Macro Research

25 januari 2023

Global konjunkturprognos



Handelsbanken

Innehåll

Globalt

Avmattningen börjar men högre räntor kvarstår……4

Den gröna omställningen ökar inflationstrycket……...……...……11

Sverige

BNP minskar när hushållen stramar åt……..13

Räntepress på byggkalkyler och fastighetspriser……..……..15

Arbetsmarknaden svalnar, ger måttliga löner……..……17

Lågorna slocknar, men inflationen glöder länge……...……...19

Kronan - den oförklarliga……..……21

Prognosen i siffror

Nyckeltal……..……25

Rekordinflationen och kronraset

- En avmattning i global ekonomi tar nu form, när effekterna av stramare penningpolitik pressar hushåll och företag, och bäddar för en orolig vår på finansmarknaderna.
- Den svaga kronan bidrar till hög svensk inflation och resan mot Riksbankens två-procentsmål är lång. Högre räntor är här för att stanna.
- Räntepress på fastigheter: Prisfallet ca 20 procent för bostäder och 15 procent för kommersiella fastigheter jämfört med toppen i fjol.
- Greenflation: Höga energipriser blir en del av den nya vardagen, men på längre sikt möjligt att fossilfri energi minskar pristrycket.



I ett nötskal – Utsikter för svensk ekonomi	Kortsikten	Medelsikten
TILLVÄXT	↓	↗
ARBETSLÖSHET	↗	→
INFLATION	↓	↘
RIKSBANKENS STYRRÄNTA	↑	→
LÅNGRÄNTA	→	→
BOSTADSPRISER	↓	→
SVENSKA KRONAN	→	↗

Anm.: Pilar avser ungefärlig riktning jämfört med föregående period. Kortsikten avser närmaste året, medelsikten avser 2–3 års sikt. För svenska kronan avser pil uppåt en förstärkning mot euron (dvs. lägre EUR/SEK-kurs).

Global bakgrund

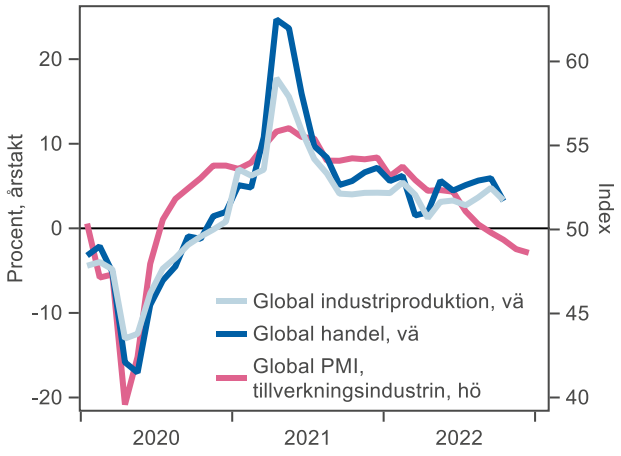
Avmattningen börjar men högre räntor kvarstår

En global avmattning tar form nu när effekterna av en stramare penningpolitik biter. Trots allt har ekonomin hittills visat sig motståndskraftig, med BNP och arbetsmarknader starkare än normalt. Baksidan är att det krävs en utdragen ekonomisk nedgång med stigande arbetslöshet för att kostnadstrycket ska bromsa tillräckligt för att inflationen ska falla tillbaka till målet. Det innebär också att vi förutspår att centralbankerna håller styrräntor högre än neutral nivå till 2025, trots visst inflationsfall på kort sikt. Många länder står inför recession 2023, följt av en global vändning nästa år och en återhämtning 2025. Högre styrräntor och dystra ekonomiska utsikter bäddar sannolikt för fortsatt volatilitet på finansmarknaden i vår.

Värsta hoten avvärjda, vändning i Kina…

Den globala ekonomin är på väg att mattas av. Men med undantag för Kina så har den visat sig mer motståndskraftig än vi förväntat oss, och inflationstrycket har generellt sett varit högre och bredare i omfattning.

Global industriproduktion och handel



Källor: Macrobond, CPB och S&P Global

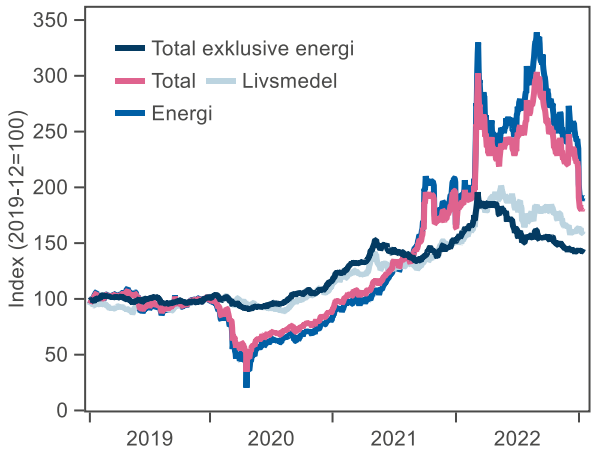
Energikrisen i Europa blev inte så omfattande som vi befarade i den meningen att det inte blev någon utbredd eller dramatisk energiransonering. Istället lyckades många länder, särskilt Tyskland, skära ned på naturgasförbrukningen. Samtidigt bidrog sannolikt de höga priserna till en ökad tillgång av flytande naturgas, vilket bidrog till att trygga försörjningen så att gaslagren fyllts. Avsaknaden av storskalig energibrist innebar också att de värsta recessionsscenarierna i Europa avvärjdes.

Kinas ekonomi kämpade genom större delen av fjolåret tyngd av covid-19-relaterade nedstängningar, en fastighetssektor i kris och en ökad reglering för att motverka riskfylld finansiell spekulation. Men året slutade med att myndigheter övergick till en policy att "leva med covid" snarare än ”noll-covid”. Trots att låg vaccinationsgrad bland högriskgrupper och utbredd skepsis mot vaccinkvaliteten kvarstår. Med tanke på det ökade antalet sjukdomsfall och andra effekter är det sannolikt att policyskiftet dämpat den ekonomiska aktiviteten under inledningen 2023. Att lätta på pandemirestriktioner i Kina borde hjälpa globala leveranskedjorna ytterligare. Indikatorer har trendmässigt visat tecken på lättnader i den tidigare så problematiska utvecklingen, men ännu är läget inte normalt.

Centralbanker överlag mer hökaktiga under gångna året, men ECB bytte fot mer nyligen

Inflationsutfallen slog i stort sett förväntningarna under andra halvåret 2022. I USA ledde en konsumtionsboom under pandemin till att amerikanska Federal Reserve (Fed) agerade tidigare än de flesta andra centralbanker. I Europa har dock efterfrågerelaterade faktorer inte varit drivande i lika stor utsträckning. Efterfrågan bidrog visserligen också till högre inflation, men kostnadstrycket som accelererade ytterligare efter Rysslands invasion av Ukraina har spelat en större roll för att driva kärninflationen till rekordnivåer i Europa än i USA. Medan andra stora centralbanker blev mer hökaktiga under det gångna året, har ECB bytt fot mer nyligen. Först under fjolårets andra halva började ECB höja räntan. Med ett sammantaget lyft på 250 punkter rörde ECB sig inledningsvis i takt med andra centralbanker, men enligt den hökaktiga signaleringen sedan december väntas ytterligare rejäla räntehöjningar 2023 och successivt närmar sig styrräntenivån därmed exempelvis Feds styrräntenivå.

Världsråvarupriser vänder neråt



Källor: Handelsbanken, HWWI och Macrobond

...men mörka moln kvar över ekonomin

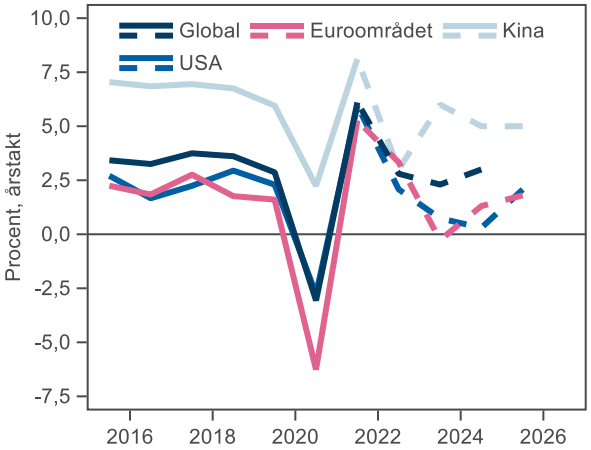
Trots att världsekonomin har undvikit en djupare kris än så länge så är våra prognoser för de kommande tre åren fortsatt dystra. Bortom motståndskraften som synts i utfallsdata, så pekar ledande indikatorer nu mot fallande produktion i euroområdet och en nedgång i tillväxten i USA. Och de rekordsnabba räntehöjningarna till trots, så har penningpolitiken ännu inte nått sin åtstramande effekt fullt ut.

Räntehöjningar har inte fått full effekt, men stramare finansiella förhållande tynger allt mer

Stramare finansiella förhållanden väntas drabba räntekänsliga sektorer som fastighetssektorn särskilt hårt. Dessutom måste länderna i euroområdet också brottas med en ansenlig försämring i bytesförhållandet mot omvärlden, som redan tyngt realinkomsterna och lärt fortsätta att göra det långt in i nästa år. Högre räntor samt en större underliggande osäkerhet, driven av såväl ekonomiska som geopolitiska risker, kommer sannolikt att höja avkastningskraven, vilket dämpar investeringstillväxten. En motverkande effekt kan dock komma från accelerationen i världens strävan efter grön omställning inom inte minst energisektorn, vilken driver sektorspecifika ökningar av investeringstillväxten.

I USA har hushållens motståndskraft hållit avmattningen i schack för tillfället.[1] Icke desto mindre förväntar vi oss en recession under andra halvåret i år då den stramare penningpolitiken så småningom tar ut sin rätt och hushållens överskottssparande ebbar ut. När det gäller arbetsmarknaden har efterfrågan sannolikt passerat toppen och arbetslösheten väntas stiga under 2023–2024 i takt med att lågkonjunkturen växer fram.

Global BNP-tillväxt



Källor: Macrobond och Handelsbanken

För Kina är policyskiftet till ”leva med covid” i ett medelsiktigt perspektiv en märkbar förbättring på det ekonomiska planet. Ser man bortom covid-policyn är fastighetssektorn fortfarande i kris. Betydande policystöd i och med den senaste tidens indikationer på att de tre röda linjernas politik håller på att avvecklas borde dock innebära att sektorn bottnar i mitten av 2023.[2] Men även de närmaste åren därefter är det osannolikt att sektorn kommer att bidra väsentligt till ekonomisk tillväxt. En annan sektor som inte lär bidra lika mycket till tillväxten framöver är exporten. Då viktiga exportmarknader väntas genomgå en konjunkturnedgång under kommande år kommer de inte att absorbera så mycket av Kinas export som tidigare. Sammantaget bedöms Kinas ekonomi ändå lämna 2023 i ett bättre läge och vi höjer vår BNP-prognos till 6 procent, även om vägen dit är fylld av risker.

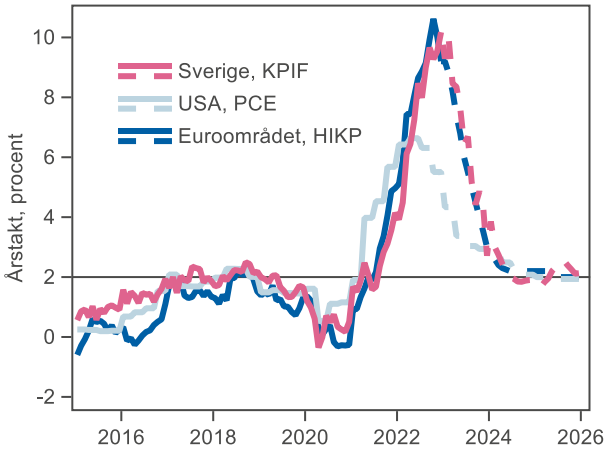
Sammantaget pekar våra prognoser på en inbromsning i den globala BNP-tillväxten 2023 och är förenliga med en global konjunkturnedgång. Även om vi räknar med en vändning i tillväxten, tror vi inte

[1] Se vår temaartikel “Kan hushållens sparande bli räddningen?” i Global konjunkturprognos september 2022.

[2] De tre röda linjerna begränsar fastighetsföretags finansieringsvillkor baserat på kvoterna mellan skulder och kontanter, respektive eget kapital och tillgångar. Se även ”China: Will Evergrande’s Distress Cause A Financial Crisis?”, Global Macro Twist, 2021-09-22.

att återhämtningen tar fart ordentligt förrän 2025. Då lyfts ekonomin av inte minst av att fallande inflation i utvecklade ekonomier ökar hushållens realinkomster och på så vis driver konsumtionen.

Inflationen sjunker fort



Källor: BEA, Eurostat, SCB och Handelsbanken

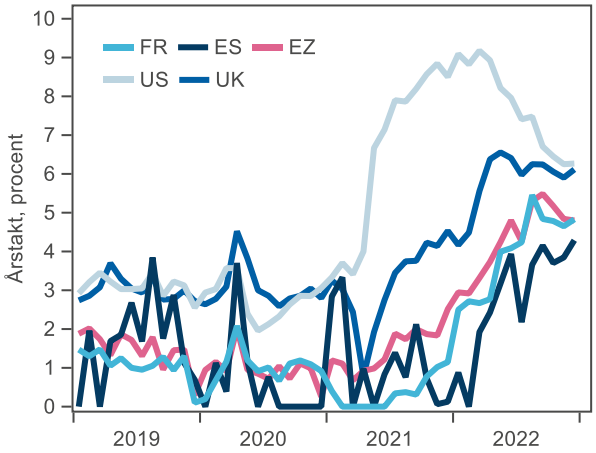
Inflationen visar sig efterhängsen

I USA finns det redan bevis för att inflationen avtar när varuprisökningarna nu dämpas i takt med avtagande utbudsstörningar. Men i euroområdet är inflationen fortfarande oroväckande hög även om den bör avta när energiinflationen sjunker.

Större frågetecken kvarstår kring tjänsteinflationen framöver, som har en starkare koppling till underliggande efterfrågeförhållanden. Även om några av de amerikanska statistikkällorna pekar på en dämpning av lönetillväxten, visar de fortfarande löneökningar högre än vad som på sikt är förenligt med inflationsmålet. I euroområdet har lönedata ännu inte visat några tecken på skenande lönetillväxt. Men ledande indikatorer tyder på en nivå och en accelerationstakt som är mer oroande.

