt lägger grunden för ökad efterfrågan inom detaljhandel och tjänster. Offentliga investeringar och export av tjänster ger ytterligare tillväxtlyft. Vi väntar oss att BNP-tillväxten når 1,9 procent 2024 och 2,7 procent 2025. Geopolitisk instabilitet är den största risken för den lettiska ekonomin.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

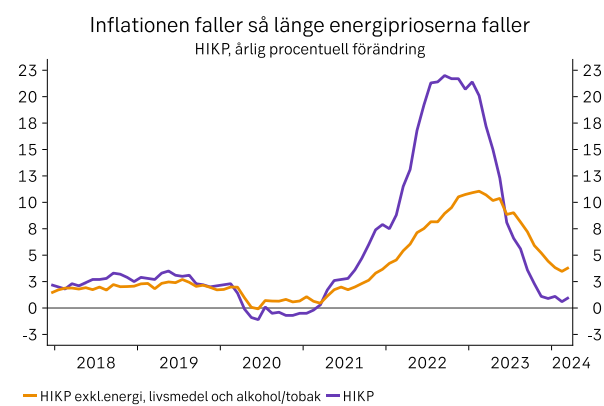
*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

Svag export hämmar tillverkningsindustrin.

Industriproduktionen utvecklades svag under inledningen av året och produktionsvolymen minskade i två av de tre största delsektorerna metaller och livsmedel men steg i den största sektorn; träförädling. Den svaga utlandsefterfrågan bidrar till att återhämtningen blir trög inom tillverkningsindustrin.

Ljusare utsikter för konsumtionen. Detaljhandelns försäljning minskade i februari men det är vanligt att konsumtionen är dämpad under årets första månader. Höga energiräkningar var ett slag mot konsumtionen i januari men situationen har förbättrats märkbart, en rejälare återhämtning först väntas under andra kvartalet. Arbetsmarknaden har undvikit en större försämring och köpkraften kommer att förbättras ytterligare. Efter ett tillfälligt fall ökar utlåningen till hushållen igen. År 2024 ska bolånetagare kompenseras för 30 procent av de totala räntebetalningarna, vilket ger ytterligare tillskott till hushållen för konsumtion.

Fortsatt stark löneutveckling. 2023 ökade genomsnittslönen med 11,9 procent. På grund av högre löneökningar i offentlig sektor pressar det upp lönerna även i den privata. Vi väntar oss att löneökningstakten dämpas till ca 8 procent per år 2024-2025.



Marsinflationen stannade på 1 procent. Drivkraften bakom nedgången är fallande energipriser och dess påverkan på boendekostnaderna. Lägre gaspriser bör sänka uppvärmningstarifferna ytterligare. I andra grupper, framför allt inom tjänster, kommer prisökningstakten att fortsätta ligga förhållandevis högt. När effekten av lägre energipriser avtar, stiger inflationstakten åter under andra halvan i år. Inflationen blir 1,5 procent i år och ökar något till 2,4 procent 2025.

Arbetsmarknaden kyls ner, men bara måttligt. Under fjärde kvartalet i fjol var arbetslösheten 6,8 procent. En viss arbetslöshetsuppgång är fortfarande möjlig i närtid men säsongsjobb och tillväxtåterhämtning kommer att pressa arbetslösheten nedåt. Att arbetskostnaderna fortsätter stiga så pass mycket dämpar investeringar samt hämmar produktivitet och konkurrenskraft.

Pressade offentliga finanser. Under årets två första månader blev skatteintäkterna 1,7 procent lägre än planerat. Om tillväxten inte tar fart måste regeringen se över utgiftsplanerna eller söka andra inkomstkällor; underskottet ligger redan nära 3 procent av BNP.

Estland

Vissa tecken på stabilisering

Efter två år med fallande BNP finns äntligen vissa tecken på stabilisering. Detaljhandeln minskar inte längre och industriproduktion börjar visa tecken på en ljusning. En snabb återhämtning är dock inte trolig. På grund av den svaga starten i början av året kommer BNP att minska med ytterligare 0,5 procent 2024. Återhämtningen tar fart under 2025 och BNP växer då med 3,5 procent tack vare en uppgång i exporten och hushållens konsumtion.

Vändning i industrin. Fallande export har varit huvudförklaringen till den långvariga ekonomiska nedgången. Även om exporten av IT-tjänster har gått starkt har den svaga efterfrågan i de nordiska länderna dämpat efterfrågan på varor. Industriproduktionen, som har fallit två år i rad, visar emellertid tecken på en vändning. På grund av ett svagt första halvår räknar vi med att exporten minskar med ytterligare 0,8 procent i år innan den återhämtar sig med 5 procent 2025.

