

November 2018

Fortsatt global högkonjunktur
men utbudsrestriktioner ger nedåtrisker

Riksbanken påbörjar höjningscykel
trots svalare ekonomi

Nordic Outlook

Innehåll

04	Internationell översikt
15	Baltisk översikt
16	Tema: Tillväxtekonomierna
18	Tema: Aktiemarknader
20	Tema: Handelskrig
22	Nordisk översikt
27	Tema: Svensk arbetsmarknad
29	Nyckeldata
34	Kontakter

Internationell översikt

Fortsatt högkonjunktur men risker från stram arbetsmarknad

Avmattningstendenser i Väst Europa och Asien i kombination med ett alltmer ansträngt resursutnyttjande och stigande USA-räntor har ökat nedåtriskerna för världsekonomin. BNP-utsikterna har justerats ned något men global ekonomi fortsätter växa något över trend 2019 och 2020. Detta ger stöd till företagsvinster och börser även om vi får vänja oss vid förhöjd volatilitet. Stigande löner utmanar tesen om inflationens död. Men även om inflationsriskerna ökat har centralbankerna utrymme att gå försiktigt fram med höjningar.

Utvecklingen av **den globala ekonomin har visat divergerande tendenser de senaste månaderna**. USA-ekonomin har fortsatt att visa styrkebesked med stark BNP-tillväxt också tredje kvartalet samtidigt som jobben ökar i imponerande takt. I Väst Europa har den svacka som präglade inledningen på året blivit mer utdragen än väntat. Tendenser till vikande aktivitet i viktiga tillväxtekonomier har fortsatt även om framtidsstron nu generellt har bottnat ut. Parallellt med oro för vikande global tillväxt på kort sikt börjar också finansiella marknader i allt högre grad **bekymra sig för att utbudsrestriktioner på lite sikt ska sätta stopp för den amerikanska och globala högkonjunkturen**.

Arbetslösheten i de utvecklade ekonomierna (OECD-området) ligger nu sammanvägt på sin lägsta nivå sedan 1980 och för USA är den senaste noteringen på 3,7 procent den lägsta sedan 1960-talet. Detta har bidragit till att lönerna växlat upp en del även om ökningstakten fortfarande är dämpad. Fokus i denna Nordic Outlook ligger därför i hög grad på att diskutera **tillväxtens uthållighet och samspelet mellan real- och finansiell ekonomi sent i en konjunkturcykel**. Rapporten har också en annan disposition än normalt genom att de ländervisa avsnitten utgår och utvecklingen istället sammanfattas i en Internationell översikt samt en Nordisk och Baltisk översikt. Därtill finns fyra speciella temaartiklar på aktuella områden.

Sammantaget har svaghetstendenserna bidragit till att **vi justerat ned BNP-tillväxten med ca en kvarts procentenhet per år**. Vi tror nu att den globala BNP-tillväxten blir **3,8 procent 2018 för att sedan dämpas till 3,6 procent 2019-2020**.

Nedjusteringarna är främst hänförliga till EM-ekonomier och Väst Europa där eurozonen, Storbritannien och Sverige utvecklas svagare än väntat. Effekter av handelsspänningar och osäkerhet kring Brexitprocessen ser ut att få lite större konsekvenser än vi tidigare räknat med även om de överskuggas av mer traditionella konjunkturkrafter.

Trots dessa nedrevideringar betyder prognosen att den globala högkonjunkturen fortsätter med en BNP-tillväxt över trend också 2019 och 2020. Det innebär att **arbetslösheten fortsätter nedåt ytterligare någon halvprocent i OECD-området** som helhet. I denna miljö visar nu löneökningar tecken på att växla upp. För ett vägt genomsnitt av de fyra största OECD-ekonomierna (USA, eurozonen, Japan och Storbritannien) har takten på ett drygt år stigit från 1,7 till 2,6 procent. Detta är fortfarande en relativt modest takt men med tanke på den låga produktivitetens utvecklingen på senare år ger den ändå en

kostnadsimpuls som på sikt stärker inflationstrycket. Än så länge ligger dock **kärninflationen kvar runt 1,5 procent i de flesta länder**. Om den totala KPI-inflationen, som nu är uppdriven av stigande energipriser, ska falla tillbaka eller inte avgörs av en dragkamp mellan olika krafter. Stigande enhetskostnader i spåren av låg produktivitet, möjligheter till prisövervärträng till konsumentledet i en het konjunktur samt tendenser till ökad slutenhet med tullar och andra begränsningar av rörligheten talar mot att inflationen ska falla tillbaka. Å andra sidan har KPI-inflationen under flera decennier haft svårt att nå upp till inflationsmålens 2 procent utan hjälp av stigande energi- och råvarupriser. Även om upptriskerna ökat är vårt huvudscenariot att **inflationen inte kommer att stiga på ett sätt som tvingar centralbankerna att ändra sina planer** om en mycket gradvis normalisering av penningpolitiken.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
USA	2,2	3,1	2,6	1,9
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8
Tyskland	2,2	1,9	1,8	1,7
Kina	6,9	6,6	6,3	6,1
Storbritannien	1,7	1,3	1,4	1,6
Eurozonen	2,4	2,1	1,9	1,8
Norden	2,2	1,9	2,3	2,2
Baltikum	4,4	3,7	3,3	2,8
OECD	2,5	2,5	2,1	2,0
EM	5,0	4,9	4,8	4,8
Världen, PPP	3,7	3,8	3,6	3,6

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

Den makroekonomiska utvecklingen med lite svagare efterfrågebild men ändå ett allt stramare resursutnyttjande **gör situationen lite mer komplicerad för centralbankerna**. Vi ser dock inga starka skäl för att Fed ska ändra sin strategi utan räknar med den amerikanska styrräntan höjs ytterligare fyra

gångar under prognosperioden till nivån 3,25 procent. Också centralbankerna i Västeuropa väntas höja räntan enligt annonserade planer. **Den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan förutses toppa på nivån 3,60 procent i mitten av 2020** för att sedan falla något när marknaden ställer in sig på att Feds höjningscykel är avslutad. Tyska obligationsräntor väntas stiga långsamt till 1,30 procent mot slutet av 2020. Det innebär att vi kommer att få se en lång period med historiskt sett mycket höga räntedifferenser mellan USA och Tyskland. Åtminstone på medellång sikt ser det ut som om den europeiska räntecykeln i hög grad, på japanskt vis, kopplat loss från den amerikanska. En konsekvens av detta är att det penningpolitiska utrymmet att möta nästa lågkonjunktur är litet i Västeuropa. Å andra sidan är förhållandena det omvända när det gäller det finanspolitiska manöverutrymmet. **Budgetläget har förbättrats betydligt i Västeuropa** medan Trumps skattesänkningar gör att **USA har ett stort offentligt underskott trots pågående högkonjunktur**.

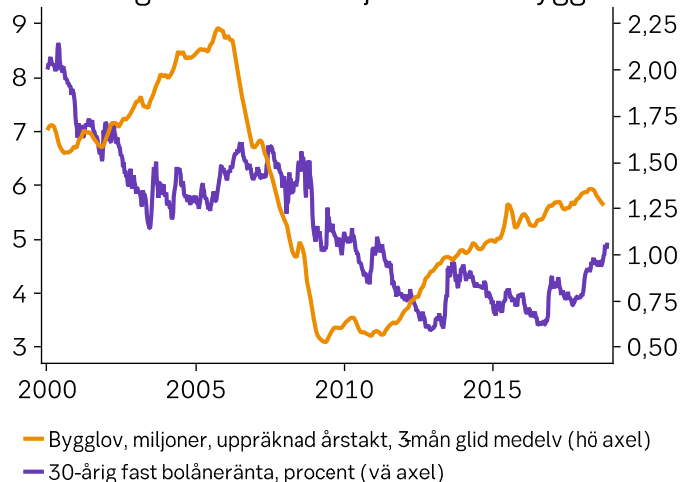
Den förnyade börsoro vi sett den senaste månaden accentuerar de sencykliska utmaningar vi nu står inför. Høgt resursutnyttjande och stigande amerikanska räntor kommer att bidra till en latent oro för att de **relativt høgt ställda vinstförväntningarna ska behøva skruvas ned** eller för att stigande räntnivå ska få börsernas värdering att framstå som ansträngd. Detta kommer troligen att leda till fortsatt förhöjd börsvolatilitet. Givet vår prognos om att det finns utrymme för en relativt god BNP-tillväxt ytterligare några år bedømer vi dock att dagens vinstestimater inte kommer att behøva justeras ned i någon större utsträckning. Vi ser därför **utsikter för en relativt gynnsam börsutveckling också framöver**.

Vår bedømmning är dock att börsoron ändå speglar ökande nedåtrisker i ekonomin. Förutom risker för att den amerikanska ekonomin ska slå i kapacitetstak tidigare än väntat kvarstår nedåtrisker kopplade till stökig Brexitprocess, Italiens budgetpolitik, eskalerande handelskrig och andra geopolitiska spänningar. En kinesisk hårdlandning kan heller inte uteslutas. **Vi bedømer nu sannolikheten för en recession de närmaste åren till 20-25 procent**. Utsiktorna för en bättre utveckling än i huvudscenariot är främst kopplade till att vi underskattar konsekvenserna av det tekniksprång avseende t ex digitalisering och robotisering vi nu är inne i. Sannolikheten för en høgre tillväxt än i huvudscenariot bedøms fortsatt till 15 procent.

USA-ekonomin tuffar på men dämpas på sikt

USA-ekonomin fortsätter att utvecklas starkt. BNP-tillväxten tredje kvartalet uppgick till 3,5 procent i uppräknad årstakt; endast en mindre dämpning från de høga 4,2 procent som uppnåddes andra kvartalet med hjälp av tillfälligt høga export- och konsumtionssiffror. I nuläget finns få tydliga tecken på en inbromsning. Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas och försiktigt accelererande löner ger, i kombination med skattesänkningar, stöd till konsumtionen som förblir den viktigaste drivkraften för BNP-tillväxten. Konsumentförtroendet ligger kvar nära rekordhøga nivåer och det finns ännu inga tydliga tecken på att företagens investeringar påverkats negativt av handelsoron.

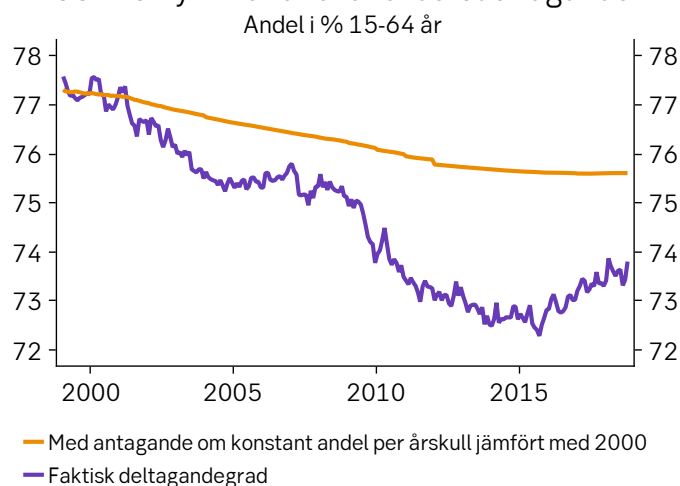
USA: Høgre boräntor börjar hamma byggandet



Källa: Freddie Mac, Conference Board, Macrobond, SEB

På lite sikt finns dock flera faktorer som bidrar till att **BNP-tillväxten gradvis dämpas under 2019 och 2020**. USA har nu nått en överenskommelse med Kanada och Mexiko om ett omförhandlat Nafta-avtal men å andra sidan har de handelspolitiska spänningarna gentemot Kina och EU kvarstått under høsten (se temaartikel sid 20). Även om vårt huvudscenario innebär att effekterna av handelsstörningar blir små lär företagens investeringar och exportleveranser hamma något. Feds räntehøjningar får också gradvis större åtstramande effekter på räntekänsliga delar av ekonomin som t ex bostadsmarknaden. Den 30-åriga boläneräntan ligger nu nära 5 procent; den høgsta sedan 2011. Även om hushållen bantat sin skuldsättning rejält det senaste decenniet påverkar ränteläget aktiviteten i byggsektorn där antalet bygglov och byggstarter har minskat med 7-8 procent det senaste halvåret. Høgre räntor bidrar även till en starkare dollar, inte minst gentemot EM-valutor, vilket i viss mån hamma exporten.

USA: Utrymme för økat arbetsdeltagande



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

Situationen på arbetsmarknaden är viktig för tillväxtutsiktorna framöver. Styrketecknen fortsätter att dominera. Antalet sysselsatta har hittills i år økat med i genomsnitt 213 000 per månad och noteringen för den öppna arbetslösheten på 3,7 procent i september och oktober är den lägsta sedan 1960-talet. Potentialen för fortsatt nedgång är inte så stor men vi tror att **arbetslösheten kan sjunka en bit under 3,5 procent**.

Lite bredare mått tyder dock på att **resursläget inte är lika stramt som det var t ex år 2000**. Den s k undersysselsättningen (Uó) var då nere under 7 procent jämfört med dagens 7,4 procent. Sysselsättningsgraden i åldrarna 16-74 år ligger nu 4 procentenheter lägre än toppnoteringar runt 2000. Demografiska faktorer förklarar bara en mindre del av nedgången (se graf), vilket indikerar möjligheter för en fortsatt uppgång. Om en ytterligare nedgång i arbetslösheten kan bidra med några tiondelar till jobbtillväxten handlar potentialen om flera procentenheter om man verkligen lyckas mobilisera arbetskraften via högre förvärvsfrekvens. Om detta ska lyckas avgörs av utvecklingen på en rad olika områden som t ex social utslagning och drogrelaterade samhällsproblem, pensionsnivåer, kvinnors roll i arbetslivet samt tillgänglighet till högre utbildning. Vår bedömning är att förvärvsfrekvensen kan öka i en sådan grad att fortsatt BNP-tillväxt över trend är möjlig de närmaste åren utan allvarliga flaskhalsproblem. **BNP-prognosen för 2018 och 2019 är marginellt uppjusterad till 3,1 procent resp. 2,6 procent.** År 2020 saktar dock tillväxten in till ca 2 procent.

Att mellanårsvalen 6 november som väntat resulterade i en delad kongress, då Demokraterna tog kontroll över Represen-
tanhuset, får små ekonomiska effekter. Trumps manöver-
utrymme minskar under andra halvan av mandatperioden. En ny
runda med skattesänkningar ter sig nu än mer osannolik
eftersom Demokraterna inte vill acceptera utgiftsnedskärningar
för att finansiera skattesänkningar. De tidigare sänkningarna har
därtill redan försvagat statsfinanserna på ett sätt som urholkat
stödet för ytterligare steg också bland Republikaner.

Dämpning i eurozonen men fortsatt god jobbtillväxt

Svackan i eurokonjunkturen har blivit mer utdragen än väntat, vilket lett till en viss nedjustering av tillväxtprognosen. Till skillnad mot läget i USA ser det nu ut som om tillväxten toppade 2017. **Industrin och exporten har varit de stora besvikelserna hittills i år.** Uppgången har tydligt mattats och även om orderböckerna fortfarande ser bra ut har inflödet börjat sina. En bidragande orsak är svagheter i bilindustrin där nya utsläppskrav skapat en kraftig nedgång de senaste månaderna. Även om nybilregistreringen fortfarande ökar på årsbasis, finns stora frågetecken framför allt för storproducenten Tyskland. Trots nedgången ligger dock sentimentsindikatorer för företagen kvar på en nivå som är förenlig med fortsatt hyfsad tillväxt. Även hushållens förtroende ligger kvar på en historiskt hög nivå. Det finns därför förutsättningar för en fortsatt ganska bred tillväxt som drivs av såväl export och investeringar som hushållens konsumtion. Vi räknar därför med att **BNP-tillväxten ligger kring 2 procent 2018-2020**, d v s något över trend.

BNP prognoser

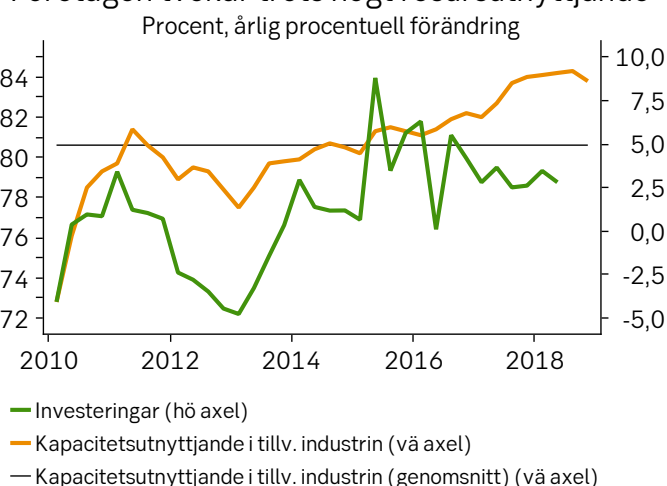
Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Tyskland	2,2	1,9	1,8	1,7
Frankrike	2,2	1,6	1,8	1,8
Italien	1,6	1,2	1,2	1,3
Spanien	3,0	2,7	2,4	2,2
Eurozonen	2,4	2,1	1,9	1,8

Källa: Eurostat, SEB

Politiska orosmoln kan i viss mån ha bidragit till den något
mojande konjunkturvinden. Risker för ökade handelshinder
kan vara en förklaring till att **företagen är försiktiga med att
investera trots att kapacitetsutnyttjandet ligger på en hög
nivå**. Dessutom finns en bestående osäkerhet kring den lång-
siktiga utvecklingen av EU- och eurosamarbetet bl a kopplade till
framgångar för populistiska partier och de problem som såväl
förbundskansler Merkel och president Macron nu möter på
hemmaplan i Tyskland och Frankrike. Den italienska regeringens
sätt att utmana EU:s regelverk kring budgetprocessen innebär
ett stort vågspel (se fördjupningsruta). Samtidigt ger en något
mer offensiv finanspolitik i Italien och andra länder ett visst stöd
till tillväxten de närmaste åren. Med offentliga budgetar nära
balans i eurozonen som helhet finns en press på styrande
politiker att lätta på svängremmen.

Företagen tvekar trots högt resursutnyttjande



Källa: Eurostat, Eurostat Database, Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras. Arbetslösheten låg i augusti på 8,1 procent; inte långt från nivån strax innan finans-
krisen. Antalet sysselsatta ökar med drygt 2 miljoner per år
vilket stöttar hushållens inkomster. Företagens anställnings-
planer är fortsatt expansiva, vilket talar för en fortsatt positiv
utveckling och vi räknar med att arbetslösheten ska falla ned
mot 7-7,5 procent mot slutet av 2020 **och därmed understiga
den botten som uppnåddes innan krisen bröt ut.** Vår
bedömning är att vi då ligger nära jämviktsnivån och utbuds-
restriktioner kommer att bli ett allt större problem framöver.
Svårigheterna att rekrytera personal har till slut också satt spår
i högre löneökningar. Företagens tvekan att dra upp
investeringar begränsar också tillväxtpotentialen framöver.

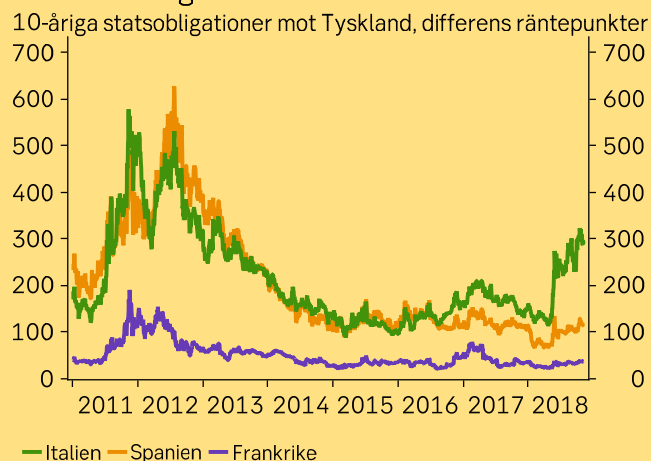
Italienska stimulansvägen ett vågspel

Den italienska regeringens plan att få igång tillväxten med en finanspolitisk stimulansdos är ett vågspel. Ambitionen att **genomföra vallöften beräknas öka det offentliga underskottet till 2,4 procent av BNP** (tidigare regerings prognos var 1,6 procent). Bryssels invändningar riskerar att spä på en marknadsreaktion på ett sätt som kan ge en än kraftigare negativ impuls för ekonomin.

Italiens underliggande problem är väl kända. De senaste decennierna har präglats av politisk osäkerhet, stigande statsskuld, ett svagt banksystem samt dålig konkurrenskraft. Den negativa bilden är dock inte entydig; landet har ett över-skott i utrikeshandeln och nettopositionen gentemot utlandet är endast svagt negativ. Detta återspeglas bl a i att statsskulden, i högre grad än i andra euroländer, ägs av inhemska placerare. Det inhemska banksystemet äger t ex 20 procent av utestående statsskuldstock, vilket ger ett extra stort ömsesidigt beroende mellan stat och banker. Att ränteskillnaden mot Tyskland nu stigit till över 300 punkter ökar statens räntekostnader. Bankerna, som redan har problem med en stor mängd dåliga lån, hamnar också under än större press genom att det högre ränteläget minskar det bokförda värdet av obligationsinnehavet.