Vi räknar med att bilden kommer att börja förändras under 2023, men att inflationen inte kommer att släppa greppet helt förrän i slutet av vår prognosperiod. Lägre och möjligen negativa bidrag från energiinflationen kommer att dra ner den totala inflationen även om kärninflationen förblir historiskt hög. Vi förväntar oss att arbetslösheten kommer att stiga märkbart i utvecklade ekonomier. Successivt dämpas den värsta arbetskraftsbristen, men det dröjer innan löneutvecklingen svalnat i både euroområdet och USA. Här tror vi också att skillnader i produktivitetstillväxt innebär olika inflationsgenomslag av lönetrycket. Medan produktivitetstillväxten i USA avtog under 2022 och riskerar att förbli dämpad, betyder ännu lägre förväntad produktivitetstillväxt i euroområdet att högre arbetskostnader sannolikt kommer att få ett större genomslag på inflationen.[3]

Löner från jobbannonser



Källor: Macrobond, Indeed och Handelsbanken

Den gröna omställningen och övergången till grön energiproduktion kommer sannolikt att driva på inflationen under det kommande decenniet, bedömer vi. Därmed bidrar *greenflation* också till något högre nominella styrräntor (se temaartikel *Den gröna omställningen kommer att bli inflationsdrivande*).

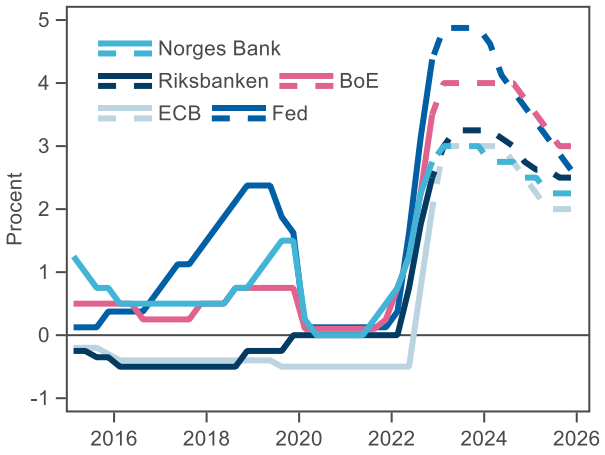
I USA förväntas den underliggande inflationen dämpas så småningom, när en nedgång i även tjänsteinflationen till slut kommer till stånd 2024–2025. Förmodligen kommer processen vara mer gradvis i euroområdet, där kostnadstryck från utbudsstörningar och löneökningar dröjer sig kvar.

Centralbankerna dräper inflationsdraken

När det gäller penningpolitiken finns det fortfarande mer att göra i de flesta utvecklade ekonomier, kanske framförallt för ECB. Medan Fed har rört sig relativt snabbt var ECB sena i starten, vilket också tyder på att den underliggande inflationen kommer att avta långsammare i euroområdet än i USA.

[3] Mer om produktivitet, lönetryck och inflationsrisker i vår Global Macro Twist från 7 december 2022.

Räntetoppen närmar sig



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vi förväntar oss att ECB kommer att höja sin styrränta till en topp på 3 procent i mars 2023, och att Fed och Bank of England detta kvartal höjer sina styrräntor till intervallet 4,75–5 respektive nivån 4 procent. Medan vi bedömer att styrräntor snart når sina toppar, ser vi inte att förutsättningar för mjukare penningpolitik uppfylls förrän 2024. Vi tror att marknadens prissättning att framförallt Fed ska sänka räntan redan under andra halvåret 2023 är fel. I stället dröjer den första Fed-sänkningen till första kvartalet 2024, när inflationen har minskat varaktigt och en lågkonjunktur har börjat orsaka betydande jobbförluster Vi förväntar oss att de första räntesänkningarna kommer att ske i USA under första kvartalet 2024 och att ECB följer efter under tredje kvartalet. Bortom det förutspår vi att styrräntorna fortsätter sänkas stegvis till den senare delen av 2025.

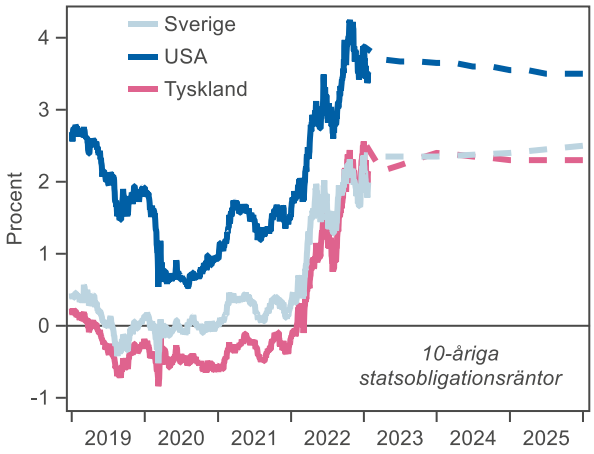
Våra styrränteprognoser har höjts rejält på senare tid, även på medellång sikt. Vad beror det på? En förklaring är att de långsiktiga inflationsförväntningarna bland ekonomiska aktörer har stigit. En annan är vår uppfattning att den neutrala realräntan gradvis stiger, efter att ha brutit sin nedåtgående trend på flera decennier (se fördjupningsrutan *Neutrala räntor på väg upp igen* nedan). Allt annat lika talar båda faktorerna för att centralbankerna behöver hålla styrräntan något högre de kommande åren än vad man tidigare trott. Sammanfattningsvis innebär våra styrränteprognoser fortfarande en restriktiv penningpolitik ända fram till 2025.

När toppar marknadsräntor?

Historiskt har räntan för en 10-årig amerikansk statsobligation toppat före Feds styrränta och motsvarande övning för svenska räntor ger ett likartat resultat. Utifrån våra prognoser om att både Fed och Riksbanken når kulmen i april, pekar historien på att räntetoppen i 10-årsräntorna i båda valutorna är nära förestående eller möjligen redan passerad. Vi ser dock anledning att låta långräntеprognoserna delvis avvika från det historiska mönstret. En anledning är att räntesänkningar dröjer längre än marknaden tror. Dessutom är långräntor historiskt låga jämfört med styrräntan, dvs räntekurvan är ovanligt flack. Dessutom krymper centralbankerna sina balansräkningar genom att minska de tillgångsinnehav som byggts upp av upprepade QE-program. Vi bedömer att denna kvantitativa åtstramning, QT, ger en måttligt uppåttryck på räntor, men risker för större effekter saknas inte (se fördjupningsrutan *Från QE till QT – Smidigt skifte eller oordnad omsvängning?*).

För svenska räntor tillkommer att de är historiskt låga jämfört med tyska. I vår prognos räknar vi med en återgång till positiv räntedifferens mellan Sverige och Tyskland under prognoshorisonten, som avspeglar en högre styrränta i Sverige än euroområdet över tid. Osäkerheten kring hur hårt eller mjukt ekonomin landar talar för en relativt hög volatilitet i räntemarknaden snarare än den stabila utveckling som vi har som riktmärke i prognoser.

Marknadsräntor har nått toppen



Källor: Handelsbanken och Macrobond

Neutrala räntor på väg upp igen

Penningpolitikens effekt på ekonomin avgörs av styrräntans nivå i förhållande till inflationsförväntningar, riskpremier och den neutrala realräntan. Den globala neutrala räntan har fallit trendmässigt i decennier och tidigare skattningar tydde på en nivå kring 0–0,5 procent i USA och euroområdet före pandemin. Viktiga bestämningsfaktorer var lägre produktivitetstillväxt och demografi, t.ex. att högre andel i arbetsför ålder leder till ökad sparbenägenhet. Nu tyder flera analyser på att neutrala räntor stigit sedan 2020, t.ex. stabsberäkningar från Fed på -0,5 och 0,5 procent för euroområdet respektive USA 2022, högre än just innan pandemin.[4] Vissa studier framhåller effekten av offentlig skuldsättning som ytterligare en drivkraft. Liksom flertalet faktorer antyder, drar vi nu slutsatsen att neutrala räntor är på väg upp, även om osäkerheten är betydande.

Fallande trend i neutrala realräntan bruten

Bestämningsfaktorer	Pandemins effekt	Trend framöver
Demografi	Ingen	Positiv
Ekonomisk ojämlikhet	Negativ	Negativ
Produktivitet	Oklar	Positiv
Skuldsättning	Positiv	Neutral
Klimatomställning	Positiv	Positiv
Handelsbankens syn:	**Svagt positiv**	**Positiv**

Anm.: Effekter på neutrala realräntan.

Källor: Handelsbanken och IMF (Gita Gopinath)

Vad gäller vår långsiktiga vy, 10–30 år, så har bedömningen av neutrala räntan inte märkbart förändrats. Finansmarknadernas implicita syn på 10-åriga realräntor på har dock skiftat upp med nära 2 procentenheter det senaste året, och vi ser nu marknadsvyn som mer realistisk än tidigare.

Sammantaget förblir neutrala räntor sannolikt låga, trots den stigande trenden. När vi också beaktar att inflationsförväntningarna för 2025 ligger högre än nivån under lågflationsperioden, så drar vi slutsatsen att neutrala nominella styrräntor 2025 kommer vara kring 2,5 procent för USA och Storbritannien, 2–2,5 procent för Sverige och 1,5–2,0 procent för euroområdet och Norge. Därmed innebär våra styrränteprognoser åtstramande penningpolitik hela vägen till senare delen av 2025.

Marknaderna tacklar lågräntemiljöns slut

År 2022 har sin plats säkrad i finansiell historia. När centralbankerna höjde räntorna kraftigt för att bekämpa inflationen klarade sig praktiskt taget ingen tillgångsklass oskadd. Finansmarknadernas ankare förblir räntan – den avgör hur kassaflödena, och hur vinster som genereras av olika tillgångar, diskonteras. Förra årets ränteuppgång var ett abrupt slut på lågräntemiljön. Överlag har det inneburit en dramatisk omprisning av finansiella tillgångar – särskilt aktiemarknaden. Före och under pandemin fick tillväxtaktier, såsom teknologisektorn, högre värderingar. Men i och med det förändrade läget har dessa sektorer drabbats särskilt hårt. Även den räntekänsliga fastighetssektorn, som presterade bra under lågräntemiljön, är under hård press. Nyckelfrågan för marknaden var under fjolåret hur långt räntorna skulle höjas för att dämpa inflationen.

Trots att en del av osäkerheten kring framtida styrräntetoppar har skingrats de senaste månaderna kommer inflationen och penningpolitiken fortsatt vara drivkrafter för 2023 års marknadsutveckling. Fokus skiftar dock gradvis över till konjunkturutvecklingen. Vinstförväntningar för bolag är generellt höga givet den inbromsning vi ser i global ekonomi. Förhoppningar om att lägre inflation ska möjliggöra räntesänkningar kommer att möta oro för svagare efterfrågan. Det talar för att volatilitet på marknader kommer återkomma under 2023.

Dollarn dominerar valutamarknaden

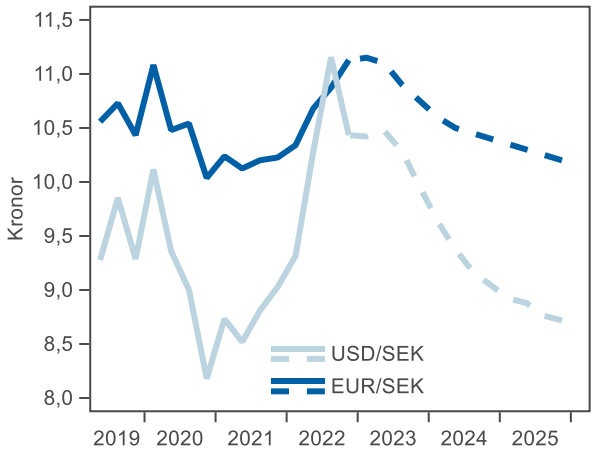
Den amerikanska dollarn blev fjolårets vinnare bland G10-valutor. Det var en effekt av snabbare räntehöjningar från Fed jämfört med andra centralbanker, att USA drabbats mindre av energikrisen och av finansiell oro, vilket typiskt gynnar den amerikanska valutan. Euron nådde historiskt låga 0,96 mot dollarn under tredje kvartalet förra året, men har sedan dess återhämtat sig något. På kort sikt räknar vi med att ökad volatilitet på marknaderna och sviktande riskbenägenhet tillfälligt tippar vågskålen i dollarns favör igen. Från slutet av 2023 förväntar vi oss att euron apprecieras tack vare att förväntad styrränteskillnad mellan ECB och Fed minskar. Under den senare hälften av 2025, räknar vi med att euron konvergerar mot 1,17 mot dollarn, vår bedömning av långsiktig jämviktskurs och högre än medelvärdet sedan 2015.

[4] Se Carolyn Davin och Thiago Ferreira, "Longer-Run Neutral Rates in Major Advanced Economies", FEDS Notes, Federal Reserve, 2022-12-01, och t.ex. Jamie Rush och Dan Hanson, "Where's End For ECB, BOE? Estimating Neutral", Bloomberg Economics, 2022-05-03.

Den svenska kronan hamnade i botten under fjolåret. Skakiga marknader har historiskt varit en dålig grogrund för den svenska valutan och 2022 var inget undantag. Under andra halvan försvagades kronan kraftigt mot euron, där den huvudsakliga orsaken var kraftigt minskad ränteskillnad när förväntningarna på ECB:s styrränta kom ikapp Riksbankens.

Vår utgångspunkt är att kronan är undervärderad mot både euron och dollarn (se temaartikel *Kronan – den oförklarliga*). Vägen till jämviktskursen blir dock långsam. Först när riskaptiten på marknaden stabiliseras ser vi en gradvis förstärkning. Under prognoshorisonten räknar vi dessutom med att dollarn tappar mot G10 generellt när räntespread och riskaptit inte längre gynnar den amerikanska valutan. I slutet av prognoshorisonten bedömer vi att EUR/SEK ligger på 10,20 och USD/SEK på ca 8,70.

SEK växelkurs inkl. prognos



Källor: Bloomberg, Macrobond och Handelsbanken

Prognosen omgärdas av betydande risker

Vår prognos är föremål för risker både på upp- och nedsidan. Osäkerheten är fortsatt hög i pandemins efterdyningar och inte minst på grund av Rysslands invasion av Ukraina. Vi bedömer att riskerna gällande tillväxten har övervikt på nedsidan, i synnerhet för 2023. Vår prognos siktar på det förväntade utfallsvärdet – medelvärdet av alla möjliga utfall – snarare än på punktskattningen av det enskilt mest sannolika scenariot. Bland riskerna noterar vi följande:

Inflationen kommer att förbli en central fråga under de kommande åren. Även om vi bedömer att uppåtriskerna överväger är en snabbare inflationsnedgång än väntat möjlig, och det i sin tur innebär en nedåtrisk för våra styrränteprognoser. Å andra sidan kan en bättre konjunkturutveckling än väntat underblåsa inflationen och tvinga fram stramare penningpolitik än förutsett.