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

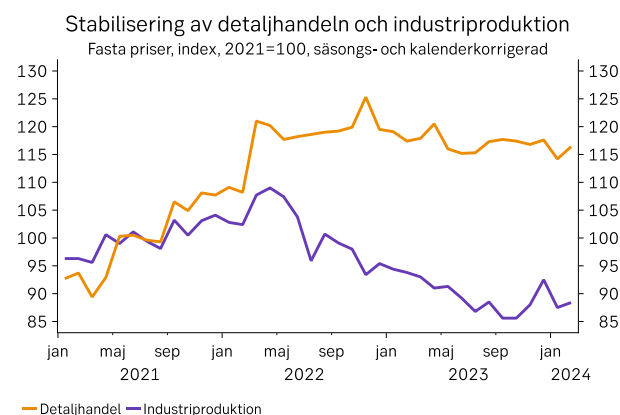
*% av arbetskraften **% av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Arbetsmarknaden fortsätter överraska. Trots en betydande nedgång i efterfrågan på arbetskraft i tillverkningsindustrin har det inte skett några omfattande uppsägningar. Arbetslösheten har snarare toppat och börjar minska under kommande månader. Vår prognos är att arbetslösheten i genomsnitt blir 7,5 procent i år och att den minskar till 6,7 procent 2025. Robusta sysselsättningsstäl innebär höga löneökningar. Lönerna väntas öka med 7 procent i år och 6,5 procent 2025.

Nöja sig med mindre. Detaljhandelns försäljningsvolym har minskat med ca 10 procent sedan toppnoteringarna

2022. Nedgången verkar dock mer dramatisk än vad den egentligen är. Den tidigare höga nivån på detaljhandeln var ett resultat av att pensionsparande användes till konsumtion i förtid och att ökad inflationsoro tidigarelade köp. Ett mycket dämpat konsumentförtroende satte stopp för den överdrivna konsumtionen, men de senaste månaderna har försäljningen stabiliserats. Utan en katalysator som lyfter konsumtionen räknar vi med en konsumtionstillväxt på endast 0,5 procent i år. Uppväxling sker 2025 när konsumtionen förväntas öka med 3 procent och reallöneökningarna tar fart.

En kollaps som aldrig inträffade. Många räknade med att bostadsmarknaden i Estland skulle uppvisa en liknande utveckling som de nordiska länderna, det vill säga en period med en uppgång i bostadspriserna och därefter en nedgång. Utvecklingen är snarare den motsatta och det genomsnittliga kvadratmeterpriset på en lägenhet ökade med 12 procent under första kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Antalet bostadstransaktioner har dock minskat och dämpat konsumentförtroende håller tillbaka bostadsköpen. Tack vare en robust arbetsmarknad förväntas dock läget på bostads- och fastighetsmarknaden förbli stabilt. Näringslivets investeringar har stått emot stigande räntor relativt väl. Även om en marginell nedgång från tidigare höga nivåer är oundvikligt bidrar förväntade räntesänkningar till att upprätthålla investeringsaptiten



Konvergens? Den höga inflationen har inneburit att konvergens mellan Estland och rikare EU-länder skett i prisnivå snarare än i inkomst. Den senaste tidens höga inflation har resulterat i att BNP per capita (justerat för köpkraftsparitet) minskat jämfört med EU-genomsnittet. En del av processen mot konvergens tycks också ske på bekostnad av större budgetunderskott och högre skuldsättningsnivåer.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

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

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr USD	2022	2023	2024	2025
BNP	25 744	1,9	2,5	2,5	1,8
Hushållens konsumtionsutgifter	17 512	2,5	2,2	2,5	1,8
Offentlig konsumtion	3 570	-1,0	2,8	1,5	0,8
Bruttoinvesteringar	5 476	1,5	2,6	3,7	2,6
Lagerbidrag i % av BNP	157	0,5	-0,4	0,0	0,0
Export	2 995	7,0	2,6	2,4	2,5
Import	3 966	8,6	-1,7	3,2	2,9
Arbetslöshet (%)		3,6	3,6	3,9	4,1
KPI		8,1	4,1	3,4	2,5
Kärn-KPI		6,2	4,8	3,6	2,7
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-4,1	-8,8	-6,5	-7,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		120,0	122,3	123,1	126,0