Utvecklingen är oroande men fortfarande hanterbar. Räntenivåer ligger ännu klart lägre än under eurokrisens kulmen och kan tolkas som att **marknaden prisar in en ganska låg sannolikhet för ett italienskt euroutråde (Italixit)**. Trots att EU-myndigheterna för första gången valt att underkänna ett lands budget är trycket från Bryssel knappast tillräckligt för att få regeringen att backa. Marknadsreaktionen och

Stigande ränteoro för Italien



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

kreditbetyget blir troligen viktigare. Moody's sänkte nyligen betyget medan Standard&Poor behåller nivån BBB (men med negativa utsikter). ECB kan därmed fortsätta att köpa landets statsobligationer. Vi tror inte att italienska politiker vill hamna i en situation där marknaden eller stödprogram diktar politiken. Regeringen har också senaste tiden tydligt deklarerat att ett euroutråde inte är vägen framåt. Huvudscenariot är därför att **Italien lyckas manövrera genom nuvarande turbulens och att räntedifferensen därmed kan falla tillbaka**. Skulle utvecklingen gå i motsatt riktning är den italienska ekonomin tillräckligt stor för att skapa en ny existentiell kris för eurozonen.

Positiva tecken för japansk ekonomi

Den japanska ekonomin fortsätter att växa snabbare än sin trend på ca 0,5 procent. Tillväxten mattas dock gradvis från de imponerande 1,7 procent som uppnåddes 2017 till ca 1 procent per år 2018-2020. Effekterna från tidigare finanspolitiska stimulanser klingar gradvis av samtidigt som OS-relaterade investeringar (Tokyo 2020) är på väg att slutföras. Under senare delen av prognosperioden hämmas ekonomin också av att momsen höjs från 8 till 10 procent hösten 2019.

Med en arbetslöshet på ca 2,5 procent är ekonomin snarast överhettad, vilket lett till att löneökningarna växlat upp påtagligt. Sett från ekonomins utbudssida innebär den **demografiska motvinden** fortsatta påfrestningar men åtgärderna för att öka arbetskraften börjar nu bära frukt; kvinnors och äldre personers deltagandegrad har stigit samtidigt som antalet utrikes födda på arbetsmarknaden ökat. Inflationsriskerna ligger fortfarande på nedsidan och centralbanken står inför fortsatta utmaningar att nå inflationsmålet på *"uthålligt över 2 procent"*. Situationen kompliceras av att det finanspolitiska manöverutrymmet begränsas av den skyhöga offentliga skulden. Regeringen har nu också senarelagt uppfyllandet av målet om balans i de offentliga finanserna till 2025 (tidigare 2020).

Brittisk ekonomi fortsätter att hämmas av brexitoro

Brittisk ekonomi återhämtade sig snabbt från svackan första kvartalet i år. Både andra och tredje kvartalet visade en BNP-

tillväxt nära trend. Vi håller fast vid prognosen om en BNP-tillväxt på 1,3 procent för 2018. Osäkerheten kring formerna för det brittiska EU-utträdet fortsätter dock att hämma den ekonomiska utvecklingen under hela prognosperioden, vilket hittills främst har märkts genom att företagens investeringar har bromsat in. Även om vi alltså räknar med en överens-kommelse som gör att ett hårt utträde undviks kommer osäkerheten om den framtida relationen på många sätt att kvarstå. Ett historiskt lågt hushållssparande hämmar också potentialen för ökad konsumtion även om lönerna nu växer med ca 3 procent. En stram arbetsmarknad med en arbetslöshet nere på 4,0 procent sätter också restriktioner. Företagens återhållsamma investeringar talar inte heller för att problemen med låg produktivitetstillväxt är på väg att lösas. Sammantaget räknar vi därför inte med något större uppsving i brittisk tillväxt under de kommande åren. **Vi har justerat ned prognoserna för 2019 och 2020 och tror nu att BNP-tillväxten stannar på 1,4 resp. 1,6 procent** (tidigare 1,8 resp 1,9 procent).

Brexitöverenskommelse i sista stund

Förhandlingarna mellan EU och Storbritannien har dragit ut på tiden. Det formella utträdesdatumet är den 29 mars 2019 och ännu lever vi i ovisshet om hur relationen kommer att se. Hittills har man nått en överenskommelse om utträdesvillkoren, dvs. hur mycket Storbritannien ska betala till EU för framtida åtaganden samt villkoren för EU-medborgare bosatta i Storbritannien och inom EU. Vidare har man förbundit sig att hitta en lösning som medför att gränsen mellan Irland och Nordirland förblir öppen efter utträdet. Tidigare i år kom man överens om en övergångsperiod fram till 31 december 2020 då Storbritannien i praktiken kvarstår som medlemsland och är en del av tullunionen och den inre marknaden.

Enligt EU är överenskommelsen till ca 90 procent färdig medan briterna har uttryckt att man är överens om ca 95 procent. Detta kan låta hoppfullt men det är de sista 5 eller 10 procenten som ställer till problem. De återstående knutarna handlar i grunden om två olika problemområden. Det gäller **dels hur ett framtida handelsavtal ska se ut, dels hur man rent praktiskt ska kunna uppfylla löftet om en öppen gräns mellan Irland och Nordirland** om Storbritannien lämnar tullunionen. Ledarna för EU-länderna underkände redan på toppmötet i september ett brittiskt förslag då man menade att det riskerade att undergräva den inre marknadens betydelse och ge briterna en alltför långtgående särställning. EU har istället rest kravet att Nordirland eller hela Storbritannien ska kvarstå som medlem i EU:s tullunion och den inre marknaden även efter utträdet om ingen annan lösning är möjlig.

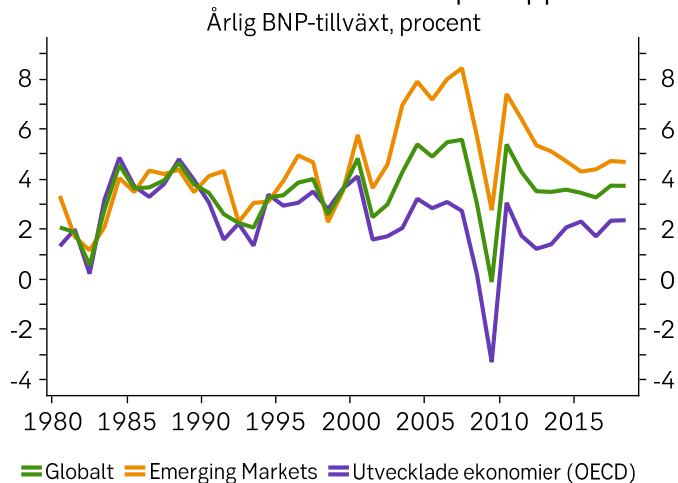
Sedan EU-toppmötet i oktober har förhandlingarna fortsatt men bortsett från enstaka rykten som snabbt dementeras har framsteg lyst med sin frånvaro. Nästa anhalt är den 13-14 december då EU-ledarna träffas på årets sista toppmöte. Det är nödvändigt att nå en lösning till dess för att det brittiska parlamentet och EU-parlamentet ska hinna godkänna uppgörelsen i början på 2019. Misslyckas man riskerar Storbritannien att krascha ut ur EU i mars nästa år utan övergångslösning och utan ett handelsavtal.

Tillgängliga skattningar om hur olika Brexitlösningar påverkar brittisk ekonomi framöver varierar kraftigt. Bortsett från fundamentalistiska euroskeptiker är dock de flesta överens om att effekterna blir negativa. Redan nu finns tecken som tyder på att ekonomin har påverkats negativt av den osäkerhet som Brexit medför. Trots stark global tillväxt och ett rekordsvagt pund har brittisk tillväxt varit lägre än i euroområdet och USA sedan slutet på 2016. De beräkningar som finns tyder på att effekterna under **de kommande 15 åren i genomsnitt dämpar BNP-tillväxten med 2 till 3 tiondelar per år givet att parterna når en överenskommelse** (mjuk Brexit). Skulle man däremot misslyckas och Storbritannien får en hård Brexit tyder beräkningar på att den negativa effekten på brittisk tillväxt istället kan bli så pass stor som 1 procentenhet per år under de kommande 15 åren. Det innebär antagligen att landet faller in i en recession. Det är alltså mycket som står på spel för båda parter när förhandlingarna går in i sista ronden.

EM-ekonomier skapar både risker och stabilitet

Risker kopplade till tillväxtekonomierna (EM) har på olika sätt varit i fokus den senaste tiden. Det gäller såväl oro kring den kinesiska tillväxten som en rad uppblossande kriser i mindre ekonomier som t ex Turkiet och Iran. I en temaartikel (se sid 16) diskuteras prognosen för EM-ekonomierna och dess sårbarhet i olika aspekter. Även om Fedhöjningar och en stark dollar nu testar stabiliteten i många länder är vår slutsats att motståndskraften generellt stärkts det senaste decenniet. Det är därför **inte sannolikt att EM-ekonomierna generellt kommer att drabbas av en allvarligare avmattning** så länge den amerikanska och europeiska högkonjunkturen består. Detta återspeglas i vår prognos om en fortsatt tillväxt i EM-ekonomierna som helhet nära 5 procent även kommande år.

EM-ekonomier håller tempot uppe



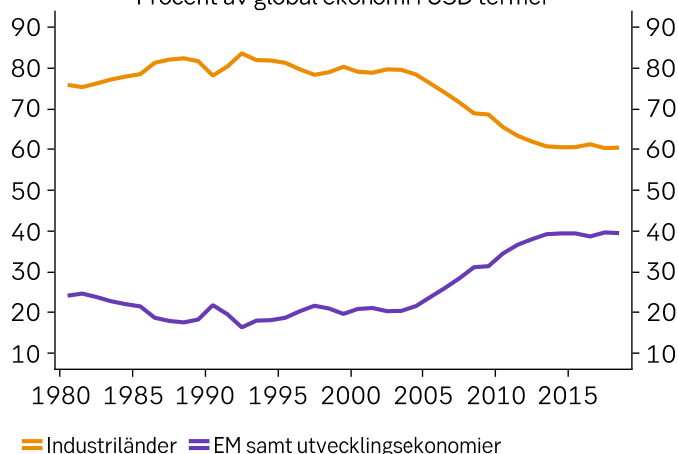
Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Det finns ändå skäl att fundera lite närmare på EM-ekonomiernas roll i världsekonomin och dess samspel med utvecklade ekonomier. Sedan början på 1990-talet har EM-ekonomierna växt snabbare än OECD-området men **det var först en bit in på 2000-talet som upphämtningen (catching up) tog rejäl fart** med tillväxtskillnader runt 5 procentenheter per år. När OECD-länderna i samband med Lehmankraschen gick in i en djup recession med en minskning av BNP på över 3 procent 2009 påverkades naturligtvis hela världen. EM-ekonomiernas BNP-tillväxt dämpades också kraftigt, men eftersom

takten 2007 var så uppdriven som 8,4 procent kunde man behålla en positiv BNP-tillväxt under hela krisen med en botten på 2,8 procent 2009. **Detta bidrog till att dämpa den globala krisen på flera områden**, inte minst genom att EM-länder, med Kina i spetsen, höll uppe efterfrågan på råvaror och därmed mildrade den deflationistiska impulsen på världsekonomin.

OECD fortfarande större än övriga världen

Procent av global ekonomi i USD-termer



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Efter Lehmankrisen har EM-ekonomierna fortsatt växa klart snabbare än OECD-länderna även om tillväxten inte nått de nivåer som gällde rekordåren 2003-2007. Det har inneburit att de ytterligare ökat sin andel av världsekonomin. Mätt i köpkraftskorrigerade termer (PPP; Purchasing Power Parity) där man justerar för olika prisnivåer står de tillsammans med fattigare länder (utvecklingsekonomier) för närmare 60 procent av världsekonomin. Med en tillväxt på nästan 5 procent blir bidraget till global BNP-tillväxt närmare 3 procentenheter, alltså helt dominerande i miljö där världsekonomin växer med ca 3½ procent. **Mycket talar dock för att detta mått, som egentligen är avsett att mäta förändringar i levnadsstandard, överdriver EM:s betydelse.** Som grafen ovan visar står OECD-området fortfarande för 60 procent av världsekonomin när man mäter i löpande priser i gemensam valuta. Rangordningen mellan USA och Kina beror också på mätmetod. Kina har flyttat fram positionerna när det gäller varuhandeln och är nu världens klart största exportör. Sedan länge är också Kina världens största konsument av olja och stål. I PPP-termer är Kina nu världens största ekonomi men i löpande priser är USA:s andel av global ekonomi 24 procent och Kinas 15 procent.

Andelar av global ekonomi 2017

Procent

	USA	Kina	EU	Japan
BNP, PPP	15	18	16	4
BNP, Nominellt	24	15	22	6
Export	9	13	12	4
Börsvärde	55	4	8	4
Oljekonsumtion	20	13	13	4
Stålkonsumtion	6	43	11	4

Källa: OECD, SEB

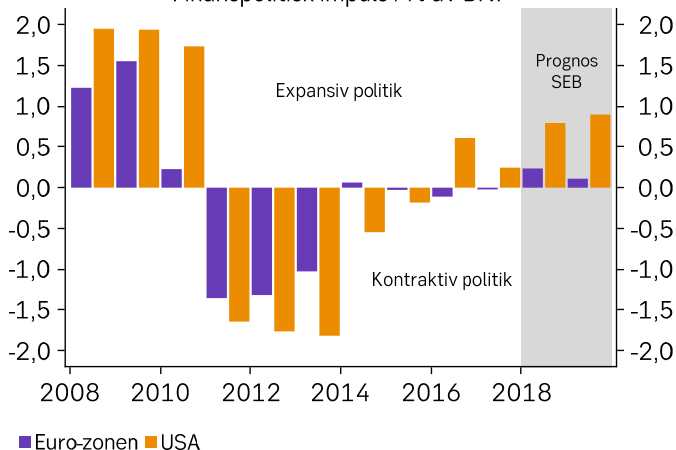
Generellt är jämförelser i löpande priser förmodligen mer relevant när det gäller olika ekonomiers betydelse och påverkan på omvärlden. USA:s betydelse ökar dessutom också genom landets dominerande roll i världens finansiella system. Det gäller inte minst aktiemarknaden där USA:s vikt i globala index ligger över 50 procent medan Kinas endast är 4 procent. Generellt är det därför mycket som talar för att mönstret från de senaste decennierna kommer att bestå där **amerikanska nedgångar regelmässigt sprider sig till breda globala recessioner medan krisutbrott i andra delar av världen förblir regionala.** Det hindrar inte att en kommande global recession kan börja i andra delar av världen men det är inhemska förhållanden som till slut avgör hur stora smittoeffekterna på den amerikanska ekonomin verkligen blir.

Finanspolitiken gasar på i varierande grad

Finanspolitikens inriktning har svängt kraftigt det senaste decenniet. Under finanskrisens mest akuta fas (2008-2010) bidrog stimulanser till att mildra recessionen. Därefter tvingade utbrottet av eurokrisen fram en kraftig omläggning i åtstramande riktning för att möta misstroendet mot ohållbart svaga statsfinanser i många länder. IMF:s kalkyler tyder dock på att USA i än högre grad stramade åt finanspolitiken åren 2011-2013, med en negativ impuls av storleksordningen 1½ procent av BNP per år. Efter en relativt neutral politik åren 2014-2017 **gasar nu Trumpadministrationen åter på med stimulanser främst på skattesidan.** Stimulansdosen i USA ligger nära 1 procent av BNP, medan eurozonens finanspolitiska inriktning bara är marginellt expansiv. Ett samlat mått för EM-ekonomierna tyder på en neutral finanspolitik.

Allt mer expansiv finanspolitik i USA

Finanspolitisk impuls i % av BNP

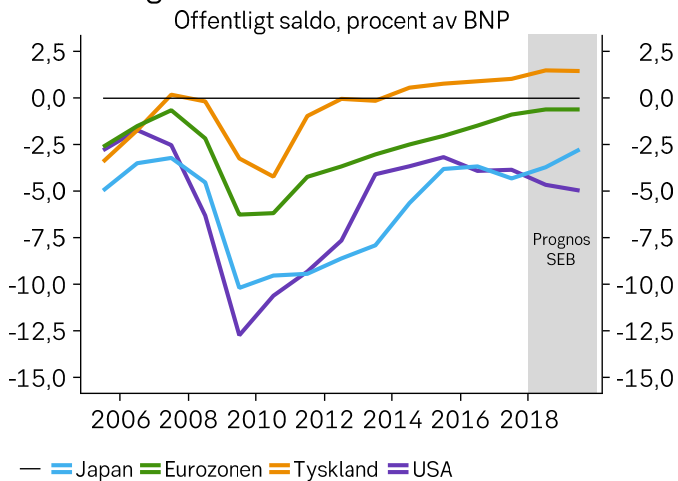


Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Konsekvenserna av de sencykliska stimulanserna i USA blir tydliga när man jämför budgetunderskott och statsskuld. Trots att arbetslösheten just nu ligger på sin lägsta nivå sedan 1960-talet motsvarar underskottet i budgeten nästan 5 procent av BNP. I eurozonen, som totalt sett har ett betydligt mindre ansträngt resursläge än USA, **har budgetunderskottet i genomsnitt pressats ned till 0,5 procent av BNP.** Tyskland, som har en cyklisk position mer i linje med USA, uppvisar ett överskott på ca 1 procent av BNP. Innan finanskrisen hade både USA och Tyskland en statsskuld på ca 65 procent av BNP. Den tyska skulden har nu pressats ned under den nivån medan den amerikanska ligger runt 110 procent av BNP. Den divergerande utvecklingen på detta område kan få flera potentiella konsekvenser. Den bidrar bl a till att öka de globala handels-

obalanserna och kan därmed **förstärka spänningar i handelspolitiken**. På marginalen bidrar divergerande statsfinanser till att vidga ränteskillnaderna mellan USA och Västeuropa. Även om flera viktiga euroländer brottas med fortsatta statsfinansiella problem har Västeuropa generellt nu byggt upp en ökad finanspolitisk ammunition för att möta kommande lågkonjunktur. Därmed skapas en viss balans gentemot USA där det istället är Feds höjningar som skapar manöverutrymme.

Stora budgetunderskott i USA trots het ekonomi



Uppersiderisker för oljepriset

Efter att oljepriset varit uppe och vänt på 87 USD/fat (Brent) har det i samband med börsoran fallit tillbaka till området 70-75 USD/fat. OPEC:s medlemmar pumpar för närvarande för fullt för att möta en stigande efterfrågan på en allt stramare oljemarknad. Vi bedömer att OPEC i allmänhet, och Saudiarabien i synnerhet, **inte har några problem att vid behov dra ned produktionen för att stabilisera oljepriset på nedsidan**.

Riskerna på uppsidan kan däremot bli allt svårare att hantera. Kortsiktigt begränsas utbudet av stora produktionsfall i Venezuela samt konsekvenser av de nya sanktioner mot Iran som nu träder i kraft. På lite sikt kommer också oljeproduktionen att hämmas av den lägre globala investeringsnivån i olje- och gasutvinning som etablerats efter prisfallet 2014. Därtill finns även tecken på att den snabba produktivitetstillväxten i produktionen av skifferolja är på väg att mattas. I närtid begränsas dessutom utbudet av skifferolja i USA av bristande kapacitet i pipelines till den mexikanska golfen.

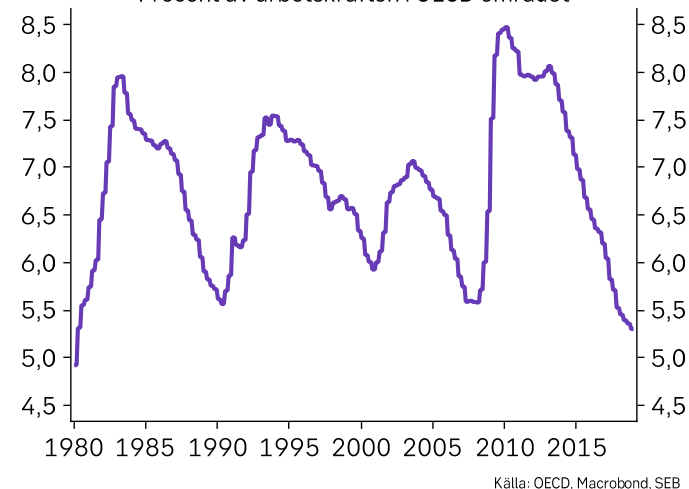
Sammantaget håller vi fast vid prognosen att oljepriset ska röra sig uppåt en bit och **årsmedelvärdet hamnar på 85 USD/fat både 2019 och 2020**. För att inte priset ska stiga ytterligare krävs att Saudiarabien producerar nära 11 miljoner fat per dag, vilket är mer än man någonsin gjort. Skulle oljemarknaden drabbas av fler utbudsstörningar än Irans och Venezuelas kan OPEC få svårt att förhindra en ännu kraftigare prisuppgång.