Geopolitiska risker är kvar i förgrunden. En upptrappning av kriget i Ukraina kan öka volatiliteten på finansmarknaderna och driva på energipriserna igen. Rivaliteten mellan Kina och USA oroar, liksom dess konsekvenser för Kinas mål att införliva Taiwan. Det senare rör särskilt till halvledarsektorn samt råvaror som är kritiska för den gröna omställningen och den avancerade tillverkningsindustrin.[5] Europa, men också USA, lär sträva efter att minska beroendet av Kina för mineraler såsom litium och nickel.

Geopolitiska risker i förgrunden – kan slå mot både den gröna omställningen och den avancerade industrin

En annan risk förknippad med Kina är en tillbakagång till en politik som i högre grad främjar tillväxt, vilket skulle kunna resultera i en upptrappning av efterfrågan på naturresurser, särskilt energi. En tillväxt i Kina som blir starkare än väntat måste inte nödvändigtvis vara nettopositiv för resten av världen. Bland annat skulle en större kinesisk efterfrågan på naturgas och olja sätta press på Europas behov av naturgas och priserna på den.

Och även om vi inte ser en europeisk energikris under 2023 som vårt basscenario, förblir det oklart om gaslagren kommer att fyllas på under det kommande året för att undvika brister nästa vinter. IEA har tidigare utfärdat varningar om att de europeiska gaslagren sannolikt bara kommer att uppgå till två tredjedelar av vad de var i början av vintern, och därmed kommer Europas energiproblem förbli en del riskbilden de närmaste åren. Oron över energiförsörjningen kan både sätta förnyad press på realinkomster och driva upp försiktighetssparande.

Vill du veta mer?

Fördjupning om prognoserna för euroområdet, Storbritannien, Norge och Finland hittar du i vår engelskspråkiga Global Macro Forecast *Households hurting – downturn is nigh, but interest high*.

[5] Se "The EU's Next Supply Chain Crisis – Critical Raw Materials", Handelsbanken Global Macro Twist, 2022-11-09

Från QE till QT – Smidigt skifte eller oordnad omsvängning?

• QE och QT bedöms ha en måttlig effekt på den penningpolitiska inriktningen och därmed ekonomin under normala tider, så våra prognoser innebär begränsade totala effekter från QT 2023–2025.

• Men i tider av marknadsoro kan effekterna av tillgångsköp bli stora; vi räknar med att centralbankernas avveckling av QE sköts fortsatt försiktig.

• Skulle risker för finanskris återuppstå kommer centralbankerna sannolikt växla tillbaka från QT till QE igen.

QE – favoritvapnet efter finanskrisen

Att expandera balansräkningarna genom tillgångsköp var ett av centralbankernas svar på lågkonjunkturen efter den globala finanskrisen 2007–2008. Men QE:s (kvantitativa lättnader) användning som ett penningpolitiskt verktyg fortsatte och utökades för att tackla en rad olika utmaningar som ekonomier ställdes inför. Idag har många centralbanker redan påbörjat, eller planerar att påbörja, en övergång från QE till QT (kvantitativ åtstramning), varigenom de kommer att minska de tillgångar som de har ackumulerat och hållit på sina balansräkningar under de senaste 15 åren .

Dags att försiktigt montera ned QE

QT är inte en process utan risker. Tidigare erfarenhet belyser två viktiga principer för centralbankerna. Den första är att ändringar av QT-program måste förklaras fullständigt och kommuniceras på ett sätt som ger finansmarknaderna förtroende. Den andra är att centralbanker måste implementera QT långsammare än de gjorde QE, så att tillgångspriserna kan anpassas och investerare i den privata sektorn kan absorbera tillgångar som tidigare innehas av centralbanker utan att påverka marknadens funktionssätt.

Två sidor av den bedömda QT-effekten

Det finns begränsad erfarenhet av QT och dess möjliga effekter på den penningpolitiska inriktningen, och därmed i slutändan ekonomin. Vissa beräkningar tyder på en blygsam effekt från QT. Men om QT visar sig ha en effekt av lika varierande storlek som QE, men med omvänt tecken, så är försiktighet från centralbankerna berättigat.

Effekten skulle nämligen kunna bli betydande om QT genomförs i tider av hög marknadsstress, i likhet med den QE som Bank of England genomförde i augusti 2016, efter Brexit-folkomröstningen i Storbritannien. BoE uppskattar att de "blott" 60 miljarderna GBP i QE vid den tiden motsvarade att sänka styrräntan med cirka 50bp.

Å andra sidan kan man hävda att QT inte nödvändigtvis har så stor inverkan på finansiella förhållanden och ekonomi i normala tider. Till exempel skattar Fed att en massiv minskning av balansräkningen, med nästan 30 procent av tillgångsinnehavet (dvs 2,5 biljoner USD), skulle motsvara att höja styrräntan med 50 punkter på en varaktig basis. Detta innebär att om effekten i Storbritannien liknar den i USA, kan QT i Storbritannien i slutändan motsvara en höjning av styrräntan med ungefär 50 punkter i mitten av 2025.

Oförsiktig QT skulle kunna leda till marknadsstress – ett hårt slag mot realekonomin via stramare finansiella förhållanden

Vad väntar härnäst?

För det första, även om både Federal Reserve, Riksbanken och Bank of England har lyckats inleda QT, så kommer det under QT-processens gång säkerligen uppstå situationer där centralbanker kommer att behöver vara anpassningsbara och förändra penningpolitiken. Skulle risk för kriser på finansmarknaderna uppstå, så inkluderar den sannolika policyresponsen snarare att initiera nya rundor av tillgångsköp, än att hålla kursen med oavbrutna balansräkningsminskningar.

För det andra, om marknadsstressen skulle öka i framtiden, kan effekten av QT bli större. Till exempel, medan den primära drivkraften bakom omvärderingar av tillgångar under 2022 har varit den markanta ökningen av räntehöjningar i den utvecklade världen, finns det oro för vilken ytterligare inverkan QT kan ha på tillgångsvärdena framöver. Och i sin tur, vilken inverkan sådana omvärderingar av tillgångar kan ha på den bredare ekonomin genom finansiella förhållanden. Mot bakgrund av denna osäkerhet förväntar vi oss att centralbankerna fortsätter att avyttra sina balansräkningar på ett försiktigt och välplanerat sätt.

Vill du veta mer?

Du hittar en fullständig analys i vår makrokommentar "From QE to QT: Smooth transition or turbulent pivot?", komplett med litteraturlista.

Temaartikel: Greenflation

Den gröna omställningen ökar inflationstrycket

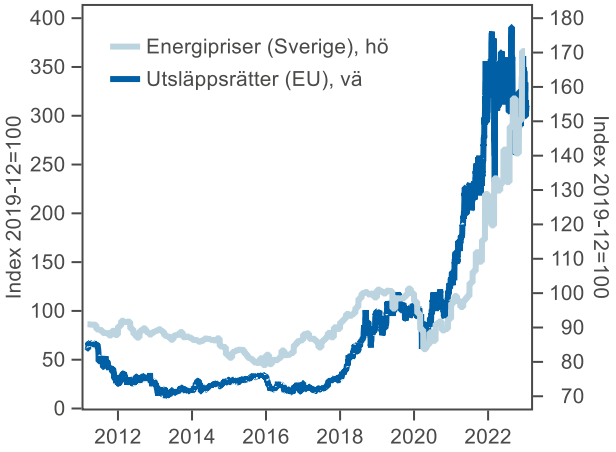
Enligt vår uppfattning kommer den gröna omställningen driva på inflationen under det kommande decenniet och bidra till en något mer åtstramande penningpolitik. De nuvarande rekordhöga energipriserna kan delvis förklaras med utfasningen av den befintliga koldioxidintensiva energiproduktionen och vi förväntar oss att höga energipriser blir en del av den nya vardagen. Dessutom kan klimatinvesteringar och en växande efterfrågan på gröna mineraler trycka upp inflationen. Det finns dock ett flertal faktorer som skulle kunna dämpa inflationsimpulserna och på längre sikt är det möjligt att användningen av fossilfri energi till och med skulle kunna minska pristrycket något när den nya tekniken blir mer storskaligt.

Klimatomställningen är långt ifrån gratis

Problemet med den gröna omställningen är att de positiva effekterna på klimatet, ekonomin och samhället i stort kommer att bli påtagliga först om ett par decennier, medan det på kort sikt uppstår betydande kostnader för att fasa ut den fossila energiproduktionen. Utöver de direkta investeringskostnaderna för att ställa om energiproduktionen finns det mycket som tyder på att övergången till fossilfri energi kommer att driva upp inflationen och till och med skapa en viss stagflation. Vi lyfter fram tre fenomen som kopplar samman inflationen med den gröna omställningen: ”fossil inflation”, ”grön inflation” samt ”högre global efterfrågan och lägre tillgång” på grund av investeringar i grön energi kombinerat med utfasningen av befintlig koldioxidintensiv energiproduktion.

1. Fossil inflation – högre energipriser. En central del av den gröna övergången är att göra det dyrare att använda fossil energi. Den kraftiga uppgången för utsläppsrättigheter (”koldioxidskatt”) har pressat upp priserna på fossil energi och på produkter där energi är en viktig insatsvara. Därtill bidrar miljöförordningar och högre finansieringskostnader för investeringar i fossil energi, i spåren av att många institutionella investerare minskar sin exponering mot fossil produktion, till en lägre fossilbaserad energiproduktion. Det här driver upp energipriserna ytterligare och bidrar till mer volatila priser. De instabila egenskaperna hos de flesta förnybara energikällor gör även att andra energikällor måste kunna tillhandahålla uppbackning under längre perioder, vilket ökar kostnaderna för energisystemet som helhet och bidrar till mer volatila energipriser. Sammantaget bedömer vi att energipriserna de närmaste tio åren kommer att vara lägre än under det senaste året med betydligt högre än de var innan energipriserna steg 2021.

Dyrare utsläppsrätter och högre energipriser



Källa: Macrobond

2. Greenflation – högre priser på mineraler. En övergång till förnybar energi och tillhörande teknik kräver tillgång till betydande mängder metaller och mineraler, bland annat koppar, litium och kobolt, särskilt under övergångsperioden. Vindkraftverk och elfordon använder till exempel över sex gånger mer mineraler än sina fossilbaserade motsvarigheter.

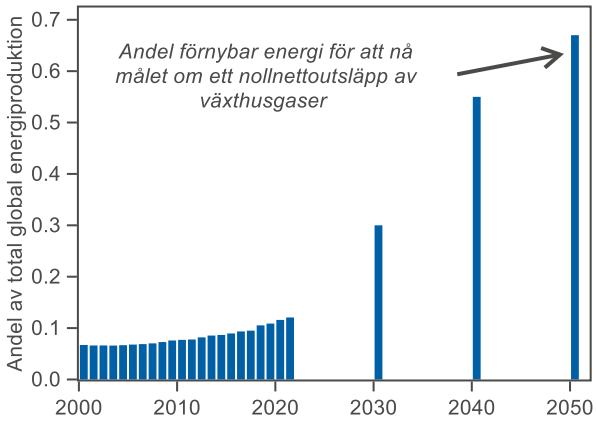
Efterfrågan på viktiga mineraler kan sexdubblas till 2050, enligt IEA

Flaskhalsar i globala leveranskedjor har sedan pandemin drivit upp priserna på vissa mineraler. De befintliga gruvorna har vidare inte kapacitet för att möta den kraftiga uppgången i efterfrågan som krävs för att nå nettonollutsläpp till 2050. Den här kapacitetsbristen kommer att sätta ytterligare press på mineralpriserna under de närmaste årtiondena. Ledtiderna för nya gruvor är långa (i genomsnitt 17 år från upptäckt till produktion) och investeringar i viktiga metaller bromsas också av andra miljöaspekter. Dessutom produceras många viktiga mineraler i länder som Kina och Peru. LKAB:s fyndigheter av sällsynta jordartmetaler i Kiruna kan därmed på sikt både öka utbudet, dämpa priserna samt minska de

geopolitiska riskerna kopplade till den gröna omställningen.

3. Större global efterfrågan och lägre tillgång på energi. Övergången till en ekonomi som är mindre beroende av fossila bränslen innebär strukturella förändringar av olika delar av ekonomin och kommer med nödvändighet att få en långsiktig påverkan på prisnivåer och resultat. Utfasningen av koldioxidintensiv produktion av fossila bränslen leder till att utbudet av energi minskar, vilket riskerar att få negativa effekter på BNP-tillväxten. Samtidigt bidrar investeringar i ny ”miljöteknik” till högre efterfrågan i ekonomin, vilket driver upp priserna. Följaktligen kan utfasningen av den befintliga koldioxidintensiva energiproduktionen parallellt med investeringar i grön energi leda till ett högre inflationstryck och lägre produktion, särskilt i omställningens tidiga faser. På lång sikt, när den nya tekniken tas i bruk, skulle dock produktiviteten kunna höjas, vilket skulle kunna dämpa priserna.

Utbyggnaden av förnybar energi måste accelerera



Källor: Macrobond och IEA.

Volatila priser på grund av en stökig omställning

Dagens energikris har understrukit risken för att energitillgången blir mer instabil under övergångsprocessen till följd av en obalans mellan ökningen av fossilfri energi och minskningen av fossilbaserad energi. Obalansen skulle kunna leda till ett högre inflationstryck och lägre produktion under övergångsfasen. På senare år har investeringarna i ren energi ökat, men ligger ännu långt ifrån den nivå som krävs för att tillhandahålla varaktiga lösningar på den rådande energikrisen. Enligt IEA måste något förändras för att undvika en värld med energibrist som kännetecknas av fortsatt höga och volatila energipriser. Med andra ord måste antingen investeringarna i förnybar energi öka eller investeringarna i fossilbaserad energi öka.

Högre inflation det nya normala?