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	13 507	3,4	0,4	0,6	1,7
Hushållens konsumtionsutgifter	7 069	4,2	0,5	0,9	1,5
Offentlig konsumtion	2 901	1,6	0,8	1,1	1,1
Bruttoinvesteringar	3 018	2,5	1,2	1,0	2,1
Lagerbidrag i % av BNP		0,4	-0,5	-0,1	0,0
Export	7 440	7,2	-1,1	0,4	3,0
Import	7 199	7,9	-1,6	1,0	2,8
Arbetslöshet (%)		6,7	6,5	6,7	6,7
HIKP		8,4	5,4	2,2	1,1
Kärn-HIKP		3,9	4,9	2,6	2,1
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,7	-3,5	-2,9	-2,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		90,8	88,6	88,8	88,6

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Tillväxtekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Slutet av perioden

Officiella räntor	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USA	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00
Japan	0,10	0,00	0,20	0,20	0,20
Euroområdet, inlåningsränta	4,00	3,75	3,00	2,50	2,00
Storbritannien	5,25	5,00	4,25	3,75	3,25

Obligationsräntor, 10 år	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USA	4,67	4,60	4,40	4,25	4,15
Japan	0,89	0,90	1,00	1,05	1,10
Tyskland	2,57	2,50	2,45	2,50	2,50
Storbritannien	4,31	4,20	3,80	3,65	3,55

Växelkurser	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
USD/JPY	157	150	142	138	135
EUR/USD	1,07	1,05	1,09	1,14	1,18
EUR/JPY	168	158	155	157	159
EUR/GBP	0,86	0,87	0,88	0,90	0,92
GBP/USD	1,25	1,21	1,24	1,27	1,28

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr SEK	2022	2023	2024	2025
BNP	5 972	2,7	-0,2	0,5	2,8
BNP, dagkorrigerat		2,7	0,0	0,5	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	2 622	2,3	-2,5	1,4	3,2
Offentlig konsumtion	1 485	-0,1	1,5	0,3	0,8
Bruttoinvesteringar	1 620	6,2	-1,5	-3,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	81	1,0	-1,3	0,1	0,2
Export	3 157	6,5	3,3	3,5	4,8
Import	2 993	9,6	-0,9	2,7	4,9
Arbetslöshet (%)		7,5	7,7	8,5	8,5
Sysselsättning		3,1	1,4	-0,5	0,4
KPI		8,4	8,5	3,0	1,2
KPIF		7,7	6,0	2,0	2,0
KPIF exkl. energi		5,9	7,5	2,4	2,0
Timplöneökningar		2,8	3,8	3,8	3,5
Hushållens sparkvot, %		13,0	14,4	13,6	13,8
Real disponibel inkomst		0,1	-1,5	0,7	3,5
Bytesbalansen, % av BNP		5,4	6,8	6,8	6,0
Budgetsaldo, mdr SEK		164	19	-73	-62
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,2	-0,5	-1,5	-1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		32,9	30,8	32,5	33,3

Finansiella prognoser	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Styrränta	4,00	3,75	3,00	2,50	2,25
3-månaders ränta, STIBOR	3,90	3,65	2,90	2,45	2,30
10-års ränta	2,51	2,60	2,70	2,75	2,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	-8	10	25	25	40
USD/SEK	10,95	11,14	10,23	9,56	9,15
EUR/SEK	11,70	11,70	11,15	10,90	10,80
KIX	129,1	125,0	123,0	120,4	120,5