Lönerna äntligen på väg uppåt

Arbetslösheten är nu i många länder nere på nivåer som vi inte sett på decennier. I OECD-området som helhet får man gå tillbaka till 1980 för att hitta en så låg vägd genomsnittssiffra som de 5,3 procent som noterades i oktober. Flera länder börjar närmast en punkt då rekryteringsvårigheter på allvar börja bromsa den ekonomiska expansionen medan andra länder har

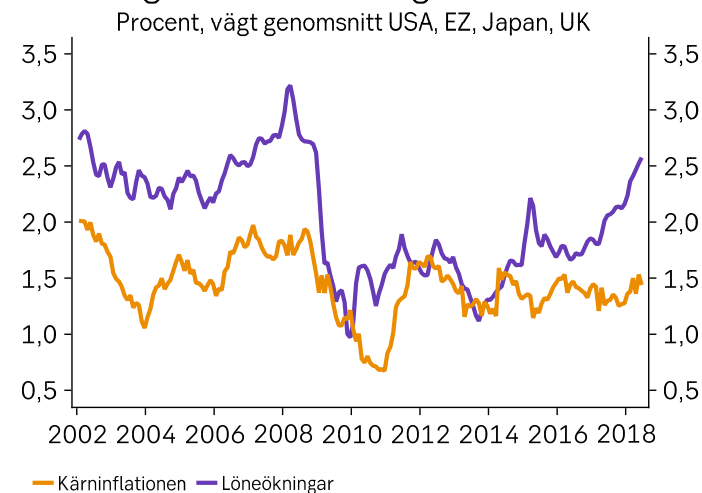
ett betydligt mindre ansträngt resursutnyttjande. Det är främst stora euroekonomier som Frankrike, Italien och Spanien som kan bidra till en fortsatt nedgång av den totala arbetslösheten i industriländerna. **Vår prognos innebär att arbetslösheten kan fortsätta sjunka och under 2020 sjunker till 4,8 procent.**

Arbetslösheten på 38-årslägsta



Pris- och lönebildningens känslighet för läget på arbetsmarknaden har varit i fokus de senaste åren. Frågan har varit i vilken grad Phillipskurvan, som beskriver samband mellan arbetslöshet och priser/löner, har förändrats och blivit otydligare. Den senaste tidens utveckling har visat att det nog var förhastat att dödförklara Phillips sambandet. **Löneökningstakten sammanvägt för de fyra största utvecklade ekonomierna har växlat upp från 1,7 procent våren 2017 till 2,6 procent i dagsläget** (se graf). Om man undantar den korta "peaken" våren 2008 är vi nu tillbaka på den löneökningstakt som gällde under högkonjunkturen åren före Lehmankraschen. Det är fortfarande en modest takt med tanke på att arbetslösheten nu generellt ligger lägre än 2007. Ur ett inflationsperspektiv bör man dock också ta hänsyn till att den underliggande produktivitetstrenden efter Lehmankrasen fallit tillbaka tydligt. Om denna trend består kommer det framöver att **krävas en lägre löneökningstakt än tidigare för att nå en inflation på 2 procent**. För t ex USA och Storbritannien tyder våra skattningar på att sambandet mellan löner och priser är ganska intakt om man korregerar för den lägre produktivitetstrenden.

Stigande löner men låg kärninflation



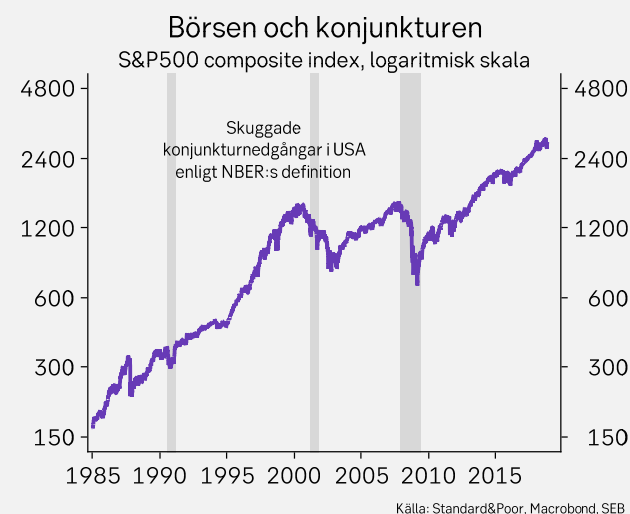
Börsfall opålitlig recessionsindikator

Vändningar i konjunkturen tenderar att föregås av fallande börser. Men det är betydligt vanligare att börserna faller en hel del utan att sätta några märkbara spår i ekonomin i övrigt. Vi har tittat på de 18 perioder när USA-börser (S&P500) fallit med 10 procent eller mer. Endast tre av dessa följdes av globala recessioner (juli 1990, september 2000 och oktober 2007). 1990 sammanföll starten på börsnedgången med recessionsutbrottet enligt NBER:s definition. I de övriga föregick börsfallen utbrottet med 6 respektive 2 månader.

Startdag	Slutdag	Nedgång procent	Konjunkturcykel/ andra händelser
1987-08-25	1987-12-04	-34	"Oktoberkraschen"
1990-01-02	1990-01-30	-10	
1990-07-16	1990-10-11	-20	Global recession
1997-02-18	1997-04-11	-10	
1997-10-07	1997-10-27	-11	Asienkrisen
1998-07-17	1998-08-31	-19	Rysslandskris/LTCM
1999-07-16	1999-10-15	-12	
2000-03-24	2000-04-14	-11	
2000-09-04	2002-10-09	-49	Global recession
2002-11-28	2003-03-11	-15	
2007-10-09	2009-03-09	-57	Global recession
2010-04-23	2010-07-05	-16	Greklandskrisen
2011-04-29	2011-10-03	-19	Eurokris o recession
2012-04-02	2012-06-01	-10	
2015-07-20	2015-08-25	-12	Kinaoro
2015-11-03	2016-02-11	-13	Olja, Kina, kreditoro
2018-01-26	2018-04-02	-10	Ränte-/kreditoro
2018-09-20	2018-10-29	-10	?

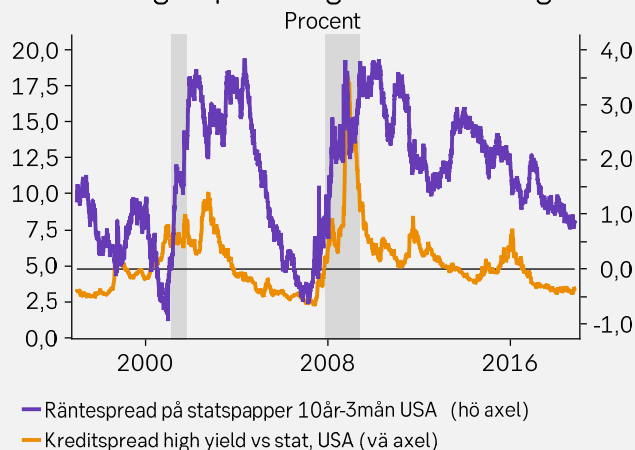
Några andra börsfall har varit kopplade till regionala kriser som dock inte lett till någon internationell recession. Det gäller t ex Asienkrisen 1997, Rysslandskrisen 1998 samt Greklandskrisen 2010. Den bredare eurokrisen 2011 ledde dock till en recession i eurozonen som helhet. Vissa börsfall på 10-15 procent har skett i samband med ännu "smalare" chocker kopplade till t ex oljepris, förändring i kinesisk valutapolitik eller kredit- och ränteoro. Andra börsfall har haft en svagare koppling till realekonomin som den s k "svarta måndagen" i oktober 1987 eller kursfallen i samband med kollapsen för hedgefonden LTCM sommaren 1998. Nedgångar på 10-15 procent har således normalt inte varit en signal om lågkonjunkturer. Den senaste börsoron, som startade i början av oktober, har så här långt resulterat i en nedgång på 10 procent (fram till botten 29 oktober) och varslar i sig inte om en kommande konjunkturedgång. Men det innebär inte att man helt kan blåsa faran över. Recessionsdynamiken kännetecknas av att finansiella och konjunkturrella nedgångar förstärker varandra så att en initial börsnedgång leder till att makroprognoser skrivs ned, vilket i sin tur föranleder ytterligare nedjusterade vinstförväntningar etc. En sådan negativ spiral har lättast att få fäste vid högt resursutnyttjande när möjligheten för centralbanker att få

nytt liv i tillväxten är små. Det är därför naturligt att nervositeten ökar i takt med att arbetslösheten slår nya rekord. De senaste decennierna tycks dock inte utbudsrestriktioner i sig ha varit tillräckligt för recessionsutbrott utan det har krävts en kombination med någon typ av finansiell chock.

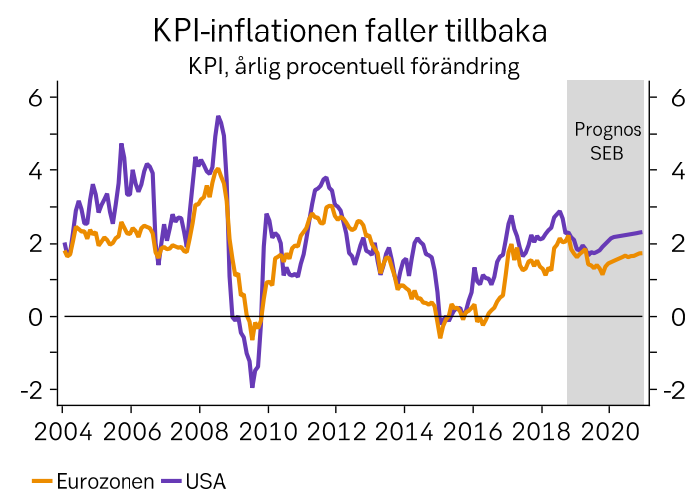


Signaler från räntemarknaden kan vara än mer intressanta eftersom centralbankskanalen gör kopplingen till makrosidan tydligare. Lutningen på avkastningskurvan, dvs skillnaden mellan långa och korta räntor, står åter i fokus som en historiskt pålitlig indikator. Att USA-kurvan nu är ganska flack är en varningssignal men vi står fast vid vyn att QE-program och extremt låga obligationsräntor i Europa och Japan sätter press på amerikanska långräntor. Därmed finns ovanligt starka skäl till att den flacka kurvan inte behöver kopplas till konjunkturoro och förväntningar om framtida fedsänkningar. Stressymptom i form av prissättning på företagsobligationer med låg kreditvärdighet är en annan indikator. I den miljö som nu råder med låg ränta och flödande likviditet är det dock troligt att jakten på avkastning trycker ner ränteskillnaden mot statsobligationer på ett sätt som undertrycker sådana varningssignaler, vilket delvis av andra skäl var fallet även perioden före finanskrisens utbrott. Sammanfattningsvis kan man konstatera att det är svårt hitta några stabila ledande finansiella indikatorer att hålla i handen för att förutse nästa recession

Kurvlutning & spreadar ger förrädiska signaler



Den totala KPI-inflationen har det senaste halvåret generellt legat över 2 procent i industriländerna beroende på ett ganska stort bidrag från energisidan. I **nuläget finns flera argument för att inflationen skulle kunna ligga kvar på en högre nivå trots att baseeffekter gör att energikomponenten nu faller tillbaka.** Ökande underliggande kostnadstryck genom kombinationen av lite högre löneökningar och låg produktivitet, större möjligheter för företagen att övervältra högre insatskostnader på konsumenter i ett hetare konjunkturläge samt effekter av ökande handelshinder och sommarens extremväder är faktorer som har potential att hålla uppe KPI. Å andra sidan har inflationen under flera decennier haft svårt att nå upp till 2 procent utan hjälp av stigande energi- och råvarupriser. Kärninflationen i de största ekonomierna ligger också fortfarande kvar runt 1 ½ procent utan tydliga tendenser att börja röra sig uppåt. Att företagen fortsätter att rapportera goda vinster tyder därtill inte på att kostnadstrycket är så besvärande. Detta kan i sin tur tyda på att makrostatistiken överdriver svagheten produktiviteten. Även om riskerna på uppsidan ökat, framför allt i USA, **står vi därför fast vid bilden av att KPI-inflationen fortsätter att falla tillbaka till nivåer som inte sätter press på centralbankerna att öka takten i räntenormaliseringen.**



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Centralbanker agerar enligt plan trots marknadsoro

Den senaste tidens skakiga börser och tvivel kring högkonjunktens varaktighet reser nya frågetecken kring riskerna med centralbankernas normaliseringsplaner. För mycket (Fed) eller för sent (Riksbanken/ECB) är frågan, inte minst givet det begränsade utrymmet för att reparera policymisstag. För Feds del kan en fördjupad börsnedgång öka pressen på att avstå den planerade höjningen i december. Man kan dra tydliga paralleller till hösten 2015 då Fed senarelade sin första höjning i cykeln.

Vår bedömning är dock att försvagningstendenserna i nuläget är otillräckliga för att få centralbankerna att ändra sina planer. Låg arbetslöshet och robust tillväxt gör att Feds situation är helt annorlunda än den var 2015. ECB har också satt ribban högt för att förlänga den okonventionella politiken, t ex via ändrade planer för obligationsköpen. Först om nedgångstendenserna skulle förstärkas betydligt lär det bli aktuellt för centralbankerna att mjuka upp signaleringen kring framtida höjningar. Men det finns också risker åt andra hållet, framför allt i USA där överhettningstendenser kan tvinga Fed att dra upp takten i höjningarna och nå nivåer mer tydligt över neutral nivå.

I samband med att Fed i september genomförde sin åttonde räntehöjning signalerade man beredskap att fortsätta uppåt en

bit över neutral nivå. Kommunikationen tyder på att Fed blivit mindre oroad över handelsspänningarna. Det råder enighet inom Fed om att räntan behöver höjas ytterligare men samtidigt finns olika uppfattningar om hur långt det är lämpligt att gå. Feds egen medianprognos indikerar i nuläget en höjning i december, tre höjningar 2019 och en höjning 2020 till en nivå på 3,5 procent. Med en försiktig tillväxtinbromsning 2019 och inflation nära målet är ett huvudscenario med fortsatt gradvis åtstramning av penningpolitiken rimligt. Vår bedömning är att en **decemberhöjning följs av ytterligare steg i mars och juni 2019.** Därefter tar Fed en paus och avvaktar ekonomins respons för att sedan **höja ytterligare en gång i början av 2020** till en nivå för **Fed funds på 3,25 procent.**

Efter att ECB i juni presenterade sin exit-strategi är penningpolitiken i stora drag utstakad fram till sommaren 2019. Obligationssköpen har nu dragits ned till 15 miljarder euro per månad och ska avslutas vid årsskiftet. Vidare har ECB deklarerat att räntorna ska ligga på dagens nivå åtminstone över sommaren 2019. Överraskningspotentialen är därmed liten i närtid. Vi tror **att ECB höjer refiräntan** (samt hela räntekorridoren) **med 25 punkter i september 2019** och att man sedan fortsätter med **ytterligare 2 höjningar 2020 till en nivå på 0,75 procent.** I och med att flera andra centralbanker har börjat höja styrräntan är det svårt att tro att den lite svagare ekonomiska utvecklingen den senaste tiden ska få ECB att senarelägga normaliseringsåtgärderna. Om ECB ändå skulle se skäl att öka stödet till ekonomin är ett alternativ att en ny omgång av TLTRO-lån erbjuds i mitten av 2019 för att kompensera för att obligationsköpen avslutats och att styrräntan långsamt börjar höjas. Det skulle ge banksystemet fortsatt tillgång till billig likviditet istället för att tvingas öka marknadsfinansieringen i ett stigande ränteläge. Särskilt italienska banker är beroende av ECB-finansiering och kan ställas inför påfrestningar när den tidigare omgången TLTRO-lån börjar förfalla från och med juni 2020.

Centralbankers styrräntor Procent

	7 nov	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
Federal Reserve	2,25	2,50	3,00	3,25
ECB (refiränta)	0,00	0,00	0,25	0,75
Bank of England	0,75	0,75	1,25	1,75
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
PBoC (Kina)	4,35	4,35	4,35	4,35
Riksbanken	-0,50	-0,25	0,25	0,75
Norges Bank	0,75	0,75	1,25	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

Den brittiska centralbanken höjde styrräntan till 0,75 procent i augusti. Inflation över målet under merparten av prognosperioden och kanske främst en stram arbetsmarknad driver på höjningarna. Bank of England har också deklarerat en uttalad vilja att lämna nollräntemiljön. **Under 2019 räknar vi med ytterligare två höjningar, med den första på majmötet, givet ett kontrollerat utträde ur EU i mars 2019.** Under 2020 verkar det rimligt med ytterligare två höjningar givet den fortsatt strama arbetsmarknaden.

Vi står fast vid prognosen att **Bank of Japan försöker styra räntorna så att de ligger nära 0 procent åtminstone under 2019** och att den monetära basen fortsätter växa med 5-10 procent årligen. Långsiktiga inflationsförväntningar (5-10-åriga) hos hushåll, företag och ekonomer har de senaste två tre åren legat besvärande stabilt på ca 1,2 procent. Politiken innebär fortsatta **påfrestningar för det finansiella systemet** genom **lönsamhetspress** samtidigt som den ultralätta politiken uppmuntrar till **ökat risktagande**.

Högre obligationsräntor ger mindre flack räntekurva

Uppgången i amerikanska statsobligationsräntor tog ny fart i slutet av augusti och i oktober passerade 10-åriga räntan 3,20-procentsnivån för första gången sedan 2011. En kombination av starka data och stigande förväntningar på Fedhöjningar låg bakom rörelsen. Marknadens inflationsförväntningar är dock fortsatt dämpade och break-even inflationen, mätt som skillnaden mellan nominell och real ränta, har varit i stort sett oförändrad under året på såväl 2 som 10-års sikt. Marknaden prissätter nu mellan 2½ och 3 ytterligare höjningar fram till slutet av 2019 men inget därefter dvs något mindre än vår prognos. Växelspelet med aktiemarknaden den senaste tiden har följt ett typiskt sencykliskt mönster; ränteuppgångar initierar oro och volatilitet på börserna, vilket i sin tur ger en rekyl nedåt på räntesidan. 10-årsräntan ligger dock fortfarande nära 3,20 procent.

10-åriga statsobligationsräntor

	7 nov	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
USA	3,20	3,20	3,50	3,50
Tyskland	0,43	0,50	1,00	1,30
Sverige	0,72	0,90	1,60	1,90
Norge	2,00	1,90	2,10	2,35

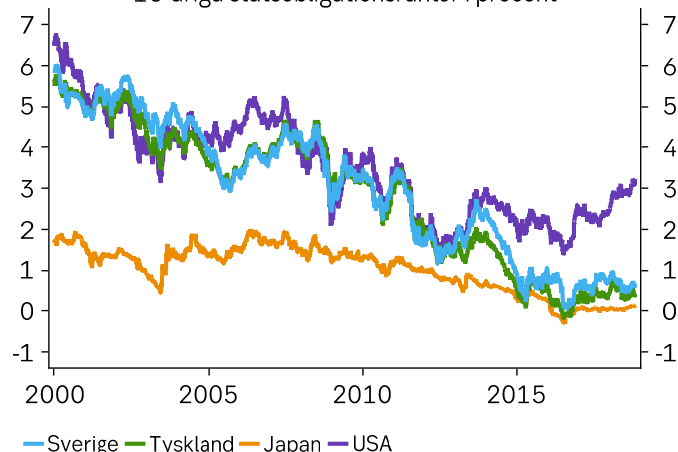
Källa: Centralbanker, SEB

Fed har hittills lyckats med balansakten att höja räntan tillräckligt snabbt för att hålla inflationsförväntningar under kontroll utan att skapa oro för recession. I takt med att Fed närmar sig neutral ränta kommer man att bli mer styrd av reala och finansiella data. Vår bedömning är dock att en fortsatt relativt god tillväxt och expansiva finansiella förhållanden möjliggör ytterligare Fed-höjningar med sammanlagt 100 räntepunkter utan alltför stora risker för att skapa recessions-oro på marknaden. Det är då **rimligt att 10-årsräntan rör sig uppåt med ca 40 räntepunkter och når en nivå runt 3,60 procent mot mitten av 2020** för att därefter börja falla något i takt med att marknaden ser slutet på Feds höjningscykel. Effekten av stigande långräntor är lite tvetydig ur ett Fed-perspektiv. Vi närmar oss nivåer som kan skapa viss värderingsstress på aktiemarknaden, men samtidigt blir avkastningskurvan något brantare. Så länge inte inflationsförväntningarna drar iväg kan det minska spekulatörerna om en kommande recession, som historiskt föregåtts av en flack eller negativt lutande kurva.

Tyska räntor följde med de amerikanska uppåt efter sommaren, men har sedan mitten på oktober åter fallit tillbaka; en 10-årig obligationsränta handlas återigen strax över 0,40 procent. Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland ligger därmed på nästan 280 räntepunkter. Tyska räntor pressas av att svaga ekonomiska data, oro kring Italiens statsfinanser och Brexit-förhandlingar har skapat osäkerhet kring ECBs möjligheter att

normalisera penningpolitiken. Att ECB enligt vår prognos står fast vid planen att avsluta sina nettoköp av obligationer vid årsskiftet bidrar till något högre långräntor i Tyskland, men framförallt i de perifera länderna med Italien i fokus. ECB:s plan att under lång tid framöver återinvestera alla sina innehav i den 2600 miljarder euro stora QE-portföljen förblir en dämpande faktor. Under 2019 kommer återinvesteringarna dock bara uppgå till ungefär hälften av ECBs köp under 2018. Enligt marknadsprissättningen väntas ECB höja räntan först vid årsskiftet 2019/2020 och därefter indikeras väldigt försiktiga höjningar. Om vårt scenario med något aggressivare höjningar slår in bör vi kunna se en **modest och gradvis uppgång av den tyska 10-årsräntan till 1,30 procent vid slutet av 2020**.