Sammantaget talar mycket för att den gröna omställningen kommer att driva upp inflationen. Det finns emellertid ett flertal faktorer som stävjar inflationsimpulserna. Även om den gröna omställningen driver upp priserna på de mineraler som behövs för omställningen bedöms tekniska förbättringar och stordriftsfördelar fortsätta att dämpa prisuppgångarna på exempelvis elbilar och litiumbatterier. Dessutom har priserna på vind- och solkraft rasat de senaste tio åren och när det blåser eller solen skiner är de här energikällorna billigare än fossila bränslen. Att öka andelen förnybara energikällor kan därför på lång sikt till och med minska inflationstrycket något i takt med att den nya tekniken blir mer storskalig.

Som vi skrivit om tidigare är stödet för den gröna omställningen också beroende av att priserna hålls i schack. Det finns många faktorer som tyder på att för att undvika ett bakslag kräver den gröna omställningen en energipolitik som garanterar en stabil tillgång på energi och att energipriserna inte är alltför höga. Sammantaget bedömer vi därför att det är osannolikt att den gröna omställningens påverkan på priserna blir så stor att inflationen skulle ligga betydligt över inflationsmålet de närmaste tio åren.

Ökade globala investeringar kan också sätta en viss press uppåt på ”neutrala” räntor

Den gröna omställningen kommer dock sannolikt bidra till ett något högre inflationstryck och något stramare penningpolitik. Effekten på den ”neutrala” realräntan är däremot oklar. Högre globala investeringar kan driva upp den neutrala realräntan, men en ökad osäkerhet till följd av omställningen kan bidra till lägre neutrala räntor.

Sverige: BNP och offentliga finanser

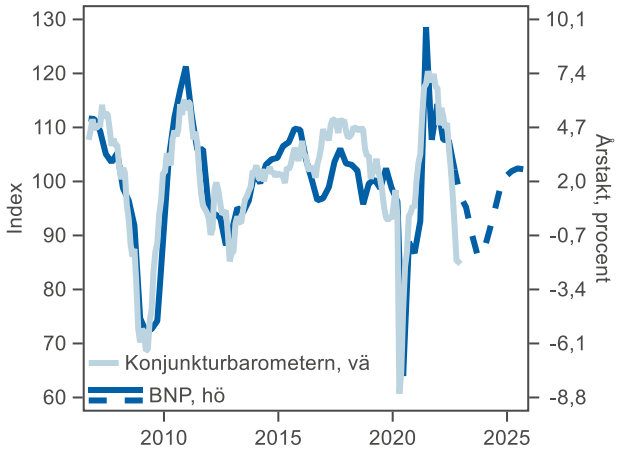
BNP minskar när hushållen stramar åt

Hög inflation och snabbt stigande räntor tynger den ekonomiska aktiviteten. Hushållens konsumtion och bostadsbyggandet minskar i år. En fortsatt relativt stark arbetsmarknad mildrar dock konjunkturnedgången. Under 2024 och 2025 förbättras hushållens köpkraft i takt med att inflationen dämpas, finanspolitiken blir mer expansiv och Riksbanken sänker styrräntan. Återhämtningen blir dock utdragen och först framåt 2025 är tillväxten högre än normalt.

Högkonjunktur, men motvinden tilltar

Slopade pandemirelaterade restriktioner och ett uppdämt konsumtionsbehov har bidragit till att hushållens konsumtion har ökat rejält under de senaste två åren samtidigt som investeringarna i näringslivet har skjutit i höjden. Konjunkturuppgången fortsatte det tredje kvartalet 2022, drivet av hög investeringsvolym och att företagen ökade sina lager. Vi bedömer att svensk ekonomi under 2022 var i en högkonjunktur, med ett högt kapacitetsutnyttjande inom företagen och en rekordhög sysselsättningsgrad.

Indikatorer talar för tydligt nedgång



Källor: Macrobond och Handelsbanken.

Men det finns nu allt tydligare tecken på att hög inflation och stigande räntor tynger den ekonomiska aktiviteten. Framåtblickande indikatorer, som Konjunkturinstitutets barometer, signalerar sedan en tid tillbaka att farten i ekonomin är på väg att växla ner. Hushållens urholkade köpkraft har bidragit till att de är mycket pessimistiska om det ekonomiska läget. Även företagen har blivit mindre optimistiska om framtiden och byggföretagen väntar sig att bostadsbyggandet minskar kraftigt det kommande året i spåren av högre räntor, sämre konjunktur, högre byggkostnader och fallande bostadspriser. Vi börjar nu även se den vikande efterfrågan i hårda data. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna minskade under det tredje kvartalet och högfrekventa data tyder på en fortsatt nedgång under det fjärde kvartalet. Sammantaget bedömer vi att BNP i princip var oförändrad under det fjärde kvartalet 2022.

Konjunkturen försvagas snabbt i år

Vi räknar med att den ekonomiska aktiviteten bromsar in snabbt under det första halvåret i år. Nedgången drivs av en svag inhemsk efterfrågan. Hushållens köpkraft fortsätter att urholkas av både hög inflation och stigande bolåneräntor. Tillsammans med en relativt låg sparkvot, fallande bostadspriser och gradvis försämrade utsikter på arbetsmarknaden innebär detta att hushållen kommer att dra ned på sin konsumtion. Vidare bidrar sjunkande bostadspriser i kombination med höga byggkostnader och stigande finansieringskostnader till att bostadsbyggandet fortsätter att minska kraftigt i år (se avsnitt om Svensk fastighetsmarknad).

Utsikterna för näringslivets investeringar i övrigt är inte lika dystra men svagare efterfrågan och högre räntor tillsammans med den höga investeringsnivån i utgångsläget bidrar till att investeringarna dämpas framöver. Den svagare globala konjunkturen tynger även exporten det kommande året. Men försvagningen mildras på kort sikt av att svenska exportföretag fortfarande har välfyllda orderböcker och den fortsatt svaga kronan bidrar till att deras konkurrenskraft bedöms vara god även de kommande åren. Sammantaget räknar vi med att BNP minskar med 0,8 procent i år.

Nyckeltal

	2022	2023p	2024p	2025p
BNP*	2,9	-0,8	1,0	2,6
BNP, faktisk	2,8	-1,0	1,0	2,4
Hushållens konsumtion*	2,9	-1,0	1,7	2,5
Fasta investeringar*	5,9	-3.3	0,2	4,0
Nettoexport, BNP-bidrag*	-1,1	0,2	-0,2	0,1
Arbetslöshet**	7,4	7,9	8,3	8,0
Sysselsättning	2,8	-0,2	-0,3	0,8
Timlön	2,7	3,8	3,6	3,5
Bostadspriser	-1,3	-12,4	1,0	2,5
Inflation, KPIF	7,7	6,5	2,3	2,2
Styrränta, procent***	2,50	3,25	2,75	2,50
Växelkurs, EUR/SEK***	11,13	10,75	10,40	10,20
Offentligt finansiellt sparande****	0,7	0,1	-0,5	-0,4
Bruttoskuld, offentlig sektor****	32,0	29,8	29,7	29,1

Källor: Macrobond och Handelsbanken

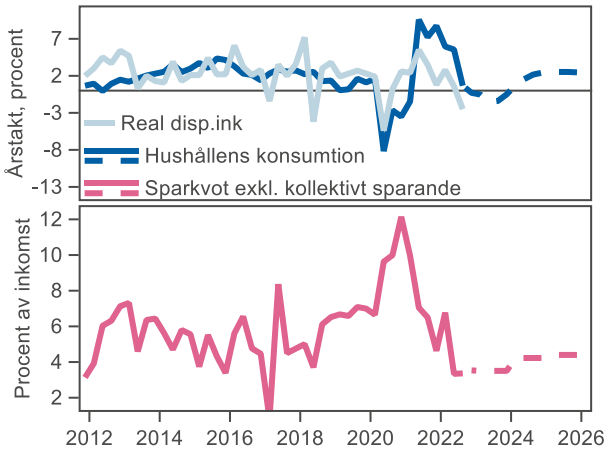
*Kalenderkorrigerad **Procent av arbetskraften ***Vid årets slut **** Procent av BNP

Under 2024 och 2025 förbättras gradvis konjunkturutsikterna i takt med att inflationen dämpas, Riksbanken sänker styrräntan, finanspolitiken blir mer expansiv och omvärldskonjunkturen förbättras. Sammantaget räknar vi med att BNP stiger med 1,0 procent nästa år och 2,6 procent 2025.

Hushållen tvingas strama åt

Trots minskade reala inkomster har hushållen under det förra året hållit uppe konsumtionen väl, då hushållen har dragit ned på sparandet. Sparkvoten är nu på relativt låga nivåer och vi bedömer att hushållen varken har möjlighet eller vill dra ned ytterligare på sparandet för att fortsätta hålla uppe konsumtionen. Även om inflationen blir lägre i år är den fortsatt betydligt högre än löneutvecklingen och vi räknar med att hushållens reala disponibelinkomster minskar. Konsumtionen minskar därför i år, även om nedgången mildras något av återbetalningen av falskhalsavgifterna som väntas ske under det första kvartalet i år. Nästa år stiger de reala disponibelinkomsterna åter då inflationen dämpas samtidigt som lönerna förväntas stiga med 3,5 procent. Det bidrar till att hushållens konsumtion återigen börjar ökar.

Hushållen har dragit ned på sparandet

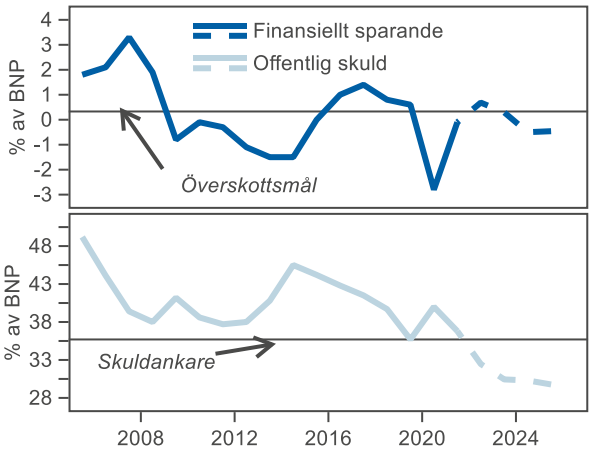


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Expansiv finanspolitik nästa år

Den nytillträdda regeringens budget för 2023 var återhållsam med ofinansierade satsningar på drygt 40 miljarder kronor.[6] Regeringen har tagit fasta på att en expansiv finanspolitik riskerar att driva på inflationen, vilket i sin tur kan tvinga Riksbanken att höja styrräntan ännu mer. Men det är en svår balansgång för finanspolitiken mellan att motverka en lågkonjunktur och dämpa inflationen. Sammantaget bedömer vi att finanspolitiken är något åtstramande i år. Det finansiella sparandet stärks och den offentliga skuldsättningen minskar till 32 procent av BNP. Utöver reformer som påverkar det finansiella sparandet har regeringen även aviserat att Svenska kraftnät ska återbetala 55 miljarder kronor av de så kallade flaskhalsintäkterna som hushåll och företag har betalat in under det senaste året. Stöden kopplade till höga energipriser är dock bland de lägsta i Europa.

Lägre skuld och små budgetunderskott



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Nästa år räknar vi med att finanspolitiken blir mer expansiv, när inflationen är lägre och konjunkturen svagare. Vi bedömer att det både blir mer tillskott till kommunsektorn och att hushållens disponibla inkomster stärks via skattesänkningar och/eller ökade transfereringar. Om elpriserna ligger kvar på höga nivåer även nästa vinter bedömer vi att det blir fortsatta stöd till hushåll och företag. Höga elpriser ökar statens intäkter genom bland annat högre momsintäkter, flaskhalsavgifter och högre vinster för statligt ägda energibolag. Vi räknar med att stora delar av de onormalt hög intäkterna återbetalas till hushåll och företag, vilket dämpar konjunkturavmattningen. Utöver kompensationen för höga elpriser räknar vi med ofinansierade reformer på ca 60 miljarder för nästa år och att de offentliga finanserna uppvisar ett litet underskott både 2024 och 2025. Trots det bedöms den offentliga skuldsättningen som andel av BNP fortsätter att minska eftersom BNP ökar snabbare än den offentliga skulden.

[6] Utan aktiva brukar offentliga finanserna stärkas eftersom skatteintäkterna brukar ökar i ungefär samma takt som BNP i löpande priser, medan de statliga utgifterna ökar något långsammare då många utgifter inte automatiskt skrivs upp med BNP eller inflationen. Denna automatiska budgetförstärkning tenderar att bli större när inflationen är hög.

Svensk fastighetsmarknad

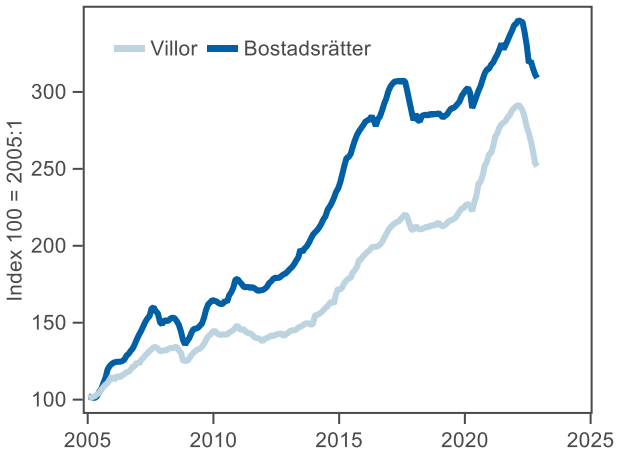
Räntepress på byggkalkyler och fastighetspriser

Stigande finansieringskostnader sätter såväl privata som kommersiella fastighetspriser under press. Vår prognos är att priserna faller med ca 20 respektive 15 procent för bostäder och kommersiella fastigheter. Byggsektorns byggkalkyler pressas således från flera håll, via såväl stigande byggkostnader, stigande finansieringskostnader och fallande fastighetsvärden. Bolagen behöver se över sina affärsmodeller till följd av högre räntor och byggtakten bedöms dämpas med hänsyn till långsammare befolkningstillväxt framöver, men en kraftig åtstramning av finansieringsvillkoren riskerar att leda till en tvärnit i byggandet och en överdrivet stor och utdragen negativ effekt på konjunkturen.

Stigande räntor biter hårt, bopriser faller

Hushållens räntekostnader fördubblas framöver jämfört med läget innan Riksbanken började denna räntehöjningscykel. Givet vår prognos på styrräntan och en normal avvikelse mot boräntor kan bankernas rörliga boräntor efter rabatt stiga till över 4.0 procent under våren, vilket snabbt påverkar hushållens ekonomi, då mer än hälften av utestående bolån är till rörlig ränta. Hushållens förväntningar på boräntor på 1–2 års sikt har stigit med ca 3 procentenheter sedan 2021. Det talar för att även hushållen vävt in det stigande kostnadstrycket i sin förväntansbild, även om deras långsiktiga boränteförväntningar inte stigit i samma utsträckning. Dessutom pressas hushållens kvar att leva på-kalkyler (KALP) av den höga inflationen.