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	268	1,3	-1,0	-0,2	2,0
Hushållens konsumtionsutgifter	139	1,8	0,4	0,7	1,5
Offentlig konsumtion	64	-1,0	4,5	0,0	0,2
Bruttoinvesteringar	72	2,5	-4,2	-2,0	3,8
Lagerbidrag i % av BNP		2,6	-0,7	0,0	0,2
Export	122	3,6	-1,7	-2,2	3,0
Import	128	8,4	-7,1	-0,5	3,5
Arbetslöshet (%)		6,8	7,2	7,7	7,3
HIKP		7,2	4,3	1,0	1,5
Timplöneökning		2,4	4,2	3,5	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-2,5	-1,0	-0,8	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-2,7	-3,5	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		73,3	75,8	78,0	79,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr NOK	2022	2023	2024	2025
BNP	5 708	3,0	0,5	1,7	2,1
BNP (fastland)	3 646	3,7	0,7	0,6	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	1 816	6,2	-0,7	0,9	1,5
Offentlig konsumtion	1 037	1,1	3,6	1,8	2,0
Bruttoinvesteringar	1 124	5,2	0,3	-0,6	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	114	0,8	-0,5	0,4	0,0
Export	3 166	4,5	1,4	2,5	2,7
Import	975	12,5	0,7	1,5	2,0
Arbetslöshet (%)		3,2	3,6	3,9	3,7
KPI		5,8	5,5	3,6	2,9
KPI-JAE		3,9	6,2	3,8	2,8
Årslöneökningar		4,3	5,2	5,3	4,0
Finansiella prognoser	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Folioräntan	4,50	4,50	4,00	3,50	3,00
10-års ränta	3,84	3,75	3,65	3,65	3,65
10-års räntedifferens mot Tyskland	122	125	120	115	115
USD/NOK	11,04	11,05	10,18	9,65	9,24
EUR/NOK	11,79	11,60	11,10	11,00	10,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr DKK	2022	2023	2024	2025
BNP	2 832	2,8	1,9	2,5	3,0
Hushållens konsumtionsutgifter	1 225	-1,5	1,0	4,0	3,8
Offentlig konsumtion	617	-2,8	0,1	0,4	0,8
Bruttoinvesteringar	616	3,3	-4,6	4,8	6,5
Lagerbidrag i % av BNP	61	0,4	-1,4	-0,5	0,0
Export	1 983	10,9	13,4	9,0	4,1
Import	1 668	6,5	8,5	10,1	5,4
Arbetslöshet (%)		4,8	4,8	4,4	3,6
HIKP		7,7	3,3	1,4	1,8
Timplöneökning		2,6	3,0	3,3	4,0
Bytesbalans, % av BNP		13,3	12,5	10,0	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,4	3,0	3,5	4,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		30	30	28	26
Finansiella prognoser	25-apr	jun-24	dec-24	jun-25	dec-25
Styrränta	3,60	3,35	2,60	2,10	1,60
10-års ränta	2,60	2,5	2,45	2,5	2,5
10-års räntedifferens mot Tyskland	4	0	0	0	0
USD/DKK	6,98	7,10	6,83	6,54	6,31
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	67	2,4	-0,3	1,5	2,8
Hushållens konsumtionsutgifter	39	2,0	-1,0	2,8	3,2
Offentlig konsumtion	11	0,4	0,2	0,2	0,0
Bruttoinvesteringar	14	3,6	10,6	4,0	3,5
Export	59	12,2	-3,3	0,5	4,0
Import	60	12,4	-4,9	1,9	4,4
Arbetslöshet (%)		5,9	6,8	7,0	6,6
HIKP		18,9	8,7	1,0	2,7
Löner		13,3	12,2	9,2	7,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-0,8	-2,5	-2,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,1	38,3	40,0	42,8

Lettland

Årlig procentuell förändring

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

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2022, mdr EUR	2022	2023	2024	2025
BNP	36	-0,5	-3,0	-0,5	3,5
Hushållens konsumtionsutgifter	19	2,0	-1,2	0,5	3,0
Offentlig konsumtion	7	0,1	0,9	2,0	1,0
Bruttoinvesteringar	10	-3,7	-3,4	-2,0	5,0
Export	31	3,0	-6,9	-0,8	5,0
Import	31	3,2	-5,2	-1,5	4,0
Arbetslöshet (%)		5,5	6,4	7,5	6,7
HIKP		19,4	9,1	3,5	2,5
Löner		11,6	11,4	7,0	6,5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-3,4	-3,5	-4,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		18,5	19,6	22,5	27,0

Jens Magnusson
Chefsekonom
+ 46 70 210 22 67

Daniel Bergvall
Prognoschef
+46 73 523 52 87

Karl Steiner
Analyschef
Tema: Valutascenarier, Valuta
+46 70 332 31 04

Robert Bergqvist
Japan
+46 70 445 14 04

Pia Fromlet
Tema: Europa går till val
Euroområdet
+46 70 739 32 66

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
+46 70 763 80 79

Cecilia Kohonen
Kommunikatör
+ 46 70 763 79 95

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 70 655 30 17

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 285 517 47

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

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Finland, Estland
+372 6 655 172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 686 464 76

Bjarne Schieldrop
Råvaruprognoser
+47 924 89 230

Amanda Sundström
Norge
+46 70 462 20 17

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 214 796 56

Gregor Vulturius
Tema: EU:s gröna industripolitik
+46 70 739 20 16

Marcus Widén
Storbritannien
Makroprognoser
+46 70 639 10 57

Denna rapport publicerades den 2 maj 2024.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 25 april 2024.

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande.

Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.