Rekordhög differens mellan USA och Tyskland 10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

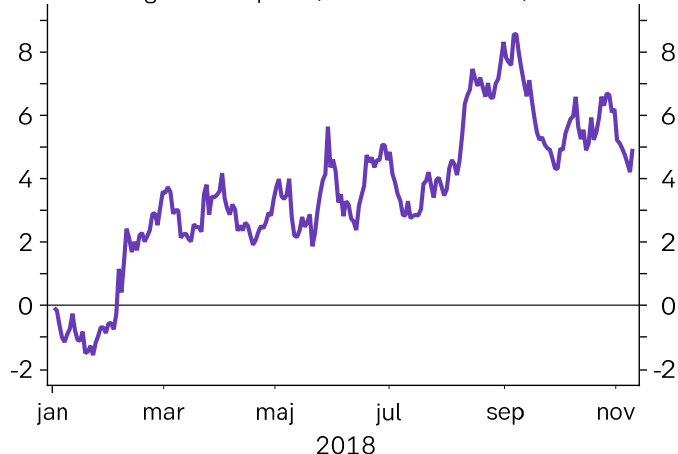
Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland kommer därmed att ligga kvar på en **historiskt hög nivå över 200 räntepunkter** under hela prognosperioden. Som grafen ovan illustrerar låg differensen generellt ganska nära noll fram till 2013, men därefter har de tyska (och svenska) räntorna snarast legat på japansk nivå. Det är rimligt att fråga sig om vi är på väg in i ett regimskifte i detta avseende där Tyskland och Västeuropa på japanskt vis kommer att vara ganska frikopplat från de amerikanska räntecyklerna. Utsikterna för centralbankerna på medellång sikt tyder på att det åtminstone är sannolikt att vi kommer att befinna oss i en sådan miljö i något decennium.

Defensiva valutor vinnare under 2018

Valutamarknaden har det senaste halvåret saknat tydliga trender och många valutor handlas inom de bredare intervall där de befunnit sig under en längre tid. De största rörelserna har initierats av att negativa händelser skapat ökad stress på de finansiella marknaderna som t ex kursfall på börserna eller Turkietkrisen i augusti. En underliggande drivkraft verkar också vara kopplad till oron för sjunkande global tillväxt när konjunkturcykeln börjar närma sig historiska längdrekord. Grafen visar hur en valutakorg med de mest defensiva valutorna kontra mer riskmässigt offensiva valutor har utvecklats under året. En sådan valutakorg väntas normalt generera en positiv avkastning i tider av ökad oro och stress på de finansiella marknaderna, vilket har varit fallet sedan februari. USD sticker ut som den stora vinnaren medan EM-valutor generellt försvagats, om än i mycket olika grad.

Defensiva valutor har förstärkts under 2018

Avkastning i % av köp JPY, CHF & USD vs. SEK, AUD & NOK



Källa: Bloomberg

US-dollarns reaktionsmönster verkar ha förändrats i år då de **defensiva egenskaperna återigen dominerat**. Traditionella drivkrafter som ett högre ränteläge, starkare amerikansk tillväxt och fortsatt åtstramning från Fed har däremot haft liten effekt på dollarn jämfört med andra större valutor. Att president Trump signalerat motvilja mot en alltför stark dollar under sommaren kan också ha haft viss psykologisk betydelse, även om vi inte räknar med att han konkret kommer att agera för att påverka dollarns värde. Vi räknar med att EUR/USD på kort sikt kan fortsätta något lägre till 1,12 vid årsskiftet. Därefter tror vi att dollarn tappar mark när andra centralbanker mer tydligt stramar åt samtidigt som vårt makrosenario talar för fortsatt ganska god riskaptit. Prognosen är att **EUR/USD står i 1,18 i slutet av 2019 och i 1,26 i slutet av 2020**.

Valutakurser

	7 nov	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
EUR/USD	1,15	1,12	1,18	1,26
USD/JPY	113	111	104	100
EUR/GBP	0,87	0,86	0,82	0,84
EUR/SEK	10,32	10,15	9,80	9,70
EUR/NOK	9,53	9,50	9,00	8,90

Källa: Centralbanker, SEB

Defensiva kvaliteter ställs mot negativa ränteutsikter för yenen. Så fort något negativt inträffar med global ekonomi tenderar den japanska valutan att stärkas och så har också varit fallet i år. I början på året bidrog stigande amerikanska räntor och börsfrossa till starkare yen och därefter har ökad handels-spänning mellan USA och Kina, politisk oro i Italien och krisen i Turkiet har bidragit till perioder med starkare yen. Våra modeller tyder på att yenen fortfarande är långsiktigt undervärderad. Samtidigt har vi svårt att se en allt starkare yen i en värld med hyfsad tillväxt och stigande långräntor utanför Japan. Prognosen att **USD/JPY rör sig ned mot 111 under i slutet på 2018 och på sikt ned mot 100 ligger fast**.

Brexitförhandlingarnas utveckling fortsätter att vara den dominerande drivkraften för det brittiska pundet. Pundet har varit kraftigt undervärderat sedan försvagningen i samband

med Brexit-omröstningen. Trots stora svårigheter när det gäller gränsfrågan på Irland räknar vi med att parterna når en uppgörelse i december som ger ett kontrollerat utträde. Detta skulle skapa förutsättningar för en pundförstärkning det närmaste året och vår prognos är att EUR/GBP står i 0,82 i slutet av 2019. Under 2020 beror utvecklingen på nästa steg i utträdet men även med ordnat utträdesavtal skulle osäkerhet råda avseende hur ekonomin verkligen reagerar när banden med EU definitivt klipps 2021 eller 2022. Vi ser en övervägande risk för att pundet åter kan försvagas i en sådan miljö och tror att EUR/GBP då åter stiger till 0,84 i slutet på 2020. Skulle Storbritannien lämna EU under okontrollerade former nästa år lär pundet försvagas kraftigt trots att det redan nu är undervärderat och EUR/GBP skulle under sådana omständigheter antagligen röra sig närmare paritet.

Baltisk översikt

Länderna ligger kvar högt i eurozonens tillväxtliga

De baltiska ekonomierna fortsätter att ligga i topp när det gäller euroländernas tillväxttakt. Det stora exportberoendet gör dock att tillväxten dämpas framöver när omvärldsefterfrågan bromsar in något. Inhemsk efterfrågan håller dock upp BNP-tillväxten som väntas ligga runt 3-3,5 procent i samtliga tre länder under prognosperioden. Stark arbetsmarknad gör att lönerna ökar med 6-7 procent vilket ger ett relativt högt inflationstryck. En svagt expansiv finanspolitik ger visst tillväxtstöd.

Estland: Konsumtion och export växer starkt

BNP-tillväxten saktade in från förra årets 4,9 procent till 3,5 procent första halvåret 2018. Tillväxten drivs främst av lager, konsumtion och export. En stark utveckling inom sektorer som olja och trävaror bidrog till en bra utveckling även inom industrin. Indikatorer och annan statistik pekar nu dock på en inbromsning framöver. En svagare utveckling bland viktiga exportländer bidrar dock till en inbromsning framöver även om tjänsteexporten delvis kompenserar. Effekten av pågående skattereform har följt våra prognoser med en relativt måttlig reaktion för privat konsumtion. Mönstret lär gälla även 2019 då stora skatteåterbäringar i hög grad väntas gå till ökat sparande och inte konsumtion. Investeringarna har mattats av p g a bas-effekter men höga byggvolymer kan ge revideringar av statistik. Byggnadstillstånd pekar på en gradvis nedgång framöver. Svag demografi och lägre inflöden av EU-strukturfonder ger ytterligare negativ effekt på infrastrukturinvesteringar efter 2020. Trots att arbetslösheten fallit till 5,1 procent kvartal 2 så har löneökningarna växlat ner till 6,4 procent. Arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 15-74 år stigit till 72 procent och kan sannolikt inte nå högre i närtid.

Lettland: God tillväxt ger tajt arbetsmarknad

BNP överraskade positivt med en tillväxt på 4,8 procent bl a drivet av en 10-procentig investeringsuppgång. Den starka investeringskonjunkturen väntas bestå även 2019, men saktar därefter in. Industrin har varit inne i en svacka men produktionen väntas nu växa med 3,5 procent per år 2019-2020, vilket är i stort sett i linje med detaljhandels expansion. Framöver förutses en långsammare omvärldsefterfrågan dämpa Lettlands tillväxt som faller mot 3,5 procent 2019 och strax över 3 procent 2020. Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas väl. Arbetslösheten föll till 6,1 procent i augusti blir alltmer ansträngd vilket ökar löner och inflationstryck. I september var inflationen 3,2 procent; störst bidrag gav transport, hyror och alkohol men tjänsteinflationen blir en allt viktigare komponent framöver. I det nyligen genomförda valet kom 7 partier in i parlamentet. Ryskvänliga partiet Harmony väntas inte få något större inflytande men att en stor minoritet i parlamentet nu består av nya partier kan försvåra regeringsbildningen och parlamentets beslutskraft. Den nya regeringens första utmaning blir att få igenom sin budget i parlamentet. Den goda tillväxten

har gjort att de offentliga finanser har förbättrats, vilket gör att en expansiv finanspolitik är sannolik. En annan utmaning blir att genomföra åtgärder som kan undvika ytterligare skandaler kring penningtvätt som annars kan skada landets anseende och tillväxitsikter. Positivt var dock att Standard&Poor nyligen höjde Lettlands kreditbetyg trots turbulensen i finanssektorn.

BNP prognoser

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Estland	4,9	3,4	3,0	2,8
Lettland	4,5	4,3	3,5	3,2
Litauen	4,1	3,4	3,0	2,6

Källa: Eurostat, SEB

Litauen: Bromsar in men tillväxt över trend

BNP ökade med över 3 procent i genomsnitt årets första tre första kvartal, trots att dåliga skördar gav en negativ tillväxt-effekt på nära en halv procentenhet. Prognosen för 2019 och 2020 har reviderats ner till 3,0 respektive 2,6 procent framför allt beroende på sämre exportutsikter. Att företag blivit något mindre optimistiska återspeglas i att indikatorer fallit tillbaka även om de ligger kvar på en hög nivå. Hushållen är också något mindre positiva trots att skatterna sänkts 2019, vilket bidrar till att konsumtionen troligen mattas. Inflationen har åter accelererat, drivet av ökade bränslekostnader, men ligger kvar under 3 procent resten av året för att sedan falla ned mot 2,5 procent 2019-2020. En tajt arbetsmarknad gör att löneökningarna ligger kvar på en hög nivå och väntas öka med ca 7 procent 2019. Utlåningen till hushåll och företag fortsätter att vara balanserad; enligt senaste statistiken ökade företagens lån med 5,9 procent och hushållens med 7,2 procent. Bostadsmarknaden visar på en svagt uppåtgående trend och priserna i huvudstaden Vilnius har hittills i år ökat med 3 procent. Regeringen har lagt en budget för 2019 med ett överskott på 0,4 procent av BNP; något under årets notering siffra. Finanspolitiken kan överlag beskrivas som neutral eller svagt expansiv.

Tema: Tillväxtekonomierna

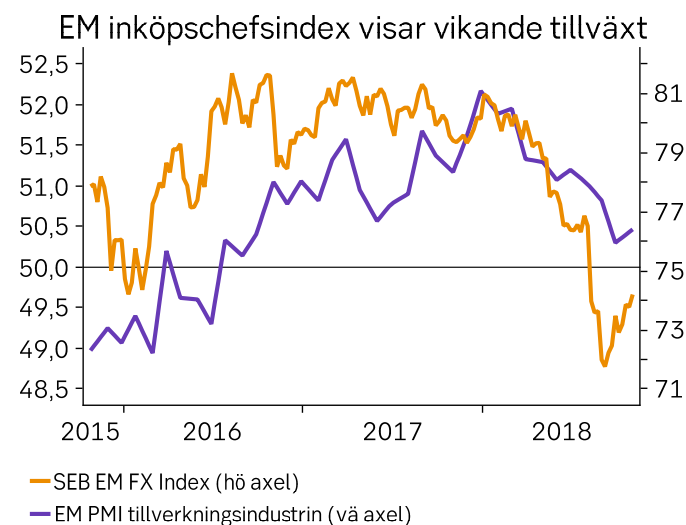
Marknadsturbulens i EM är inte tecken på global kris

Tillväxt- och utvecklingsländerna (EM) utgör idag nästan 60 procent av världsekonomin och spelar därmed en viktig roll för global tillväxt. Likväl bedömer vi sannolikheten som relativt låg att EM-länderna ska skapa en global ekonomisk kris i närtid. Bakgrunden till oron för EM som slagit rot 2018 är tecken på global inbromsning, USA:s handelskrig samt starkare US-dollar och högre USA-räntor. Tillväxtindikatorer pekar dock mot god tillväxt om än lägre än tidigare samtidigt som stramare penningpolitik väntas stabilisera finansmarknaderna i EM.

Dramatiken för tillväxt- och utvecklingsländerna (EM) har varit påtaglig under 2018. MSCI:s EM-aktieindex föll som mest med 26 procent och SEB:s EM-valutaindex med nästan 12 procent mellan januari och oktober. Det finns skillnader mellan olika EM-länder men försvagningen har varit bredbaserad och drabbat EM-länder i Latinamerika, EMEA (Europa, Mellanöstern, Afrika) och Asien. Oron för EM med Argentina och Turkiet i spetsen nådde en kulmen i augusti och början på september då turkiska liran föll mer eller mindre fritt innan centralbanken sent om sidor höjde styrräntan med 6,25 procentenheter till 24 procent. Smittoeffekterna på G10-marknaderna var kännbara och ledde till en försvagning av valutor som uppfattades som mer riskfyllda, däribland även den svenska kronan.

Tillväxtinbromsningen förhållandevis marginell

Bakomliggande orsaker till valuta- och börsfallen i EM är avmattning i global ekonomi, delvis p g a EM-ekonomierna själva, och stigande globala räntor och stigande inflation. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i EM-länderna har fallit åtta av tio månader sedan december 2017. Tillväxtinbromsningen är dock förhållandevis mild.



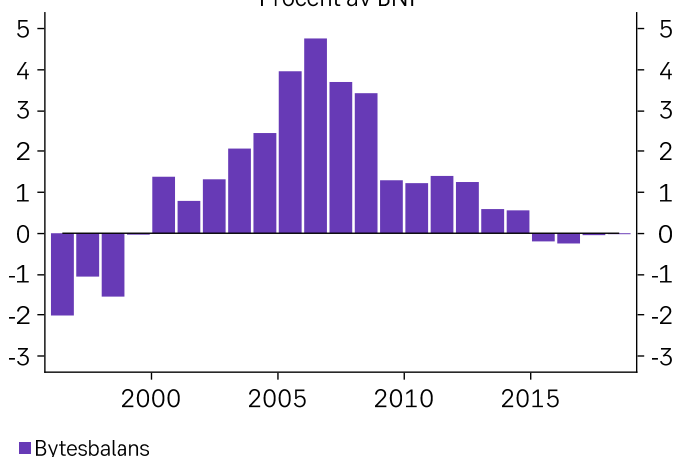
Handeln EM-ekonomierna emellan har ökat i betydelse men fortfarande är **export till USA och EU** dominerande för flertalet EM-ekonomier. Detta minskar riskerna för en isolerad recession i EM

så länge de utvecklade ekonomierna tuffar på i linje med vår prognos för USA, Europa och Kina (se nedan).

Dollarstyrka ger komplexa men hanterbara problem

Vad gäller dollarns förstärkning och effekten på EM är riskerna betydande och komplexa men hanterbara. En konsekvens av den starkare dollarn är ökad oro för EM-ländernas externa finansieringsbehov. Men de externa finansieringsbehoven är idag mindre än de var inför den serie av EM-kriser som började med **Asienkrisen 1997** och kulminerade då Argentina ställde in betalningarna 2001. EM- och utvecklingsekonomiernas registrerade bytesbalansunderskott uppgick till i genomsnitt 2 procent av BNP 1996 men i nuläget uppvisar EM-ekonomierna som grupp balans i utrikeshandeln. Vissa länder som **Turkiet, Argentina** och på senare tid **Sydafrika** är dock undantag. Underskottet i bytesbalansen har i dessa länder vidgats till mellan 5 och 9 procent av BNP. Det kommer att kräva en rejäl åtstramning och inbromsning när globala räntor stiger.

EM:s externa finansieringsbehov nu lägre
Procent av BNP



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Även **Indonesien** och **Indien** har sett bytesbalansunderskotten öka under åren med extremt expansiv penningpolitik i USA och eurozonen. Till skillnad från länder som Turkiet och Argentina har dock framförallt Indonesien **större reserver** för att hantera volatilitet i ränte- och valutamarknaderna. En annan viktig skill-

nad jämfört med Asienkrisen är att flera valutor nu flyter vilket också underlättar justeringar i handels- och kapitalflöden.

Stigande globala räntor kommer att öka finansieringsbehoven av den skuldbörda som byggts upp sedan finanskrisen 2008. En mildrande effekt är att merparten av den ökning i total skuld som skett de senaste decennierna är denominerad i lokal valuta. Ett undantag är att **företagens upplåning i framförallt dollar har ökat kraftigt sedan 2008**, men ökningen drivs av Kina och ett begränsat antal marknader. Återigen **sticker Turkiet och Argentina ut med starkt växande utlandsskulder**. Även andra ekonomier som Egypten, Chile och Ungern har stora utlandsskulder men liksom Argentina, Turkiet och Sydafrika är de för små för att orsaka en global recession.

BNP-tillväxt, BRIC-länder
Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Kina	6,9	6,6	6,3	6,1
Indien	6,3	7,8	7,6	7,4
Brasilien	1,0	1,3	2,5	2,6
Ryssland	1,5	1,8	1,7	2,0
EM-ekonomier, totalt	5,0	4,9	4,8	4,8

Källa: OECD, SEB

BRIC ger höga men avtagande tillväxtbidrag

I nuläget ser också tillväxten ut att hållas uppe även i EM-ekonomierna. **BRIC-länderna** (32 procent av världsekonomin) är självklart tongivande för EM-gruppen. **Indien** visar tecken på att ha nått toppen på sin tillväxtpotential. Inflationen i städerna och för industriarbetarna har stigit till mellan 4,3 och 5,6 procent och underskottet i bytesbalansen har vidgats till 1,9 procent av BNP. En försvagning av rupien och stigande inflation har tvingat centralbanken till höjd styrränta vilket väntas dämpa tillväxten framöver. Den håller sig dock kvar på höga 7,6 respektive 7,4 procent 2019 och 2020. **Kina** går också mot ekonomisk avmattning men väntas växa med över 6,0 procent kommande två åren (se ruta).

Även om **Brasiliens** ekonomi uppvisat vissa besvikelser hittills i år är den på väg ur recession och vi väntar oss en tillväxt på 1,3 respektive 2,5 procent 2018-2019. Parlaments- och presidentvalen i oktober har resulterat i en ny regering som lovat fortsatt fokus på ekonomiska och finanspolitiska reformer. Kongressen är dock fragmenterad och den nye presidenten, Jair Bolsonaro, mycket kontroversiell vilket väntas försvåra reformarbetet. I vilket fall, på grund av lågt kapacitetsutnyttjande kommer även mindre reformer ge en positiv effekt på ekonomin och tilltron bland investerare.

I **Ryssland** väntas inga genomgripande reformer. Ytterligare sanktioner från USA mot enskilda personer och organisationer med anknytning till rysk militär får en dämpande effekt på investeringsnivån, men ökad oljeproduktion och viss finanspolitisk stimulans väntas ge en BNP-tillväxt på mellan 1,7 och 2,0 procent 2019 och 2020.

Marknadsturbulens inte början på global kris

Problemen som vuxit fram i EM under 2018 är begränsade till ett fåtal länder som är för små för att hota global tillväxt. Vid kraftiga marknadsfall finns smittorisker men vår slutsats är att de blir relativt små och kortvariga. Det finns dock **ett undantag: Kina**. Vårt huvudscenario är att Kina hanterar den gradvisa inbromsningen av ekonomin som man nu iscensätter. Men i händelse av en recession i Kina skulle omvärlden påverkas via lägre handel och råvarupriser. Eftersom Kinas finansiella system är relativt isolerat från det globala finansiella systemet är smittoeffekten begränsad. Effekterna skulle i så fall gå via brittiska banker som har en utlåning till Kina som uppgår till drygt 20 procent av BNP. **Det är dock inte vårt huvudscenario för Kina.**

Kina: Fokus på inhemsk ekonomi – inte exporten

Kinas försiktiga inbromsning 2018 har en både **strukturell** och **cyklisk komponent**. Pekings målsättning att skapa en mindre kreditdriven tillväxt, efter några års överdrivet hög skulduppbyggnad inte minst i US-dollar, leder till att **BNP-förväntningarna** i ett medelfristigt perspektiv bör ligga på **ca 6** snarare än 6,5-7 procent. Den cykliska inbromsningen beror på oron för USA:s handelskrig som påverkar export, investeringar och börs. För att stötta den inhemska ekonomin, inte minst tjänstesektorn som utgör mer än hälften av Kinas ekonomi, har Peking de senaste månaderna lättat på penning- och kreditpolitiken, låtit yuanen tappa i värde mot dollarn samt sänkt skatter. **De positiva tillväxteffekterna väntas bli synliga mot slutet av året och 2019.** I takt med att tillväxtbilden stabiliseras väntas Peking återuppta sin politik att reducera de finansiella stabilitetsriskerna.

Beslutsfattarna i Kina är medvetna om de ekonomiska och finansiella svagheter och riskerna. Därtill har man både **verktyg och muskler** för att kunna **hantera tillväxt- och stabilitetsproblem**. Kinas offentliga skuld (IMF:s mått) är **68 procent av BNP** och bekräftar det **finanspolitiska utrymme** som kan användas vid behov. Därtill har centralbanken PBOC en **valutareserv på 3 000 miljarder dollar**. Vid behov kan delar av den placeras i kinesiska banker (som till större delen ägs av staten) för att underlätta finansiering i utländsk valuta. Dock är det **inte aktuellt att använda reserven som vapen i handelskriget** mot USA (sälja amerikanska statspapper) eftersom det skulle *dels* skapa förluster (stigande räntor), *dels* stärka yuanen och hämma exporten, *dels* stärka andra länders valutor om USA:s statspapper ersätts med t ex europeiska.