Bopriser bromsar när boendekostnader stiger

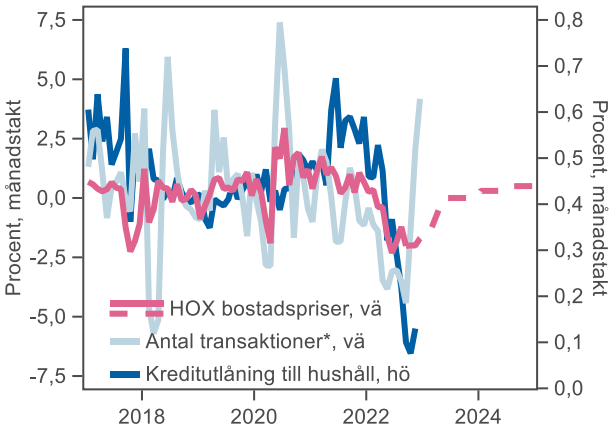


Källor: Macrobond och Valuegard.

Bopriserna har hittills fallit med cirka 13 procent och vi räknar med att priserna totalt sett kommer sjunka med nära 20 procent, säsongsrensat och jämfört med toppen i februari 2022. Vår prognos är att priserna stabiliseras under mitten av detta år, efter att boräntor toppat, för att sedan öka långsammare än hushållens inkomster 2024–2025. Samtidigt som antalet försäljningar har minskat kraftigt under det gångna året och är omkring 20 procent lägre än nivån före pandemin har antalet bostäder till salu stigit kraftigt. Stocken av osålda bostäder kan ta tid att beta av. Aktiviteten kommer dock sannolikt öka i takt med att osäkerheten kring inflation och räntor gradvis avtar, vilket också betyder att tillväxten i kreditutlåningen återhämtar sig något.

Kommersiella fastighetsvärden har ännu inte fallit i samma utsträckning som bopriser, men även där räknar vi med en tydlig nedgång. Storleken på fallet till beror stor del på hur pressade fastighetsbolag agerar. Vi räknar med att avkastningskraven stiger, men betydligt mindre än marknadsräntor, och pressar ner fastighetsvärden med totalt ca 15 procent. [7]

Osäkra köpare och avstannad kreditutlåning



*3-mån glidande medelvärde.
Källor: Valueguard, Sv. Mäklarstatistik, SCB och Macrobond

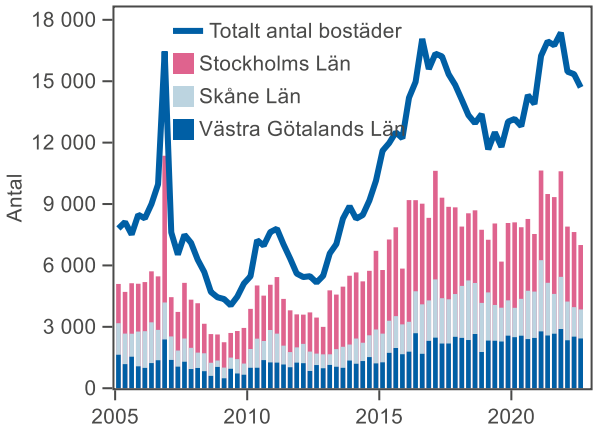
Färre och mer osäkra bygglovsplaner

Bygglov för bostäder har fram till det tredje kvartalet 2022 fallit med ca 45 procent jämfört med när de var som högst i slutet av 2021. För övriga lokaler har utvecklingen hittills inte varit lika dramatisk. Samtidigt som höstens orderstockar hållits uppe väl, ser en stor andel av byggbolagen framför sig vikande byggtakt. Signalerna är alarmistiska och många byggbolag säger sig pausa investeringar, möjligen

[7] Se även Fastighetsrapporten – insikter & utsikter, 2022-11-09.

med undantag för energi-effektiviseringar. Det talar för fler planer som skjuts på framtiden och ett kraftigt fall i bostadsinvesteringar.

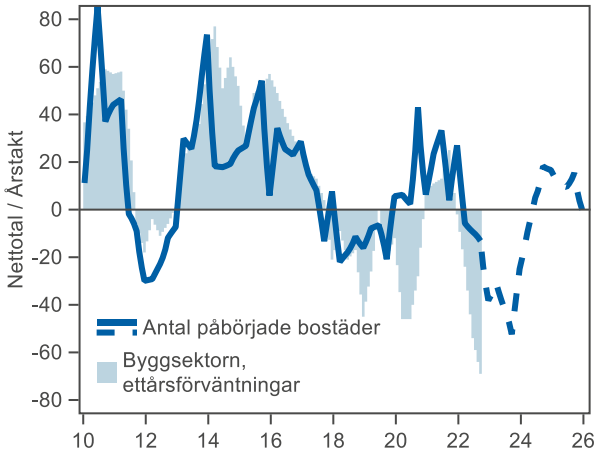
Nedgången i byggstarter förtstärks framöver



Anm.: Antal påbörjade bostäder, uppräknat av SCB.
Källor: SCB och Macrobond.

Vi reviderar ned vår prognos för bostadsbyggandet något och räknar nu med att cirka 35 000 bostäder byggstartas 2023 och endast ökar svagt 2024–2025. Det motsvarar en närapå halvering av bostadsbyggandet jämfört med toppåret 2021. Vi räknar även med att övriga bygginvesteringar mattas framöver, där såväl företagens som kommuner och regioners ekonomi pressas och kassaflöden prioriteras framför kapitalinvesteringar. Den 14 december blev det klart att Cementa får tillstånd att fortsätta bryta kalk på Gotland under fyra år, vilket är centralt för att undvika en total tvärnit i byggandet.[8]

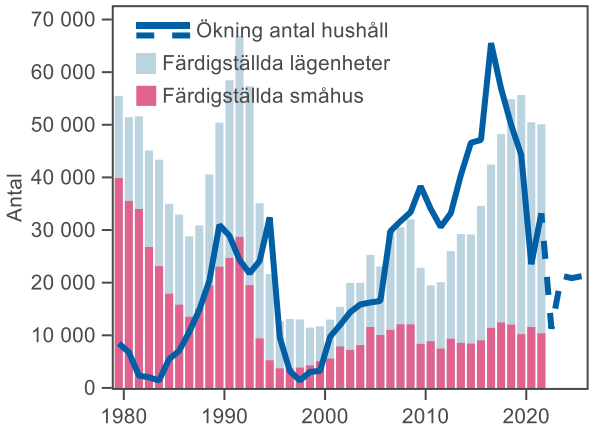
Sämre byggutsikter och fallande byggstarter



Källor: Macrobond, SCB, Konjunkturinst. och Handelsbanken.

Trots en kraftig inbromsning i byggandet innebär vår byggprognos att underskottet av bostäder fortsätter att minska kommande år. Detta på grund av en svag befolkningstillväxt, framför allt till följd av lägre immigration. Vi ser dock risker för att inbromsningen i byggandet kan blir ännu kraftigare, inte minst om vi ser en bredare kreditåtstramning, och det riskerar att leda till en onödigt kraftig och utdragen effekt på konjunkturen och i värsta fall på finansiell stabilitet.

Underskottet av bostäder dämpas



Anm.: SCB:s befolkningsprognos(2021). I snitt 2,2 pers/hushåll.
Källor: Macrobond och SCB.

Byggkonjunkturen tynger ekonomin

Antalet sysselsatta i byggsektorn har stadigt ökat det senaste decenniet, i takt med ökat byggande. På senare tid har dock sysselsättningen inom sektorn vänt ned och byggbolagens anställningsplaner indikerar ytterligare neddragningar. Tredje kvartalet 2022 var det i genomsnitt 324 000 sysselsatta i byggsektorn, vilket motsvarar 6 procent av totalt antal sysselsatta i ekonomin. Byggaktiviteten bidrar även till arbetstillfällen i andra delar av ekonomin. Skattningar indikerar att för varje nytt jobb som skapas (eller försvinner) i byggsektorn skapas (försvinner) ytterligare 0,5-0,7 arbetstillfällen eftersom det driver efterfrågan i underleverantörsled och på kringtjänster.[9] En nedgång i denna sektor tynger därmed ekonomin i bredare bemärkelse. Givet den kraftiga nedgången i byggsektorn kan det leda till en stor nedgång i sysselsättningen, potentiellt betydligt större än vad vi räknar med i vår prognos, trots att branschen är relativt liten. På samma sätt utgör bostadsinvesteringarna cirka 5 procent av svensk BNP men är även tätt kopplat till inte minst hushållens köp av sällanköpsvaror och tynger därmed hela ekonomin.

[8] Se även Fastighetsrapporten – insikter & utsikter, 2022-11-09.

[9] Den så kallande sysselsättningsmultiplikatorn skattas normalt till mellan 1,5-1,7.

Sverige: Arbetsmarknad och lönebildning

Arbetsmarknaden svalnar, ger måttliga löner

Många företag uppger fortfarande att de har svårt att hitta ny arbetskraft men framöver räknar vi med att arbetskraftsbristen dämpas i takt med att konjunkturen bromsar in. Vi räknar med att arbetslösheten stiger i år samtidigt som sysselsättningsgraden minskar. Årets avtalsrörelse sker i en utmanande miljö med en stark arbetsmarknad och hög inflation. Vi räknar med ett 1-årigt löneavtal som kommer bli högre än de senaste åren men inte hamna i konflikt med inflationsmålet. Svagare konjunktur och lägre inflation talar för en något lägre lönetillväxt 2024 och 2025.

Från brist till överskott på personal

Arbetsmarknaden är stark med en rekordhög sysselsättningsgrad och antal arbetade timmar i ekonomin. Många arbetsgivare upplever att de har svårt att få tag på ny arbetskraft. Men det finns nu tecken på att arbetsmarknaden börjar bromsa in. Företagens anställningsplaner har fallit tillbaka under hösten och antalet nyanmälda lediga platser hos Arbetsförmedlingen har minskat, även om de fortsatt tyder på en stigande sysselsättning de närmaste månaderna. Framöver förväntar vi oss att företagens anställningsplaner fortsätter att falla i takt med att efterfrågeläget i både Sverige och omvärlden dämpas. Även antalet varsel kommer att öka, men vi räknar inte med någon stor varselvåg som under inledningen av pandemin eller finanskrisen 2008/2009.

Anställningsplaner och sysselsättning



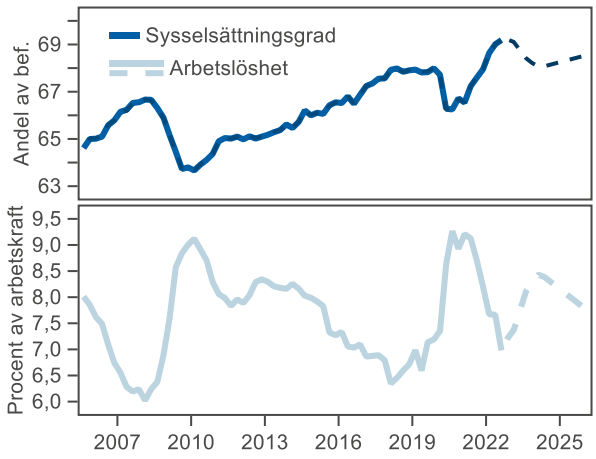
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Sammantaget förutspår vi att sysselsättningen minska med 0,2 procent i år, vilket kan jämföras med att sysselsättningen i snitt har ökat med 1,1 procent per år sedan 2007. Branscher som sällanköpshandeln och byggindustrin förväntas drabbas extra hårt när hushållen dra ned på konsumtionen och bostadsbyggandet minskar kraftigt. Sysselsättningsnedgången dämpas dock av att många arbetsgivare fortsatt har brist på arbetskraft. Vidare bidrar bland annat satsningar på försvaret och den demografiska utvecklingen med ett ökat antal äldre som har behov av äldreomsorg samt fler elever i skolan till att sysselsättningen i offentlig sektor fortsätter att öka de kommande åren. I takt med att den ekonomiska aktiviteten stiger under 2024 förbättrats arbetsmarknadsläget. Men återhämtningen blir långsam och i slutet av 2025 är sysselsättningsgraden lägre än i slutet av 2022.

Arbetslöshet stiger i år

En större andel än någonsin säger sig vilja jobba. Arbetskraftsdeltagandet har trendmässigt ökat det senaste decenniet och mer än väl återhämtat sig efter pandemin. Det har bidragit till att arbetslösheten är relativt hög trots att arbetsmarknaden är het. En växande befolkning och starka incitament att söka jobb för att ta del av olika ersättningssystem bidrar till att arbetskraften fortsätter att öka trots att jobbchanserna och sysselsättningen minskar. Arbetslösheten stiger därför till drygt 8 procent i slutet av 2023.

Sysselsättningsgrad och arbetslöshet



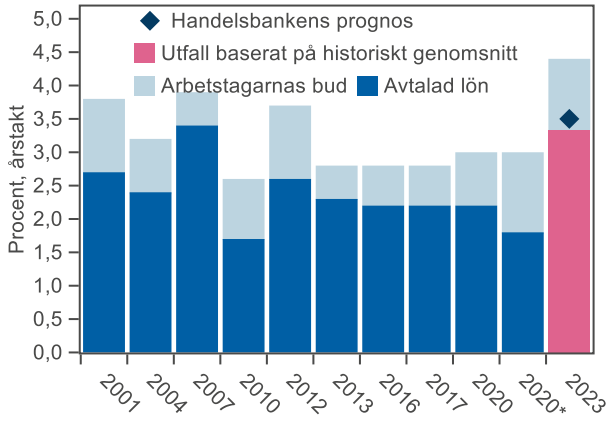
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Industrifacken sätter ribban för lönerna

Årets avtalsrörelse sker i en utmanande miljö med hög inflation och fallande reallöner. Utgångsbuden från parterna tyder dock på att riskerna för en pris- och lönespiral som under 1970-talet är liten. Industrifacken gick gemensamt ut med lönekrav på

4,4 procent eller om man tjänar under 27100 kr, ett fast belopp på 1192 kr. Företrädare för flera arbetsgivarorganisationer menar att låglönesatsningen gör att den totala löneökningen blir omkring 4,8 procent. Arbetsgivarna lämnade sedan ett ettårigt lönebud på 2 procent och en engångsutbetalning i år på 3 000 kr.[10]

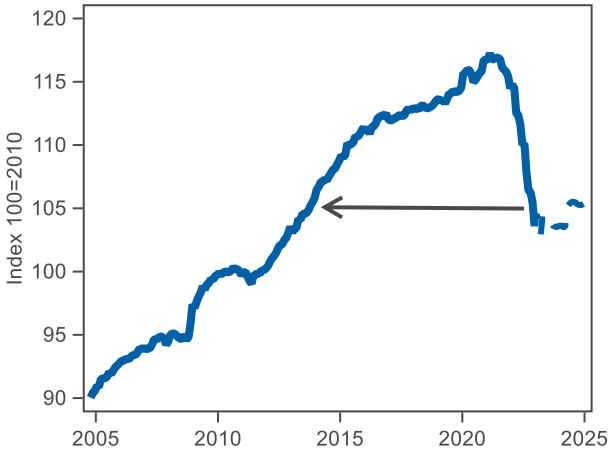
Avtalsrörelsen - Lönekrav vs avtalad lön



Anm: Avtalad löneökning per år t.o.m nästa avtalsrunda
Källor: Medlingsinstitutet och Handelsbanken

Historiskt har avtalen hamnat 24 procent under avtalskraven. Till det ska läggas löneglidning, vilken varit i genomsnitt 0,7 procentenheter sedan 2000. Vår prognos är ett ettårigt avtal på 3,5 procent inklusive eventuellt engångsbelopp. Med påslag utöver avtalen räknar vi med att lönerna stiger med cirka 4,0 procent och därefter förväntas ökningstakten växla ned till cirka 3,5 procent under 2024 och 2025 i takt med att konjunkturen försvagas och inflationen dämpas.

Reallön tillbaka på 2013 års nivå



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Oavsett utfall är det tydligt att löntagare för första gången på länge kommer behöva acceptera reallöneminskningar i år. Missnöje bland löntagarna för detta sätter press på fackförbunden, något som kan leda till en mer utdragen avtalsrunda. Dock bedömer vi det som osannolikt att det skulle resultera i en arbetsmarknadskonflikt givet det svagare konjunkturläget.

Många faktorer att hålla reda på

Vi bedömer att en löneutveckling i linje med vår prognos på 4,0 procent 2023 är konsistent med bibehållen internationell konkurrenskraft och att det inte hamnar i konflikt med inflationsmålet. Den internationella konkurrenskraften bestäms av produktiviteten och lönenivån i relation till länder som konkurrerar om Sveriges exportmarknad, men även den svenska växelkursen. För Sverige, och stora delar av Europa, är Tyskland och tysk industri det huvudsakliga landet att förhålla sig till. Produktivitetsutvecklingen har legat i paritet med Tyskland och euroområdet 2010-2020.[11] Löneavtalen för industrin i Tyskland för 2023 och 2024 har fastslagits till 5,2 respektive 3,3 procent, vilket talar för att en löneökningstakt kring 4 procent i år och 3,5 nästa år inte riskerar att äventyra Sveriges internationella konkurrenskraft och därmed den svenska tillväxten.

Vi ser däremot en risk med ett ettårsavtal. Det skapar fortsatt osäkerhet och skulle inflationen inte komma ner under 2023 kommer arbetstagarna sannolikt ha svårare att acceptera reallöneminskningar två år på rad. Det skulle kunna riskera en löne-och prisspiral.

Effekt på arbetsmarknaden

Löneökningarnas effekt på arbetsmarknaden är en stor knäckfråga. Låglönesatsningen syftar till att hjälpa de med minst marginaler. Samtidigt är det främst arbetstillfällen för lågavlönade och lågutbildade som försvinner när ekonomin viker, en situation som riskerar att förvärras om de relativa arbetskraftskostnaderna för den gruppen stiger. I det stora hela är det dock den internationella efterfrågan och därmed konjunkturcykeln som avgör efterfrågan på främst lågutbildad arbetskraft. Arbetslösheten kommer därmed stiga extra mycket inom den gruppen, med eller utan en låglönesatsning.

[10] * Avser förändring av lönerevisionen som vanligtvis sker var tolfte månad, men som under pandemin istället skedde efter 17 månader mellan 1 nov 2020 och 1 april 2022. Läs mer i medlingsinstitutets rapport här på s.8.

[11] Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport s.58

Inflation och penningpolitik

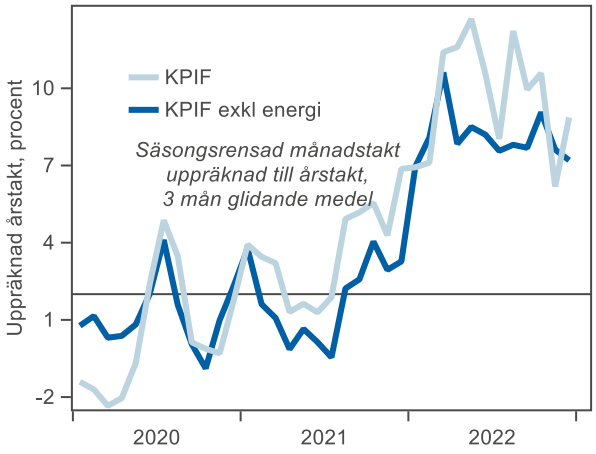
Lågorna slocknar, men inflationen glöder länge

Inflationen har börjat tappa fart och den utvecklingen fortsätter enligt såväl ledande indikatorer som vår prognos för ekonomin. Men mycket talar för att vägen tillbaka ner mot Riksbankens 2-procentsmål är trög, så trots de omfattande räntehöjningarna 2022 dröjer det till 2024 innan Riksbanken fullbordat släckningen av inflationsbrasan, och kan börja lätta på penningpolitiken igen.

Inflationen passerar toppen

Efter en hårresande uppgång under det senaste dryga året ligger inflationen på en skyhög nivå, över 10 procent. Men sett till konsumentprisernas månatliga förändring tycks inflationen så sakteliga passera toppen. Det är dock i första hand energiprisökningarna som dämpats. Medan elprisets överlag höga nivå och kraftiga slag mellan månaderna har stått i fokus, så har bränslepriserna i skymundan sjunkit markant i takt med världsmarknadspriset på olja. Terminsprissättningen på råvarumarknaderna talar för fortsatt sjunkande energipriser också de närmaste åren. Vad händer då med resten av inflationen?

Inflationen toppar, men fortfarande högt tryck



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

För KPIF exklusive energipriser är den nedåtgående trenden i de månatliga förändringarna ännu inte tydlig. Bakom de oförtrutet snabba prisökningarna ligger både en stor bredd och ett starkt underliggande inflationstryck. Drygt 4 av 5 produkter i KPI stiger med minst 3 procent i årstakt, medan alla Riksbankens mått på underliggande inflation – som ska ge en fingervisning om var den faktiska inflationen är på väg härnäst – ligger över 7 procent. Trots detta är vi övertygade om att inflationen sjunker under 2023. Men till Riksbankens 2-procentsmål är vägen lång.

Inflationsfallet först snabbt, sedan trögt

Inte bara världsmarknadspriset på olja, utan även priserna på flera andra rå- och insatsvaror, såväl som frakter, har fallit tillbaka en bit från sina toppar. Nedgångarna har satt avtryck i inköpschefsindex och hårda data såsom producentprisindex har också börjat växla ned, om än från en rasande snabb ökningstakt. Kedjan av svalare inflationssignaler skulle leda ända fram till konsumentprisinflationen om det inte var för de svenska företagens prisplaner, som visar på en oförändrat extremt stor majoritet som avser höja sina priser ytterligare i närtid.

Företagens oförändrat höga prisplaner bryter kedjan av inflationsdämpande impulser

Detta bidrar till att vi förutspår en sammantaget trög inflationsnedgång, trots att dämpningen inledningsvis väntas bli snabb när flexibla priser såsom energi, samt vissa livsmedel och varor, inte bara visar långsammare *uppgång*, utan delvis till och med *faller*. För många andra varor och tjänster tenderar priserna att vara trögrörliga på nedsidan, vilket begränsar fallhöjden i inflationen. Vidare bidrar den väntade uppväxlingen i löneavtalen till högre kostnadstryck i företagen, samtidigt som konjunkturen i närtid är starkare än normalt trots avmattning – en miljö där de höga prisplanerna kan fortsätta förverkligas ett tag till.

Nyare forskning pekar också på att sambandet mellan resursutnyttjande (konjunktur) och inflation kan vara icke-linjärt, där inflationen visare större effekter och risker när resursutnyttjandet är mycket högt och/eller när inflationen redan är hög.[12] Det stärker bilden av att inflationen på kort sikt är grundmurad och inte helt faller ihop 2023, men pekar också på att riskerna för fortsatt hög inflation sjunker kommande år när inflationen hunnit falla en bit.

[12] Se Martín Harding m fl, ”Understanding Post-Covid Inflation Dynamics”, manuskript 2022, kommande IMF Working Paper.

Svårt för Riksbanken att leverera 2023

Riksbanken har noterat ett förändrat prissättningsbeteende hos företagen, men vår bedömning är att inflationsmålet ännu så länge behåller sin höga trovärdighet. Inte minst har arbetsmarknadens parter visat på det i de inledande skedena av de pågående löneförhandlingarna. Mot de lugnande signalerna står den skarpa uppgången i inflations- och löneförväntningar – t.ex. 6–10 procents inflation om ett år enligt företag, hushåll och andra aktörer – som pekar på att pris- och lönesättningsbeteendet under de närmaste åren riskerar att bli inflationsdrivande.[13]

Vårt huvudscenario är dock löneökningar omkring 4 procent, och successivt ned mot 3,5, endast aningen högre än vad som är förenligt med inflation på 2 procent, dvs. bidrar till något förhöjd inflation under i första hand 2023 (se även artikel om arbetsmarknad och löner). Å andra sidan skulle dessa löneökningar tyda på att den nuvarande skyhöga inflationen får mindre andrahandseffekter på framtida inflation i Sverige än i många andra utvecklade ekonomier.

Löneförhandlingarna tyder på trovärdig Riksbank, men 1-åriga avtal ger hökaktig penningpolitik

Dessvärre ser löneavtalen ut att bara bli 1-åriga, vilket sprider osäkerhet om framtida löneökningar och därigenom inflation och samhällsekonomisk utveckling på medellång sikt. Vi tolkar det som att Riksbanken redan tagit höjd för detta möjliga hot. I senaste räntebeskedet stramades politiken åt mer än tidigare aviserat för att säkerställa att inflationen faller till målet ”inom rimlig tid”. Och flera direktionsledamöter lyfter att något som liknar måluppfyllelse behöver levereras till årsskiftet 2023/2024 – lagom till det som ser ut att bli tidpunkt för nästa stora förhandling om löneavtal.

Men utifrån nuvarande förhållanden och ledande indikatorer, tyder våra inflationsanalyser och modeller på att den underliggande inflationen, exempelvis illustrerad med KPIFXE, inte varaktigt når 2 procent så snart som till årsskiftet.

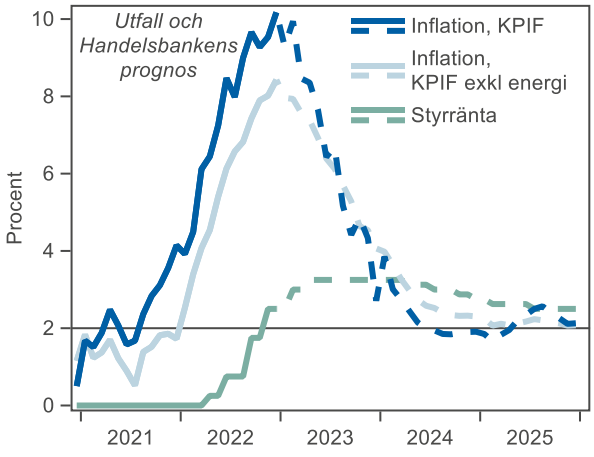
Högre styrränta, och sänkningarna dröjer

För en stramare penningpolitik än Riksbankens nuvarande signalering talar ECB:s omsvängning. Högre räntor under längre tid i bl.a. euroområdet, USA och Storbritannien pressar Riksbanken. Ökad ränteskillnad mot omvärlden skulle över tid försvaga kronan mer och därigenom driva på inflationen.

Sammantaget räknar vi med att högre tryck från inflation, inflationsförväntningar och omvärldsräntor leder till att Riksbanken vid räntebeskedet i februari upprepar agerandet från förra mötet; styrräntan höjs kraftigare än signalerat, med 50 punkter. I april väntar vi oss att detta följs upp med ytterligare 25 punkters höjning och styrräntan når 3,25 procent. På så vis pressar Riksbanken tillbaka inflationen snabbare än vad som annars vore fallet, tillräckligt snabbt för att säkra inflationsmålets trovärdighet hos arbetsmarknadens parter även i nästa avtalsrörelse.

För 2024 och 2025 räknar vi med att styrräntan blir kvar på en relativt hög nivå. Den åtstramande politiken behövs för att fortsätta kyla av inflationstrycket, via både förväntningskanalen och genom avmattning från dagens starka konjunktur. För att effekten på inflationen ska bli betydande krävs att den högre räntenivån är varaktig.[14] Försiktiga sänkningar av styrräntan kan inledas under 2024, men vår prognos innebär en åtstramande nivå till slutet av 2025 och till det kommer en måttligt åtstramande effekt från fortlöpande neddragning av Riksbankens balansräkning (se även Global bakgrund).

Riksbanken pausar när inflationen dämpas



Källor: Macrobond, Riksbanken, SCB och Handelsbanken

[13] Mer om inflationsförväntningarnas betydelse för inflationen, se vår temaartikel ”Vad stoppar en ny höginflationsregim?” i Konjunkturprognosen i september 2022, samt tal av Catherine Mann, ”Inflation expectations, inflation persistence, and monetary policy strategy”, Bank of England, 2022-09-05.

[14] En tillfällig räntehöjning tenderar att få mycket små inflationseffekter, se Stefan Lassén m fl, Ekonomisk kommentar, Riksbanken, 2022-12-20.

Temaartikel: Kronan

Kronan – den oförklarliga

Kronan är historiskt svag, säger vi. Är den det? Och vad styr egentligen kronans värde? Vår slutsats är att kronan i nuläget är undervärderad vilket betyder att den bör stärkas framöver. Men det finns också mer strukturella och även en oförklarad trend i kronans försvagning i ett längre perspektiv. Så länge osäkerheten kring konjunkturen består, och så länge inflationsbekämpningen och räntor i olika grad avviker från det normala i olika länder är vår bedömning att kronan kommer vara svag. Men på några års sikt ser vi framför oss en nivå runt 8,50 kr mot dollarn och 10 kr mot euron.