Valutapolitiken – inte minst **USD/CNY-kursen** – spelar en viktig roll för Kina. I dag ligger kursen strax under den psykologiskt viktiga nivån 7. Å ena sidan **stöttar en svagare yuan exportindustrin** som träffats av USA:s handeltullar. Å andra sidan kan bilden av deprecieringspolitik *dels påskynda kinesiska företags amortering av dollarlån* (kapitalutflöde), *dels minska omvärldens aptit* på kinesiska aktier/obligationer (uteblivet inflöde och nedåtpress på börskurser), *dels irritera Kinas exportländer inklusive USA*. **Vår slutsats** är att Kina ser de **finansiella och politiska riskerna som alltför stora** för att låta yuanen försvagas påtagligt mot US-dollar från dagens nivå.

Tema: Aktiemarknader

Vinster och värderingar ger stöd till volatila börser

Börsernas sencykliska mönster bekräftar. Mindre tydlig trend och ökad volatilitet, särskilt mellan regioner och sektorer kommer att prägla bilden även framöver. Perioder av positiva tillväxtövertäckningar och ökad riskvilja följs av konjunkturoro och vinsthemtagningar. Orosmolnen är förvisso många, men god underliggande tillväxt ännu en tid och rimliga värderingar gör att vi ser utsikter till en positiv börstrend ännu ett par kvartal.

Skillnaden mellan de två senaste börsåren accentueras alltmer. 2017 präglades av närmast optimala förutsättningar i form av accelererande tillväxt, låga räntor och utsikter till en mer expansiv ekonomisk politik. 2018 har visserligen uppvisat fortsatt god tillväxt, men kulmen nåddes 2017 samtidigt som centralbanker mer tydligt rör sig mot en normalisering. Ökande utbudsrestriktioner förebådar också att uppgången går mot sitt slut. Börsmonstret följer samma logik. 2017 såg vi bred-baserade uppgångar med rekordlåg volatilitet. 2018 har istället uppvisat mer spretiga kursrörelser för olika marknadssegment samtidigt som världsbörsindex som helhet rört sig sidledes, dock med större volatilitet.

Blir 2019 året då allt reverseras och mindre gynnsamma förutsättningar ger mer varaktiga börsproblem? Vi tror inte det, utan räknar med att 2019 kommer att uppvisa stora likheter med 2018 och således karaktäriseras av fortsatt förhöjd volatilitet men med utrymme för vissa uppgångar. Historien visar att i princip alla riktigt stora börsnedgångar i modern tid skett i samband med en tydlig inbromsning i konjunkturer. Givet vår relativt positiva syn på tillväxten de kommande år med en utdragen, sencyklisk fas, finns det förutsättningar för något stigande börsindex kommande kvartal. Den måttliga nedväxling i BNP-tillväxten vi förutspår är väl förenlig med fortsatt stigande vinster samtidigt som värderingen den senaste tiden blivit mer attraktiv. Volatiliteten och divergensen mellan olika marknadssegment lär dock bestå.

Den övergripande prognosen för börsens rörelseriktning bygger på ett antal antaganden som är behäftade med risker. Att tillväxtprognoser i stort infrias är nu extra viktigt. Sencykliska börsuppgångar drivs som regel av positiva överraskningar för produktion och vinster samt stabila utsikter till en mer utdragen utplaning av BNP-tillväxten. Givet att vår tillväxtprognos är något över konsensusbilden är det rimligt att tänka sig att börstoppen inte är passerad ännu.

Försiktiga investerare ökar utrymmet för uppgång

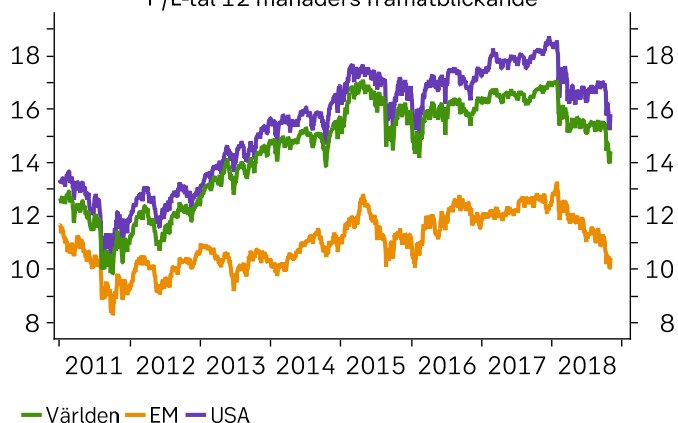
De senaste kvartalens relativt svaga börsutveckling i relation till vinstutvecklingen indikerar utrymme för nya uppgångar. Placerarna som kollektivt har tydligt skiftat om i portföljerna till en mer försiktig position, vilket bland annat syns i kapitalflöden från Emerging Markets och in i den stabilare USA-marknaden samt från cykliska sektorer och in i exempelvis läkemedel. Enkät svar bekräftar också bilden. Fondförvaltare har sänkt sina

tillväxtförväntningar markant och de tillväxtorienterade positioner som dominerade portföljerna i början av året tillhör nu de största undervikerna. De flesta portföljer är dock inte byggda utifrån en negativ syn. Den rotation vi sett handlar mer om en normalisering av riskexponeringen jämfört med den optimistiska bilden i vintras. Det innebär att såväl positiva som negativa data kan få genomslag i kurserna. Så kallade Bull/bear-indikatorer som visar på det kortsiktiga börshumöret är dock i dagsläget nedpressade, nära de nivåer där humöret är så lågt och förväntningarna så dämpade att börserna ofta vänder upp.

Rimliga värderingar om vinstprognoserna håller

Även ur ett värderingsperspektiv betar sig börsaggregaten på ett rimligt sätt givet det cykliska läget. Årets utveckling med stigande vinster och sidledes börsrörelse har dragit ner P/E-talen från ansträngda till rimliga nivåer. För världsbörsindex (MSCI World) innebär det en rörelse från dryga 16 i januari till 14,5 i dag (räknat på rullande 12-månaders vinstprognoser).

Börsvärdering mindre ansträngd
P/E-tal 12 månaders framåtblickande



Källa: Bloomberg

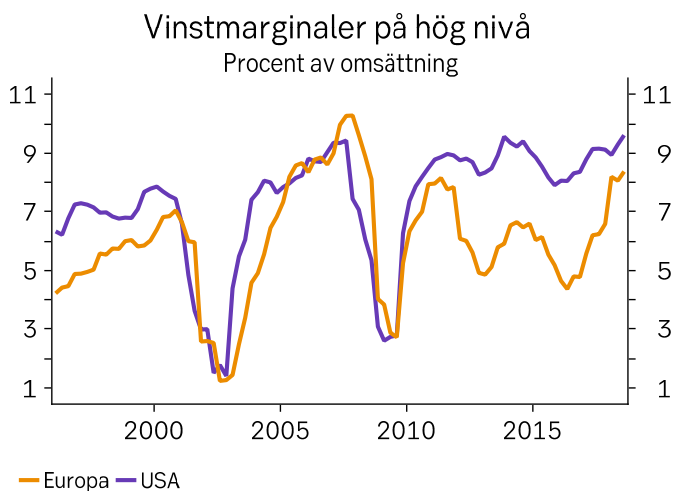
Om konsensusprognoserna om årliga vinstökningar på strax under 10 procent för 2019 och 2020 håller bör värderingen inte hindra perioder av god börsutveckling. **Vi har dock rimligen passerat värderingstoppen för denna cykel.** När vinstprognoserna börjar revideras ned finns en uppenbar risk att de leder till sänkta multiplar och därmed vikande börskurser. Vår bedömning är dock att vi inte är där ännu.

Risken för vinstbesvikelser ökar sent i cykeln

Rapporterna för tredje kvartalet tecknade en stabil bild för amerikanska företag med hälsosamma försäljningsuppgångar (8,5 procent) och starka vinstökningar (27 procent) som inte enbart var en följd av skattesänkningarna. Europeiska rapporter förefaller ha varit lite svagare. Vinsterna har kommit in något under förväntan och marginalpressen från andra kvartalet har bestått, trots valutamedvind. I både Europa och Asien uttrycker bolagen viss försiktighet jämfört med förra rapportsäsongen.

Vinstprognoserna följer samma mönster som rapporterna och ger stöd till börserna. USA-prognoserna tog ett rejält kliv uppåt i samband med skattesänkningen, och har fortsatt att revideras upp sedan dess. I Europa har prognoserna i stort varit oförändrade. I dagsläget indikerar konsensusprognoserna vinstökningar i USA på strax över 10 procent för 2019 och 2020, för Europa är prognosen knappt 10 respektive 8 procent.

Sent i en konjunkturcykeln ökar risken för vinstbesvikelser. När försäljningen planar ut och orderingången viker väcks frågor kring intäktssidan. Samtidigt pressar resursbrist upp såväl löner som kostnader för råvaror och insatsvaror, vilket slår mot marginalerna. **I nuläget ligger vinstmarginalerna i USA och Europa på historiskt höga nivåer; i USA till och med något över förra konjunkturtoppen.**



Källa: Bloomberg

Som grafen visar har de legat ungefär på denna nivå en tid. De europeiska marginalerna har visserligen förbättrats något den senaste tiden men ligger fortfarande något under tidigare toppar. I den pågående rapportsäsongen hörs en del oro från vissa bolag över såväl orderingång som kostnadstryck, inte minst från svenska/nordiska bolag. I riskbilden ingår även det politiska skeendet där pågående handelskrig har potential att störa bilden, särskilt om det eskalerar eller om negativa nyheter sammanfaller med andra svaga signaler för börsutvecklingen. Det krävs dock en kraftig eskalering av handelskriget eller andra politiska störningar för de ska överskugga den faktiska vinstutvecklingen som drivkraft för börserna.

Stigande räntor gör USA-obligationer mer attraktiva

Ett annat frågetecken gäller räntelägets betydelse för börsen. De låga räntorna har fått många placerare att söka sig mot mer riskfyllda tillgångar som krediter och aktier för att kunna möta sina avkastningskrav. Efter en längre period med stigande räntor i USA, och med förväntan om vissa ränteuppgångar även i Europa framöver, kan denna bild vara på väg att förskjutas. Den

viktigaste frågan idag är sannolikt vid vilken nivå på amerikanska obligationsräntor som dessa placeringar återigen ses som attraktiva och vad som då sker. Svaret hänger delvis ihop med tillväxtmiljön; en positiv vinstutveckling gör ränteuppgångar mer acceptabla för placerarna. Men med en amerikansk 10-årsränta väl över tre procent och med bara marginellt lägre ränta för väsentligt kortare löptider kommer nivån så småningom att te sig attraktiv.

Ännu ser vi inga tydliga flödeseffekter drivna av de nya räntenivåerna, men de två större uppgångar vi sett i år (januari/februari och oktober) har sammanfallit med årets två börskorrektioner. Konsensusbedömningen bland placerare är att de mer tydligt kommer att **intressera sig för obligationer som ett alternativ om/när den amerikanska 10-årsräntan tydligt klättrar över 3,5 procent.**

Uppsida för EM/Norden vid positiva tillväxtnyheter

Den relativa utvecklingen för olika marknadssegment kommer sannolikt att styras av synen på tillväxten. På sikt är det rimligt att anta att mer stabila sektorer (t ex läkemedel och dagligvaror) och regioner som USA kommer att öka i attraktionskraft när placerarna söker parera kommande konjunktursvaghet. Under resans gång finns dock sannolikt utrymme för positiva tillväxtövertäckningar, vilket skulle gynna mer cykliska investeringar som industribolag och Emerging markets. Och som vanligt i tider av oklar vinstbild bör sektorer med strukturell tillväxt gynnas, som teknologi- och konsumentbolag med koppling till den snabba digitala utvecklingen.

Relationen mellan Emerging och Developed markets (EM/DM) är också intressant. Oro för cykelns längd, generell riskaversion, handelskrigets påverkan på Kina, effekter från stigande USD och dollarräntor tillsammans med en del landspecifika risker (Turkiet, Argentina) har pressat ner EM-aktier rejält. Värderingen är nu på nivåer som påminner om tidigare bottnar, med ett P/E-tal runt 10, vilket innebär att värderingsskillnaden mot DM också är den största på många år. Denna nivå kan tyckas alltför nedpressad. Lönsamheten för EM-börserna är i paritet med DM-nivån och vi ser ett snabbt ökande inslag av bolag med mer moderna affärsmodeller (Alibaba, Tencent). Därtill sätts nu stimulanser in i Kina för att motverka en inbromsning. Råvarupriserna ligger också på nivåer som gynnar producentländerna utan att skapa stora problem för (Asiens) konsumentländer. I kombination med vår generellt positiva tillväxtbild talar allt detta för att EM-aktier närmar sig ett utmärkt köptillfälle, så snart bilden stabiliserar sig.

För svensk och nordisk del är bilden delvis likartad. Det relativt stora cykliska inslaget och den mer perifera placeringen på börskartan skapar känslighet för svängningar i såväl förväntningar på tillväxten som börshumöret generellt. Därtill kommer vissa signaler om vikande orderingång och marginaler i kvartalsrapporterna. Den totala vinstnivån, rensat för sektorer och bolag med svag koppling till den generella cykeln, ligger sedan ett par år över sin långsiktiga historiska trend. I det korta perspektivet kan denna situation mycket väl bestå och särskilt om våra tillväxtprognoser håller. Värderingarna har också kommit ner till betydligt mer attraktiva nivåer; Stockholmsbörsen handlas på P/E-tal strax under 14. De ultralåga räntorna och den goda direktavkastningen gör också svenska aktier motståndskraftiga mot eventuella räntehöjningar. **Tillsammans med EM-aktier kan en nordisk positionering vara ett ändamålsenligt sätt att dra nytta av en stabilisering av tillväxtbilden under kommande kvartal.**

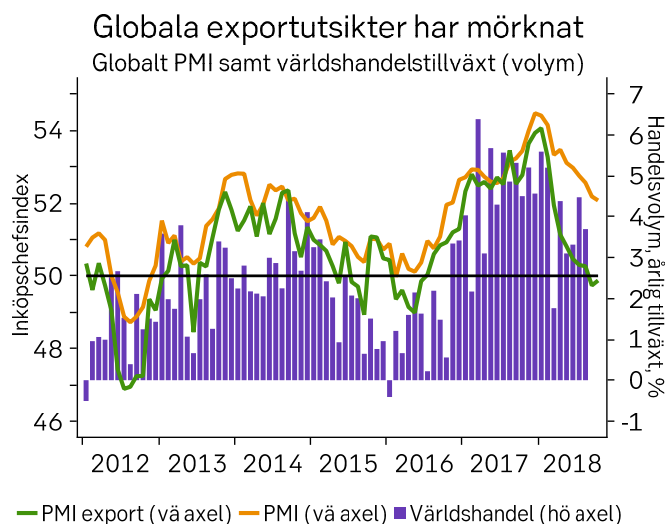
Tema: Handelskriget

Handelspolitiska framgångar bakom svarta krigsrubriker

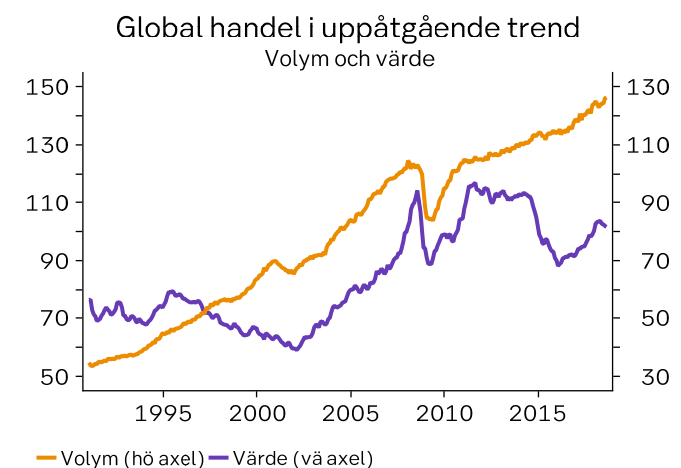
Handelskrigsåret 2018 har ökat den ekonomisk-politiska oron i världen och skapat spänningar mellan framför allt USA, Kina och EU. Men handelspolitiken har även gjort framsteg och WTO:s handelsregler ses över. G20-mötet i Buenos Aires kan avgöra möjligheten att dämpa tonläget och träffa nya handelsavtal 2019. Vi håller fast vid bedömningen att handelskriget är mångfacetterat och beklagligt men fortfarande tillväxtmässigt hanterbart.

Under 2018 har handelspolitik hamnat i **epicentrum för global politik och ansträngda relationer** mellan länder på ett sätt som vissa bedömare menar saknar motstycke sedan andra världskriget. Frihandelsvänner och protektionistivrare är på tydlig kollisionkurs. Bilden av global handelspolitik 2018 är dock mångfacetterad och inte enbart dyster. Förutsättningarna verkar relativt goda för att nya avtal kan träffas framöver och nuvarande handelsregler moderniseras. Ändå är USA:s förändrade politik en faktor som **kan förvärra pågående tillväxtinbromsning**.

uppdaterat¹ de kalkyler vi haft som utgångspunkt för analyser av handelskriget. IMF:s simuleringar inbegriper ett scenario där **annonserade tullar införs samt** en tydlig eskalering på flera områden: 1) USA inför **tullar på all import från Kina** (hittills har import för ca 250 miljarder dollar påverkats), 2) **Kina svarar** med motåtgärder, 3) **global bilindustri dras in i kriget**, 4) Hushålls- och företags **konsumtion och investeringar** påverkas negativt, 5) **Aktiemarknaderna faller kraftigt**.



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), IHS Markit



Källa: CPB Nederländerna

Handelskrig med små direkta effekter...hittills

I förra *Nordic Outlook* analyserade vi USA:s handelskrig och dess ekonomiska implikationer i artikeln "*Mångfacetterat och beklagligt men tillväxtmässigt hanterbart*". Vår bedömning var att handelskriget, även med upptrappning – väntas ge relativt **måttliga effekter på tillväxt och inflation** och därmed också på finansmarknaderna. Höstens utveckling ger oss **ingen anledning att revidera den uppfattningen**.

Ett handelskrig påverkar realekonomin genom olika kanaler:

- **Direkt:** minskad handel, störningar i globala produktionskedjor samt höjda kostnader för importvaror (d v s inflation);
- **Indirekt:** osäkerhet sänker investerings- och konsumtionsviljan och inverkar negativt på tillgångspriser, t ex börser.

ECB och Bank of England (BoE) har den senaste tiden redovisat analyser av handelskrigets ekonomiska effekter. Även IMF har

IMF:s slutsatser, liksom ECB:s och BoE är fortfarande att hittills införda tullar får **små effekter** på global tillväxt. Om man också tar hänsyn till den eskalering och de spridningseffekter som diskuteras ovan blir effekterna märkbara om än inte dramatiska. Enligt IMF beräknas USA:s BNP minska med en procent i nivå jämfört med ett basscenario medan motsvarande effekt på Kina blir ungefär 1,5 procent. **Andra slutsatser som vi drar är:**

1. Handelskriget är alltså **i första hand bilateralt** (mellan USA och resten av världen), inte multilateralt som på 1930-talet.
2. Tullar medverkar till att **styra om produktion och handelsflöden** vilket också gynnar vissa länders tillväxt. Högt resursutnyttjande i många länder kan dock försvåra globala produktionsomflyttningar. Flera företag har aviserat flytt av produktion.
3. Den ekonomiska politiken kan föras i mer **expansiv riktning** för att ge tillväxtpåskott (t ex Kina).

Mycket tyder på att handelskriget så här långt haft **relativt små direkta effekter på tillväxt och inflation** även om den ekono-

¹ IMF:s "World Economic Outlook – Challenges to Steady Growth", Oct 2018.

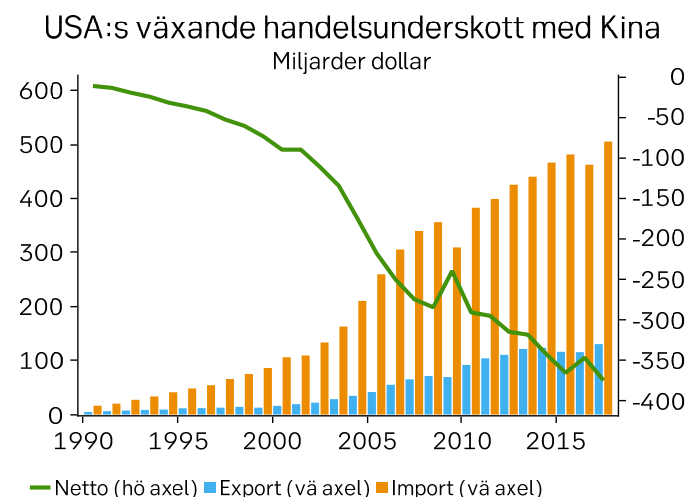
misk-politiska oron är klart högre i dag än för ett år sedan. Visserligen har världshandelstillväxten bromsat men det är svårt att knyta den till handelskriget. **Varor som hittills drabbats av tullar utgör fortfarande en begränsad del av världshandeln.** Vi ser heller inga påtagliga inflationseffekter från högre importkostnader. I USA uppger företag att man börjar se ökade material- och transportkostnader men det kan lika väl bero på stigande lönetryck och högre energipriser.

Handelspolitiska framsteg – inte bara handelskrig

Global handel lyfter ekonomisk tillväxt, välbefinnande och inkomster för många människor i utvecklingsländerna. Handelen har också medverkat till prispress som skapat utrymme för lägre räntor och stigande realinkomster i många utvecklade länder.

Bakom 2018 års mörka handelskrigsrubriker sker även framsteg på en rad områden och viktiga frågor diskuteras:

NAFTA: Trump vann presidentvalet 2016 på löften om att *”ta tillbaka amerikanska industrijobb till USA”* genom att bl a omförhandla handelsavtal som t ex NAFTA och TPP och minska USA:s handelsunderskott med Kina. Att **NAFTA-avtalet** (numera USMCA-avtalet) **omförhandlats** innebär att frihandelsområdet som består av ca **25 procent av världsekonomin** lever vidare.



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

USA-Kina: Handelskonflikten är komplex och inbegriper även säkerhetspolitiska dimensioner. Efter ett halvårs i princip frysta samtal mellan Washington och Peking har **utsikterna för islossning förbättrats**. USA:s och Kinas presidenter träffas på toppmötet för G20 i början av december. Uppgifter tyder på att **Washington nu försöker ta fram ett utkast till ett bilateralt handelsavtal**. Samtidigt tycks USA också vara berett att införa **nya tullar på resterande import från Kina** (varor värda mer än 250 miljarder dollar) och att beslut kan fattas i början av december. Att Trumpadministrationen faktiskt försöker få fram ett avtal tyder på att **Vita huset inte vill eskalera handelskriget med Kina**. Å andra sidan finns inga tydliga tecken på att de båda sidorna kommit närmare en lösning på de känsligaste frågorna som t ex påtvingad teknologiöverföring. Kraftiga kinesiska börsfall samt tecken på tillväxtavmattning gör att Trump kommer till G20 i en styrkeposition och att han knappast är beredd att acceptera en överenskommelse han uppfattar som ofördelaktig. Även om en överenskommelse nås på G20-mötet blir den troligen bräcklig och bygger på amerikanska förväntningar om att Kina genomför förändringar på flera områden. Därtill ser de **geopolitiska spänningarna** mellan USA och Kina snarast ut att **tillta framöver**.

Mellanårsvalen var en motgång för Trump då Demokraterna tog över Representanthuset men **påverkar inte i någon större utsträckning Trumps möjligheter** att styra USA:s handelspolitik. Amerikanska presidenter kan i stor utsträckning fatta egna beslut kring införande av handelshinder och dessutom delar många Demokrater Trumps protektionistiska inställning.

Trump's motiv att pressa t ex Kina

1. **Minska importläckaget.** När Trump sänker skatter och ökar offentliga utgifter (ca 1 700 miljarder dollar under två år) ökar också importen. Med tullar fördyras importen och efterfrågan kan styras mot amerikanska varor.
2. **Bromsa utlandsskuldens tillväxt.** Många år med stora handelsunderskott gör att USA i dag har en skuld till utlandet på netto 7 888 miljarder dollar (41 procent av BNP). En så stor skuld gör landet sårbart även om USA har en speciell reservvalutastatus.

USA-EU: Sedan juli finns en **överenskommelse** mellan USA och EU att **avstyra en eskalering** av handelskonflikten mellan parterna "så länge förhandlingar pågår". Intrycket är dock att förhandlingarna går trögt utan officiella handelssamtal. Inför G20-mötet ska även USA och EU hålla högnivåmöten. Förhoppningen är att framstegen med NAFTA/USMCA och möjligen också USA-Kina-samtalen ska **innebära islossning mellan USA och EU**.

EU-Japan: Mitt under brinnande handelskrig signerade EU och Japan i juni ett **nytt frihandelsavtal** som ska träda i kraft i början av 2019. Det tar bort flertalet av dagens tullar mellan parterna. Det innebär att ett område motsvarande 30 procent av världsekonomin går i riktning mot sänkta tullar.

Japan-Kina: I oktober 2018 möttes Kinas Xi och Japans Abe i samtal som betecknades som historiska och syftar till att fördjupa bl a de ekonomiska relationerna.

WTO: Handelskriget 2018 har riktat ljuset mot Världshandelsorganisationen WTO. Allt fler kritiska röster hörs för att **WTO behöver moderniseras** för att inte underminera WTO:s legitimitet och effektivitet. **USA hotar** med att lämna WTO och Vita huset tycks i dag föredra **bilaterala snarare än multilaterala överenskommelser**. På kanadensiskt initiativ hölls ett förberedande möte i slutet av oktober och bl a EU hoppas på att handelsregler kan uppdateras och revideras, att WTO:s övervakande roll stärks och att långvariga handelsdispyter mellan länder kan lösas skyndsamt. Kommande G20-möte i Argentina kan visa om det första arbetsmötet har gjort några framsteg.

Världshandelsorganisationen WTO

WTO (World Trade Organisation) upprättades **1995**. Dess syfte är att **liberalisera** och **främja** global handel genom **regelverk** och **övervakning** av de **164 medlemsländerna**. WTO ska därmed säkerställa en öppen, rättvis och regelbaserad handel mellan länder. WTO täcker **98 procent av världshandeln**. I handelsdispyter mellan länder ska WTO träda in som opartisk medlare.

Nordisk översikt

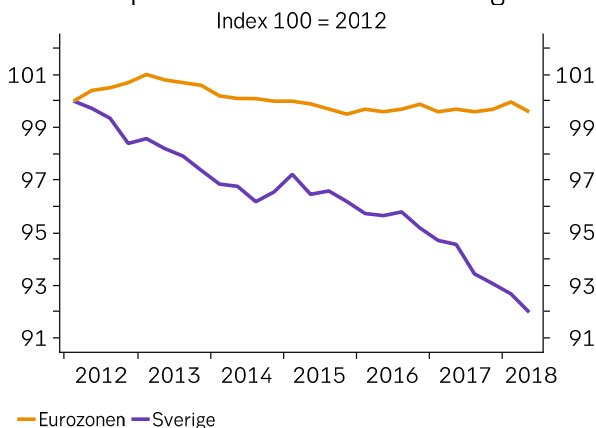
Nationella faktorer ger motståndskraft i mer osäker omvärld

De nordiska ekonomierna påverkas av svackan i euro-zonen, men fortsätter att växa i god takt trots vissa nedrevideringar för främst i år. Norsk industri går mot strömmen tack vare uppsvinget i oljesektorn, medan tillfälliga faktorer bidrar till dansk inbromsning i år. Generellt starka arbetsmarknader ger stöd för privat konsumtion, trots lite högre inflation och gradvisa räntehöjningar i Norge och Sverige. Bostadssektorn blir ett sänke för svensk ekonomi, men i Norge, som ligger före i bostadscykeln, ser byggandet ut att vara på väg upp igen.

Sverige: BNP-avmattning trots stark arbetsmarknad

Trots svag krona, rekordlåga räntor och en expansiv finanspolitik vill svensk ekonomi inte riktigt ta fart. Fallande bostadsbyggande, hushåll som oroar sig för risker på bostadsmarknaden och framtida brister i välfärdssystemet samt en exportindustri som inte har kapacitet nog att utnyttja det fördelaktiga konkurrensläget kan vara några förklaringar. En faktor är också de speciella mätmetoder för produktiviteten i offentlig sektor som används i Sverige. Av tekniska skäl, som statistikmyndigheten själva är skeptiska till, visar det en kraftigt fallande trend som i sin tur kan leda till underskattningar av den offentliga konsumtionsvolymen av en storleksordning motsvarande 0,3 till 0,4 procent av BNP. BNP-prognosen har sammantaget justerats ned jämfört med *Nordic Outlook September*. Detta gäller framför allt för 2018 där en nedrevidering av utfallet för andra kvartalet bidragit till en justering från 2,9 procent till 2,2 procent. De kommande åren väntas BNP-tillväxten ligga kvar något över 2 procent; några tiondelar lägre än i föregående prognos. Bilden är dock inte entydig; en fortsatt stark arbetsmarknad kontrasterar mot avmattningsbilden i övrigt. Kombinationen av snabb jobbtillväxt och måttlig BNP-ökning tyder på en medioker produktivitetstillväxt. Med tanke på att företagets vinstutveckling har hållits uppe bra ger bolagsrapporter och makrodata lite olika signaler och indikerar en risk för att Nationalräkenskaperna underskattar BNP-tillväxten.

Fallande produktivitet i svensk offentlig sektor



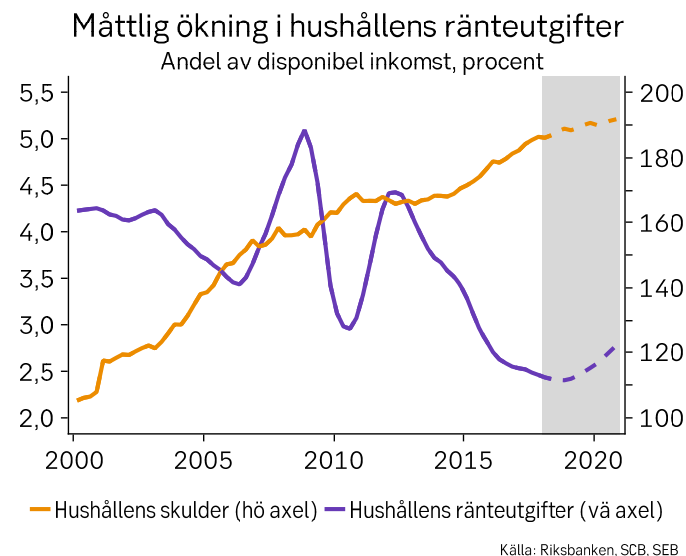
Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

Tillfällig svaghet i industrin. Indikatorerna för industrin har försvagats i linje med utvecklingen i övriga Europa och ligger nu nära historiskt genomsnitt. Liksom i övriga Europa ser vi goda utsikter för att nedgången ska visa sig vara temporär. Enligt KLI:s barometer är företagen nöjda med såväl orderböckernas storlek som lönsamheten. Även om vinsterna i exportsektorn delvis är uppblåsta av den svaga kronan ger de, i kombination med kapacitetsutnyttjande nära historiska toppnivåer, stöd för att industriinvesteringarna börjar öka snabbare framöver. Vi räknar dessutom med att tjänsteexporten stiger igen efter att ha varit i stort sett oförändrad sedan 2016. Totalt beräknas exporten öka med drygt 4 procent i år för att sedan växla upp till 5 procent per år 2019 och 2020. Överskottet i bytesbalansen har gradvis minskat det senaste decenniet och nedgången har accelererat det senaste året, främst beroende på snabb importtillväxt. Svagare inhemsk efterfrågan i kombination med starkare exporttillväxt talar för att bytesbalansen vänder svagt uppåt under 2019 och 2020.

Nedgången i bostadsbyggande accelererar. Bostadsbyggandet har nu börjat sakta in efter några år med stort antal påbörjade lägenheter. Vikande priser och ett stort utbud av dyra bostadsrätter bidrog till en viss minskning i påbörjandet under första halvåret. Framöver väntas nedgången accelerera genom en kraftig nedgång i byggandet av bostadsrätter medan aktiviteten när det gäller hyresrätter och framför allt villor troligen hålls uppe hyfsat. Sammantaget förutses antalet påbörjade enheter sjunka från ca 65000 år 2017 till 57000 resp. 47000 år 2018-2019. Effekterna på investeringsvolymerna kommer med viss fördröjning och vi räknar med att det negativa bidraget till BNP-tillväxten kulminerar 2019 och då uppgår till 0,5 procentenheter.

Stabilisering av bopriser hittills i år. Efter att ha fallit med drygt fem procent under andra halvan av 2017 har bostadspriserna varit oförändrade sedan i januari. Fortsatt ökande utbud på nybyggda lägenheter talar för att priserna faller med ytterligare 3-5 procent under det närmaste halvåret, även om kortsiktiga indikatorer i nuläget inte indikerar någon ytterligare nedgång. Vår bedömning är att Riksbankens försiktiga räntehöjningar i sig får små konsekvenser för bostadsmarknaden. Den takt av 50 punkter per år som nu ligger i korten är betydligt långsammare än tidigare höjningscykler då reporäntan höjts med 100-150 punkter per år. Under höjningscykeln 2010-2011 bidrog därtill ökande marginaler till att boräntan på ett 3-

månaders lån steg med hela 275 punkter. Trots detta förblev bostadspriser och konsumtion motståndskraftiga i en miljö där arbetsmarknad och generell konjunktur inte sviktade. Även om högre belåning och ökade amorteringar gör att hushållen nu är mer känsliga är det inte troligt att de måttliga höjningar som prognosticeras leder till en skarp reaktion särskilt som genomslaget på boräntor från styrräntehöjningar troligen inte blir fullständigt denna gång.

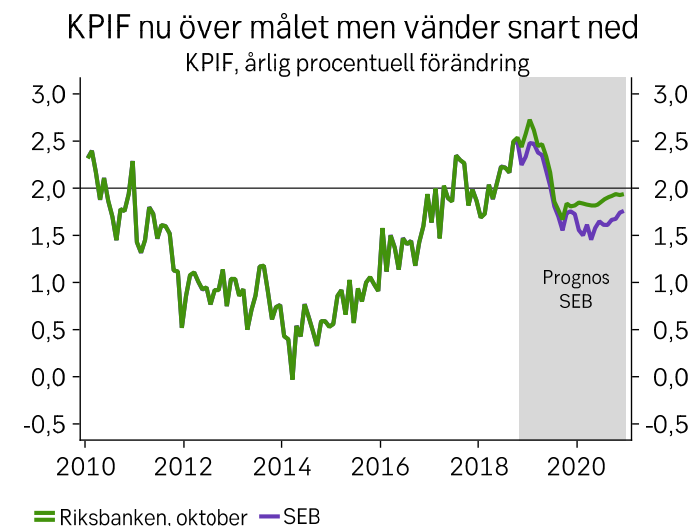


Nedåtgående trend i arbetslöshet fortsätter. Arbetsmarknaden fortsätter vara stark även om signalerna nu är mer blandade än tidigare. Ökningen i sysselsättningen har mattats en del samtidigt som arbetslösheten överraskat på uppsidan och nu är tillbaka på samma nivå som i början på året. Huvudförklaringen är att arbetsdeltagandet fortsatt att öka från redan mycket höga nivåer. Det är i nuläget svårt att bedöma hur mycket arbetsutbudet kan öka ytterligare och utvecklingen är i hög grad beroende av hur integrationen av nyanlända kommer att fungera (se temaartikel sid 27). Vår bedömning är att sysselsättningen växer med ca 1,5 procent det närmaste året. Det är då sannolikt att arbetslösheten åter vänder nedåt och att de senaste fem årens nedåtgående trend därmed består. Att det alternativa mått till Arbetskraftsundersökningen (AKU) som Arbetsförmedlingen redovisar visar fortsatt sjunkande arbetslöshet stödjer prognosen om att AKU-uppgången är tillfällig.

Löneacceleration dröjer. Att arbetsmarknadsläget är fortsatt starkt accentueras av att KI-barometern nu visar på en rekordhög andel företag som har svårt att hitta lämplig arbetskraft. Detta bidrog till att Riksbankens resursindikator åter steg under tredje kvartalet efter att ha fallit tillbaka något under första halvåret. Trots den strama arbetsmarknaden ligger löneökningstakten kvar runt 2,5 procent. Vi räknar med en viss uppväxling i linje med omvärlden den närmaste tiden, men innan nya centrala löneavtal träder i kraft våren 2020 är det osannolikt att takten kommer att överstiga 3 procent.

Torka och SEK ger inflationsimpuls. KPIF-inflationen har gradvis stigit de senaste åren och låg i september på 2,5 procent. Drivkraften är främst stigande energipriser som i nuläget lyfter inflationstakten med nästan en procentenhet i en miljö med stora prisuppgångar på både oljeprodukter och el. KPIF exkl. energi har haft en fallande trend sedan sommaren 2017, men vände upp relativt kraftigt i september. Bakom vändningen ligger stigande varupriser i spåren av kronförsvagningen, samt i viss mån stigande livsmedelspriser. Dessa faktorer kan fortsätta

att driva priserna uppåt det närmaste halvåret och KPIF exklusive energi beräknas nå 2 procent under våren. Den torra sommaren bidrar till prisuppgången på livsmedel men eftersom uppgången i jordbrukspriser än så länge är isolerad till Sverige beror den slutliga effekten på i vilken grad svenska produkter kommer att ersättas av import från främst EU-marknaden. Kombinationen av prisimpulser från energi, växelkurs och jordbrukspriser gör att KPIF-inflationen ligger kvar över två procent till mitten av 2019. När dessa delvis temporära drivkrafter mattas av är det troligt att KPIF-inflationen under senare delen av 2019 faller tillbaka ned mot 1,5 procent. Under 2020 stiger inflationen på nytt drivet av högre löneavtal och något högre internationella priser.

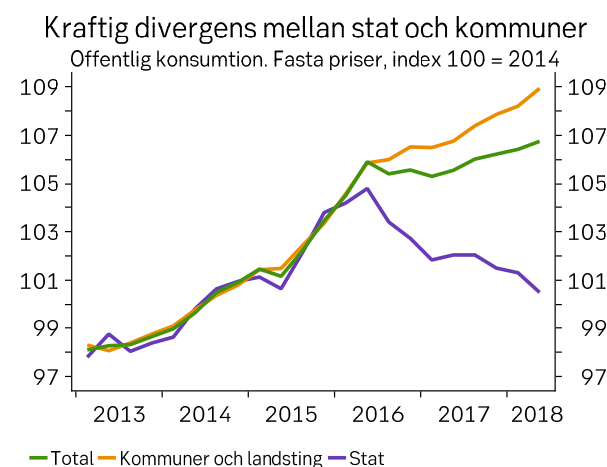


Räntehöjningar trots låg inflation. Vid oktobermötet fortsatte Riksbanken att tydligt signalera stor sannolikhet för att repo-räntan kommer att höjas antingen december eller i februari. Majoriteten av direktionen valde däremot att avstå från att signalera vilken av de två tidpunkterna som är mest sannolik. Vår bedömning är nu att det mest troliga är att man höjer redan i december. Att vår prognos indikerar att Riksbanken överskattar inflationen de närmaste månaderna gör dock att en senareläggning till februari inte alls kan uteslutas. Under 2019 och 2020 räknar vi med att reporäntan kommer att höjas två gånger per år och därmed ligga på 0,75 procent vid slutet av prognosperioden; vilket är i linje med Riksbankens räntebana. Vår inflationsprognos ligger visserligen lägre än Riksbankens från och med mitten på 2018. Men i en miljö där andra centralbanker påbörjat en normalisering tycks Riksbanken acceptans för mindre avvikelser från inflationsmålet ha ökat. När KPIF exklusive energi enligt vår prognos vänder nedåt igen under våren 2019 kommer vi att få ett test på om reaktionsfunktionen verkligen har förändrats i detta avseende.

Ökad spread mot Tyskland när Riksbanken går före ECB. I takt med att marknaden har prisat in en större sannolikhet för att Riksbanken höjer räntan i december har ränteskillnaden mellan svenska och tyska räntor stigit något. Vi räknar med att differensen fortsätter att stiga om vi får rätt i prognosen att Riksbankens första höjning sker åtminstone nio månader före ECB. Man kan dra en parallell till 2010-2011 då en liknande tidsförskjutning ledde till att differensen steg med ungefär 60 räntepunkter. En långsammare höjningstakt lär göra reaktionen mindre denna gång men vid slutet av 2019 väntas skillnaden ha ökat från dagens omkring 30 till cirka 60 räntepunkter.

Riksbanken har förbundit sig att återinvestera sina innehav av förfallande statsobligationer och kupongutbetalningar till åtminstone mitten av 2019. Därefter sker förfall först i december 2020 och vi tror att Riksbanken i mitten av 2019 kommer att annonsera en sänkt ambition att enbart återinvestera kupongutbetalningar. Därmed minskar de halvårsvisa köpen från nuvarande 20 miljarder kronor till cirka 5 miljarder. Riksbanken kommer ändå att äga närmare 50 procent av den utestående obligationsstocken fram till slutet 2020.

Gradvis starkare krona. Riksbankens agerande framstår alltjämt som den viktigaste drivkraften för kronan och vår prognos om en första räntehöjning redan i december i år talar för en starkare krona. Vi har därför reviderat vår prognos och tror nu att EUR/SEK kan nå 10,15 redan till årsskiftet. Även om höjningen till stor del är förväntad visar erfarenheten att valutan ändå får en skjuts uppåt i storleksordningen 4-5 procent när första höjningen levereras. Norges Bank visade dock i september att man kan motverka effekten genom att kombinera en höjning med ett i övrigt mjukt budskap. Under 2019 fortsätter kronan att stärkas långsamt och EUR/SEK når 9,80 i slutet av 2019 och 9,70 i slutet av 2020. Med en svag krona i utgångsläget är det också troligt med en påtaglig förstärkning mot dollarn under prognosperioden och vi räknar med att USD/SEK faller från ca 9,00 ned till 7,70 i slutet på 2020. Den senaste tidens utveckling har dock visat att kronan alltjämt påverkas negativt av uppblossande geopolitisk osäkerhet och perioder med fallande riskaptit. Apprecieringsprognosen för SEK är därför beroende av att vårt mer optimistiska scenario för tillväxt och riskaptit realiserar.



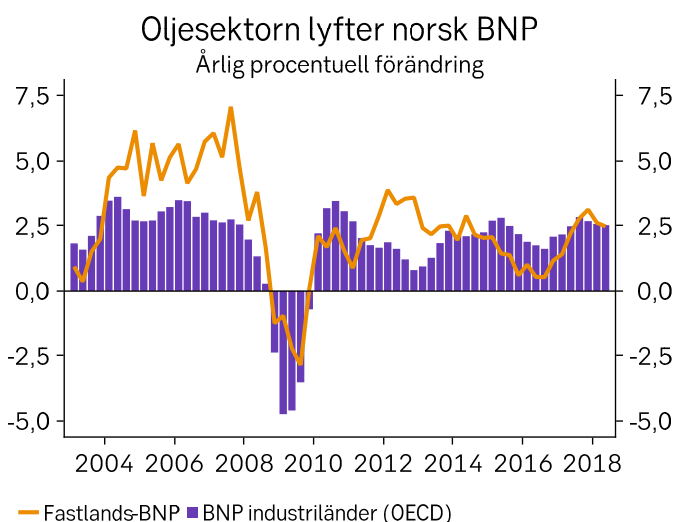
Källa: SCB, Macrobond, SEB

Opolitisk men lätt expansiv budget. I linje med våra tidigare analyser har perioden efter riksdagsvalet den 9 september präglats av stora svårigheter att lösa upp knutarna i regeringsbildningen. Även om låsningarna inom Alliansen varit ännu allvarligare än väntat ser vi fortfarande en M-ledd regering som det mest sannolika. Kommande budgetprocess blir dock speciell genom att sittande övergångsregering ska presentera en budgetproposition 15 november. Regeringens intention verkar vara att lägga en budget utan ny politik med undantag för några punkter där det råder politisk konsensus som t ex sänkt pensionärsskatt. Även om en tillträdande regering har vissa möjligheter att genomföra stimulanser i vårens ändringsbudget lär finanspolitiken för 2019 bli något mindre expansiv än vi tidigare räknat med och maximalt ge en impuls motsvarande 0,5 procent av BNP. En viktig fråga i budgeten är i vilken mån statsbidragen till kommunerna tillåts öka. I nuläget är vi inne i en

fas då den tidigare stora flyktingvågen i allt högre grad skapar ett kommunalt utgiftstryck medan det statliga minskar (se graf). Budgetprocessen framöver kan också kompliceras av att det finns en möjlighet att kan lämna partimotioner fram till 30 november. Hanteringen av Moderaternas motion kan då bli en bricka i spelet om regeringsmakten om den får stöd av Sverigedemokraterna (och Kristdemokraterna). Svårigheterna att bilda regering i Sverige verkar dock inte vara något som nämnvärt bekymrar finansiella marknader på kort sikt. Fortsatt starka statsfinanser bidrar till detta och vi räknar med ett överskott kring 1 procent av BNP även för 2019 och 2020 och en offentlig skuld som trots stimulanser faller ned mot 30 procent av BNP i slutet av prognosperioden.

Norge: Tillväxt över trend i orolig omvärldsmiljö

Den norska ekonomin har växt över trend under de senaste 1,5 åren. Tillväxten i fastlandsekonomin saktade av något första halvåret av 2018 men svackan väntas vara tillfällig (nationalräkenskaper för tredje kvartalet publiceras 13 november). Uppsvinget i oljeindustrin har bidragit till att industrin inte hämmats av globala politiska risker och protektionism. Norges Banks försiktiga räntehöjningar i kombination med en stark arbetsmarknad borgar för fortsatt måttlig tillväxt i privat konsumtion. Vi håller fast vid prognosen om en tillväxt över trend i fastlandsekonomin på 2,5 respektive 2,1 procent under 2019 och 2020. Prognosen för 2018 har sänkts till 2,4 procent.



Källa: OECD, Statistics Norway, Macrobond, SEB

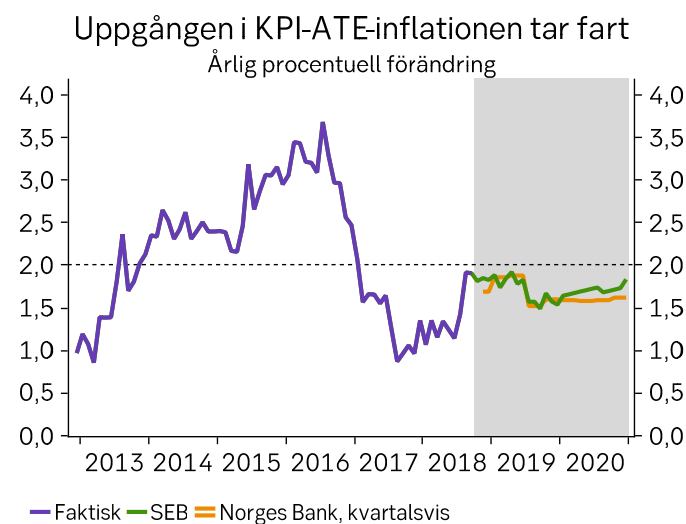
Ökad aktivitet i oljesektorn ger positiva impulser till övriga fastlandsekonomin. Stark tillväxt i investeringarna i oljesektorn gör Norge mindre känslig för svängningarna i den globala industrikonjunkturen. Detta bekräftas av sentimentsindikatorer för näringslivet, som hållit sig uppe trots osäkerhet kopplad till internationell handel och tecken på vikande aktivitet i eurozonen. Vi väntar oss att oljeinvesteringarna ökar med totalt 17 procent under perioden 2018-2020.

Vändning för investeringar i fastlandsekonomin. Andra kvartalets BNP inkluderade en stor upprevidering av näringslivets investeringar under de senaste åren. Kapacitetsutnyttjandet är dock fortfarande under det normala och företagens investeringsplaner förblir positiva. Vi tror att investeringarna ökar ytterligare men har dragit ned prognosen jämfört med *Nordic Outlook September*. Bostadsinvesteringarna har sjunkit kraftigt men det syns nu försiktiga tecken på stabilisering. Påbörjade nybyggnationer har vänt upp igen vilket är en signal om ökat

byggande framöver. Vi väntar oss att bruttoinvesteringarna bidrar positivt till tillväxten under 2019 och 2020.

Stigande bopriser. Prisuppgången på befintliga bostäder har kommit av sig något under hösten, vilket speglar förnyad uppgång i utbudet av nya bostäder. Priserna väntas ändå stiga med 1 procent i år tack vare god underliggande efterfrågan på bostäder. Prisutvecklingen på bostäder väntas förbli måttlig på grund av de stigande räntorna. Vi väntar oss årliga prisökningar på 2,4 procent under både 2019 och 2020.

Starka fundamenta för hushållen. Hushållens konsumtion av varor har varit volatil på grund av den ovanligt varma sommaren, men utsikterna förblir försiktigt optimistiska. Stigande reala disponibelinkomster och sysselsättning ger stöd för konsumtionen. Olika indikatorer tyder på en fortsatt solid efterfrågan på arbetskraft. Ett mer ansträngt resursläge talar för en tilltagande press uppåt på lönerna. Det cykliska uppsvinget i oljesektorn kommer också att bidra till högre löneökningar under kommande år. Vi väntar oss bara en mindre nedgång i arbetslösheten till 3,5 procent 2020. Privat konsumtion väntas öka med 2,5 respektive 2,4 procent 2019 och 2020. Hushållens stora räntekänslighet förblir en nedåtrisk.



Källa: Bank of Norway (Norges Bank), Statistics Norway, Macrobond, SEB

Inflationen inget problem för Norges Bank. KPI-ATE-inflationen steg oväntat till 1,9 procent i augusti/september och även om inflationen föll tillbaka i oktober är den underliggande trenden lite starkare än väntat. Uppgången drivs främst av högre varupriser, vilket förklaras av ett visst uppåtttryck från en svagare NOK under början av detta år. Även tjänstepriserna har dock stigit något mer än förväntat. KPI-ATE-inflationen bedöms ligga kvar strax under målet två procent under det närmaste halvåret för att sedan falla tillbaka mot 1,5 procent i mitten av 2019 när effekterna av växelkursen mattas. Därefter stiger inflationen igen drivet av den starkare konjunkturen. KPI-inflationen steg till nästan 3,5 procent i september drivet främst av högre elpriser. Elpriset har nu vänt nedåt och KPI-inflationen bedöms falla till strax över en procent nästa sommar.

Gradvisa räntehöjningar. Norges Bank höjde sin styrränta till 0,75 procent i höstas, för första gången på 7 år. Fler höjningar lär behövas givet att inflationen ligger nära målet, BNP över sin jämviktsnivå och tillväxten över trend i fastlandsekonomin. Räntebanan signalerar en gradvis höjningscykel där hänsyn tas till den starka transmissionsmekanismen. Långsiktiga inflationsutsikter tyder inte på att det är någon brådska att snabba på

räntehöjningarna. Vi väntar oss nästa höjning i mars 2019 och håller fast vid prognosen om två höjningar per år till 1,75 procent i slutet av 2020.

Valutaförstärkningen nästa år kan ge ökat intresse för NGB:s. Trots ett högt oljepris, återhämtning i norsk ekonomi, en första räntehöjning från Norges centralbank och en vändning på norsk bostadsmarknad har den norska kronen förblivit svag. Man kan dock notera att den positiva reaktionen i kronen på ett stigande oljepris verkar dröja till dess att oljeinvesteringarna tar fart. Vi räknar med att det blir fallet under 2019 vilket talar för att den norska kronan då kan stärkas en del. Prognosen i EUR/NOK är 9,00 i slutet på 2019 och förstärkningen fortsätter till 8,90 i slutet på 2020.

Positiva utsikter för valutan kan öka efterfrågan på norska statsobligationer (NGB:s). Nettoutbudet kommer att vara negativt under 2019 och skiftet i ECB:s penningpolitik kommer att göra NGB:s attraktiva på relativbasis. Vi väntar oss att 10-årsspreaden mot Tyskland krymper till 110 baspunkter i slutet av 2019.

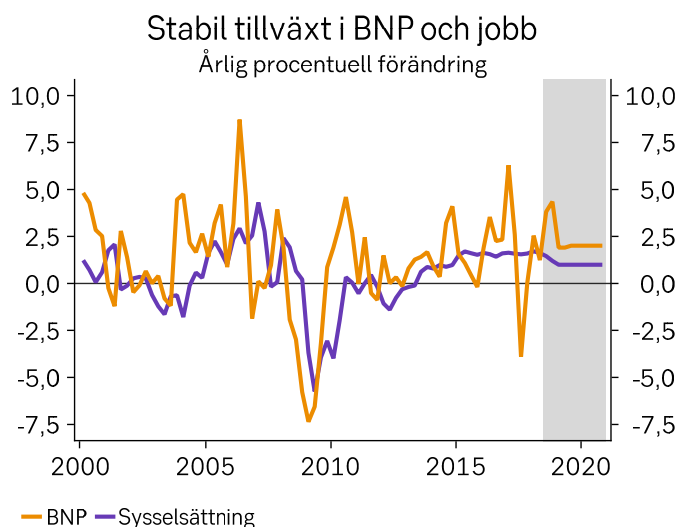
Danmark: Balanserad tillväxt med små nedåtrisker

Dansk tillväxt väntas ligga kring 2 procent som genomsnitt under prognosperioden som helhet. Vår BNP-prognos för 2018 är oförändrad på bara 1,5 procent. Tillfälliga faktorer, export av patent under första kvartalet i fjol samt effekterna av den ovanligt varma sommaren, har bidragit till att hålla nere tillväxten i år. Detta väntas följas av en acceleration i BNP till 2,5 procent nästa år.

Bortsett från dessa störningar är dansk tillväxt väl förankrad i stabilt växande jobb och löner, vilket sammantaget stärker hushållens disponibelinkomster. Hushållens förmögenheter får där till stöd från måttligt stigande huspriser. Vi räknar därför med att konsumtionen kan ta ytterligare fart.

Ökad optimism i näringslivet efter tidigare svacka.

Sentimentsindikatorer i näringslivet har fallit tillbaka i linje med liknande ekonomier i eurozonen och exporten har förblivit dämpad, men de senaste månaderna har danska PMI vänt upp utan att motsvarande trend har kunnat observeras i övriga Europa. Näringslivets investeringar ligger kvar på en stigande trend.



Källa: Macrobond, SEB

Löner drar sig högre på något stramare arbetsmarknad. Vi väntar oss att lönetillväxten närmar sig 2,5 procent under 2018 för att sedan öka ytterligare under 2019; en utveckling som

rimmar väl med en allttjämt låg men gradvis stigande sysselsättningsgrad i ekonomin. Om löneinflationen går över 3 procent 2020, vilket vår prognos tyder på, kommer kapacitetsbegränsningar åter att bli en hetare fråga. Ekonomin har dock utrymme att växa ytterligare några år innan denna punkt nås. Bostadspriser och utlåning hålls därtill tillbaka av makrotillsynspolitik, vilket innebär att frågan om överhettning ännu för tidigt väckt.

Låg underliggande inflation. Dansk HIKP-inflation har ökat avståndet till euro-zonen. Så här långt verkar detta främst vara en följd av högre matpriser, vilket kan avspegla vädereffekter från i somras. När lönerna börjar ta fart, väntar vi oss att den underliggande trenden för kärninflationen vänder uppåt under de kommande 6-12 månaderna.

Den danska *kronen* har denna gång inte gynnats av politisk osäkerhet i Europa och spotkursen ligger kring 7,46 mot euron. Så länge som spotkursen inte rör sig, kommer Danmarks Nationalbanks politik inte att påverkas. Finanspolitiken kommer troligen förbli i stort sett neutral på väg in i nästa val 2019.

Finland: Tillväxt över trend trots inbromsning

Trots internationell oro fortsätter den finska ekonomin att växa i god takt även om tillväxtbesvikelser i eurozonen sätter vissa spår i den finska exportberoende ekonomin under kommande år. Under stora delar av 2018 har indikatorbilden hållits uppe trots svagheter i eurozonen men fallet i oktober var det kraftigaste sedan slutet av 2014. Trots det pekar det mesta på fortsatt tillväxt över trend och vi väntar oss att BNP ökar med 2,7 procent i år och 2,2 procent 2019-2020. Utvecklingen ser ut att bli mer balanserad framöver efter att investeringar varit tongivande 2016 och exporten 2017.

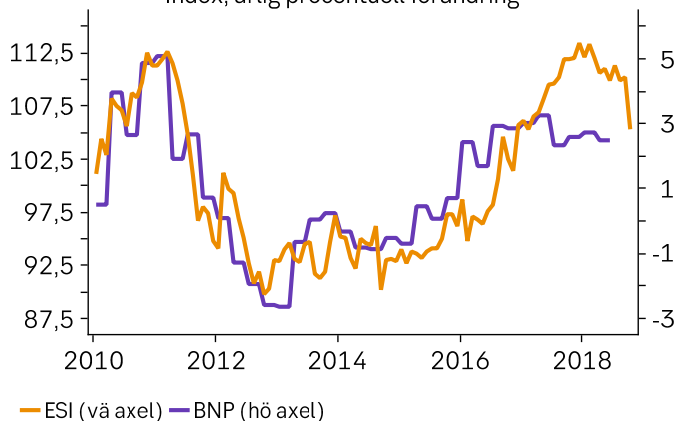
Långsammare expansion i industrin. Sektorsmässigt är inhemska delar av ekonomin mer optimistiska än de exportinriktade. Industriproduktion och export fortsätter att öka, om än i långsammare takt än tidigare. Orderläget är fortsatt relativt bra även om inflödet försämrats. Kapacitetsutnyttjandet ligger på en så pass hög nivå att det är sannolikt att företagen ökar sina investeringar. Vi väntar oss att de stiger med 4,5 procent i år och omkring 3,5 procent 2019-2020, även i en miljö där handelsoro dämpar framtidstron. Produktionen i tillverkningsindustrin ökar med 3,5 procent i år följt av en förnyad acceleration under 2019-2020. Exporten ökar med 4-5 procent per år vilket är något snabbare än importen.

Ökad sysselsättning ger stöd för konsumtion. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och sysselsättningen växer nu i en takt av ca 3 procent per år. Arbetslösheten har fallit med 2,2 procentenheter sedan toppen 2015 och vi förutser en ytterligare nedgång till 6,5 procent mot slutet av prognosperioden. Även lönerna stiger nu efter tidigare svag utveckling i spåren av den sk Konkurrenskraftspakten mellan arbetsmarknadens parter. Uppgången är dock relativt begränsad och i slutet av perioden räknar vi med en ökningstakt på 2,5 procent. En något stigande inflation bidrar också till att reallöneökningarna förblir måttliga. Sammantaget gör detta att hushållens köpkraft i huvudsak drivs av att fler jobbar. Konsumtionen ökar med knappt 2 procent per år 2018-2020, vilket innebär att sparkvoten ligger kvar strax under noll.

God tillväxt har förbättrat finanserna. Tidigare sparprogram och den goda konjunkturen fortsätter att förbättra det offentliga saldot. Underskottet föll under 1 procent av BNP för första gången sedan 2008 och fortsätter ner mot nära noll 2020 då även den offentliga skulden faller under 60 procent av BNP.

Fortsatt starka indikatorer

Index, årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Finland, European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Tema: Svensk arbetsmarknad

Pessimistisk syn på jämvikt kan ge för stram finanspolitik

Den svenska jämviktsarbetslösheten har pressats upp av att många utomeuropeiska invandrare har låg utbildningsnivå. Vi tror ändå att t ex Finansdepartementet och Konjunkturinstitutet gör en alltför pessimistisk bedömning och därmed överskattar överhettningens riskerna i ekonomin. Detta kan leda till alltför låga tillväxtprognoser och i förlängningen till en onödigt stram finanspolitik som försitter möjligheter till att ge svaga grupper större chanser att etablera sig på arbetsmarknaden.

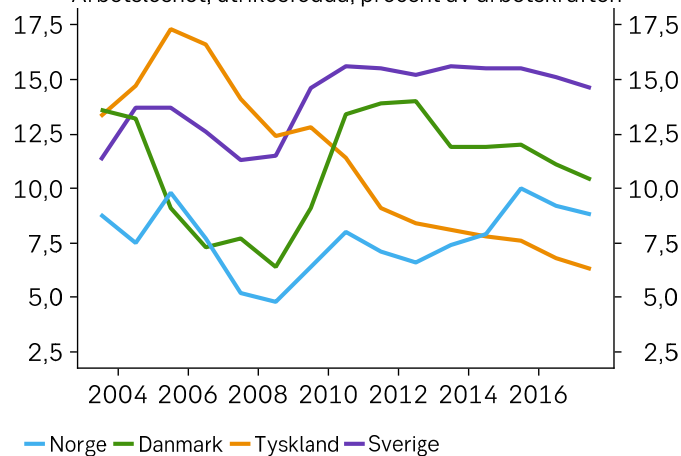
Flera bedömare, däribland Riksbanken, Finansdepartementet och KI anser nu att svensk ekonomi befinner sig i en överhettning. Det skulle innebära att BNP ligger över sin långsiktig hållbara nivå och att arbetslösheten ligger under sin jämviktsnivå. Med denna syn blir det logiskt att lägga prognoser där BNP-gapet sluts och att BNP-tillväxten därmed understiger långsiktig (potentiell) trend som ofta bedöms ligga runt 2 procent. En annan slutsats blir att det strukturella budgetsaldot är lägre än det faktiska. Detta ger en mer bekymmersam bild av det statsfinansiella läget vilket t ex KI ofta använder som motiv för att finanspolitiken behöver stramas åt. I denna artikel diskuteras några olika perspektiv på det svenska resursutnyttjandet.

Stor invandring pressar upp jämviktsarbetslösheten

Det finns ändå flera skäl till att Sverige verkligen har en högre jämviktsarbetslöshet än grannländerna. Den viktigaste är att den omfattande invandringen lett till en stor ökning av antalet personer med låg utbildning. Arbetsförmedlingens statistik visar att **ca 80 procent av de arbetslösa har svag anknytning till arbetsmarknaden, varav majoriteten är födda utanför EU och/eller saknar gymnasieutbildning.**

Hög arbetslöshet bland utrikesfödda i Sverige

Arbetslöshet, utrikesfödda, procent av arbetskraften

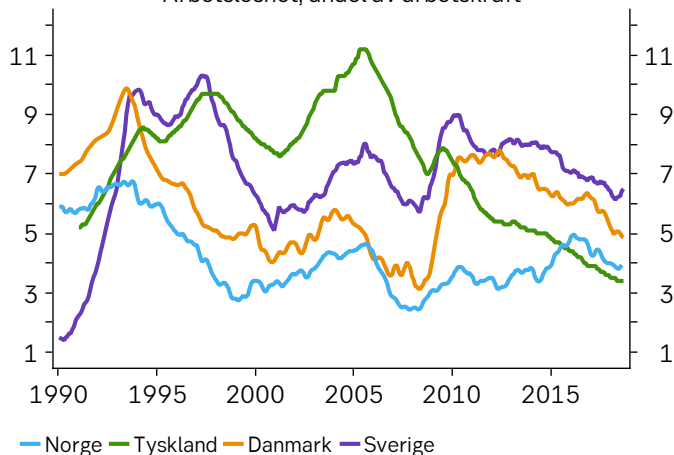


Källa: Eurostat

Det **höga arbetskraftsdeltagandet** i Sverige **kan också bidra till att trycka upp jämviktsarbetslösheten**. Den svenska andelen i arbetskraften (av total befolkning) är generellt högre än i grannländerna och dessa ligger i sin tur ändå högt i en bredare internationell jämförelse. Detta gäller även utrikesfödda; trots att förvärvsfrekvensen i denna grupp ligger klart under det svenska genomsnittet ligger den högre än i grannländerna. Ett högt arbetskraftsdeltagande i grupper som generellt är svåra att anställa tenderar att pressa upp jämviktsarbetslösheten. Arbetslösheten bland utrikesfödda i Sverige ligger t ex nästan 10 procentenheter högre än i Tyskland men ändå är andelen sysselsatta i denna grupp högre än i Tyskland. Detta beror bl a på att det finns fler subventionerade jobb i Sverige men sammantaget ger jämförelsen ändå tvetydiga signaler när det gäller hur bra Sverige lyckas med att integrera nyanlända.

Hög arbetslöshet jämfört med grannländer

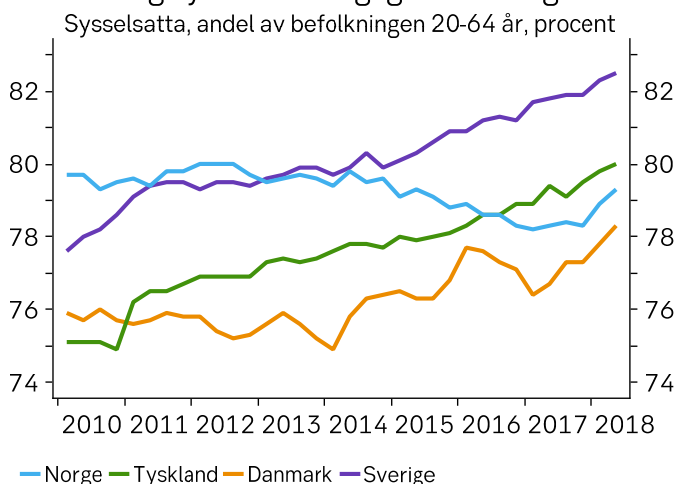
Arbetslöshet, andel av arbetskraft



Källa: Eurostat, SCB

KI:s skattningar tyder på att jämviktsarbetslösheten är 6,8 procent, vilket **innebär att faktisk arbetslöshet just nu ligger ca 0,5 procentenheter under jämvikt**. Denna tolkning ter sig dock väl pessimistisk. Trots en trendmässig nedgång de senaste åren ligger arbetslösheten betydligt högre än i grannländer som Tyskland, Danmark och Norge. I dessa länder ser man inga tydliga tecken på överhettningstendenser t ex när det gäller stigande löneökningstakt. Det är därför svårt att hävda att arbetslösheten skulle ligga tydligt under sin jämvikt i dessa ekonomier.

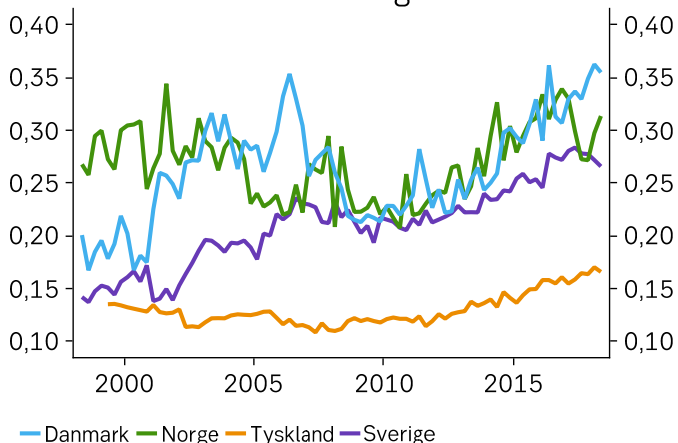
Hög sysselsättningsgrad i Sverige



Fallande jämviktsarbetslöshet i Tyskland

Jämförelser med våra grannländer visar också att **det går att pressa ned arbetslösheten till historiskt sett låga nivåer trots en relativt stor invandring** (om än betydligt mindre omfattande än den svenska sett till befolkningens storlek). Arbetslösheten i Tyskland har t ex fallit till den lägsta nivån sedan återföreningen utan att inflation och löner accelererat mer än marginellt. Det borde finnas möjligheter även för Sverige att på sikt närma sig arbetslöshetsnivåerna i närområdet. Vid en jämförelse av utbildningsnivån hos de arbetslösa finns både plus- och minusfaktorer. Å ena sidan har Sverige en något högre andel lågutbildade som saknar gymnasiekompetens än de jämförda länderna. Tittar man å andra sidan på andelen med eftergymnasial utbildning bland de arbetslösa är det istället Tyskland som sticker ut med en andel på bara 17 procent. I Sverige ligger den på 27 procent medan Danmark ligger i topp med 35 procent.

Andel arbetslösa med eftergymnasial utbildning

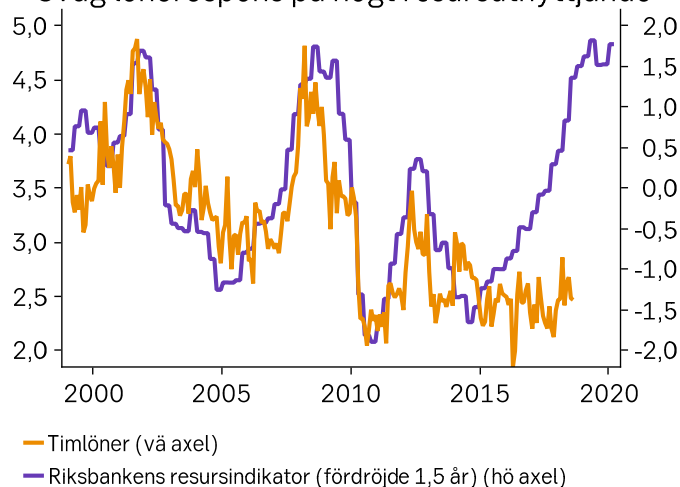


Resursutnyttjandet överdriver överhettningrisker

Svårigheterna att ringa in jämviktsnivåer för arbetslösheten i en situation med stora befolkningsförändringar gör att **mått som t ex kapacitetsutnyttjande och arbetskraftsbrist enligt KI-barometern blir extra viktiga**. Riksbankens resursindikator, som väger samman ett stort antal indikatorer av denna typ, är nu i nivå med de historiska topparna från 2001 och 2007. Denna höga nivå behöver dock inte enbart hänga samman med

nivån på arbetslösheten. Den kan också drivas upp av att **sysselsättningen ökar så snabbt att den i sig själv försvårar rekryteringar för företag**. En sådan s k speed-limit effekt kan ibland göra sig gällande vilket det starka sambandet mellan löner och resursindikatorn vid högkonjunkturerna runt 2000 och 2007 indikerar. Som grafen nedan visar är **skillnaden gentemot nuläget stort vad gäller lönernas respons på det höga resursutnyttjandet**. Delvis hänger det ihop med nivån på löneavtalen vid dessa olika tidpunkter men det kan också bero på att ökad rörlighet på EU:s gemensamma arbetsmarknad dämpar löneökningarna. Sveriges ovanligt liberala regler för arbetskraftsinvandring från länder utanför EU kan också spela in. Den öppnare arbetsmarknaden bidrar till vår bedömning att sysselsättning och BNP kan fortsätta att växa snabbare än den långsiktiga trenden de närmaste åren med bara en måttlig uppgång i löner och inflation som följd.

Svag lönerespons på högt resursutnyttjande



Utrymmet för finanspolitisk expansion underskattas

Riksbanken, Finansdepartementet och KI är i nuläget väl medvetna om **svårigheterna med att definiera jämviktsmått som BNP-gap och jämviktsarbetslöshet** och lyfter därför inte fram dessa särskilt entusiastiskt. Ändå smyger sig synsättet in genom försiktiga BNP-prognoser på några års sikt som säkerställer att överhettningen "betas av". **Vår något ljusare syn på utbudsidan i svensk ekonomi** bidrar till att vi prognosticerar något högre tillväxt på lite sikt. Det innebär också att **det finns utrymme för en generellt mer expansiv politik** bl a ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv eftersom vi tror att **flaskhalsar är mer avlägsna**. En annan effekt är att vi tror att regering och KI underskattar den offentliga sektorns strukturella sparande genom att överdriva överhettningens grad. Därmed tenderar man också att underskatta det manöverutrymme som finanspolitikens ramverk faktiskt medger. I ett skede där Riksbanken nu tydligt börjar kommunicera att man ska börja normalisera penningpolitiken, bl a för att nackdelarna och riskerna med att ligga kvar med minusräntan är påtagliga, blir det **extra viktigt att finanspolitiken inte blir onödigt stram**. Även om det inte är självklart hur man ska tolka läget på arbetsmarknaden vare det **olyckligt om man inte tog chansen att pressa ned arbetslösheten ytterligare** för att försöka nå ned till grannländernas nivåer. Naturligtvis skulle uppgiften underlättas om en expansiv politik kombineras med strukturella åtgärder som minskar trösklarna till arbetsmarknaden för svaga grupper.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP OECD	2,5	2,5	2,1	2,0
BNP världen (PPP)	3,7	3,8	3,6	3,6
KPI OECD	2,3	2,4	1,9	2,2
Oljepris, Brent (USD/fat)	55	73	85	85

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr USD	2017	2018	2019	2020
BNP	19 754	2,2	3,1	2,6	1,9
Privat konsumtion	13 654	2,5	2,8	2,7	2,1
Offentlig konsumtion	3 407	-0,1	1,7	1,5	1,0
Bruttoinvesteringar	3 295	4,9	5,2	3,0	2,5
Lagerinvesteringar, förändring i % av BNP föregående år		0,0	0,1	0,0	0,0
Export	2 420	3,0	4,3	3,3	2,9
Import	3 022	4,6	4,6	3,5	2,8
Arbetslöshet (%)		4,4	3,9	3,5	3,7
KPI		2,1	2,4	1,8	2,2
Hushållens sparkvot (%)		6,7	7,1	6,9	6,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,8	-4,6	-4,8	-4,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		105,8	106,4	108,5	109,0

Eurozonen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	10 534	2,4	2,1	1,9	1,8
Privat konsumtion	5 743	1,6	1,5	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	2 173	1,2	1,1	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	2 111	2,6	3,2	3,0	3,0
Lagerinvesteringar, förändring i % av BNP föregående år	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Export	4 865	5,2	3,8	4,0	3,5
Import	4 391	3,9	3,3	4,3	4,0
Arbetslöshet (%)		9,1	8,2	7,7	7,4
KPI		1,5	1,7	1,5	1,6
Hushållens sparkvot (%)		6,3	6,2	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-0,8	-0,7	-0,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		86,8	85,5	83,3	83,3

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP				
Storbritannien	1,7	1,3	1,4	1,6
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8
Tyskland	2,2	1,9	1,8	1,7
Frankrike	2,2	1,6	1,8	1,8
Italien	1,6	1,2	1,2	1,3
Kina	6,9	6,6	6,3	6,1
Indien	6,3	7,8	7,6	7,4
Brasilien	1,0	1,3	2,5	3,0
Ryssland	1,5	1,8	1,7	2,0
Polen	4,8	4,5	3,4	3,2
Inflation				
Storbritannien	2,7	2,4	1,8	1,8
Japan	0,5	1,0	1,2	1,5
Tyskland	1,6	1,6	1,7	1,7
Frankrike	1,2	1,3	1,4	1,6
Italien	1,3	1,3	1,2	1,4
Kina	1,6	2,1	2,3	2,3
Indien	3,3	4,3	4,8	5,0
Brasilien	3,5	3,8	4,2	4,4
Ryssland	3,7	2,8	4,6	4,1
Polen	2,0	1,7	2,7	2,5
Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,4	4,1	3,9	4,0
Japan	2,8	2,3	2,0	1,8
Tyskland	3,8	3,6	3,6	3,8
Frankrike	9,1	8,7	8,4	8,1
Italien	11,3	10,9	10,5	10,0

Finansiella prognoser

Officiella räntor		07 Nov	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
USA	Fed funds	2,25	2,50	3,00	3,00	3,25	3,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
Obligationsräntor							
USA	10 years	3,21	3,20	3,40	3,50	3,60	3,50
Japan	10 years	0,12	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20
Tyskland	10 years	0,44	0,50	0,70	1,00	1,15	1,30
Storbritannien	10 years	1,53	1,60	1,90	2,20	2,35	2,50
Växelkurser							
USD/JPY		113	111	108	104	102	100
EUR/USD		1,15	1,12	1,15	1,18	1,22	1,26
EUR/JPY		130	124	124	118	124	126
EUR/GBP		0,87	0,86	0,84	0,82	0,83	0,84
GBP/USD		1,31	1,30	1,37	1,44	1,47	1,50

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr SEK	2017	2018	2019	2020
BNP	4 579	2,1	2,2	2,2	2,2
BNP, dagkorrigerat		2,4	2,4	2,3	2,0
Privat konsumtion	2 041	2,2	2,0	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	1 196	0,0	0,6	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	1 143	6,1	4,5	3,0	2,8
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år	31	0,1	0,1	0,0	0,0
Export	2 077	3,2	4,1	4,8	4,7
Import	1 908	4,8	4,5	4,0	3,8
Arbetslöshet (%)		6,7	6,3	6,3	6,2
Sysselsättning		2,3	1,7	1,2	0,9
Industriproduktion		4,5	4,0	5,0	4,0
KPI		1,8	2,0	2,1	2,1
KPIF		2,0	2,1	2,0	1,6
Timplöneökningar		2,4	2,6	3,0	3,5
Hushållens sparkvot (%)		15,1	15,5	15,1	15,2
Real disponibel inkomst		1,9	2,5	1,5	1,9
Bytesbalans, % av BNP		3,3	2,8	3,2	3,3
Statligt lånebehov, mdr SEK		-62	-90	-60	-20
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,3	1,0	0,9	0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		40,8	36,9	34,4	32,0

Finansiella prognoser	07 nov	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Reporänta	-0,50	-0,25	-0,25	0,25	0,25	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	-0,47	-0,30	-0,15	0,20	0,35	0,75
10-års ränta	0,73	0,90	1,20	1,60	1,75	1,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	29	40	50	60	60	60
USD/SEK	9,00	9,06	8,65	8,31	7,99	7,70
EUR/SEK	10,33	10,15	9,95	9,80	9,75	9,70
KIX	118,5	117,4	115,1	113,6	112,4	111,2

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	220	2,8	2,7	2,2	2,2
Privat konsumtion	119	1,3	2,0	1,8	1,9
Offentlig konsumtion	52	-0,5	1,0	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	47	4,0	4,5	3,5	3,2
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år	0	-0,2	0,2	0,0	0,0
Exports	78	7,5	5,0	4,2	4,2
Imports	80	3,5	4,5	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		8,6	7,6	7,0	6,6
KPI, harmoniserat		0,8	1,2	1,2	1,5
Timplöneökningar		-1,2	1,0	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-0,7	1,0	1,0	1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,4	-0,2	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		61,3	60,0	58,0	56,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr NOK	2017	2018	2019	2020
BNP	3 181	2,0	1,4	2,4	2,4
BNP (Fastlandet)	2 768	2,0	2,4	2,5	2,1
Privat konsumtion	1 443	2,2	2,1	2,5	2,4
Offentlig konsumtion	778	2,5	2,3	1,0	1,2
Bruttoinvesteringar	819	3,6	1,1	4,2	2,4
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år		0,1	0,0	0,0	0,0
Export	1 096	-0,2	2,1	2,8	3,2
Import	1 064	1,6	3,4	3,0	2,3
Arbetslöshet (%)		4,2	3,9	3,7	3,6
KPI		1,9	2,7	1,7	1,6
KPI-JAE		1,4	1,5	1,7	1,7
Årslöneökningar		2,3	2,8	3,2	3,4

Finansiella prognoser	07 nov	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Folioränta	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
10-års ränta	2,00	1,90	2,00	2,10	2,20	2,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	156	140	130	110	105	105
USD/NOK	8,32	8,48	8,17	7,63	7,34	7,06
EUR/NOK	9,55	9,50	9,40	9,00	8,95	8,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr DKK	2017	2018	2019	2020
BNP	2 178	2,3	1,5	2,5	2,0
Privat konsumtion	995	1,6	3,0	3,0	2,2
Offentlig konsumtion	536	0,6	0,9	1,3	0,9
Bruttoinvesteringar	462	4,5	9,4	4,3	4,4
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år		0,1	-0,1	-0,2	0,0
Export	1 188	4,5	0,7	4,2	3,8
Import	1 033	4,3	4,4	3,0	4,3
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	5,0	4,6	4,2
KPI, harmoniserat		1,1	0,8	1,5	2,0
Timplöneökningar		1,7	2,3	2,5	2,9
Bytesbalans, % av BNP		9,0	8,0	7,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	0,5	1,0	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,0	36,0	35,0	34,0

Finansiella prognoser	07 nov	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,30	0,55	0,80
10-års ränta	0,48	0,52	0,72	1,02	1,17	1,32
10-års räntedifferens mot Tyskland	4	2	2	2	2	2
USD/DKK	6,50	6,65	6,48	6,31	6,11	5,91
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	42	4,1	3,4	3,0	2,6
Privat konsumtion	26	3,4	3,8	3,4	3,2
Offentlig konsumtion	7	-0,4	0,7	1,0	1,2
Bruttoinvesteringar	8	6,8	8,2	7,0	5,0
Export	34	13,6	5,0	4,5	3,5
Import	33	12,0	5,5	4,7	4,2
Arbetslöshet (%)		7,1	6,5	6,2	6,0
KPI		3,7	2,7	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	0,5	0,2	0,0
Skuld, offentlig sector, % av BNP		39,4	35,5	38,0	36,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	25	4,5	4,3	3,5	3,2
Privat konsumtion	15	5,1	4,8	3,7	3,0
Offentlig konsumtion	4	4,1	3,8	3,1	2,3
Bruttoinvesteringar	5	16,0	14,0	7,5	6,5
Export	15	4,8	3,5	3,1	3,0
Import	14	9,5	7,8	6,0	5,5
Arbetslöshet (%)		8,9	7,7	7,0	6,5
KPI		2,9	2,5	2,9	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-0,5	-1,0	-1,0
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,0	39,6	38,3	37,6

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	23	4,9	3,4	3,0	2,8
Privat konsumtion	12	2,2	4,0	4,2	3,4
Offentlig konsumtion	5	0,8	1,4	2,5	1,8
Bruttoinvesteringar	5	13,1	2,8	3,9	2,0
Export	18	3,5	4,1	3,7	3,8
Import	17	3,9	4,8	4,2	3,4
Arbetslöshet (%)		5,8	6,0	6,2	6,4
KPI		3,7	3,4	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,1	-0,5	-0,3	-0,3
Skuld, offentlig sector, % av BNP		9,3	8,3	8,1	7,8

Kontakter

Robert Bergqvist

Chefekononom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé

Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall

Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren

SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink

+ 46 8 763 80 77

Richard Falkenhäll

Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson

Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gasputis

SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth

Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund

Tillväxtekonomicer
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren

Sverige
+46 8 763 80 79

Eugenia Fabon Victorino

SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Andreas Johnson

Indien, USA
+46 73 523 77 25

Elisabet Kopelman

+ 46 8 506 23091

Elizabeth Mathiesen

SEB Köpenhamn,
Danmark
+45 2855 1747

Mihkel Nestor

SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas

SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

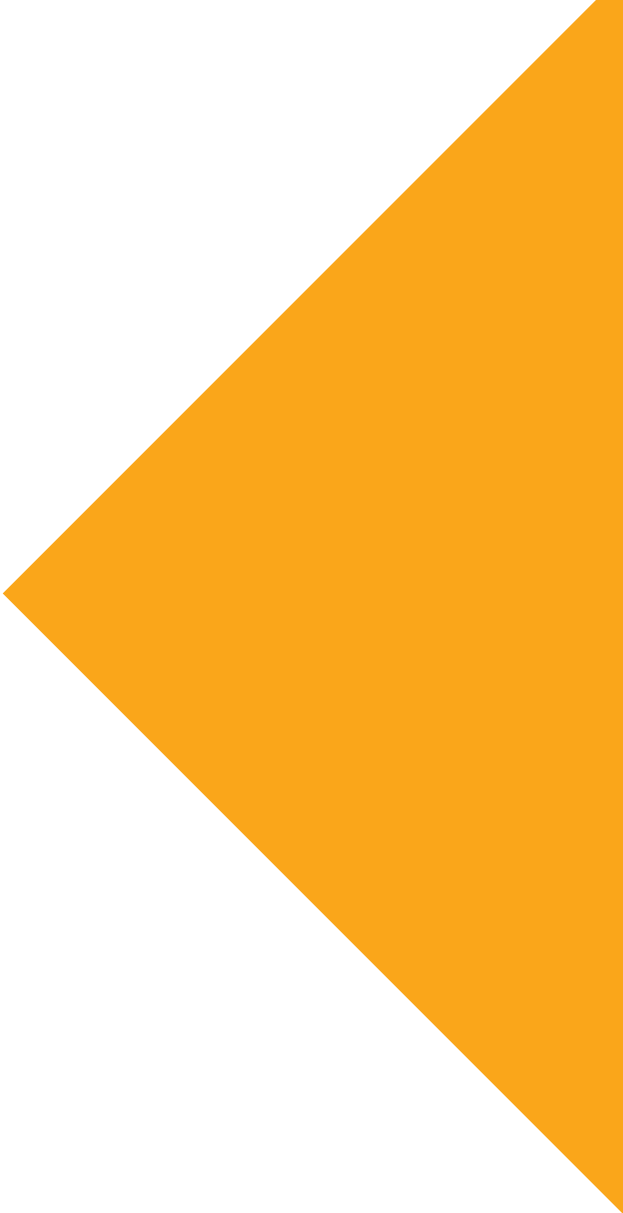
Denna rapport publicerades
den 13 november 2018.

Avstämning för valuta- och
räntenoteringar var den 7
november 2018.

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

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 30 september 2018 uppgick koncernens balansomslutning till 2 777 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 871 miljarder kronor.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Macro & FICC Research. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på www.sebgroup.com/sv