Kronan svagast i klassen

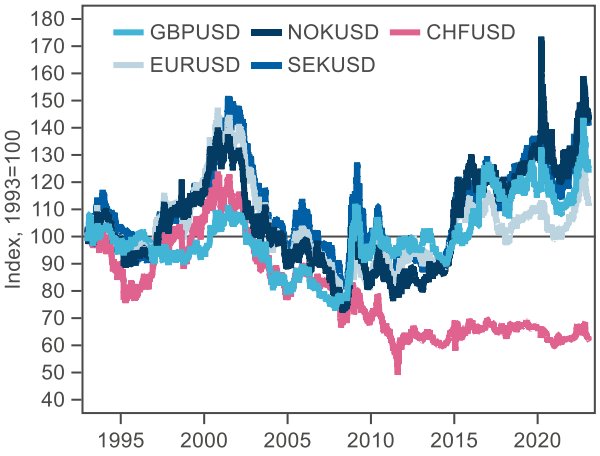
Den svenska kronan är återigen på historiskt svaga nivåer och mot dollarn är kronan på den svagaste nivån sedan början av 2000-talet. Nu är det inte bara den svenska kronan som har försvagats mot dollarn utan det gäller de flesta västvalutor. Dollarn har stärkts av flera skäl; den amerikanska centralbanken har höjt räntan mer än andra centralbanker, USA har relativt sett gynnats av höga oljepriser och osäkerheten generellt har varit hög vilket gynnar dollarn som den stora ”reservvalutan”.

Med detta sagt kan det konstateras att kronan har försvagats mer än vad som kan förklaras av ovan. Sedan början av 2021 är svenska kronan 25 procent svagare mot dollarn och 11 procent svagare mot euron. Ett litet exportberoende land som Sverige tenderar att ha större variationer i valutan och större försvagning i osäkra tider än större länder. I nuläget kan även osäkerheten kring Sveriges stora och räntekänsliga fastighetssektor bidra till en kronförsvagning, då det råder osäkerhet kring vilken tillgång svenska fastighetsbolag har till den europeiska kapitalmarknaden.

Kronan har även försvagats trendmässigt

Kronans trendmässiga försvagning är ännu svårare att förklara fullt ut. Kronans reala växelkurs, det vill säga justerad för prisskillnader, har försvagats trendmässigt ända sedan 1970-talet på ett sätt som är unikt i jämförelse med andra avancerade ekonomier.[15] Internationella organisationer som IMF, svenska och utländska forskare, Riksbanken, Konjunkturinstitutet, bankekonomer har inte fullt ut kunnat förklara den trendmässiga försvagningen.

Utvecklingen av olika valutor mot dollarn



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Varför är Schweiz valuta så stark?

- CHF sticker ut mot de flesta valutor. När andra valutor försvagas mot dollarn har CHF stärkts
- Schweizerfranc betraktas som en ”safe haven”-valuta delvis av historiska skäl. Det kan också förklaras av att Schweiz har ett skattesystem som gynnar kapitalinflöden
- Schweiz producerar och exporterar varor som är prisokänsliga. De drabbas inte negativt av en stark valuta som många andra slags exportvaror, vilket betyder att Schweiz handel med omvärlden inte missgynnas när valutan stärks i samma omfattning.
- Faktorer som låg statsskuld, stabila institutioner etc. används ofta som argument men gäller många andra länder också.

Vad avgör ett lands växelkurs?

Växelkursen är ett relativpris och påverkas av grundläggande utbuds- och efterfrågefaktorer. På kort sikt tenderar växelkursen främst drivas av kapitalflöden och cykliska faktorer, såsom skillnader i räntor och riskaptit. På lång sikt är växelkursen

[15] Carl-Johan Belfrage*: Kronans reala utveckling i ett längre perspektiv*. Penning- och valutapolitik 2021:2.

förankrad i mer tröga trender, och bestäms av 1) strukturella faktorer såsom relativ produktivitet, bytesförhållande och bytesbalans, och 2) genomsnittlig inflation i förhållande till handelspartner.

Ramverk för bestämning av växelkurs

Kort sikt

- Kapitalflöden/ränteskillnader
- Relativ konjunkturutveckling
- Osäkerhet

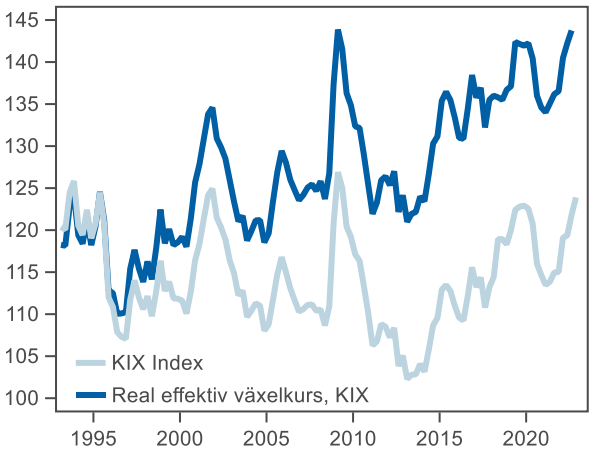
Lång sikt (jämvikt, ca 5 års sikt)

- Strukturella faktorer såsom relativ produktivitet, bytesbalans och bytesförhållande
- Genomsnittlig inflation relativt handelspartner

På kort sikt kan en valuta påverkas av många faktorer, tex kapitalflöden, ränteskillnader, förväntningar och riskaptit. För att göra en bedömning av vart kronan ska på sikt behöver vi beräkna en jämviktsnivå, det vill säga en nivå på kronan rensat för dessa kortsiktiga faktorer. Skillnaden mellan den faktiska växelkursen och den långsiktiga nivån, jämviktskursen, kallas växelkursgapet. Är gapet positivt är kronan undervärderad, dvs svagare än vad som kan förklaras av långsiktiga faktorer, och vice versa.

På lite längre sikt kan man anta att konjunkturfaktorn är ”borta” och att ränteskillnader mellan länder är konstanta samt att osäkerheten har ebbat ut. Då är det mer strukturella faktorer som bestämmer ett lands växelkurs. Demografi och teknologi utgör grunden för ekonomisk tillväxt och påverkar ett lands relation till omvärlden. Den relativa utvecklingen syns i landets bytesbalans (lika med dess finansiella sparande), bytesförhållande (pris på export relativt import) och dess produktivitet relativt omvärlden. Dessa faktorer bestämmer den reala växelkursen. Till det kommer att olika länder kan ha olika prisnivåer och olika inflationstakt.

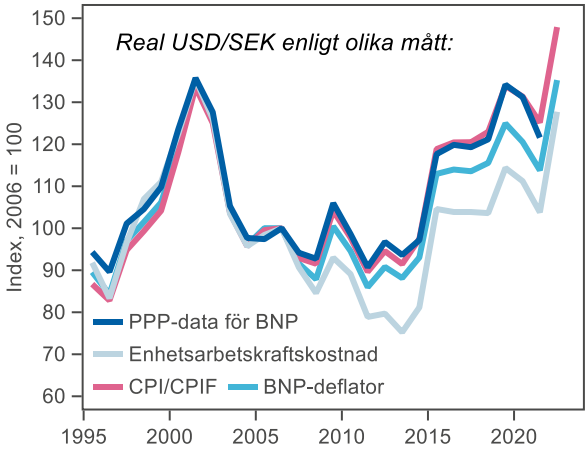
Trendmässigt svagare krona



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Skulle kronans trendmässiga försvagning kunna förklaras av olika inflationstakt? Nej, snarare tvärtom. Som synes i bilden är kronan enligt det handelsviktade KIX-indexet betydligt svagare realt (dvs efter prisjustering med konsumentpriser) än nominellt. Det är dock inte självklart vilket prisindex som ska användas när den reala växelkursen beräknas. Skillnaden mellan användandet av olika prismått har uppstått efter 2005 och om man använder ULC (enhetsarbetskostnad) är trenden i den reala växelkursen inte lika tydlig.[16]

Kronan har försvagats mot dollarn



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Uppdaterad beräkning av jämviktskurser

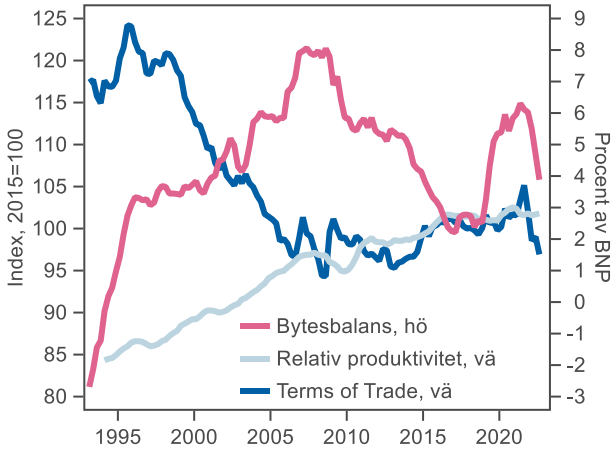
2019 gjorde vi beräkningar av jämviktskurser med hjälp av en standardmodell som utgår från de strukturella bestämningsfaktorerna för den reala växelkursen; bytesbalansen, bytesförhållandet och relativ produktivitet.[17] Sveriges bytesbalansöverskott ökade från det att kronan

[16] Se Anders Bergvall och Johan Löf, *”The krona has weakened, but it is not particularly weak”*, Handelsbanken Macro Comment 2019-06-14

[17] Anders Bergvall, “*SEK undervalued and USD overvalued*”, Handelsbanken Macro Comment, 2019-01-30.

släpptes 1993 fram till 2007 vilket är förenligt med en försvagning av den reala växelkursen. Fram till 2007 försämrades bytesförhållandet, det vill säga vi fick mindre betalt för vår export jämfört med vad vi betalade för vår import, vilket också bidrog till en svagare krona. Däremot ökade vår produktivitet snabbare än omvärlden vilket enskilt talar för en starkare krona. Efter 2007 har bytesförhållandet legat relativt stabilt och bytesbalansen har i genomsnitt varit lägre. Detta skulle tala för en starkare krona men å andra sidan har skillnaden i produktivitetstillväxt minskat.

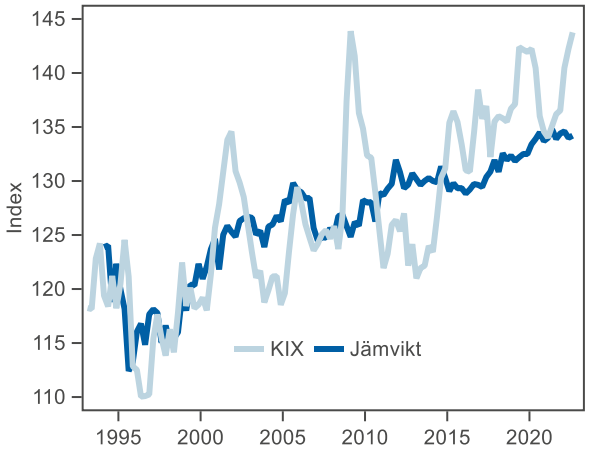
Sveriges internationella förhållanden



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Med samma ansats som i vår analys från 2019 ger uppdaterade data och beräkningar att jämviktskursen för det handelsviktade KIX-indexet är drygt 1 procent svagare. Det betyder att den faktiska kronkursen var ca 7,5 procent svagare än sitt jämviktsvärde tredje kvartalet 2022. Kronan är alltså undervärderad enligt dessa beräkningar.[18]

Kronans reala effektiva växelkurs



Källor: Macrobond och Handelsbanken

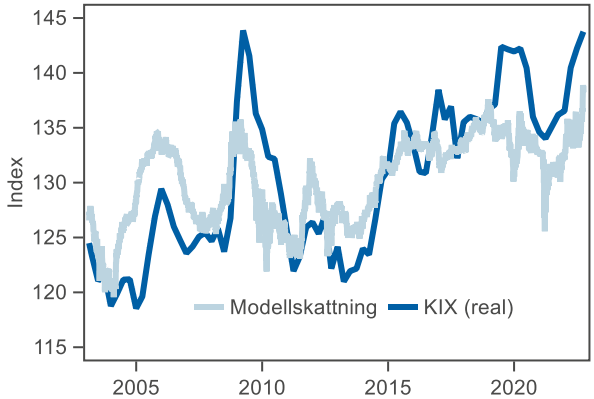
Undervärderad krona delvis begripligt

Som synes i bilden ovan har kronan enligt denna beräkning varit i genomsnitt undervärderad sedan början av 2015. Det är samtidigt som Riksbanken började med sina statsobligationsköp, sänkte räntan under noll och använde kommunikation som ett medel att motverka en förstärkning av kronan. Enligt analys av internationella forskare[19] kan kommunikationen ha bidraget till att kronan under flera år var svagare än sin jämviktskurs.

Det är mer oklart om detta fortfarande påverkar kronan. Riksbanken har inte kommunicerat speciellt mycket kring kronan de senaste åren, vilket i och för sig kan förstärka bilden av asymmetri. Riksbanken var bland de första centralbankerna att avsluta nettoköp av obligationer och har höjt styrräntan ungefär i linje med andra. Men historiken kan hänga kvar länge och vi gör bedömningen att historiken är en faktor som verkar för en svagare krona. Man kan diskutera om detta är något som bör påverka jämviktskursen eller om det är en mer temporär faktor som bidrar till växelkursgapet.

Mer tydligt är att räntedifferenser och riskaptit i nuläget bidragit till en kronförsvagning senaste året. Enligt en enkel skattning kan en stor del av senaste årets försvagning förklaras av dessa variabler. Fortfarande är dock kronans nivå svagare än vad som går att förklara med denna modell.

Osäkerhet och ränteskillnad ger svagare krona



Anm.: I skattningen ingår spread 2-åriga marknadsräntor, aktieindex (S&P 500) och vår beräkning av jämviktskursen.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Fortfarande tror vi kronan ska stärkas

Vår samlade bedömning tar intryck av alternativa beräkningar både avseende modellantagande och

[18] IMF:s bedömning för 2021 är att kronan är mellan 0 till 9 procent undervärderad. Se IMF, External Report 2022.

[19] Philippe Bacchetta, Pauline Chikhani*: *On the weakness of the Swedish krona.* Riksbanken 2021

vilka prisjusteringar som ska göras.[20] Då landar vi i att kronan är undervärderad mot KIX, och nominellt bedöms jämviktskursen för kronan ligga på 10 kronor mot euron och 8,50 kronor mot dollarn.

På lite längre sikt antar vi att kronan ska gå mot 10 kr för en euro och 8,50 kr för en dollar

På sikt innebär det att kronan som nu ligger kring 11,10 mot euron och 10,25 mot dollarn ska stärkas med 10 respektive 17 procent. Hur lång tid detta tar påverkas bland annat av den aktuella konjunkturcykeln, inflationsutvecklingen och centralbankernas styrräntor. Våra prognoser är att kronan i slutet av 2025 ligger på 10,20 respektive ca 8,70.

Åldrande befolkning bidrar till starkare jämviktsväxelkurs på ännu längre sikt

Det finns också faktorer som talar för en trendmässig förstärkning av kronan längre fram.

I Sverige har vi genomfört omfattande reformer inom pensionssparandet, som i sin tur inneburit att en ökad del av våra besparingar landat i utlandet. Det kan låta riskfyllt, men är logiskt med tanke på att vi är ett litet land med en liten valuta. Pensionstagarens köpkraft är känslig för valutarörelser och på så vis kan det vara en god idé att hålla en andel av placeringarna i utländsk valuta. Sverige och Norge sticker ut inom OECD-området som länder där det utländska pensionssparandet är högt.

För svensk del öppnades möjligheterna upp att spara i utlandet i samband med att valutaregleringen monterades ned i slutet av 80-talet och början av 90-talet. Under 90-talet började de svenska tjänstepensionerna placeras allt mer i utländska tillgångar. Införandet av premiepensionssystemet (PPM) i mitten av 90-talet medförde också ökat utlandssparande. 2000-talet inleddes sen med en reformering av AP-fondssystemet som kom att innebära ännu en stor ström av ökat utlandssparande.

Allt som allt har svenskar byggt upp en stark utlandsställning som kan ha bidragit till den svaga kronutvecklingen. I takt med att fler svenskar går i pension minskar utflödet av kapital. De stora barnkullarna från början av 60-talet gör att uttagen ur pensionssystemet ökar och närmar sig insättningsvolymerna. Det verkar inte innebära att vi får en nettoförsäljning av utländska pensionstillgångar, men en mer balanserad situation av flödet. För kronan kan det innebära att en motvind mojnar.

En åldrande befolkning betyder samtidigt att färre arbetar. Det bedöms på sikt leda till att vi som land behöver importera en större andel av vår konsumtion, och att exporten minskar relativt importen. Därmed minskar bytesbalansöverskottet, och kronan stärks. Men det här är inget som sker snabbt och dessutom har de flesta av våra handelspartners också en åldrande befolkning. Men vårt stora överskottsparande och bytesbalansöverskott kan innebära att det enklare för oss att upprätthålla vår konsumtion genom att köpa från andra länder, än vad det är för länder som måste låna utomlands för att kunna importera varor.

På riktigt lång sikt räknar vi därför med att kronan kan stärkas trendmässigt, det vill säga att jämviktskursen successivt ligger på en starkare nivå.

20 Se tex Philippe Bacchetta, Pauline Chikhani*: *On the weakness of the Swedish krona*. Riksbanken 2021, Carl-Johan Belfrage Riksbanken, Paolo Bonomolo och Pär Stockhammar *A time-varying equilibrium VAR model of the long-run real exchange rate,* Riksbanken 2021, Konjunkturläget December 2022, Konjunkturinstitutet.

Nyckeltal

BNP-prognoser

	Årligt genomsnitt			
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
Sverige*	2,9 (3,0)	-0,8 (-0,1)	1,0 (1,6)	2,6
Finland	1,9 (2,3)	-0,2 (-0,2)	1,0 (1,0)	1,4
Norge, fastlandet*	3,7 (2,9)	-0,1 (0,7)	0,3 (1,3)	1,5
Euroområdet	3,3 (3,1)	-0,3 (-0,5)	1,3 (1,5)	1,8
Storbritannien	4,4 (3,7)	-1,8 (0,4)	0,8 (1,3)	3,4
USA*	2,1 (1,8)	0,7 (0,2)	0,3 (1,3)	2,1
Kina	3,0 (3,7)	6,0 (5,2)	5,0 (5,1)	5,0

*Kalenderjusterat

Inflationsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
Sverige, KPI	8,4 (8,3)	9,2 (8,8)	2,7 (2,0)	2,0
Sverige, KPIF	7,7 (7,6)	6,5 (6,1)	2,3 (1,9)	2,2
Finland	7,1 (6,7)	4,8 (3,8)	2,5 (2,2)	2,0
Norge, KPI	5,8 (5,5)	4,0 (3,7)	1,5 (2,0)	1,9
Norge, kärn	3,9 (3,7)	4,5 (3,5)	2,3 (2,5)	2,0
Euroområdet	8,4 (8,2)	5,9 (5,0)	2,3 (2,1)	2,1
Storbritannien	8,5 (8,3)	8,1 (7,4)	5,3 (4,8)	3,3
USA, kärn	5,0 (4,8)	3,7 (3,4)	2,6 (2,4)	2,1

Arbetslöshetsprognoser

	Årligt genomsnitt			
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
Sverige	7,4 (7,4)	7,9 (7,4)	8,3 (7,9)	8,0
Finland	6,7 (6,7)	7,0 (7,0)	6,8 (6,9)	6,6
Norge*	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)	2,3 (2,3)	2,3
Euroområdet	6,8 (6,8)	7,3 (7,4)	7,5 (7,5)	7,5
Storbritannien	4,5 (4,5)	5,6 (5,3)	5,0 (4,9)	4,6
USA	3,6 (3,6)	4,0 (4,1)	5,2 (4,9)	5,3

Källa: Handelsbanken

Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 21 september, 2022

*Registrerad arbetslöshet NAV

Valutaprognoser

	Årets slut			
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
EUR/SEK	11,13 (10,85)	10,75 (10,50)	10,40 (10,30)	10,20
USD/SEK	10,43 (11,07)	9,95 (10,50)	9,04 (10,00)	8,72
GBP/SEK	12,79 (12,62)	11,68 (12,35)	11,30 (12,12)	11,09
NOK/SEK	1,06 (1,07)	1,04 (1,06)	1,04 (1,05)	1,02
CHF/SEK	11,41 (11,19)	10,97 (10,82)	10,40 (10,62)	10,20
JPY/SEK	7,22 (7,91)	8,03 (7,72)	7,54 (7,35)	7,26
CNY/SEK	1,51 (1,60)	1,42 (1,57)	1,34 (1,52)	1,30
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
EUR/USD	1,07 (0,98)	1,08 (1,00)	1,15 (1,03)	1,17
USD/JPY	144,55 (140,00)	124,00 (136,00)	120,00 (136,00)	120,00
EUR/GBP	0,870 (0,860)	0,920 (0,850)	0,920 (0,850)	0,920
GBP/USD	1,23 (1,14)	1,17 (1,18)	1,25 (1,21)	1,27
EUR/CHF	0,98 (0,97)	0,98 (0,97)	1,00 (0,97)	1,00
USD/CNY	6,90 (6,90)	7,00 (6,70)	6,75 (6,60)	6,70
	2022	**2023p**	**2024p**	**2025p**
EUR/NOK	10,51 (10,10)	10,30 (9,90)	10,00 (9,80)	10,00
SEK/NOK	0,94 (0,93)	0,96 (0,94)	0,96 (0,95)	0,98
USD/NOK	9,86 (10,31)	9,54 (9,90)	8,70 (9,51)	8,55
GBP/NOK	12,08 (11,74)	11,20 (11,65)	10,87 (11,53)	10,87
CHF/NOK	10,78 (10,41)	10,51 (10,21)	10,00 (10,10)	10,00
JPY/NOK	6,82 (7,36)	7,69 (7,28)	7,25 (7,00)	7,12

Källa: Handelsbanken Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 21 september, 2022

Ränteprognoser

	Årets slut			
Styrränta	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	4,375 (3,875)	4,875 (4,125)	3,625 (3,375)	2,625
Euroområdet	2,00 (2,00)	3,00 (2,00)	2,50 (1,50)	2,00
Sverige	2,50 (2,25)	3,25 (2,75)	2,75 (2,25)	2,50
Storbritannien	3,50 (3,00)	4,00 (3,00)	3,75 (2,75)	3,00
Norge	2,75 (2,75)	3,00 (3,25)	2,50 (3,00)	2,25
3-månader interbankränta	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA, LIBOR	4,77 (4,00)	4,90 (4,00)	3,60 (3,25)	2,70
Sverige, STIBOR	2,70 (1,90)	3,25 (2,75)	2,75 (2,25)	2,50
Euro Area, EURIBOR	2,13 (2,05)	3,15 (2,15)	2,60 (1,70)	2,10
Norge, NIBOR	3,26 (3,10)	3,35 (3,55)	2,85 (3,30)	2,60
2-årig statsobligationsränta	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	4,41 (4,00)	4,20 (3,75)	3,40 (3,20)	3,00
Euroområdet (Tyskland)	2,71 (1,82)	2,50 (2,05)	2,20 (1,65)	2,00
Sverige	2,90 (2,87)	2,75 (3,05)	2,55 (2,65)	2,40
Finland	2,70 (1,85)	2,55 (2,10)	2,25 (1,70)	2,05
Storbritannien	4,10 (3,97)	4,60 (3,78)	4,35 (3,58)	3,60
Norge	3,10 (3,40)	3,00 (3,30)	2,75 (3,25)	2,70
5-årig statsobligationsränta	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	3,99 (3,85)	3,83 (3,70)	3,46 (3,25)	3,25
Euroområdet (Tyskland)	2,54 (2,01)	2,45 (2,30)	2,25 (1,93)	2,15
Sverige	2,66 (2,82)	2,55 (2,92)	2,45 (2,04)	2,47
Finland	2,88 (2,30)	2,80 (2,50)	2,50 (2,05)	2,30
Storbritannien	4,15 (3,69)	4,98 (3,85)	4,73 (3,92)	3,98
Norge	3,07 (3,35)	2,85 (3,20)	2,75 (3,10)	2,75
10-årig statsobligationsränta	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	3,88 (3,70)	3,65 (3,70)	3,55 (3,30)	3,50
Euroområdet (Tyskland)	2,56 (2,21)	2,40 (2,55)	2,30 (2,20)	2,30
Sverige	2,37 (2,51)	2,35 (3,05)	2,40 (2,80)	2,50
Finland	3,09 (2,70)	2,90 (3,00)	2,60 (2,50)	2,55
Storbritannien	4,20 (3,41)	5,35 (3,92)	5,10 (4,25)	4,35
Norge	3,20 (3,35)	2,80 (3,20)	2,75 (3,10)	2,75
2-årig swap	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	4,70 (4,20)	4,40 (3,95)	3,60 (3,40)	3,20
Euroområdet	3,40 (2,73)	3,10 (2,60)	2,70 (2,10)	2,40
Sverige	3,52 (3,67)	3,35 (3,45)	2,95 (2,65)	2,70
Storbritannien	4,82 (4,77)	4,52 (4,48)	4,24 (4,28)	3,97
Norge	3,49 (3,70)	2,95 (3,60)	2,70 (3,20)	2,65
5-årig swap	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	4,02 (3,95)	3,98 (3,85)	3,61 (3,40)	3,40
Euroområdet	3,24 (2,79)	2,98 (2,80)	2,70 (2,38)	2,53
Sverige	3,27 (3,54)	3,15 (3,78)	2,95 (3,38)	2,85
Storbritannien	4,20 (4,12)	4,76 (4,23)	4,52 (4,29)	4,29
Norge	3,26 (3,50)	2,80 (3,35)	2,75 (3,20)	2,75
10-årig swap	**2022**	**2023p**	**2024p**	**2025p**
USA	3,82 (3,80)	3,80 (3,85)	3,70 (3,45)	3,65
Euroområdet	3,20 (2,96)	2,85 (3,05)	2,70 (2,65)	2,65
Sverige	3,13 (3,41)	2,95 (3,75)	2,95 (3,50)	3,00
Storbritannien	3,57 (3,46)	5,00 (3,97)	4,80 (4,30)	4,61
Norge	3,29 (3,45)	2,90 (3,30)	2,85 (3,20)	2,85

Källa: Handelsbanken Inom parentes: Handelsbanken Konjunkturprognos 21 september, 2022

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker
Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar
Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad ”SHB”), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser
SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner (”informationshinder”) i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visselblåsarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida https://www.handelsbanken.com/sv/ / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

Macro Research

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 8 701 5158
Helena Bornevall	Senior Adviser/Economist	+46 8 701 1859
Claes Måhlén	Chief Strategist	+46 8 701 8316
Johan Löf	Head of Forecasting	+46 8 701 5093

Sweden

Charlotte Asgermyr	Chief FI Strategist	+46 7305 72447
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 8 701 8378
Ida Dejenfelt	Junior Economist	+46 8 701 8336
Lars Henriksson	Senior Strategist, FX	+46 8 463 4518
Andreas Hild	Strategist, FI/FX	+46 8 701 8332
Erik Meyersson	Senior Economist	+46 8 701 1412
Anton Solberg	Junior Economist	+46 8 701 2622

Norway

Marius Gonsholt Hov	Chief Economist, Norway	+47 22 39 73 40
Nils Kristian Knudsen	Senior Strategist, FX/FI	+47 22 82 30 10
Sara Midtgaard	Senior Economist	+47 90 71 74 14

UK

James Sproule	Chief Economist, UK	+44 7812 4861 87
Daniel Mahoney	Senior Economist	+44 7890 3043 77

Finland

Timo Hirvonen	Chief Economist, Finland	+358 10 444 2404
Janne Ronkanen	Senior Economist	+358 10 444 2403

Debt Capital Markets

Björn Ordell	Head of Debt Capital Markets	+46 8 701 28 04
Charlotte Wilson	Head of Debt Capital Markets Sweden	+46 8 701 22 45
Anders Holmlund	Head of Corporate Bonds	+46 8 463 34 56

Sales

Fixed Income Sales/Syndication

Thomas Grandin	+46 8 463 45 83

FX Sales

Martin Persson	+46 8 463 45 14

Risk advisory and cash management

the Netherlands

Kristiaan Buter	+31 20 412 76 94

Sweden

Petter Holm	+46 8 46 345 92
Johan Martinsson	+46 702 01 73 58

Finland

Mika Rämänen	+358 10 444 62 20

UK

Chris Yoxall	+44 207 578 86 20

Norway

Petter Fjellheim	+47 22 82 30 29

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm
Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen
Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki
Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo
Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London
Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
900 Third Avenue,
New York, NY 10022-4792
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC